



Choisir avec discernement

Après la forte avancée de la première semaine d'avril, **les marchés actions ont marqué une pause**, variant peu au cours de la seconde semaine du mois. Un constat semble assez largement partagé : **de nombreux investisseurs ont manqué le rally de début d'année** et sont encore sous-investis. Par ailleurs, ceux qui étaient le plus engagés avaient souvent, en protection, fait le pari malheureux d'une volatilité élevée.

Le changement d'orientation de la Fed et, dans une moindre mesure, la poursuite des politiques monétaires souples des autres grandes banques centrales ont relancé la hausse. Par ailleurs, les marchés ont enregistré des nouvelles économiques moins mauvaises que redouté : une croissance un peu plus ferme, une inflation mieux contenue (cf. infra). Dès lors la question qui s'impose est de **savoir si l'on aura une seconde jambe de rally haussier ?**

Le "premier de cordée" de la croissance mondiale, **la Chine, pourrait retrouver du dynamisme** avec l'espoir de voir bientôt l'économie progresser sur ses deux jambes :

- celle de la demande externe, avec la perspective d'un accord sino-américain qui serait une excellente nouvelle pour les deux partenaires (le conflit ne peut être que perdant-perdant). Sur le premier trimestre l'excédent chinois a bondi de 45 milliards de dollars en 2018 à 76 mds en 2019, grâce à une hausse de 1,4% des exportations et surtout un repli de 4,8% des importations.
- et celle, plus nécessaire encore, de la demande intérieure, soutenue notamment par une politique de crédit plus généreuse. Cette orientation devrait apporter les fruits attendus, si l'on en juge par l'augmentation des crédits en mars qui a largement dépassé les attentes pour progresser de 13,7% sur un an, la plus forte hausse depuis juin 2016.

Aux Etats-Unis, nous indiquons que les résultats trimestriels seraient un facteur déterminant. **Les tout premiers publiés**, ceux de JP Morgan et de Wells Fargo, **ont été bien accueillis**, d'autant que ces deux établissements financiers ont des modèles assez différents. Cela a permis à la bourse américaine de terminer la semaine dans le vert. Ces bonnes performances ont **soutenu le compartiment du crédit**, même si le rendement sur les emprunts d'Etat s'est un peu tendu.

La hausse du pétrole au cours du T1, en particulier celle du WTI américain, a produit **une augmentation de l'inflation aux USA** en mars, aussi bien pour les prix à la production (PPI : de 1,9% en février à 2,2% en mars) que pour l'indice des prix à la consommation (CPI : de 1,5% à 1,9%). **Cependant, dans les deux cas l'inflation sous-jacente a reculé** d'un dixième de point à 2,4% pour le PPI et à 2,0% pour le CPI. Ce sont en particulier les prix des services, les plus dépendants des évolutions salariales, qui ralentissent, en dépit du plein-emploi, **confirmant l'absence de surchauffe inflationniste** dans l'économie US, à ce stade pourtant avancé du cycle.

Le pétrole poursuit sa hausse en avril, le Brent s'est installé bien au-dessus de la barre des 70 \$/b, l'écart avec le WTI américain progresse également, il s'est légèrement ré-écarté à l'occasion du redressement de l'euro contre dollar. La pression inflationniste sera donc maintenue en avril mais ne sera pas accentuée ; le taux d'inflation sur 12 mois ne sera guère affecté

car cette hausse ne fait que répliquer celle de l'an dernier au même moment. Quant à la poursuite de la hausse du pétrole, cela dépendra avant tout des décisions de l'OPEP et de ses alliés, qui ne semblent toujours pas enclins à compenser la baisse forcée de la production de certains pays membres.

En Europe, nous retiendrons surtout **le retour en territoire positif du rendement du Bund 10 ans** qui s'est fait sans tension particulière sur les spreads entre souverains. La politique monétaire restant très accommodante, c'est surtout **la partie longue de la courbe des taux qui s'est pentifiée**. La conférence de presse de la BCE n'a pas apporté les éclaircissements espérés, mais ce n'est que partie remise, puisque la situation de l'ensemble du système financier européen est bien au cœur de la réflexion du SEBC (le système européen de banques centrales, où l'on sent la Bundesbank particulièrement préoccupée).

En attendant, la production industrielle, quoiqu'en léger repli en février, est meilleure qu'attendue. Après avoir, pendant des mois, sans cesse révisé en baisse les perspectives d'activité (rejointes par les autorités nationales qui ont revu en baisse leurs prévisions de croissance) les marchés sont peut-être arrivés à un point bas. Les politiques budgétaires devraient être plus souples. L'Europe pourrait bénéficier d'une croissance résiliente dans les autres zones économiques. Même **si la prudence reste de mise en raison du risque accru de conflit commercial avec les Etats-Unis** et des effets mortifères d'un Brexit enlisé.

A moins que les députés de Westminster, qui sont partis en congé Pascal, ne ratifient d'ici au 23 mai l'accord signé par T. May en novembre (auquel cas le Brexit aurait lieu le 1^{er} juin), **les britanniques vont devoir élire des députés européens...** trois ans après avoir voté pour la sortie de l'UE ! **La date du 31 octobre n'apparaît pas non plus comme un couperet**. Malgré des critiques qui montent, rien ne semble pouvoir empêcher l'UE d'accorder au RU un nouveau report, c'est Londres qui a seule les moyens de se sortir du piège. Les chiffres relatifs au T1 montrent une économie encore résiliente, portée par le stockage (le déficit de la balance commerciale a dépassé les 14 milliards de livres mensuels pour la première fois en janvier puis de nouveau en février). Mais, en dépit du report du Brexit, l'activité n'échappera pas à un net repli au T2, en particulier au cours du mois d'avril.

La montée récente des marchés favorise un rebalancement naturel des portefeuilles. Dans la perspective d'une éventuelle poursuite de la hausse des marchés, après un beau rally qui s'essouffle, **nous pensons qu'il faudra être très sélectif dans chaque classe d'actif**. Sélectionner les marchés qui ont moins monté, à l'instar du Japon. Préférer les titres "Value", comme le secteur bancaire, ou celles réputées "Low Vol". S'intéresser aux valeurs qui ont souffert de leur sensibilité aux taux d'intérêt. Choisir, pour le marché obligataire, des émetteurs à potentiel de resserrement mais sans risque excessif, de type BBB ou BB longs de préférence aux crédits risqués courts".