



Ne dormez pas braves gens

Des actions qui ont bien progressé et des obligations qui baissent un peu, cela suggère que les marchés étaient, au cours de la semaine dernière, assez confiants sur le niveau de l'activité globale et modérément inquiets des risques d'inflation. Mais il ne faut pas s'arrêter aux apparences. Depuis fin mars les bourses ont beaucoup progressé grâce, en particulier, aux résultats des entreprises et donc, toujours, à la réforme fiscale de Trump. Mais ce mouvement est-il durable ?

Dans la hausse, les actions européennes et japonaises ont moins bien performé que les titres américains ou les marchés émergents. Cela illustre un décalage entre les performances de **l'économie américaine, toujours dynamique**, et celles des autres pays avancés, sensiblement en retrait. **Le panorama européen reste préoccupant** malgré – un mois ne faisant pas une tendance – un bon chiffre de production industrielle pour le mois de mars (en Allemagne, en Italie ou en Espagne, mais pas en France, alors que les grèves et les ponts n'ont pas encore affecté l'activité, ce sera pour avril et mai). Enfin, on attend, avec une perplexité grandissante, les signes d'un rebond économique au **Japon** après un premier trimestre très décevant (selon le consensus, le PIB pourrait s'inscrire en léger repli).

Les marchés boursiers des pays émergents ont suivi la dynamique américaine d'autant plus facilement que **D. Trump a changé de cheval de bataille**, pour un temps, passant d'une rhétorique axée sur le protectionnisme à **un affrontement avec l'Iran**. Cette nouvelle source de tensions ne pénalise pas les pays en développement. Certes le risque de voir les exportations iraniennes entravées a **poussé les cours du pétrole à la hausse**. Mais le mouvement est resté limité car cela pourrait libérer une production supplémentaire de la part des membres de l'OPEP et de la Russie. Surtout, l'Amérique est auto-suffisante, ce qui explique que l'écart entre le cours du Brent européen (77\$) et celui du WTI américain (70\$) se creuse encore.

Aux Etats-Unis, la hausse des prix de détail (+0,2% sur un mois et 2,5% sur un an), comme celle des prix de gros (+0,1% sur un mois et 2,6% sur un an) ont été publiées pratiquement en ligne avec les anticipations, voire légèrement moins fortes. Cela confirme **l'absence de tensions inflationnistes dans l'économie américaine, à ce stade**, en dépit d'une croissance ferme dans une économie en plein-emploi. Même les prix à l'importation sont demeurés sages en mars (+3,3% sur un an), car il est trop tôt pour percevoir un effet quelconque de la politique protectionniste américaine. Seuls les prix à l'exportation accélèrent (+3,8% sur un an), permettant de retrouver une légère amélioration des termes de l'échange (c'est-à-dire une hausse plus rapide des prix à l'export qu'à l'import).

En revanche, avec un prix du baril en hausse en mai 2018, alors qu'il était sur une tendance baissière en mai 2017, la contribution énergétique fera **remonter les indicateurs d'inflation dès le mois prochain**. Ce mouvement devrait être encore plus sensible en Europe, puisque le prix du baril y progresse plus vite qu'outre Atlantique. Pour autant nous n'attendons pas de modification des orientations de la politique monétaire, ni à New York, ni à Francfort. Ainsi, la hausse des taux directeurs américains, combiné à un déficit

budgetaire en augmentation rapide, pourrait fragiliser davantage, le marché obligataire américain que les marchés européens.

A la lecture du **rapport trimestriel sur l'inflation de la Banque d'Angleterre**, il apparaît que la croissance demeure assez stable, en dépit du mauvais chiffre de PIB du T1 (+0,1% t/t, même si ce chiffre pourrait être revu en hausse). Elle estime qu'un ralentissement économique vers 1,5% l'an est probable et même nécessaire pour que l'inflation revienne en ligne avec son objectif de 2%. D'ailleurs, **la production manufacturière**, comme la production industrielle dans son ensemble, sont quasiment inchangées sur le mois de mars, comme en février. Elles s'inscrivent en ligne avec les anticipations des marchés, qui constatent le ralentissement de la croissance. La Banque d'Angleterre a laissé son **taux directeur inchangé à 0,50%, comme attendu**. Il est sûr, au vu des taux d'intérêt réels très négatifs (à court terme mais aussi à long terme), que la Banque considère toujours que sa politique monétaire est très expansive, ce qui n'est justifié que par les incertitudes et les risques liés au Brexit. On ne doit pas exclure une hausse du taux directeur lors d'une des deux prochaines réunions, sauf amplification du ralentissement de l'activité et de l'inflation.

Les marchés boursiers, ceux des Etats-Unis en tête, semblent s'habituer à la rhétorique agressive de Trump. **Le repli de la volatilité**, moins de 13% sur le VIX américain et le VSTOXX européen, s'est poursuivi au cours de la semaine dernière, malgré l'aggravation des tensions diplomatiques. D'ailleurs, il faut bien reconnaître que **le mot d'ordre "America First" ou l'attitude agressive de D. Trump** peuvent donner des résultats positifs, comme avec la Corée du Nord (peut-être grâce à l'appui du destin sur le site de test nucléaire) ! Les Etats-Unis rencontrent aussi des succès sur les questions commerciales, on le voit avec les droits de douane de la Corée du Sud, ou les négociations avec les partenaires de l'ALENA (Canada et Mexique).

Trump a fait sien le précepte "la loi du plus fort est toujours la meilleure". L'Union européenne ferait bien de s'en souvenir aussi à l'heure des bras de fer commerciaux ou, par exemple, des revendications américaines relatives au financement de l'OTAN. Pourtant, l'Angleterre a choisi le Brexit, l'Europe n'avance pas dans ses réformes démocratiques et sociales (on pense au parlement européen, au budget, ou à la taxation des GAFA). Pire, **un gouvernement europhobe prend forme dans une Italie** dont le système bancaire reste fragile, ce qui a pesé sur les taux longs et freiné l'indice MIB. Et l'on repose la question : **la hausse des marchés est-elle durable ?**

Maintenant habitués aux méthodes assez brutales de D. Trump, les marchés se seraient laissés endormir par la relance fiscale américaine et des certitudes illusives. Le recul de la volatilité est trompeur, **l'année 2018 n'est pas anodine**, ni linéaire comme le fut 2017. On ne peut pas retenir le rose des baisses d'impôt et oublier le gris des déficits. Les risques géopolitiques subsistent, dans le cas du Moyen-Orient, on voit mal quelle serait l'issue favorable. **Ne nous endormons pas !**

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 14/05/18 à 18h00