



Brexit : " Caramba ! ... encore raté ! " ...

On n'ose plus regarder du côté du Brexit. L'UE est parvenue à trouver un accord avec Boris Johnson, qui a affirmé qu'il peut réunir une majorité parlementaire sur ce texte. Hélas, pour le moment les faits ne lui donnent pas encore raison. «Caramba ! ... encore raté ! ...» comme le dit le général Alcazar sous la plume d'Hergé. **On se dirige donc vers un nouveau report**, que presque tout le monde aurait souhaité éviter. A-t-on reculé pour mieux sauter ? Mais pour atterrir où ? Si l'on en juge par la bonne tenue de la livre, **les marchés financiers restent raisonnablement confiants**. En attendant, Brexit ou pas, l'effet stocks est épuisé et l'économie britannique va payer le prix de l'incertitude. Ce n'est qu'une fois l'horizon éclairci que les décisions d'investissements réels en attente pourront être prises et que des opportunités financières devraient apparaître. Mais l'approbation éventuelle de l'accord de retrait suffira-t-elle, ou bien devons nous attendre la négociation des nouvelles relations économiques sociales et commerciales ? Caramba ...

Regardons plutôt du côté de l'économie et des banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique.

Les marchés ont eu une lecture, à notre avis trop négative des chiffres économiques américains. La production industrielle s'est repliée, il est vrai, mais les difficultés de ce secteur sont connues de longue date, aux Etats-Unis comme ailleurs, et le repli de septembre n'efface pas entièrement la hausse d'août. **Les métaux industriels souffrent**, mais les actions tiennent bon dans l'ensemble. Les ventes au détail ont déçu, mais là encore sur deux mois l'indicateur progresse, et la performance du trimestre est bonne, notamment en volume. Enfin, **les chiffres relatifs à l'immobilier résidentiel américain demeurent excellents**. Certes, les permis de construire et les mises en chantier ont reculé en septembre par rapport au mois précédent, mais dans les deux cas la correction est assez modérée et toujours, en deçà de la hausse d'août. Surtout, ces chiffres d'août étaient les plus élevés enregistrés depuis juin 2007 et septembre ne remet pas en cause la tendance à l'amélioration ! L'indicateur avancé NAHB (*National Association Of Home Builders*) d'octobre progresse de 68 à 71, alors qu'il était attendu inchangé, c'est son meilleur niveau depuis 20 mois et le 3^e plus haut ex-aequo depuis 2005. L'immobilier reste bien orienté pour les prochains trimestres.

Les marchés attendent toujours une 3^{ème} baisse du taux des fonds fédéraux pour la fin du mois, bien qu'elle ne soit pas inscrite dans les "dots" de la réunion de septembre (les anticipations des membres du FOMC). Cette mesure étant très largement anticipée, elle devra avoir lieu sous peine de créer, faute d'une préparation idoine, un choc de déception sur les marchés. Néanmoins, la santé économique des Etats-Unis ne rend pas à nos yeux une telle mesure indispensable. En tout cas, si elle a bien lieu, **elle s'accompagnera certainement d'un message fort annonçant, sinon la fin, du moins une pause** dans le mouvement de baisse des taux directeurs.

Le gouvernement allemand a revu en forte baisse sa prévision de croissance pour 2020, elle revient de 1,5% à 1,0% (même sans *hard Brexit*), après un PIB à +0,5% seulement cette année (estimation inchangée). Cette révision intervient en dépit de l'annonce récente d'un grand plan de rénovation du secteur énergétique. Il en résulte, dans un sens, un plus grand besoin de soutenir l'activité, mais aussi, à l'inverse, la perspective d'un excédent budgétaire sans doute réduit à peu de chose, ce qui va limiter la marge de manœuvre du gouvernement, tant qu'il **reste accroché à la doctrine d'un budget équilibré**. D'ailleurs le ministre de l'économie Peter Altmaier nie qu'un plan de relance soit de l'instrument adapté à la situation actuelle, malgré les appels du BDI (la fédération allemande de l'industrie). Altmaier affirme toujours que la croissance va repartir avec l'apaisement des tensions commerciales, **contre toute évidence**

puisque les Etats-Unis ont instauré le 18 octobre de nouveaux tarifs à 25% sur une liste de produits européens d'une valeur totale de 7,5 mds de dollars (essentiellement des produits agro-alimentaires et 10% sur les AIRBUS assemblés). On est encore loin d'un apaisement, sachant en outre que le cas des voitures européennes sera réexaminé par Washington dans un mois.

