

Fin de limitation de vitesse

Une semaine sans grand relief et la fin d'année qui approche poussent à **faire un point de situation**.

2019 a commencé dominé par un ralentissement faisant craindre une récession, qui aurait laissé indifférente une FED occupée à normaliser ses taux. Pendant ce temps, le Brexit était infaisable, le no-deal possible et la guerre commerciale faisait rage.

Le Brexit infaisable est devenu probable et le no-deal impossible. Un cessez-le-feu est perçu comme assuré entre Trump et la Chine. Le contexte macro de début d'année a poussé la FED et la BCE dans un concours d'amabilité monétaire. L'une a entamé la baisse avant de marquer une pause, l'autre a baissé encore son taux et repris son QE.

On revient donc à **l'économie qui, malgré les tweets, commande aux marchés**. Nous sommes dans un monde où **les cycles sont de faible amplitude** et le ralentissement dont on craignait qu'il évolue en récession est sans doute derrière nous, au moins en Europe et aux Etats Unis. En Grande Bretagne, les soucis économiques sont en revanche plutôt devant, mais on aura d'abord un état de grâce, ou au moins de soulagement, après la victoire annoncée de B. Johnson.

Rebond des taux et performance des actions peuvent à court terme être confirmés. Mais nous sommes aussi dans un monde où **la vitesse de croissance est limitée**, les taux durablement écrasés par la démographie et l'épargne, donc n'attendons pas d'emballlement sur l'un ou l'autre mouvement, surtout quand il est déjà bien entamé.

Aux Etats-Unis, le secteur immobilier reste très dynamique, que l'on juge par les ventes de logements, l'indice NAHB, les permis de construire ou les mises en chantiers. **Les indices Markit PMI se sont redressés de près d'un point** en novembre, tant pour le PMI manufacturier (52,2) que celui pour les services (51,6), où ils ont dépassé les niveaux attendus mais certainement évité cette année de toucher la barre des 50. Le marché semble maintenant accepter l'idée que la Fed pourrait ne plus baisser le taux des Fed Funds, au moins dans les 9 prochains mois. Du côté politique, les marchés ne semblent s'inquiéter ni de la procédure d'impeachment à l'encontre du Président, ni des retards qui s'accumulent pourtant dès la phase 1 des négociations commerciales sino-américaines. Sur ce sujet, le retard n'est pas un problème, mais l'échec en serait un.

Au Japon, la hausse de la "sales tax" le 1^{er} octobre a provoqué des achats anticipés massifs, qui seront à coup sûr suivis d'un repli des ventes au détail. En revanche on n'observe aucun effet significatif sur les prix au détail, le recul du cours du pétrole et les efforts de marges des producteurs et distributeurs ont permis d'absorber la totalité du choc inflationniste. Un constat qui pourrait redonner du baume au cœur des consommateurs. D'ailleurs, les PMI progressent en novembre laissant penser que **l'économie nipponne, aidée par des dépenses publiques supplémentaires, pourrait surmonter le choc fiscal sans récession**.

En zone euro, le pire est peut-être derrière nous. En France et en Allemagne, les indices PMI manufacturiers sont en hausse et les PMI services sont à peu près stables ; des résultats confortés par les enquêtes nationales. Au vu de l'indice de l'ensemble de la zone euro, on craint quand même un repli des services dans les pays du sud. Mais en Italie les commandes à l'industrie se

sont redressées à nouveau en septembre et affichent maintenant une hausse sur un an.

Au Royaume-Uni la croissance du PIB au T3 a été un peu décevante, +0,3% t/t (au lieu du +0,4% espéré), le glissement annuel est tombé à 1,0% au plus bas depuis début 2010. Points positifs : la consommation continue de croître, +0,4% t/t au T3 comme au T2, et l'investissement résiste (-0,2% au T2 après -0,9%). Le commerce extérieur surprend, moins avec un rebond des exportations (+5,2% t/t au T3 après -6,6% au T3), qu'avec des importations presque stables (+0,8% après -13,0%). **Les stocks, en valeur et en volume, ont continué à se dégonfler au T3**, quoique moins violemment qu'au T2, mais l'analyse doit être faite avec prudence, en raison du Brexit, d'achats ponctuels d'or physique (importé au T1), et d'un changement méthodologique. En revanche, l'indice mensuel du PIB est plus préoccupant car il a reculé de 0,1% en septembre après -0,2% en août (l'estimation préliminaire a été revue en baisse), ce qui **donne un fort acquis négatif dès le début du T4**. De surcroît on a en octobre un repli inattendu des ventes au détail (inquiétant, après 2 performance mensuelles médiocres) et une hausse plus forte du nombre de chômeurs (même si cet effet n'est pas encore visible sur le taux de chômage, publié en moyenne trimestrielle glissante).

Au chapitre des mauvaises nouvelles toujours, les indicateurs avancés **augurent très mal de l'activité au T4**. L'indice PMI de novembre pour le secteur manufacturier est retombé à 48,3 après 49,6, selon l'estimation rapide, chutant plus lourdement que prévu (48,8). Le PMI des services n'a pas fait mieux, il baisse également de 1,4 point à 48,6 (attendu quasiment stable à 50,1), c'est son plus bas niveau depuis avril 2009 (hormis l'enquête qui a suivi le référendum de juin 2016). Certes, **l'indice CBI des commandes à l'industrie se redresse un peu à -26 en novembre, contre -31 attendu et après -37 en octobre** ; mais le niveau absolu demeure très bas et l'on observe sur les 4 derniers mois les 3 indices les plus faibles depuis 9 ans.

Pourtant les marchés financiers britanniques tiennent bien. Le sterling a retrouvé son niveau de début d'année et le rendement du Gilt 10 ans est voisin du taux directeur, soit 0,75%. Sur les actions, l'indice FTSE 100 n'a progressé que de 8,9% cette année, mais le FTSE-250 a gagné 17,0%, et le MSCI UK 17,9%. **Les incertitudes politiques ne sont pas dissipées, mais** les sondages, quoique peu fiables, suggèrent que Boris Johnson obtiendra le 12 décembre une **majorité suffisante pour ratifier son accord de Brexit**. Les investisseurs restent prudents mais une bonne nouvelle pourrait soutenir les marchés d'autant que le gouvernement devrait accompagner ce Brexit d'une **politique fiscale de relance**. De même la réallocation des portefeuilles pourrait être favorable, ou du moins espérée telle ; les investisseurs britanniques rapatriant une partie des fonds investis en Europe vers le UK et les investisseurs internationaux revenant sur le marché londonien.

Néanmoins, en 2020 les incertitudes et **la complexité liées à l'établissement de relations commerciales nouvelles** entre le RU et tous ses partenaires (européens et autres) **pourraient faire revenir l'inquiétude**. **La première victime en serait alors la livre sterling**.