

## Avançons, mais diversifions !

Au cours de la semaine écoulée ce sont, **une fois encore, les bourses américaines qui ont été les plus dynamiques** avec un gain de 2% pour le S&P 500 et de 2,3% pour le Nasdaq. Les autres places ont suivi la tendance, avec un peu moins d'enthousiasme, +1,3% pour le MSCI Europe (et seulement +0,5% pour l'Euro Stoxx 50), +0,8% pour le Nikkei et +1,2% pour le MSCI émergents en dollars. Parallèlement, la volatilité actions a bien baissé et les taux longs américains se sont légèrement tendus. Cet environnement est propice à la diversification : on peut à la fois augmenter les actifs d'exposition et de couverture. Cette approche nous paraît adaptée à un environnement économique stabilisé, à ce stade, et où les investisseurs, qui se sont déjà repositionnés en actions pour partie, ont des marges d'investissements complémentaires moins importantes.

### Les Etats-Unis nous rassurent

C'est moins la signature officielle de l'accord commercial sino-américain, très largement anticipée, qui a soutenu les marchés, que son contenu, qui a rassuré les observateurs. Le risque d'une reprise des hostilités en cette année électorale semble écarté. Déjà, on avait appris lundi que **les Etats-Unis ne considèrent plus que Pékin manipule sa monnaie**. L'administration Trump avait été la première, depuis 1994, à franchir le pas et à formellement accuser un pays de manipulation monétaire. La Chine figure toutefois toujours sur une liste de 10 pays européens et asiatiques à surveiller, avec l'Allemagne, l'Italie, l'Irlande, la Suisse, le Japon, la Corée du sud, la Malaisie, Singapour et le Vietnam.

Aux Etats-Unis toujours, **le chiffre de production industrielle de décembre a déçu**, avec un déclin de 0,3% sur le mois après un rebond revu de 1,1% à 0,8% en novembre. **Cependant les détails sont rassurants** car le repli est essentiellement dû à deux secteurs. L'automobile s'essouffle, après le rebond du mois précédent, et l'énergie décline car, après un mois de novembre froid, décembre fut très doux. **Dans l'ensemble, le reste de l'industrie est assez solide**.

**Les données relatives à l'activité dans l'immobilier résidentiel américain ont surpris**, mais elles doivent également être interprétées avec précaution. Les permis de construire baissent en décembre, ce qui est normal après le record post-crise établi en novembre. Bien que ce repli soit plus marqué que prévu par le consensus, le niveau atteint en décembre, 1,42 millions en rythme annualisé, reste parmi les 4 meilleurs de l'année et donc de la décennie. Ce sont surtout les mises en chantiers qui ont surpris, avec un niveau presque incroyable de 1,61 million en rythme annualisé, une hausse de +17% contre à peine +1% attendu ! Les analystes ont visiblement ignoré l'impact de conditions météorologiques favorables. Par ailleurs, le niveau des mises en chantier est usuellement inférieur à celui des permis de construire (certains permis n'aboutissent pas, le plus souvent parce qu'un autre projet les remplace), l'inversion observée en décembre est inhabituelle, mais elle n'est en l'occurrence, ni durable, ni inquiétante. **L'activité reste très élevée dans le secteur de la construction de logement et cela devrait continuer** selon l'indicateur avancé publié par l'association des promoteurs (NAHB) s'affiche à 75 en janvier, un niveau toujours très satisfaisant.

**La chine est inquiète et nous inquiète**

A noter cependant, le **repli de la bourse chinoise**, -0,5% sur la semaine, **alors que les chiffres économiques ne sont pas mauvais**. D'une part le PIB est en ligne (trop peut-être) avec les anticipations, +1,5% t/t, +6,0% sur un an, soit une croissance annuelle de 6,1% pour l'ensemble de 2019. Ce niveau est terne en comparaison des 30 dernières années, même si c'était attendu. D'autre part, les principaux indices d'activité mensuels, celui de la production industrielle et celui des ventes au détail affichent une accélération en décembre ; cependant il ne faut pas en tirer des conséquences hâtives. Il faut souligner que le nouvel an chinois arrive plus tôt cette année, de sorte que l'accélération habituelle de l'activité qui le précède a peut-être débuté dès le mois de décembre cette année.

**Evidemment c'est la situation sanitaire que l'on va suivre de très près**, surtout avec la semaine fériée qui débute vendredi. Mais le pays, qui avait su gérer la crise du SRAS, devrait savoir faire face à la nouvelle épidémie.

**Et, au Royaume-Uni, le prince pourrait redevenir crapaud...**

En revanche, **les mauvaises nouvelles s'accumulent outre-Manche**. L'estimation mensuelle du PIB de novembre est en baisse de 0,3% sur un mois, tirée vers le bas par l'activité dans les services, -0,3% (le gain d'octobre, +0,1%, est effacé) et surtout l'industrie manufacturière -1,7% (où le sursaut d'octobre, +0,5%, n'a été qu'un feu de paille). Sur un an le PIB mensuel ne gagne que 0,6%, sa plus faible hausse depuis 2012, ce qui augure assez mal de l'ensemble du trimestre.

Le rythme de hausse des prix à la consommation au RU a convergé avec celui de la zone euro, à 1,3% en décembre 2019. La bonne tenue de la livre depuis août 2019 aide à contenir l'inflation, mais l'annonce d'une hausse de 6% du salaire minimum le 1<sup>er</sup> avril va peser sur les coûts. A contrario, cette décision est une bonne nouvelle pour la demande interne, à un moment où celle-ci faiblit. En effet, **les ventes au détail sont en net retrait par rapport à des anticipations certainement trop volontaristes**. On observe une baisse de 0,6% en décembre au lieu d'un rebond de 0,5% espéré, après déjà un repli en novembre (qui a même été revu à -0,8% contre -0,6% en première estimation). Les ventes hors automobile et carburants sont encore plus mal orientées en décembre -0,8% sur le mois, répétant la baisse de novembre. Cela conforte notre analyse selon laquelle le stockage massif du 1<sup>er</sup> trimestre 2019, largement dû à la crainte d'un Brexit chaotique, devait céder la place à une atonie durable.

Après des enquêtes d'activité médiocres pour décembre, les chiffres de production seront scrutés avec inquiétude. De même, les enquêtes de janvier devront être lues avec soin, la perspective d'un Brexit ordonné au 31 janvier ne devrait pas affecter directement l'activité. Passé un possible état de grâce dans l'opinion publique, c'est l'horizon de la fin de l'année qui sera scruté avec méfiance par les investisseurs, car il est probable que **l'économie britannique demeure à la peine**.

Compte-tenu de ce panorama, **nous maintenons une certaine confiance dans les actions**, qui nous paraissent moins chères que les obligations, d'autant que, dans l'ensemble, **les incertitudes politiques globales sont contenues à court terme**. Seule exception les élections locales italiennes, dont les effets

secondaires pourraient tester la cohérence interne des partis de la fragile alliance au pouvoir. Cela mérite bien des couvertures tactiques notamment sur le BTP !

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 21/01/20 à 12h00*