

Au risque d'avoir tort ... les banques centrales, bien sûr !

La semaine dernière, nous avons titré : « Au risque d'avoir tort, nous allégeons ! » **A très court terme, nous avons tort !** La semaine dernière a été marquée par **une nouvelle hausse des actions dans l'ensemble des pays avancés**. C'est l'Europe cette fois qui a affiché les meilleures performances avec un gain de plus de 3% sur presque toutes les places. Dans le même temps, **la volatilité a repris son mouvement de baisse**, de sorte que les options nous semblent redevenir des instruments de couverture (ou d'exposition) attractifs dans un monde où les tendances des marchés sont loin d'être stabilisées.

Ce retour de la confiance dans les actifs risqués a tout juste permis d'interrompre la tendance baissière des taux souverains, les marchés obligataires ne perdant qu'une fraction du terrain gagné depuis le début de l'année.

En dépit des avancées, lentes mais rassurantes, des négociations commerciales sino-américaines, **les marchés émergents n'ont affiché que des performances mitigées**, les facteurs locaux s'avèrent déterminants : rattrapage après une semaine de fermeture en Chine (à laquelle s'ajoute l'effet positif d'une augmentation surprenante des crédits) ou bien annonce de la réforme des retraites attendue au Brésil.

Les métaux industriels qui avaient fait une pause en début de mois ont renoué avec la hausse vendredi dernier. **Le pétrole a de nouveau flambé**, avec une poursuite de l'écartement entre le cours du WTI et celui du Brent, au-delà de 10\$ / baril. Aux causes de ce mouvement que nous détaillons la semaine dernière dans ces colonnes, s'ajoute peut-être la perspective d'un plus grand désordre au Moyen-Orient qui résulterait d'un retrait de la présence américaine de la région.

Au-delà de l'appétit pour le risque, il semble que l'on assiste à un renversement de sentiment et au **retour des investisseurs sur les marchés financiers**. Clairement, les spéculateurs qui avaient joué la baisse, au cours du dernier trimestre 2018 ont dû couper leurs positions et beaucoup d'investisseurs qui avaient opté pour la prudence, courent cette année après leur indice de référence et cherchent à prendre le train en marche. En effet, les seules nouvelles économiques ne peuvent pas expliquer ce regain de confiance des opérateurs.

Aux Etats-Unis, l'offre comme la demande ont déçu en janvier, avec un recul de 0,9% de la production manufacturière et de 1,2% des ventes au détail alors que les consensus étaient plutôt haussiers (à +0,1% pour chacun de ces deux chiffres). Il faut dire que la vague de froid polaire peut avoir pesé sur l'activité, en particulier sur le shopping. Les marchés continuent de parier sur un assouplissement de la position de la Fed à l'occasion de la publication de ses prochaines prévisions le 20 mars. Le recul de l'inflation américaine en janvier est pourtant en trompe-l'œil, on sait qu'il est essentiellement dû au repli des prix de l'énergie, lequel s'est inversé en cours de mois.

Malgré le ralentissement de la croissance au S2, l'emploi en zone euro a continué à progresser au T4 (+0,3% t/t et 1,2% y/y), mais cet indicateur retardé de l'activité devrait fléchir à son tour dès le début de cette année. A noter que la **dégradation du commerce extérieur de la zone euro** (tant entre pays membres qu'avec les pays tiers) s'est accentuée en décembre. C'est vrai

également pour l'ensemble de l'UE à 28. Compte-tenu de la faiblesse de la production industrielle et des ventes au détail de décembre, les marchés vont scruter de près les PMI qui seront publiés jeudi prochain. Si les marchés ont tenu bon c'est avant tout parce que **la BCE**, en l'occurrence par la voix de Benoît Cœuré, **laisse espérer des avancées vers une prochaine série de TLTRO**, la 3^{ème}. Des indications devraient être apportées à l'issue de la réunion du 7 mars. Une confirmation serait bénéfique, en particulier pour les pays (on pense à l'Italie) et les sociétés qui ont de forts besoins de financement. Par le passé, ces opérations avaient bénéficié plus généralement aux spreads de crédit. Ainsi, la valeur du **BTP 10 ans italien**, qui avait sévèrement chuté depuis le début de l'année en raison du contexte macro-économique morose, s'est reprise la semaine dernière, avec un net resserrement du spread contre Bund. Les spreads de crédit ont eux-aussi continué de se resserrer. Dans le cas des banques, cette nouvelle ressource réduirait les volumes d'émission senior, reportant la demande sur les échelons suivants, notamment de *type Non Preferred Senior* et *Lower Tier 2*.

Au Royaume-Uni, le rebond inattendu des ventes au détail en janvier, +1,0% m/m après un mauvais chiffre pour décembre (-0,7%), semble encourageant. Néanmoins, la moitié de la hausse mensuelle des ventes est imputable au seul secteur alimentaire, alors qu'il ne représente habituellement que 14% du panier environ. Puisque c'était déjà un des rares secteurs à avoir échappé à la baisse de décembre, il est très probable qu'il s'agisse **essentiellement d'une accumulation de stocks de la part de consommateurs inquiets du Brexit**. Ce comportement, qui devrait se poursuivre en février et mars, est de nature à soutenir le PIB du T1 (les stocks achetés par les ménages sont classés dans la consommation), malheureusement au détriment des trimestres suivants. La Banque d'Angleterre a publié un nouveau rapport catastrophiste sur les effets du Brexit, particulièrement en cas de *no-deal*. Il ressort des commentaires du gouverneur Carney, outre qu'une baisse du taux directeur est possible, qu'en cas de Brexit doux, le durcissement de la politique monétaire serait très lent, avec probablement un rythme d'une seule hausse de taux par an. Compte-tenu du niveau déjà amplement négatif des taux réels (diminués de l'inflation) cela signifie que **la politique monétaire restera très expansionniste**.

Le rebond de la croissance japonaise au T4 est en ligne avec les attentes (+1,4% t/t en rythme annualisé), mais n'est pas suffisant pour effacer le trou d'air du T3, qui s'expliquait en partie par les conditions météorologiques extrêmes. Ce rebond est tiré par les investissements et la consommation des ménages, **mais les exportations nettes ont à nouveau une contribution négative**.

Une fois encore, **les marchés placent leurs espoirs dans les banques centrales**. Soit qu'elles poursuivent une politique déjà très généreuse (BCE et BoJ), soit qu'elles arrêtent leur durcissement monétaire (aux USA et au RU). **On entend parler du « Powell put » !**