



Le T1 2019, miroir inversé du T4 2018 ?

Vendredi 29 mars **les marchés actions ont de nouveau progressé**, ce qui permet d'obtenir une légère hausse hebdomadaire juste avant de clore un remarquable 1^{er} trimestre : la quasi-totalité des actifs financiers, actions, obligations, mais aussi matières premières avec en tête le pétrole, sont en très nette hausse. A première vue, ces 3 mois semblent être **le reflet, à l'inverse, du dernier trimestre de 2018**. Mais les raisons des mouvements ne sont pas les mêmes. Le marché était très inquiet, l'an dernier, du ralentissement économique global et des effets délétères d'une crise du commerce international.

En ce début de 2019, la plupart des marchés actions des pays avancés affichent des hausses à deux chiffres (ou presque) de part et d'autre de l'Atlantique, effaçant presque les pertes du T4 en Europe comme aux Etats-Unis. Pourtant, les raisons du rebond ne sont pas simplement la disparition des inquiétudes qui prévalaient. Certes, aux Etats-Unis, **les craintes de récession ne se sont pas concrétisées, mais elles demeurent**. En Europe, la croissance s'est nettement ralentie depuis le second semestre 2018 et l'année 2019 s'annonce pour le moins inégale (l'Italie devrait tout juste sortir de la récession, l'Allemagne peine à redécoller, la France limite la casse grâce à la relance budgétaire, seule l'Espagne parmi les grands pays de la zone euro, continue de faire bonne figure, mais pour combien de temps ?).

Le ralentissement mondial est quand même là et les marchés ne s'y sont pas trompés. Les bourses de nombreux pays émergents manquent de dynamisme, tout comme celle du Japon. En fait, **les incertitudes qui obscurcissaient l'horizon du commerce mondial n'ont pas disparu**. Les opérateurs semblent simplement faire le pari que la tension va retomber entre les USA et la Chine, comme on l'a vu avec le Canada et le Mexique, et qu'en Europe on va échapper à un Brexit dur. Ces risques n'ont pas disparu mais les marchés s'y sont habitués et se sont persuadés que le pire n'aurait pas lieu. D'ailleurs, les volatilités implicites se sont à nouveau repliées au cours de la semaine dernière.

Les derniers indices économiques américains ne sont pas enthousiasmants. Le PIB du T4 a été revu en légère baisse et surtout les profits des entreprises n'ont pas progressé. La confiance des ménages a reculé, l'indice du *Conference Board* attendu stable ou en petite hausse a reculé de 131,4 en février à 124,1 en mars, encore un niveau largement au-dessus de sa moyenne de long-terme. Les dépenses de consommation de janvier ont un peu déçu et le taux d'épargne demeure très élevé à 7,5% après un remarquable 7,7% en décembre. Les nombreux indices relatifs à l'immobilier étaient mixtes, mais toujours à des niveaux absolus globalement satisfaisants.

L'enquête de la Commission Européenne sur **le niveau de confiance en zone euro s'est de nouveau légèrement détériorée en mars** : la confiance des consommateurs s'améliore un peu mais on observe un léger recul pour les producteurs dans chaque grand secteur. Pourtant, les indicateurs nationaux d'activité, que ce soit l'Ifo allemand ou l'indice INSEE français se redressent légèrement, à l'image d'ailleurs des indices d'autres pays qui retiennent moins

l'attention, comme ceux des Pays-Bas, de l'Espagne ou de la Belgique. Dans l'ensemble la situation est inégale mais ne se détériore plus.

C'est donc **moins l'économie** qui justifie le rebond, **que l'inflexion des politiques monétaires**. **Les marchés ne croient plus dans une prochaine hausse des taux de la Fed**, même si elle reste inscrite dans les dots pour 2020, Au contraire ils attendent une baisse et voient d'un bon œil la réduction du Quantitative Tightening. De même, **la BCE a tenu un discours accommodant**, en repoussant la perspective d'une hausse des taux et en annonçant une troisième série de TLTRO.

Ainsi, **la chute des rendements obligataires est encore plus impressionnante que la hausse des bourses**. Le T-Bond américain à 10 ans rapporte moins de 2,5%, au plus bas depuis début 2018, malgré 100pb de hausse des taux directeurs dans l'intervalle ! Le rendement des Gilts 10 ans est retombé un moment à moins de 1%, au plus bas depuis 18 mois ; et les taux à 10 ans en Allemagne et au Japon sont repassés en territoires négatifs : ils sont au plus bas depuis octobre et août 2016 respectivement.

Enfin, **les spreads de crédit aussi se sont resserrés**. Ils sont poussés vers le bas, davantage par le manque d'opportunités d'investissement que par les performances économiques des sociétés, qui gardent des fondamentaux de crédit solides notamment en Europe.

C'est la Fed qui mène le bal. Les marchés espèrent voir arriver un nouveau membre du Board plus favorable à la politique de D. Trump. Pourtant, on l'a vu avec Jerome Powell, une fois nommés les membres de la Fed sont moins marqués politiquement. **L'institut d'émission américain clame que sa politique ne dépend que de ses objectifs et des chiffres économiques**, mais ce n'est pas aussi simple, on sait qu'elle dépend également de l'évolution des conditions de marchés. On l'a vu depuis quelques mois, une crise boursière et c'est l'orientation de la politique monétaire qui s'inverse (il faut dire à la décharge de la Fed que l'effet richesse influe beaucoup sur les revenus et la consommation des ménages américains).

Les opérateurs semblent faire aveuglément confiance aux banques centrales, à la Fed en particulier, pour agir et soutenir les marchés autant que nécessaire. On aurait toutefois tort de penser que la Fed offre une garantie absolue et qu'après chaque record des bourses américaines elle voudra et pourra toujours intervenir assez efficacement pour limiter toute correction. L'action de la banque centrale américaine avait permis de contrer les récessions de 2001 et 2009, mais pas d'éviter de violentes corrections boursières en 2000 et 2008.

En résumé, le T4 2018 se caractérisait, dans l'esprit des marchés, par des banques centrales raides à la veille d'une situation économique difficile. Le T1 2019 voit la conjonction du retour du soutien des banques centrales alors même que la conjoncture n'a pas été si négative. Est-ce durable ?