



Toujours plus haut ?

Après un premier trimestre brillant, **les actions ont encore bien progressé sur presque tous les marchés pendant la première semaine d'avril**, la hausse hebdomadaire dépassant le plus souvent les 2%. Témoinnant d'un marché solide, ce mouvement s'est accompagné d'un repli des volatilités implicites, à 13,6% pour le Vstoxx européen et même à 12,8% pour le VIX américain. Pour autant, il ne s'agit pas d'une hausse uniforme. Les performances sont assez diverses, d'un secteur à l'autre ou d'un pays à un autre (ainsi, en Europe, la Suisse, +0,6%, fait pâle figure comparée à la Suède, +4,5%). Rares sont les pays qui sont en repli sur la semaine (on peut citer la Malaisie, le Chili ou les Philippines) alors que caracolent en tête de classement la Turquie (+6,6%) la Chine (+5% pour l'indice *A shares*) et le Mexique +4%.

Cette belle performance des actions a quelque peu pesé sur le marché des obligations souveraines : **les rendements se sont tendus**, le Bund 10 ans repassant très légèrement en positif, **et toutes les courbes de taux se sont un peu repentifiées**. On remarque en particulier que la période d'inversion de la courbe des taux américaine, du moins sur la zone 10 ans – 3 mois, s'est achevée à la toute fin de mars. Avec un écart de rendement revenu à +9pb au plus haut jeudi 4 avril, le fameux signal, que l'on dit annonciateur d'une récession, s'est donc promptement éteint.

Aux Etats-Unis, les ventes au détail et les commandes de biens durables pour le mois de février ont déçu, cela pourrait peser sur le rythme de croissance, mais pas au point de faire craindre une récession. D'ailleurs, les indices ISM PMI sont toujours nettement en zone d'expansion (c'est-à-dire supérieurs à 50) qu'il s'agisse du secteur manufacturier, dont l'indice progresse de 0,9 point à 55,3, ou du secteur des services encore à 56,1 en mars, malgré un repli marqué de 3,6 points sur un mois.

Le très attendu rapport sur l'emploi de mars est également venu rassurer les marchés après un mois de février aux données plutôt contradictoires. Le nombre de créations d'emplois (+ 196 000 postes) est revenu à un niveau normal (après un creux à +33 000 en février). Le recul du taux de chômage, à 3,8%, est confirmé mais pas amplifié. Malgré cette économie en plein-emploi, les tensions salariales demeurent modérées, avec une hausse du salaire horaire moyen de seulement 0,1% en mars (après 0,1% en janvier et 0,4% en février), et un glissement annuel qui affiche un repli à +3,2% en mars, comme en janvier, après un sursaut à +3,4% en février. Néanmoins, on doit envisager une remontée vers 3,5% d'ici l'été. Cet ensemble de chiffres, à défaut d'être en ligne avec les anticipations, est conforme à la tendance lourde et correspond à une croissance résiliente et peu inflationniste, de sorte que **les marchés sont restés de marbre... c'est-à-dire froids et solides**, tant pour les actions, pour les obligations que pour le dollar ou le pétrole. Ce dernier, en hausse sur la semaine, de plus de 4% pour le Brent européen et de presque 5% pour le WTI américain, conforte l'idée que les craintes de récession se sont sensiblement dissipées. Depuis quelques semaines, l'écart entre les deux marchés tend à se réduire pour revenir vers les 7 dollars / baril.

En zone euro, les chiffres d'activité sont moins encourageants : après un mois de février mauvais, les PMI se sont un peu redressés en mars (essentiellement dans les services), y

compris en Italie et en Espagne. Mais le PMI manufacturier allemand fait exception (révisé en baisse et tombé à 44,1 en mars, il est très en deçà de la barre des 50) et **les commandes à l'industrie ont encore reflué en février outre-Rhin** (surtout, mais pas seulement, pour l'exportation). Non seulement la production industrielle peine à résister au T1, mais les perspectives pour le T2 sont donc assez moroses. Pour l'ensemble de la zone euro, les ventes au détail (hors automobiles) ont quand même progressé en février.

En zone euro toujours, le taux d'inflation a de nouveau reflué en mars. L'inflation totale revient de 1,5% à 1,4% et, surtout, l'inflation sous-jacente retombe de 1,0% à 0,8%. La nouvelle méthode de dessaisonnalisation appliquée en Allemagne pour le tourisme et les voyages peut avoir joué un rôle marginal, et un léger rebond est probable en avril, surtout si la tendance à l'accélération de l'inflation néerlandaise se poursuit. Néanmoins, l'inflation demeure dans l'ensemble **très en-deçà de l'objectif de la BCE**, ce qui justifie l'anticipation d'une politique monétaire durablement très souple, d'autant plus que les conditions de liquidités se sont dégradées à la marge au T1. D'une part, les banques ont procédé à de modestes remboursements anticipés sur le TLTRO II fin mars. D'autre part, l'encours des titres détenus par le SEBC à des fins de politique monétaire a un peu diminué au T1, pour revenir à 2630 milliards d'euros, soit 22 milliards de moins qu'au 31 décembre dernier. **Une accélération des achats nets serait donc logique dans les semaines à venir**, du moins si les conditions de marchés sont favorables. Faute de rendements positifs suffisants sur les emprunts publics, cela pourrait continuer à bénéficier en priorité aux emprunts *corporates* et bancaires, favorisant la poursuite du mouvement de contraction des spreads, déjà observé ces dernières semaines.

Le brouillard qui entoure le Brexit ne se dissipe pas du tout et continue de réduire la visibilité européenne. L'économie britannique donne encore, parfois, des signes de résilience, mais **le diable se cache dans les détails**. Ainsi le fort rebond du PMI manufacturier, à 55,1 au plus haut depuis 13 mois, est largement dû à l'envolée des composantes stocks (de produits finis et, plus encore, d'intrants), totalement hors de proportion avec les plus hauts historiques. Le PMI des services est tombé à 48,9, son plus bas niveau depuis presque 10 ans (exception faite de l'enquête du juillet 2016 au lendemain du référendum). Plus surprenante est la solidité du marché immobilier, que l'on observe les prix des logements qui demeurent en hausse sur une année ou l'indice PMI dans la construction qui n'est qu'à peine inférieur à 50.

Alors, les marchés actions toujours plus hauts ? Le prochain obstacle à la poursuite de la hausse pourrait être la publication des résultats des entreprises US au T1. Le marché anticipe déjà des profits en repli, dans des marchés qui se sont renchérissés, mais ce sont surtout les "guidances" qui peuvent être source d'inquiétude. Néanmoins, avec une abondance chronique de liquidités, faute d'alternatives attractives sur les marchés de taux, et en l'absence de menace forte sur la croissance, un repli des actions serait probablement vu comme une opportunité d'achat pour des investisseurs encore souvent sous-exposés.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi
et Dominique Barbet le 9/04/19 à 16h00*