



## espoirs de rebond économique, doutes politiques persistants

**En l'absence de grandes nouvelles au cours de la semaine dernière les marchés sont, dans l'ensemble, restés calmes.** Les chiffres économiques étaient globalement plutôt rassurants. Cela a permis aux marchés bousiers de rester correctement orientés dans les pays avancés, en particulier aux Etats-Unis, alors que l'évolution sur les marchés émergents était plutôt à l'érosion avec quelques points faibles, comme le Chili ou l'Afrique du Sud. Sur le compartiment obligataire, la tendance était plutôt à la hausse des taux et au resserrement des spreads de crédit.

**Aux Etats-Unis, le PIB du T3 a été revu en très légère hausse** à +2,1% en rythme annualisé (au lieu de +1,9% initialement annoncé), mais c'est surtout **la poursuite de la croissance des profits**, même lente (+1,7% au T3 après +3,7% au T2) qui est rassurante. L'avenir se présente plutôt bien. La confiance des ménages s'érode en novembre, selon l'indice du *Conference Board*, mais elle reste à un niveau très élevé (125,5 après 125,9). Les commandes de biens durables étaient mieux orientées en octobre, après un mois de septembre médiocre, or on sait que le secteur manufacturier est le point faible de l'économie, tandis que l'immobilier reste son point fort. Les déflateurs implicites de la consommation, total et sous-jacent, convergent en octobre vers le niveau de 1½%, toujours modeste et en-deçà de l'objectif de la Fed. Ainsi, **la Fed devrait rester l'arme au pied.**

L'incertitude est davantage liée à la politique internationale. **La volatilité de ces derniers jours rappelle qu'il est difficile de savoir si les discussions commerciales sino-américaines progressent ou pas.** Le marché semble toujours tableur sur une issue favorable des négociations dites de "phase 1". Cela semble raisonnable, car les deux parties ont intérêt à conclure. Trump est moins menacé par la procédure d'*impeachment* que par la candidature de Michael Bloomberg pour le parti démocrate. Du côté de Pékin, il est sans doute plus facile de conclure un accord avec un président en fin de mandat qu'avec un nouvel élu, de surcroît s'il était plus sensible aux événements de Hong-Kong et aux droits de l'homme. Par ailleurs, on ne sait pas si le fameux accord de "phase 1" inclura une réduction significative des tarifs déjà imposés de part et d'autre. Le scénario dangereux, moins probable mais plus grave, serait celui de l'échec de ces négociations et de nouveaux relèvements de tarifs douaniers.

**Au Japon**, la hausse de 2 points de la TVA au 1<sup>er</sup> octobre commence à peser sur l'activité. Les immatriculations ont plus lourdement chuté qu'après les précédents épisodes de hausses de la TVA, cela a impacté la production industrielle qui a baissé de 4,2% sur un mois et de 7,4% sur un an, sans empêcher l'accumulation des stocks. Le PIB du T4 sera à coup sûr très mauvais. Pourtant, on peut espérer que la consommation de produits manufacturés repartira en 2020, soutenue par la quasi-absence d'impact inflationniste (l'IPC hors alimentation de Tokyo ne progresse de 0,6% sur un an).

**En Europe** aussi l'industrie manufacturière a été cette année la principale source d'inquiétude, mais les nouvelles sont moins mauvaises. En Allemagne, **les indices Ifo de novembre sont rassurants, à défaut d'être brillants.** L'indice d'ensemble progresse à 95.0 (comme attendu) après 94.7 en octobre, c'est

la 4<sup>ème</sup> hausse mensuelle depuis le point bas de 94,3 en août (il faut remonter à 2017 pour avoir plusieurs hausses consécutives). La composante anticipation de l'Ifo progresse un peu à 92,1, mais moins qu'espéré, à 92,5 sur la lancée de la hausse d'octobre, 91,5 après 90,1 en septembre (qui était le plus bas depuis juin 2009). Le niveau absolu reste faible, mais c'est la première fois depuis 2017 que l'on a deux mois consécutifs de hausse. Le moral des ménages s'améliore légèrement, une tendance qui pourrait être accentuée par la baisse du nombre de chômeurs (-16 000 en novembre), surtout si ce recul devait être confirmé dans un mois. En revanche, **les incertitudes politiques s'accroissent** avec le changement d'orientation du SPD, qui réclame, à la veille du point d'étape de mi-mandat, une politique plus sociale, dont la CDU ne veut pas entendre parler. Il faut peut-être se préparer à des élections anticipées avec, à la clé, une coalition... introuvable.

**En zone euro, le taux d'inflation a rebondi de 0,7% en octobre à 1,0% en novembre**, selon l'estimation préliminaire. C'est moins le niveau de l'inflation qui surprend que sa structure. Les prix des produits énergétiques toujours en repli de 3,2% sur un an, n'expliquent pas le rebond, comme on aurait pu l'attendre au vu de l'effet de base issu du cours du pétrole. Les produits frais ont augmenté (de +0,7% à +1,8%), ainsi que le tabac en France ; ainsi l'ensemble "alimentation" passe de 1,5% à 2,0%, ajoutant près de 0,1 point à l'inflation totale. La surprise vient surtout de **l'accélération de l'inflation sous-jacente de 1,1% à 1,3%**, sous la pression des services dont l'inflation passe de 1,55% à 1,9%. Il faut attendre les indices détaillés pour en connaître la source (la faillite de Thomas Cook pourrait avoir pesé sur les postes tourisme et voyages). A 1,3% l'inflation hors énergie et alimentation rejoint son point haut déjà atteint en avril 2019 et avril 2017, mais c'était alors imputable à des effets calendaires. Abstraction faite de ces facteurs, on peut donc affirmer que la pression inflationniste, qui reste modeste, est **au plus haut depuis 4 ans**, même si on est toujours **loin de l'objectif d'inflation de la BCE.** C'est moins l'inflation que la consommation qui inquiète. En effet, il faudrait des hausses plus soutenues des rémunérations dans l'ensemble de la zone euro pour entretenir la petite amélioration de la confiance des ménages et surtout pour que les gains de pouvoir d'achat, et donc la hausse de la consommation, repartent.

Les marchés semblent convaincus que **les risques de récession sont derrière nous...** et c'est probablement exact (exception faire peut-être du Japon, du UK et de certains pays émergents), alors que, jusqu'à peu, les investisseurs s'attendaient à un environnement économique très mal orienté. Mais les incertitudes politiques restent majeures, aux Etats-Unis, en Europe et dans les pays émergents bien sûr. Dès lors, l'investisseur avisé devrait **maintenir ses expositions, mais avec modération, prudence et diversification, dans le contexte d'une année caractérisée par les rebonds marqués des actifs risqués et de valorisations riches sur nombre d'actifs, à commencer par les obligations d'Etat européennes.**

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 2/12/19 à 19h00*