

Craintes de récession : le bout du tunnel ?

En dépit d'un calendrier riche en chiffres économiques, croissance, emploi et inflation, **les marchés européens sont restés assez stables** sur la semaine, tant pour les actions que pour les obligations. Aux Etats-Unis, les observateurs ont été rassurés par la robustesse de l'économie et ont **reçu favorablement les décisions de la Fed et le discours de Jay Powell**. En fin de semaine, la perspective d'un apaisement des relations sino-américaines a bien aidé. Ainsi, le fait marquant de la semaine est sans doute **le repli des volatilités implicites**.

Aux Etats-Unis, la croissance du T3 ressort à 1,9%, au-dessous des attentes (1,6%) et presque aussi solide qu'au T2. On enregistre un inévitable ralentissement de la demande finale (+2,0% au T3 après +3,0% au T2) malgré une bonne résistance de la consommation +2,9% (vs +2,6% attendu, après +4,6% au T2). L'investissement se replie toujours (surtout en bâtiments, mais aussi en équipements), ce que le logement qui redémarre n'est pas parvenu à compenser. Le déstockage a cessé et la contribution des exportations nettes reste négative mais elle a beaucoup diminué.

Coté inflation, **le déflateur du PIB +1,6%** (après +2,6%) **ralentit encore plus qu'attendu**, tout comme le déflateur de la consommation totale (+1,5% contre +2,0% attendu, après +2,4% au T2). Certes l'inflation sous-jacente a accéléré à +2,2% au T3 (attendu à 2,1% après 1,9%), mais la rechute des prix énergétiques et alimentaires au T3 éclipsent la hausse du sous-jacent. Surtout, **la tendance n'est pas préoccupante** : le déflateur sous-jacent mensuel de septembre publié le lendemain est resté sage, inchangé sur le mois (après un gain de 0,1% en août) et en hausse de 1,7% sur 12 mois (moins que les 1,8% d'août). Cela augure d'un T4 bien plus faible, avec une hausse voisine ou inférieure à l'objectif de la Fed.

La Fed a clairement indiqué que **la baisse des taux annoncée le 30 octobre marquait la fin d'une phase du cycle** de politique monétaire. Plus précisément, Powell a laissé entendre lors de sa conférence de presse que, si la Fed devrait laisser le taux des Fed Funds inchangé au cours des prochains comités, elle pourrait **repandre le mouvement de baisse en cas de croissance décevante**. A l'inverse, la Fed pourrait relever ses taux si l'activité s'envolait, mais cette seconde possibilité est clairement plus éloignée que la première.

Enfin, **le rapport sur l'emploi est rassurant** (cf. [FideasFlash "USA: une belle croissance, durable et non-inflationniste"](#)). L'économie continue à créer des emplois, 128 000 en octobre (en dépit de l'impact du mouvement de grève chez *General Motors*, lequel explique les 36 000 postes temporairement perdus dans le secteur manufacturier). **Le taux de chômage a corrigé une partie de sa chute de septembre, grâce la hausse du taux de participation**, au plus haut depuis plus de 6 ans. Ainsi, il n'y a **pas de tension excessive sur le salaire horaire moyen**, il n'affiche qu'un gain modeste de 0,21% sur le mois, de 0,68% sur 3 mois et 3,0% sur l'année. Cela se voit aussi dans les données trimestrielles sur les coûts salariaux (+0,7% t/t au T3 dont +0,9% pour les salaires et +0,6% pour les charges sociales); on verra cette semaine ce qu'il en est de la productivité et donc des coûts salariaux unitaires.

En zone euro, le taux de chômage a été revu de 7,4% à 7,5% pour le mois d'août et il est stable à ce niveau en septembre.

Ainsi, **la tendance baissière est en train de disparaître, cela fait 6 mois que le chômage oscille entre 7,5% et 7,6%**, alors qu'il était encore de 8,0% il y a un an. Cette stagnation est observable dans toute la zone, elle est la conséquence inévitable du ralentissement passé de l'activité. Mais il n'y a pas de récession. **La croissance du PIB affiche +0,2% au T3, comme au T2**, c'est marginalement mieux qu'attendu (comme en France et Italie avec +0,3%, ou en Espagne et Belgique avec +0,4%). Pourtant, le glissement annuel de la zone revient de 1,2% au T2 à 1,1% au T3 comme prévu. **La zone euro n'est pas en récession, ni même en stagnation, contrairement à l'Allemagne**. Une remontée du taux de chômage n'y est pas imminente. Néanmoins, le manque de dynamisme justifie des mesures de politique économique, et, faute d'une relance budgétaire allemande, qui aurait été (et demeure) l'option préférable, c'est la BCE qui a dû prendre des mesures en septembre.

L'estimation préliminaire de **l'inflation en zone euro baisse encore à 0,7%** en octobre. Le recul est uniquement dû aux prix de l'énergie, puisque la hausse des prix des produits alimentaires est stable et celle des prix "core" augmente un peu de 1,0% à 1,1%. Du fait du profil des prix du pétrole, bien plus heurté l'an dernier que cette année, **il est très probable qu'octobre soit le point bas** de l'année. De fait, 2019 est l'image inversée de 2018 quand octobre avait marqué un point haut à 2,3%. Dès novembre, le taux d'inflation total devrait converger vers le sous-jacent, lequel pourrait d'ailleurs continuer à progresser un peu pour se rapprocher de la borne haute de la fourchette 0,7%-1,3%, laquelle prévaut depuis 4 ans.

Au Japon, la hausse de la "sales tax" (la TVA locale est passée de 8% à 10%) a eu l'impact attendu sur les ventes au détail. Par effet d'anticipation, elles ont bondi en septembre et affichent un gain de 9,1% par rapport à l'an dernier (il est possible que la coupe du monde de rugby ait joué un rôle marginal). On devra donc attendre la rechute qui suivra inévitablement au T4 avant de porter un jugement sur le dynamisme sous-jacent. **La surprise** vient des premiers indices de prix à la consommation d'octobre avec **une inflation stable** pour l'indice de la région de Tokyo (le seul disponible à ce stade). Le taux d'inflation total est inchangé à +0,4% sur un an (de même l'inflation hors alimentation est également inchangée à 0,5%). Le recul des prix du pétrole aurait donc compensé une partie de l'impact fiscal, le solde étant entièrement absorbé par les marges des fabricants et des distributeurs (en 2014, la hausse de la taxe de 5% à 8% avait ajouté 1,6% à l'inflation). Si le résultat de Tokyo se répète au niveau national ce serait mauvais pour les profits à court terme mais bon pour la consommation à plus long terme.

Dans l'ensemble **les inquiétudes sur le cycle tendent à s'apaiser**, au fur et à mesure que les menaces sur le commerce mondial se dissipent. **Et si le creux de l'activité**, largement amorti aux Etats-Unis par une politique fiscale agressive, **était déjà derrière nous ?** L'assouplissement monétaire toucherait à sa fin des deux côtés de l'Atlantique et **les perspectives seraient bonnes pour les marchés actions et notamment pour les actions dites « value »**. Nous restons donc prudents mais sélectivement exposés.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 6/11/19 à 18h00