



Transformer le rebond en tendance ?

Aux Etats-Unis, les différents indices des Fed régionales sont plutôt meilleurs qu'attendu, même si les ventes de logements existants se sont repliées en décembre, en deçà du rythme annualisé des 5 millions pour la première fois en 3 ans. En l'absence d'indices économiques importants, **les marchés actions américains ont fini la semaine sans grand changement**. Ailleurs, les marchés se sont inscrits en légère hausse.

En Europe, **les bourses des pays de la zone euro sont en hausse**, les Pays-Bas en tête, tandis que, hors zone euro, les marchés étaient plus lourds. Pourtant les indices économiques étaient plutôt décevants. C'est le cas des PMI pour l'ensemble de la zone euro qui approchent dangereusement la barre des 50 (celle qui marque la limite entre croissance et récession). En zone de contraction on trouve déjà les services en France, affectés par les mouvements sociaux, mais aussi, et c'est nouveau, l'industrie allemande. Ce dernier recul est confirmé par l'enquête Ifo de Janvier, l'indice composite est revenu à 99,1, au plus bas depuis presque 3 ans et, surtout la composante "perspectives" est tombée à 94,2 en janvier, un point seulement au-dessus du point bas de 2012.

La très probable révision en forte baisse de **la prévision de croissance du gouvernement allemand, à 1,0% en 2019**, est donc parfaitement justifiée. La réponse apportée à ce ralentissement en termes de politiques économiques est intéressante.

Sur le plan budgétaire on a beaucoup dit que **la France et l'Italie ont adopté des politiques plus expansionnistes** pour 2019. Mais c'est également le cas de l'Allemagne. Le budget 2019 prévoit 13 milliards d'euros de hausse des dépenses en 10 milliards de baisse de taxes. Les budgets allemands sont usuellement construits de façon conservatrice, ainsi le solde est souvent meilleur que prévu, néanmoins **le coup d'accélérateur est sensible**. Il pourrait le cas échéant être amplifié, puisque le projet de budget demeure dans le vert. C'est **une excellente nouvelle provenant d'un pays dont les finances sont tout à fait assainies**. L'Allemagne a connu en 2018 sa 5^{ème} année consécutive d'excédent public, un surplus généralisé puisqu'il touche tous les secteurs (fédéral, régional, et social), et qui va permettre un retour du ratio de dette à un niveau très proche des 60% du PIB visés. A la lumière de ces chiffres la relance en Allemagne pourrait atteindre de 0,7 point de PIB, c'est-à-dire un peu plus qu'en France et surtout qu'en Italie (quoique le déficit italien s'appuie sur des hypothèses plutôt optimistes).

On compte aussi sur les banques centrales pour répondre au ralentissement économique en cours.

La **BCE** n'a pas modifié sa politique monétaire, mais elle a clairement indiqué que les chiffres économiques étaient décevants, tant sur l'activité que pour la convergence de l'inflation vers l'objectif. Mario Draghi a surtout insisté sur les incertitudes, nombreuses, qui pèsent sur la confiance. On comprend qu'il y a encore trop d'inconnues pour annoncer une inflexion de la politique monétaire. Néanmoins, **on devrait y voir plus clair lors de la prochaine réunion**, fixée au 7 mars. De nouvelles prévisions économiques seront alors disponibles, le ralentissement de la croissance européenne enclenchée au second semestre pourrait apparaître soit comme un simple trou d'air, soit comme l'amorce d'un retournement du cycle. D'autres membres du conseil de la BCE ont ouvertement

confirmé la baisse probable des prévisions et donc **sans doute une "forward guidance" plus dovish**. Les marchés, qui s'inquiètent déjà des instruments dont peut disposer la BCE, attendent déjà, avec un peu d'impatience, **des annonces tangibles**. Le fait de rendre la politique monétaire très prévisible est une mesure destinée à rassurer, mais elle a un effet secondaire. Les marchés attendent des annonces très en amont des décisions. Ainsi, l'instrument qui semble le plus pratique pour la BCE et qui est à nos yeux le plus efficace, ce sont les TLTRO. Ces apports de liquidités à long-terme (4 ans) au système bancaire, permettent de soutenir le crédit et l'activité là où ils en ont le plus besoin. Ce sont 740 milliards d'euros qui ont ainsi été fournis aux banques (dont 22 milliards ont déjà fait l'objet de remboursements anticipés). Bien que les échéances du TLTRO II s'étagent du 24 juin 2020 au 24 mars 2021, **c'est dès mars 2019, soit avec plus de 15 mois d'avance que les marchés espèrent avoir confirmation d'un nouveau programme de TLTRO**, le troisième.

Au cours de la semaine qui s'ouvre **la réunion du FOMC devrait également rassurer les marchés**. La politique budgétaire a déjà fait son œuvre depuis 2 ans. La suspension (provisoire) du *shutdown* de l'administration fédérale ne résoudra pas tous les problèmes et la rencontre sino-américaine ne répondra qu'en partie à la crise du commerce international.

Personne n'attendait que la Banque du Japon modifie sa politique monétaire lors de sa réunion du 23 janvier, le taux directeur demeure d'ailleurs inchangé à -0,10% depuis 3 ans aujourd'hui. De même les autres mesures de politique monétaire en place sont maintenues (rachats d'actifs et politique de contrôle de la courbe des taux). **En revanche la BoJ a de nouveau révisé en baisse sa prévision d'inflation**, pour l'année fiscale à venir (qui commence le 1^{er} avril 2019) elle passe de 1,6% à 1,1%, notamment en raison de la baisse du prix du pétrole, alors qu'elle intègre toujours une augmentation du taux de TVA nipponne le 1^{er} octobre. Même pour l'exercice suivant la prévision est revue de 1,6% à 1,5%, toujours loin de l'objectif officiel d'au moins 2%... et malgré une hausse de taxe inflationniste, dont l'effet récessif doit être en partie compensé par d'autres largesses budgétaires. **On est probablement très loin d'un durcissement de la politique monétaire**. D'ailleurs, le statu quo est toujours approuvé par 7 voix (contre 2 en faveur d'une politique plus souple), mais l'ensemble du discours reflète des inquiétudes grandissantes.

Les marchés pourraient **se tenir convenablement avec un ralentissement économique qui reste limité** et des politiques monétaires réorientées partout (d'autres Banques Centrales font aussi preuve de souplesse, à l'image de l'institut d'émission chinois). **Le risque serait que le ralentissement tourne à la récession**, mais dans ce cas les Banques Centrales seraient sans doute plus agressives. **Une anticipation de reprise de l'activité** d'ici la fin d'année serait porteuse pour les marchés, d'autant qu'il faudra certainement du temps aux politiques monétaires pour s'y adapter. La situation serait **l'inverse de 2018** quand les craintes de récession grandissaient dans un contexte de durcissements monétaires.