



Le goût du risque

La première semaine de novembre a été marquée par un **retour de l'appétit pour le risque** qui ne peut guère être expliqué par les chiffres économiques publiés au cours de la semaine passée, peu nombreux et pas déterminants. Mais, dans le contexte actuel, **l'absence de mauvaises nouvelles est déjà une bonne nouvelle** en soi ! Pour les actions, le principal motif d'espoir provient **des négociations commerciales sino-américaines**, qui sembleraient se diriger vers un accord important, incluant, on peut l'espérer, le retrait de certaines des hausses de tarifs déjà imposées. Cette perspective a aussi soutenu les cours du pétrole.

Les indices actions américains ont ainsi gagné environ 1%, et ceux du Japon ou des pays européens ont progressé plus vite, à près de +2% en moyenne. Les pays émergents font également bonne figure, en particulier la Turquie dont le marché et la devise bénéficient de la levée des sanctions américaines. A l'inverse, **certains pays souffrent, surtout en Amérique Latine**, à l'image du Brésil, où la tension politique s'accroît ce qui pèse à la fois sur la bourse et sur la devise.

Les actifs de protection, quant à eux, reculent. Ainsi **l'or a décroché** de la zone des 1 500 dollars l'once, pour retomber vers son niveau de début août à moins de 1 460 dollars. Les marchés obligataires sont également en repli marqué. Une tendance qui combine **une hausse des rendements avec une repentification des courbes** de taux, au moins jusqu'au 10 ans. En France cette maturité repasse en zone positive.

Sur le marché obligataire européen, on observe **un nouvel élargissement des spreads souverains, alors que sur les poches crédits, les marchés ont au contraire bénéficié d'un resserrement**. Fondamentalement, les marchés s'interrogent sur le retour des inquiétudes politiques et sur la croissance ce qui pèse sur les souverains, alors que les fondamentaux crédit sont plus favorables et surtout maîtrisés. Toutefois, nous notons que les rachats d'action prennent de l'ampleur (l'iad cette semaine) et que des discussions sur un LBO sur Walgreens Boots Alliance (société pharmaceutique d'une capitalisation de 56 mds de dollars) auraient débuté. Dans un contexte de liquidités abondantes et de taux bas, ces événements négatifs du point de vue crédit pourraient prendre de l'ampleur et impacter le sentiment de marché, ce qui, incite à une sélectivité afin d'éviter d'y prêter le flanc, même si le nombre effectif de ce type de LBO devrait rester faible. Nous ne changeons pas notre scénario positif sur les spreads des entreprises solides à un moment où le QE de la BCE vient de redémarrer.

Les nouvelles prévisions économiques de la Commission Européenne, présentées par l'équipe sortante, montrent des **révisions en baisse pour la croissance** de la zone euro (-0,1 point en 2019 et -0,2 en 20 et 21), laquelle tomberait donc à 1,1% cette année et 1,2% l'an prochain et l'année suivante. C'est notamment la croissance allemande qui est revue de +1,4% à +1,0% en 2020, surtout, le scénario ne prévoit **aucune**

accélération en 2021, ni en Allemagne, ni dans la zone euro. La France ferait mieux que l'Allemagne pour deux années consécutives avec une croissance de 1,3% en 2019, comme en 2020. Une telle croissance économique permettrait à peine d'obtenir une érosion du taux de chômage en zone euro. Même si la Commission, comme toute institution publique, peut avoir un biais à atténuer les prévisions négatives, **on ne voit en rien poindre la récession que certains craignent**.

Du côté de l'inflation les perspectives demeurent moroses, la hausse des prix restant limitée à +1,3% en 2021, après deux années à +1,2% l'an. L'expansionnisme monétaire ne saurait suffire. Sans surprise **la Commission appelle les pays disposant de marges de manœuvre budgétaires** (et eux seuls) à les utiliser ; sans la nommer, elle vise clairement l'Allemagne.

La nouvelle Commission Européenne que Mme Ursula Von der Leyen dirigera, se constitue assez – trop ? – lentement. Les difficultés qu'elle rencontre reflètent les tensions grandissantes entre membres de l'UE, **tensions que la nouvelle Commission Européenne devra gérer**, faute de pouvoir les apaiser. Le seul domaine où l'on a pu enregistrer des progrès récemment c'est l'union bancaire, un domaine où l'Allemagne est motivée par la santé médiocre de ses banques.

Comme prévu, **la Banque d'Angleterre n'a pas modifié son taux directeur**. Pourtant lors de la réunion du comité de politique monétaire du 7 novembre, la décision n'a pas été unanime, 2 des 9 membres ont voté en faveur d'une baisse des taux directeurs. Les prévisions économiques présentées par la BoE (et basées sur les taux à terme) montrent **une anticipation de baisse des taux** vers 0,50% dès l'an prochain, une hypothèse renforcée par le vote de jeudi dernier. Ce niveau serait ensuite maintenu sur tout l'horizon du scénario, c'est-à-dire jusque fin 2022, en dépit d'une reprise de la croissance et d'une accélération de l'inflation vers un point médian de 2,2% (soit un peu au-dessus de l'objectif officiel). Cela implique **un taux réel très négatif**, malgré un taux de chômage attendu entre 3% et 4%. La politique monétaire britannique devrait donc rester très expansionniste, même dans le cas d'un Brexit en douceur (le scénario retenu par la BoE).

L'incertitude électorale demeure importante, même si la ratification par Westminster de l'accord signé par Boris Johnson semble gagner en probabilité. Même si une majorité stable se dégage et que le Brexit peut avoir lieu comme prévu le 31 janvier, **cela ne résoudra pas instantanément la problématique des relations politiques et commerciales futures** à établir avec le continent (et le reste du monde). Dans tous les cas de figure, **le maillon faible du Royaume-Uni c'est sa devise**. La banque d'Angleterre est prête à tout pour soutenir l'économie et donc le marché boursier londonien ; peu importe l'instrument qu'elle emploiera si nécessaire, cela sera certainement de nature à **peser durablement sur la livre sterling**.