



Difficile d'être devin en cette fin d'année !

Si les marchés actions n'ont pas inscrit sur l'ensemble de la semaine passée une variation significative, **la nervosité était pourtant importante**, avec de forts mouvements quotidiens ou intra-day. **Les marchés sont ballotés au gré des nouvelles sur l'avancée des négociations sino-américaines.** Les mauvaises nouvelles alternent avec les bonnes, venant tantôt de l'est, tantôt de l'ouest. Le résultat c'est une remontée de la volatilité si bien que la question essentielle qui se pose à l'issue de cette belle année sur les marchés est de savoir s'il y aura- trêve des confiseurs.

On reste **dans l'incertitude absolue alors que l'on approche du 15 décembre, date fatidique fixée par Donald Trump** pour déclencher une nouvelle vague de hausse de tarifs douaniers. On peut tout imaginer : un accord, une cote mal taillée sorte d'accord de "phase 0,5", pas d'accord du tout, des hausses de tarifs immédiates, ou bien repoussées encore et avec quelle date butoir... Même si **un nouveau délai semble être le chemin de moindre résistance**, il faut s'attendre à tout, des pires nouvelles jusqu'aux meilleures.

Incertitudes politiques aussi au Royaume-Uni, sur l'issue des élections d'abord, dans un pays où les sondages ne sont pas réputés pour leur fiabilité, mais aussi sur les positions du futur parlement. Boris Johnson aura-t-il une **majorité absolue** pour voter **l'accord sur le Brexit**, comme cela semble probable ? Mais **surtout, quelle politique budgétaire** sera menée après le Brexit, **quelle sera la stratégie britannique pour négocier les futurs accords commerciaux**, non seulement avec l'UE, mais aussi avec le reste du monde, dans quels délais et sous quelle pression de ses partenaires ? Autant de mystères qui peuvent avoir des effets positifs ou négatifs sur les taux d'intérêt, sur les cours des actions des sociétés actives sur le marché intérieur. Pour le moment, les secteurs les plus exposés sont l'immobilier et la construction, en témoigne la fermeture d'un fonds pierre-papier de M&G (encore un sujet à surveiller). En revanche, **on voit mal ce qui pourra**, à court comme à long-terme, **soutenir la livre sterling, une fois passé le moment d'euphorie électorale.** Autant la Banque d'Angleterre dispose de grands moyens et d'une volonté certaine pour voler au secours de l'économie ou du budget, autant on l'imagine mal soutenir sa devise, **surtout à partir du niveau actuel.**

A propos de banques centrales, nous aurons au cours de la semaine qui s'ouvre deux réunions, l'une à Francfort et l'autre à New-York. **On attend de la BCE comme de la Fed un parfait statu quo de la politique monétaire.** Dans les deux cas, un nouveau jeu de prévisions sera présenté, probablement sans grand changement et la réunion sera suivie d'une conférence de presse. C'est là que l'incertitude réapparaît.

En Europe, **la première conférence de presse de Christine Lagarde sera scrutée à la loupe** par les opérateurs. On attend en particulier **une présentation officielle du mécanisme de révision des objectifs et des outils de politique monétaire de la BCE.** Après plus de 20 années d'existence de l'euro, une telle revue est nécessaire et Mario Draghi l'avait déjà annoncée. Il ne faut pas tabler à ce stade sur une modification de la définition de la stabilité des prix («une hausse de l'indice des prix à la consommation inférieure à 2%, mais proche de 2%») mais plutôt une explication méthodologique. Sauf accident, **on**

n'attend pas de grand mouvement de marché, puisque les statuts de la BCE qui prévoient un objectif prioritaire de stabilité des prix ne peuvent en rien être altérés.

Outre-Atlantique, le marché table encore sur une tendance baissière des taux directeurs américains pour 2020. Pourtant les indicateurs économiques ne le justifient pas (hormis dans l'industrie manufacturière) : voir le très bon rapport sur l'emploi de novembre. L'activité reste soutenue et, **une fois que les risques liés à la guerre commerciale seraient endigués, on voit mal ce qui justifierait que les Fed Funds deviennent encore plus négatifs en termes réels.**

Certains pensent que **la Fed pourrait être réticente à relever les taux en raison de l'élection présidentielle de novembre, mais l'histoire infirme cet argument.** Certes, on se souvient évidemment qu'en 2008 les taux étaient en chute libre (-325pb), et que leur niveau était étale en 2012 et 2016. Mais il faut rappeler qu'en 2000 on avait eu 3 hausses (pour +100pb) avant le vote, autant qu'en 2004 (pour +75pb). Et en remontant plus avant on trouve une forte tendance haussière en 1988, plus soutenue que la baisse de 1992, tandis qu'en 1996, on observe une interruption de la tendance baissière qui avait prévalu jusqu'en janvier.

Le PIB japonais du T3 a été revu en hausse lundi 9, de +0,2% à +0,4% t/t soit un rythme annualisé de 1,8% au lieu du 0,7% initialement estimé. Sur un an la croissance ressort à 1,8% au T3, après 0,8% au T2. Pourtant, **avant de se réjouir de cette bonne performance, il faut rappeler que l'économie japonaise a été dopée au T3** par la perspective de la hausse de la TVA au 1^{er} octobre. A l'image des ventes au détail, les dépenses des ménages ont chuté en octobre (-11,5% m/m), effaçant bien plus que le gain de septembre (+5,5%), ce qui amène une baisse sur un an de 5,1% (après +9,5% en septembre). On se souvient qu'en 2014, **le PIB avait affiché une hausse trimestrielle de 1,0% au T1, avant le relèvement de la TVA le 1^{er} avril, suivie d'une contraction de 1,9% au T2.** La plus grande prudence sur le dynamisme récent de l'économie nipponne s'impose. D'autant plus que les indices de prix montrent que la hausse des taxes a été totalement compensée par les marges des producteurs et des distributeurs (avec, il est vrai, l'aide de quelques mesures budgétaires compensatrices), ce qui n'est pas bon signe.

Surprise politique encore, **le pétrole a évidemment bénéficié des restrictions supplémentaires de la production** annoncées par l'OPEP pour 2020... juste au moment de l'introduction en bourse d'Aramco !

Globalement, la visibilité politique est bien faible à l'approche de la clôture des exercices. La prudence reste de mise, **les marchés pourraient décaler** dans n'importe quel sens, surtout **avec le déclin de la liquidité** qui caractérise traditionnellement la fin d'année. Nous réaffirmons donc nos conclusions de la semaine dernière, on peut encore, par exemple, encadrer les risques en achetant des options.

Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 10/12/19 à 12h00