



Les marchés restent *bull* malgré les incertitudes ?

La poursuite des négociations commerciales entretient la **perspective d'une sortie de la crise sino-américaine** et les investisseurs semblent rassurés sur la bonne tenue de l'économie mondiale, peut-être à tort, on y reviendra. Cela a permis **une nouvelle semaine de progression sur l'ensemble des marchés actions**, en particulier au Japon et dans la plupart des pays émergents. Les volatilités poursuivent leur repli.

Ce mouvement porteur sur les actions **s'accompagne d'une remarquable stabilité des taux d'intérêt** sur l'ensemble de la courbe et à travers les pays développés. Les rendements européens sont toujours très faibles, exception faite de l'Italie. Les spreads de crédit poursuivent leur mouvement de resserrement. Enfin, à l'image des bourses, les matières premières continuent de progresser, qu'il s'agisse de l'énergie ou des métaux industriels.

Les **minutes de la BCE**, nous montrent que les inquiétudes relatives au commerce international demeuraient la préoccupation majeure du Conseil en janvier. La BCE ne s'inquiète pas outre-mesure du recul de l'inflation totale. Pourtant, l'objectif s'éloigne, ce qui devrait amener un assouplissement du discours que les marchés anticipent déjà. La BCE n'a pu que constater que **l'inflation sous-jacente est stable autour de 1% depuis 5 ans**. Plus surprenant, elle ne réagit guère à la montée des tensions sur le marché du travail, alors que le taux de chômage de la zone euro a reculé de 12% à 8% sur la même durée. Même si cela n'a eu que peu d'effet sur les prix jusqu'à présent, la BCE insiste sur la lente accélération des hausses de salaires qui, dit-elle, touche un nombre grandissant de pays et de secteurs dans la zone euro. On a pourtant de la peine à partager l'optimisme de la BCE quand on voit l'inflation sous-jacente si loin de l'objectif. **D'ailleurs, le recul de janvier est confirmé** (et peu importe que décembre ait été revu en baisse à cause de la nouvelle méthodologie statistique utilisée en Allemagne pour les produits alimentaires et les voyages qui affecte la saisonnalité).

Les marchés semblent **anticiper que le règlement des différends entre Chine et USA lèvera tous les freins**, sans durcissement des Banques Centrales. Mais il ne sera peut-être que partiel et réveillera les partisans de la normalisation monétaire.

Pourtant, au jour le jour, **les motifs d'inquiétude sur la croissance s'aggravent**. Ainsi l'Ifo allemand se dégrade encore en février. De même les PMI manufacturiers baissent aussi en zone euro (sauf en France) mais les services se redressent de sorte que l'ensemble s'améliore un peu. Nous restons prudents car ces indicateurs avancés n'ont pas vu venir la récession italienne ni la stagnation allemande. Ils la signalent avec retard ce qui ne nous dit pas pour autant si la situation va s'aggraver ou se redresser. Aux Pays-Bas comme en Belgique, **les indices de confiance des consommateurs** étaient tombés au plus bas en deux ans fin 2018, mais surtout ils ont encore reculé en janvier puis en février et sont maintenant dans les deux cas en-dessous de la moyenne sur 30 ans. En Italie, la chute brutale des commandes à l'industrie a fait souffrir les BTP, la dette souveraine reste sous une pression assez forte, ce qui ajoute aux problèmes politiques.

Dans ce contexte **la France est un cas à part**. Moins dépendante du commerce international, la croissance résiste mieux. Mais les mouvements sociaux ont perturbé l'activité depuis 3 mois. **Les ménages font face à une double réforme fiscale**. Aux mesures de relance prévues se sont ajoutées celles décidées en décembre, qui vont redonner du pouvoir d'achat aux salariés modestes. Pour la classe moyenne, l'entrée en vigueur du prélèvement à la source a créé des incertitudes, dont témoigne le recul des dons caritatifs. Il semble que le choix de verser un acompte de 60% sur les déductions fiscales anticipées ait été judicieux. Cela se traduit, certes, par une remontée des dépôts sur le Livret A et le LDD en janvier, qui pourrait se poursuivre en février en l'absence de tiers provisionnel. Mais sans créer de creux dans la consommation. L'étalement de l'impôt sur 12 mois au lieu de 10 mois ou 3 trimestres devrait compenser l'incertitude.

L'Europe souffre quant à elle d'un triple problème politique. Le premier, le plus immédiat c'est **le Brexit**, dans moins de 5 semaines. Or l'incertitude est totale, entre la ratification de l'accord, une sortie violente sans accord, ou à l'inverse le retrait de l'article 50 ou encore un nouveau referendum, toutes les options restent possibles. La première compromise et les autres peu probables, de sorte qu'une demande de prolongement de la période de négociation est l'option qui gagne du terrain, ce qui ne ferait que prolonger l'incertitude. Le second problème politique, qui est à la racine du premier, c'est **la montée des nationalismes et des populismes**, et cela aura sans doute un impact tangible lors des élections européennes de mai prochain.

La troisième menace vient de Donald Trump. Il est très affaibli en interne, avec des électeurs déçus qui ne perçoivent pas l'effet d'une baisse des impôts, pour l'essentiel distribuée aux ménages aisés et aux entreprises. Il pourrait vouloir détourner l'attention et, sans pouvoir utiliser l'arme budgétaire cette fois, et tenter d'attiser un ressentiment populiste, non plus envers le Mexique (voire l'Amérique latine tout entière) ou la Chine, mais envers l'Europe. **La critique passée de l'OTAN pourrait ressurgir et s'étendre bien au-delà des questions diplomatiques et militaires**.

Enfin, parmi les victimes des incertitudes qui pèsent sur le commerce mondial depuis de nombreux mois on trouve aussi le Japon. Comme en Allemagne la croissance a été négative au T3 sans que le T4 puisse corriger ce recul, et les perspectives s'assombrissent. En février, **le PMI manufacturier japonais est tombé sous le seuil 50** pour la première fois depuis août 2016. A l'image de l'Allemagne, le Japon est touché par le ralentissement du commerce mondial avec un effet négatif sur l'investissement. Le secteur automobile, très mondialisé, est important au Japon aussi, même s'il n'a pas tous les problèmes du diesel allemand. Et puis, une hausse du taux de la "*sales tax*" (la TVA locale) est programmée pour le 1^{er} octobre.

La santé du marché reste donc étroitement dépendante des bonnes nouvelles attendues.