Eurostat a révisé à la baisse le taux d'inflation de la zone euro pour le mois de septembre, de 0,9% à 0,8%, après 1,0% en août. Il s'agit surtout d'un arrondi différent et l'inflation sous-jacente totale est confirmée à 1,0%, après 0,9% en août. L'important c'est que, après la prochaine réunion de la BCE, Mario Draghi lors de sa dernière conférence de presse va citer ce niveau de 0,8% en baisse de 0,2 point. Tous ces chiffres sont bien loin de l'objectif des 2%, ce **qui justifie les mesures annoncées en septembre**. Cela laisse l'inflation moyenne sur la durée de son mandat à 1,19% pour l'indice global et à 1,06% pour le sous-jacent. La politique monétaire expansive qu'il a mené tout au long de son mandat était donc non seulement justifiée, mais aussi nécessaire, quoiqu'en disent certains.

En effet, **on sait le conseil de la BCE très divisé**. Le tout nouveau gouverneur de la Banque d'Autriche Robert Holzmann a même suggéré que **l'on puisse revoir en baisse l'objectif d'inflation** à 1,5%. Une telle révision nous paraît contre-productive, Holzmann veut justifier une politique monétaire moins souple pour avoir des taux plus hauts, alors qu'un objectif d'inflation plus bas et soudain devenu ajustable, ne ferait qu'entériner des rendements faibles pour très longtemps. Et à l'inverse, que dirait-il si, après plusieurs années d'inflation supérieure à l'objectif, quelqu'un proposait de simplement relever l'objectif d'inflation ? Il n'a pas encore admis une réalité, la BCE a mené, mène et mènera une politique monétaire dans l'intérêt de l'ensemble de la zone euro et non dans celle d'une partie des pays membres, ni ceux dits de la périphérie, ni ceux dits du cœur. Mario Draghi pourrait le rappeler lors de son allocution. Quant aux partisans d'une politique monétaire plus dure, qui comptent sur Christine Lagarde pour voir une telle inflexion, ils en seront certainement pour leur frais.

Enfin, **nous rencontrons récemment des sociétés du secteur bancaire et du secteur immobilier** et nous nous faisons les réflexions suivantes : elles font partie aujourd'hui du secteur "**value**", les sociétés dont les valorisations sont considérées comme modérées. **Une raison commune à ces niveaux modérés réside dans la concurrence internet** et les évolutions des *business models* ; concurrence des *fintech* pour les banques, du commerce en ligne pour les autres. Et, aujourd'hui, on a plutôt tendance à constater que les *fintech* deviennent de plus en plus des partenaires des banques, leur permettant d'améliorer le service clients et de baisser les coûts, alors que les distributeurs *online* ont bien du mal à être rentables sans être présents dans des magasins physiques. Même Amazon ouvre des magasins ! **Valorisation raisonnable et apaisement des inquiétudes pourraient être de nature à redonner de l'attrait à des secteurs en retard cette année**.

Et s'intéresser à des opportunités actions nous semble d'autant plus justifié que la hausse récente des taux leur rend une capacité de court terme à rebaisser en cas de crise sur les marchés : **l'appréciation des obligations de maturité longue, qui bénéficieront probablement du redémarrage du QE le 1^{er} novembre et d'un dernier discours fort de Mario Draghi pourrait donc protéger un portefeuille diversifié**. Détenir des actions sur des secteurs choisis et des obligations d'Etat nous semble tactiquement justifié, dans le cadre d'un positionnement qui demeure prudent.

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet
et Alexis Merville le 23/10/19 à 12h00*