



Vive 2019 !

Après une semaine faste, fin novembre, **les marchés actions ont repris leur baisse** ; la pause n'aura duré que quelques jours. Au cours de la semaine écoulée l'Euro Stoxx 50 a perdu 3,6% et le Nikkei 3,0%. Les marchés américains ont encore baissé en fin de journée le vendredi 7, portant le recul du S&P 500 à -4,6% sur la semaine, ce qui a entretenu le mouvement lundi 10 à l'ouverture. On peut ajouter à cette tendance baissière **la remontée de la volatilité qui traduit bien l'inquiétude ambiante**. La peur du risque se voit également, en image inversée, sur les valeurs refuge comme l'or ou les marchés de taux. L'onc a gagné 2,4% sur la semaine, dépassant même un moment les 1 250 \$, au plus haut depuis début juillet. **Le rendement du T-Bond 10 ans américain est retombé à 2,85%**, il s'est ainsi bien installé sous le seuil des 3%, comme nous l'envisagions dans ces colonnes la semaine dernière. Le Bund allemand n'est pas en reste, avec un rendement qui est brièvement repassé sous les 0,25% à 10 ans.

Avec l'inversion de la courbe 2-5 ans sur les Treasuries US, **la rhétorique récessive au US a pris de l'ampleur**, même si ce segment de courbe est mineur, car c'est le 2-10 ans qui compte réellement. Ce thème semble conforté par l'attitude plus « colombe » de la FED que nous rapportons la semaine dernière et en fin de semaine par les chiffres de l'emploi légèrement plus faibles qu'attendus. A la question : « U-turn ou inflexion du rythme de croissance, comme de la politique de la FED ? » **le marché semble avoir répondu U-turn !!**

A la question « **Y aura-t-il une récession aux Etats-Unis ?** » notre réponse est « **Oui, mais quand ?** ». En 2006, et sans la justification d'une hausse en cours de FED funds, l'inversion est intervenue 28 mois avant la récession,

Nous sommes certes méfiants sur la soutenabilité du rythme de croissance US, mais sans le degré d'inquiétude qui a animé les marchés la semaine dernière. Les indices PMI de l'ISM (*Institute for Supply Management*) demeurent à des niveaux très élevés en novembre (59,3 pour le secteur manufacturier et 60,7 pour les services, proche du record sur 20 ans atteint en septembre dernier) et la productivité, toujours dynamique, permet d'absorber, sans tension inflationniste, la hausse des coûts salariaux. Certes, **les créations d'emplois aux Etats-Unis ont été inférieures aux attentes** en novembre, 155 000 postes soit 45 000 de moins que prévu. Si l'on y ajoute la révision en baisse d'octobre, l'écart atteint même 58 000. Cela dit, l'écart par rapport aux anticipations retombe à 34 000 pour l'ensemble du privé, et les créations de postes dans l'industrie manufacturière sont en ligne avec les prévisions. Dans l'absolu, surtout, ces niveaux restent élevés, témoignant d'une **économie toujours dynamique**.

Le taux de participation est inchangé à 62,9% et il en va de même pour **le taux de chômage à 3,7%, toujours au plus bas depuis décembre 1969**. Néanmoins, le taux U6, qui combine chômage et sous-emploi, progresse de 7,4% en octobre à 7,6% en novembre. Cela suggère que les tensions sur le marché du travail ne s'aggravent pas. **De fait, la hausse du salaire horaire moyen n'accélère pas en novembre**, elle atteint 0,22% sur un mois (après 0,15% en octobre), un petit peu moins que prévu, mais quand même 3,05% sur un an en novembre en ligne avec

le 3,1% attendu et plutôt en deçà du 3,14% du mois précédent. La tension modérée sur les salaires peut s'expliquer en partie par la diminution marginale de la durée du travail, qui recule dans la construction et dans le secteur des loisirs et du tourisme (en lien peut-être avec les incendies en Californie) ; il y a aussi moins d'heures supplémentaires dans la fabrication de biens manufacturés non-durables. **En conclusion, l'inflation salariale s'installe au-dessus de la barre des 3,0% avec une productivité dynamique.**

Dans ce contexte, nous dirions plutôt qu'un marché surévalué a trouvé le nouveau news-flow qui lui donne une justification pour poursuivre sa consolidation vers des cours plus raisonnables, quand celui de la guerre commerciale se tarit. **Les actions européennes en sont la victime collatérale**, comme souvent, d'autant que Brexit, Italie, gilets jaunes et Europe en panne ne donnent pas de motifs à l'optimisme.

Les actions paraissent ainsi de moins en moins chères, s'il se confirme que les craintes d'une récession étaient excessives.

Par ailleurs, les nouvelles politiques ne sont pas si mauvaises. Le dossier « commerce » a été plutôt bien orienté, en témoigne la résistance des marchés émergents. **La situation est plus inégale en Europe**. Le dossier italien ne progresse guère, mais la discussion est remise sur rails. En Allemagne, la succession d'Angela Merkel (avec Annegret Kramp-Karrenbauer) dessine une forme de continuité rassurante. En France, les tensions socio-politiques s'accroissent. L'écart de rendement OAT-Bund, est passé en une semaine de 37pb à 44pb. Quant au Royaume-Uni, le gouvernement et le parlement sont embourbés dans une situation bloquée et le sommet européen des 13 et 14 décembre n'apportera peut-être pas d'avancée.

Grâce à **l'accord annoncé par l'OPEP**, gel de 1,2 mn de barils/jour de capacités de production, le cours du brut s'est un peu redressé. L'accord est fragile et sa mise en œuvre incertaine, mais il a replacé le **cours du pétrole à un niveau raisonnable**, suffisant pour entretenir la hausse tendancielle de la production américaine et pas trop pénalisant pour le pouvoir d'achat des utilisateurs de produits raffinés.

Dans un tel contexte, où les valorisations sont redevenues raisonnables, il existe donc des poches de valeur qu'il faut explorer pour 2019 : dans les actions européennes (large caps et small caps), dans certains pays émergents tel le Mexique qui a signé l'accord USMCA avec ses voisins du nord, ou encore dans certaines poches du marché obligataire, comme les obligations subordonnées bancaires européennes (notamment les AT1) et celles des émetteurs BB dont les rendements sont redevenus très attractifs.

La volatilité élevée en fin d'année n'est jamais facile à négocier, mais le potentiel pour 2019 est sans doute là !

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet et Pierre Filippi
le 11/12/18 à 19h00*