



La Piñata, le Dragon et le Tigre de papier

Les problématiques politiques continuent de se superposer aux questions de cycle économique. On n'enregistre aucun progrès dans les négociations commerciales sino-américaines, bien au contraire, le Dragon **chinois accuse son "partenaire" de « terrorisme économique »** laissant ouvertement entendre qu'elle va froisser le Tigre de papier par des mesures de rétorsions plus dures, comme une forme d'embargo sur les terres rares. **Et Donald Trump continue à faire souffler un vent froid** sur les marchés mondiaux. Confronté à des difficultés persistantes (notamment avec les tribunaux californiens) pour faire construire "son mur" à la frontière mexicaine, il a choisi de frapper la Piñata en menaçant son voisin de représailles commerciales, fortes et rapides, si ce pays ne parvenait pas à verrouiller sa propre frontière sud. Même dépourvue d'une base juridique solide, cette **nouvelle brouille avec le Mexique est d'autant plus inquiétante** qu'elle intervient juste avant que l'accord USMCA (qui doit remplacer l'ALENA) soit ratifié. Trump risque, une fois encore, de se trouver très isolé à la fin du mois, lors de la prochaine réunion du G20.

Ces tensions continuent de peser sur les marchés actions qui se sont encore repliés, de près de 2% en Europe et d'un peu plus aux Etats-Unis. Les marchés émergents sont parvenus à résister, mais surtout parce qu'ils avaient davantage souffert lors des semaines précédentes. La hausse de la volatilité témoigne aussi des préoccupations des gérants. **La chute des cours du pétrole, de plus de 8% en une semaine, traduit plus crument l'inquiétude des investisseurs.**

Et les marchés obligataires ne font que confirmer ces préoccupations. Sur les valeurs sûres les rendements continuent de baisser mais les spreads souffrent comme en témoigne le repli des indices iTraxx et Xover, ou bien les tensions sur l'Italie, dont la politique budgétaire a été remise en question par la commission européenne après les élections.

Fin mai, l'écart entre 3 mois et 10 ans US a nettement dépassé les 20pb, **l'inversion de courbe des taux est cette fois nette et elle dure.** Le risque d'un retournement du cycle économique est présent à l'esprit de tous les investisseurs. **Les marchés anticipent clairement une baisse des fonds fédéraux**, soit dès la réunion du 19 juin (avec une probabilité d'une chance sur 4 ou sur 5), soit d'ici fin septembre à plus de 2 chances sur 3. La Fed aura d'ailleurs l'occasion de préparer les marchés à sa prochaine décision, lors de la publication mercredi de son livre Beige sur la santé de l'économie américaine.

Néanmoins, **cette inversion de la courbe n'implique pas une récession à coup sûr.** Deux facteurs peuvent encore permettre de l'éviter : l'un structurel, la **réduction de la part de l'industrie manufacturière** dans l'économie (et dans l'emploi) réduit l'ampleur des cycles; l'autre conjoncturel, la possibilité d'une nette **éclaircie sur le commerce international...** ce qui relève essentiellement d'une bonne volonté politique.

L'augmentation massive du nombre de chômeurs en **Allemagne** observée début mai, +60 000 personnes, doit être analysée avec de grandes précautions. L'agence fédérale pour l'emploi précise d'ailleurs que **l'essentiel de la hausse du**

chômage provient d'une opération de reclassification. Alors que le marché tablait sur 8 000 chômeurs de moins, dans la ligne de la tendance récente, la hausse imputable au ralentissement économique serait de 10 000 chômeurs, selon l'agence officielle, ce qui **resterait le pire chiffre mensuel en 5 ans.** Une hausse du taux de chômage de 4,9% à 5,0% est logiquement associée à cette évolution (un chiffre qui demeure bien différent du 3,2%, le taux de chômage harmonisé publié par Eurostat pour l'Allemagne). La croissance économique, et en particulier dans le secteur manufacturier, encore crucial outre-Rhin, a incontestablement retenti. La crainte du Brexit peut avoir apporté un soutien provisoire à l'activité exportatrice au T1, reportant les pertes d'emplois au début du T2.

L'inquiétude sur le niveau de la croissance, en particulier en Allemagne et en Italie, mais aussi dans l'ensemble de la zone euro persiste. Et les marchés financiers en sont bien conscients ! Certes, le repli des actions se fait sans panique, l'Euro Stoxx 50 n'a perdu que 1,9% sur la semaine et 5,5% sur le mois, et il affiche encore une hausse de 11,6% depuis le début de l'année. En revanche, **les rendements obligataires ont plongé presque partout, le Bund 10 ans a enfoncé le seuil des - 0,20%** qui était le plus bas historique établi dans la tourmente qui avait suivi le référendum britannique. De même, le rendement des Bonos espagnols à 0,72% est inférieur de 15pb à son minimum historique de 2016. Celui de l'OAT 10 ans a frôlé les 20pb et approche de son record à 0,10%, à l'image du rendement du JGB à -0,10% au plus bas depuis aout 2016.

L'inflation a bien reculé dans tous les pays de la zone euro qui publient des estimations, à partir desquelles, on peut tabler sur une chute **de près d'un 0,5%** de l'inflation pour l'ensemble de la zone euro, de 1,7% en avril (un chiffre gonflé par le tourisme et les voyages) à environ 1,25% seulement en mai.

On reste donc **très loin de l'objectif de la BCE**, et encore, ce niveau n'intègre pas le recul du cours du Brent de ces derniers jours. D'ailleurs les éléments les plus récents n'auront pas pu être intégrés aux nouvelles prévisions des équipes de la BCE, il est probable que les nouvelles prévisions apparaissent déjà trop élevées sur l'inflation, voire sur la croissance. Plus grave, sur le marché des titres indexés les points morts d'inflation à 5 ans comme à 10 ans se situent bien en deçà de 1% en zone euro. Au moment où la BCE change d'économiste en chef, l'irlandais Philip Lane remplaçant dorénavant le belge Peter Praet, c'est la crédibilité de l'objectif de 2% d'inflation retenu par la BCE qui pourrait être mise en question. Cela va **obliger Mario Draghi à justifier sa politique monétaire et expliquer les projets de la BCE lors de conférence de presse du 6 juin.** Il devra impérativement aller plus loin que la présentation attendue des prévisions économiques et des détails techniques des TLTRO III.

On compte sur lui ! En attendant, au vu de l'imprévisibilité du Tigre, **la prudence qui a protégé mai mérite d'être conservée.**