



## Ces excédents ne cèdent pas mais nous excèdent

Après des gains significatifs au cours de la première semaine de novembre, **les marchés boursiers sont dans l'ensemble restés calmes la semaine dernière**, bien que la période soit plus riche en données économiques. Les chiffres ne donnent guère de signes tangibles de récession mais ils pointent vers une activité globalement peu dynamique, surtout dans l'industrie manufacturière. L'appétit pour le risque s'est calmé et, signe rassurant, **les indicateurs de volatilité ont encore reculé**. Du côté obligataire, la tendance de début novembre a été en partie inversée. **Les rendements se sont un peu repliés**, une baisse qui s'est accompagnée d'un **aplatissement des courbes** de taux, aux Etats-Unis comme en Allemagne. Cependant, **au sein de la zone euro, l'élargissement des spreads souverains s'est amplifié**, du moins jusqu'à jeudi. Cela témoigne de la persistance de tensions politiques.

Le moment semble propice à s'interroger sur **les perspectives de long-terme**. Fideas s'est notamment interrogé sur **les causes et la persistance d'un niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt**, en particulier en zone euro, mais pas seulement (cf. présentation "[Les taux bas : une conjoncture qui s'éternise ou une nouvelle normalité ?](#)"). Les politiques monétaires ont indéniablement un rôle, mais les tendances démographiques, la mondialisation, comme les évolutions techniques et sociétales, amènent des changements comportementaux qui donnent à ces taux faibles **des origines multiples**. **Les excédents d'épargne**, faute d'être convenablement recyclés (singulièrement en Allemagne) font que **ces taux bas sont de nature structurelle et durable**.

**Les stratégies d'investissements doivent être adaptées à cet environnement**. Il convient sans doute de privilégier **les actions**, moins chères dans l'absolu que les obligations. Parmi elles, **le compartiment crédit** est sans doute celui qui recèle le plus de valeur. Une approche prudente demeure nécessaire, ce qui incite à regarder des **stratégies optionnelles**, car les risques politiques sont particulièrement importants. C'est notamment le cas de l'Amérique du Sud, où l'on enregistre une **contagion des crises tant économiques que sociales**, qui guettent aussi les autres pays **d'Amérique Latine**. A l'image des printemps arabes, les mouvements de protestation se répandent, **attisés par les réseaux sociaux** et favorisés par **la montée des inégalités**. Ces révoltes se moquent des types de régimes en place pourtant bien différents, de droite ou de gauche, démocratique ou autoritaire.

Aux Etats-Unis, **le déclin de la production industrielle** sur le mois d'octobre (-0,8% m/m dont -1,1% pour le secteur manufacturier) n'est pas significatif en raison de la grève observée chez General Motors, qui a affecté notamment la production automobile (-7,1% sur le mois). Hors automobile la production industrielle ne se replie que de 0,1%, sans doute aurait-elle même augmenté en l'absence des effets induits de cette grève. Cela dit, le glissement annuel qui était négatif en septembre reste en baisse de 1,1% selon l'indice officiel, et le serait aussi hors l'impact direct et indirect de l'automobile. L'industrie souffre des effets de la guerre commerciale déclenchée par Trump. C'est sans doute une des raisons pour lesquelles il n'a ni mis en place au 15 novembre les tarifs douaniers dont il a menacé l'industrie automobile européenne, ni durci le ton vis-à-vis de Pékin, alors que les négociations ne progressent guère.

**Les ventes au détail** progressent en octobre, mais elles ne font guère plus que reprendre le terrain perdu en septembre. Compte-tenu de l'inflation, l'orientation tendancielle est mauvaise, confirmant que l'industrie souffre davantage que les services. La hausse mensuelle **des prix à la consommation** a dépassé un peu les attentes à 0,4% (contre 0,3% prévu) après un gain modeste de 0,1% en septembre. Alors qu'il était attendu stable, **le rythme d'inflation a légèrement progressé en octobre**, de 1,7% à 1,8% sur un an, **bien que l'inflation sous-jacente décline** de 2,4% à 2,3%. Les pressions inflationnistes demeurent donc limitées. Les déflateurs implicites de la consommation, qui sont usuellement plus faibles car ils prennent en compte les ajustements des consommateurs aux variations de prix relatifs, devraient donc rester en dessous du seuil des 2%. Néanmoins, les prix à la production ont progressé en octobre de 0,4% pour l'ensemble et 0,3% pour l'indice sous-jacent, le recul des taux annuels sur ce mois n'est dû qu'à un effet de base favorable, par nature temporaire.

L'économie mondiale n'est pas en récession, mais la croissance demeure terne. **Le PIB de la zone euro a été marginalement révisé en hausse** pour le T3. Si la variation sur le trimestre reste estimée à +0,2%, soit plus que le +0,1% initialement attendu par le marché, la croissance sur un an est revue de +1,1 à +1,2%. Ce sont les mêmes performances qu'au T2 (+0,2% t/t et +1,2% sur l'année) mais un peu moins bien qu'au T1 (+0,4% et +1,3% respectivement). On enregistre un PIB meilleur qu'attendu aux Pays-Bas (+0,4% au lieu de +0,3%) et surtout en Allemagne (+0,1% au lieu de -0,1%, lui permettant d'éviter une récession après le repli de 0,2% au T2). **Le ralentissement économique** européen, perceptible dès 2018, ne s'est donc qu'à peine aggravé cette année et l'activité est toujours tirée par l'Espagne et les Pays-Bas. Suivant ce ralentissement avec un peu de décalage, **le dynamisme de l'emploi en zone euro s'étiole**. Sa hausse trimestrielle est revenue à 0,1% au T3, après 0,2% au T2 et 0,3% au T1, dans le même temps la progression annuelle a perdu 0,2 point par trimestre de 1,4% au T1 à 1,0% au T3.

Pour autant, bien peu d'actions de soutien à l'activité sont à l'ordre du jour en Allemagne. Alors qu'en France le gouvernement semble répondre à chaque catégorie sociale en crise par "un chèque", **le budget que Merkel va présenter au parlement pour 2020 est excédentaire pour la 7<sup>ème</sup> année**, compte tenu des 5 mds d'euros supplémentaires qui seront mis en réserve dans le fonds d'accueil des migrants. Les dépenses fédérales prévues, même revues en hausse de 1,66 md d'euros, n'augmentent que de 1,1%, auxquelles s'ajoutent quelques baisses d'impôts, notamment au titre du plan climat lequel se monte à 7 mds (y compris quelques hausses de taxes).

Ce n'est pas que le déficit public soit insuffisant, mais, considérant qu'en **Allemagne l'épargne dépasse toujours les investissements**, le problème vient de ce que le système bancaire se révèle **incapable de recycler les excédents**, que ce soit en interne ou bien à l'étranger. Ceux-ci s'accumulent donc sur les comptes auprès de la Bundesbank (pour 915 mds d'euros à fin septembre) "rémunérés" à -0,50%. Faute d'investissements, **les épargnants allemands se condamnent eux-mêmes aux taux négatifs**. Et les allemands s'excèdent de leurs propres excédents !

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