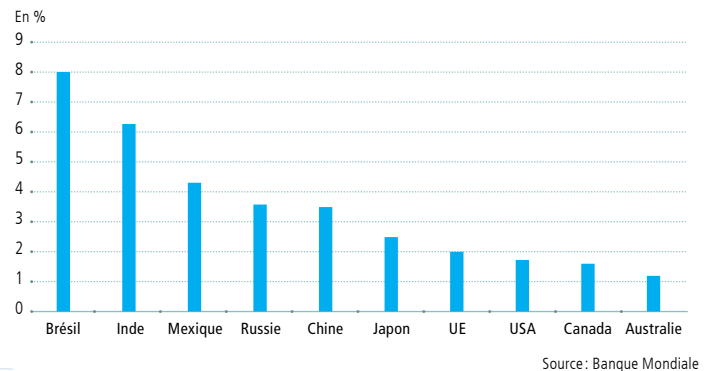
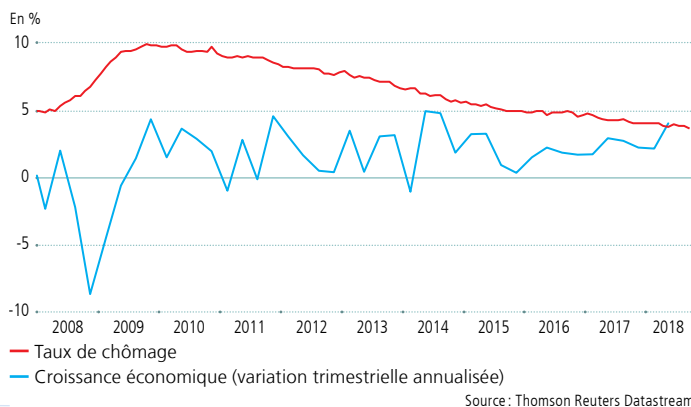


Alors que les investisseurs scrutent les sources de faiblesses potentielles sur le cycle économique, la croissance poursuit son chemin. La conjoncture reste ferme dans un environnement certes, chahuté çà et là sur le plan politique, mais dont les effets ne sont actuellement pas suffisants pour engendrer un renversement. Aux Etats-Unis, les indicateurs de confiance demeurent sur des niveaux particulièrement élevés dans un marché du travail au plein emploi. De fait, la bourse américaine a salué cette consécration, la valeur moyenne des 500 plus grandes sociétés ayant franchi de nouveaux sommets durant le mois écoulé. Quoique plus modestes, les résultats des enquêtes conjoncturelles en Europe, ainsi qu'en Suisse, laissent présager la poursuite de la bonne santé de l'activité.

## Moyenne des tarifs sur produits à importation.



## Taux de chômage et de croissance économique aux Etats-Unis



Dans cet environnement toutefois, les tarifs douaniers continuent de susciter certaines tensions. La comparaison des barrières recensées au sein des pays du G20 montre des disparités parfois importantes. Selon les données de la Banque Mondiale, le tarif moyen sur tous les produits confondus en Chine est d'environ 3.5%, alors qu'il n'était que de l'ordre de 1.7% aux Etats-Unis avant l'implémentation des mesures avancées en 2018. Dans ce contexte, les tarifs de la nouvelle administration américaine ne seraient qu'un ajustement en réduisant l'écart entre les deux pays. Le 24 septembre dernier, de nouvelles barrières douanières sont ainsi entrées en vigueur aux Etats-Unis. Celles-ci concernent 200 milliards de dollars des exportations chinoises vers les US. Si l'Empire du Milieu a invoqué des représailles, les biens visés en provenance des Etats-Unis ne représentent que 60 milliards de dollars. A ce stade, les barrières tarifaires déployées de part et d'autre ne constituent pas une menace pour la stabilité des prix. Mais elles touchent désormais des secteurs tels que l'IT et les semi-conducteurs, ce qui tend à augmenter les risques planant sur la croissance.

Dans ce contexte, le yuan a continué de glisser face au billet vert. L'arme de la dépréciation des changes n'est toutefois pas envisagée par le gouvernement, comme l'a encore précisé le premier ministre Li Keqiang. Alternativement, la Chine multiplie les actions pour

soutenir son activité. Au-delà d'éventuels projets d'infrastructure ou d'autres moyens stimulants potentiels, la politique fiscale est très concrètement utilisée dans ce sens : des rabais d'impôts représentant plus de 6 milliards de dollars ont été introduits, à savoir notamment des allègements fiscaux pour les entreprises en restructuration et des réductions de la taxe sur la valeur ajoutée aux établissements fournissant du crédit aux petites entreprises. Ces mesures ont été bien accueillies par les investisseurs comme en témoigne l'indicateur vedette de la bourse de Shanghai qui a progressé de plus de 3% au cours du mois passé.

Si la sortie des politiques monétaires ultra-accommodantes constitue l'autre élément surveillé de près par le marché au cours du mois de septembre, celle-ci continue de s'effectuer dans la progressivité et sans excès. Aux Etats-Unis, le resserrement des taux se poursuit graduellement : l'ensemble des taux directeurs américains a été remonté de 25 points de base le 26 septembre. A ces niveaux, les taux restent inférieurs au seuil d'une politique monétaire restrictive pouvant peser sur la croissance. En Europe, la réduction depuis septembre des achats de la Banque centrale européenne, de 15 milliards d'euros par mois, peut impliquer la remontée des rendements. Pour autant, les niveaux des taux restent faibles. Enfin, signe de début de la normalisation, les opérations de prêts de la BCE (repo) avec les banques commerciales augmentent, et viennent soutenir l'activité économique.

Grâce aux gains de productivité, le resserrement des conditions de financement aux US et la hausse des coûts venant des salaires ne pèsent pas significativement sur les marges des entreprises. Encore confinée, la progression des rémunérations est restée modérée et ancrée en dépit du marché du travail au plein emploi. Pierre angulaire de notre allocation d'actifs, la rentabilité soutenue des sociétés milite pour le maintien d'un biais favorisant les actions.