

Au risque d'avoir tort, on allège

Une **1^{ère} semaine de doute**, des gains sur tous les actifs et, si on était bien exposé, près de **5% de performance** en ce début d'année. **Est-il temps d'alléger ?**

Les nouvelles économiques étaient bien peu favorables la semaine dernière. **Pourtant les marchés boursiers ont fait preuve de résistance.** Il est vrai que les chiffres américains étaient rares et les données chinoises inexistantes, en raison des effets du shutdown pour l'un et du nouvel an pour l'autre. La stabilité a donc prévalu aux Etats-Unis, aidée par le redémarrage de l'administration fédérale, même temporaire.

Ce sont les chiffres européens qui ont concentré l'attention. D'abord **la Commission Européenne a révisé en nette baisse ses prévisions, sur l'inflation et plus encore sur la croissance.**

	croissance du PIB (%)			inflation IPCH (%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
zone euro	1,9	1,3	1,6	1,7	1,4	1,5
	2,1	1,9	1,7	1,8	1,8	1,6
UE 28	1,9	1,5	1,7	1,9	1,6	1,8
	2,1	1,9	1,8	2,0	2,0	1,8
UE 27*	2,1	1,5	1,8	1,8	1,6	1,7
	2,2	2,0	1,9	1,8	1,9	1,7

italique : prévisions d'automne

* UE 27 2019 = UE hors Roy.-Uni

D'ailleurs, **les mauvaises ventes au détail de décembre** déjà publiées par certains pays ont été confirmées pour l'ensemble de la zone euro, -1,6% sur un mois et un petit +0,8% sur un an. **La production industrielle a également subi un fort recul** partout (Allemagne, Italie, Pays-Bas, Espagne) sauf, pour une fois, en France (cf. le FideasFlash du 8 février "Jean qui rit, Johannes qui pleure"). La violence du mouvement conduit même à **redouter une révision à la baisse des PIB européens pour le T4**, au risque de voir l'Allemagne rejoindre l'Italie, pays qui est tombé en récession (selon la définition classique, de deux trimestres consécutifs de croissance négative). L'Allemagne, au cœur de la tourmente, est ainsi le marché européen qui a le plus reculé au cours de la semaine dernière et celui, des grands pays, qui a le moins progressé en 2019.

Témoin de la défiance envers l'Europe, **la volatilité de la zone euro, mesurée par le Vstoxx, est remontée**, alors que le VIX américain a continué à s'éroder, passant vendredi en dessous de son homologue européen.

Les nouvelles politiques ne sont guère meilleures. La faiblesse économique italienne, s'accompagne d'une incertitude politique qui pèse de plus en plus sur le marché obligataire. Alors que le rendement du Bund 10 ans a touché vendredi 0,08%, au plus bas depuis octobre 2016, **le taux sur le BTP équivalent s'est tendu pour atteindre 2,96%**. Il ne s'agit plus d'un choc ponctuel mais d'un glissement récurrent, puisque le marché s'est dégradé chacun des jours de la semaine. Le spread qui était revenu à 240pb fin janvier est remonté à 290pb vendredi dernier.

Par ailleurs, **le Brexit ne progresse pas, alors que l'échéance se rapproche.** Les indicateurs avancés anglais fléchissent et on doit envisager pour février un repli des PMI en territoire récessif (c'est-à-dire en-dessous de 50). **La croissance économique a été soutenue jusqu'à présent par l'accroissement des stocks** à tous

les niveaux : par les consommateurs et les distributeurs bien sûr, mais aussi par les industriels pour leurs matières premières et composants, voire pour des produits finis que certains sont incités à transporter sur le continent (ou même simplement vers le Kent) avant fin mars... par crainte des "engorgements". Dans ces conditions et **quelle que soit l'issue des discussions en cours**, une rechute de l'activité britannique, dès le mois d'avril, semble inévitable.

Parmi les rares bonnes nouvelles, notons que **la note de la Russie a été rehaussée de Ba1 à Baa3** avec perspective stable par Moody's, ce qui lui permet de redevenir "*Investment Grade*", ceci en dépit de la baisse du pétrole. Moody's souligne la résilience économique du pays, ainsi que la solidité de ses comptes, public et extérieur. Cette annonce est rassurante puisque, le mois dernier, S&P avait maintenu la note BBB- avec perspective stable, mais en soulignant les risques liés à d'éventuelles nouvelles sanctions américaines.

L'écart de prix entre le Brent à Rotterdam et le WTI à Cushing, dans le centre des Etats-Unis, a recommencé à se creuser. **La baisse relative du WTI est largement due à l'amélioration du réseau d'oléoducs** permettant de distribuer plus facilement les bruts issus de l'exploitation du bassin permien (avec la mise en service de nouveaux pipelines fin 2018, la reconversion rapide d'infrastructures existantes, qui montera en puissance entre février et avril 2019, et des moyens en cours d'achèvement). Les Etats-Unis retrouvent un avantage compétitif sur le prix de l'énergie.

L'espoir d'un accord commercial sino-américain est renforcé, par les nouvelles discussions bilatérales bien sûr, mais surtout par le besoin (effectivement ou supposé), ressenti par les dirigeants des deux grandes puissances mondiales d'obtenir des résultats tangibles à faire valoir auprès de leurs opinions publiques. L'un a été malmené par le shutdown, l'autre par le ralentissement économique (avec des ventes au détail probablement médiocres pour la période du Nouvel An) et les deux par un repli de leurs marchés boursiers respectifs.

Dans ce contexte et au vu des gains réalisés depuis le début de l'année, **nous estimons prudent d'alléger les positions.** Après un pessimisme excessif, le rebond est fondé sur des anticipations optimistes sur la résolution des questions politiques (Chine, shutdown, Brexit) et son effet correctif du ralentissement européen. Il est aussi appuyé sur la générosité des Banques Centrales. Enfin il est soutenu par l'absence de vendeurs. Ceux qui doutent ne se sont pas réexposés fin décembre et les taux US leur font une position d'attente rentable.

Une telle combinaison est par nature fragile et les cicatrices des désordres politiques s'effaceront lentement.

Au risque d'avoir tort, nous croyons donc prudent d'alléger, en attendant de voir.