



L'équilibre paye

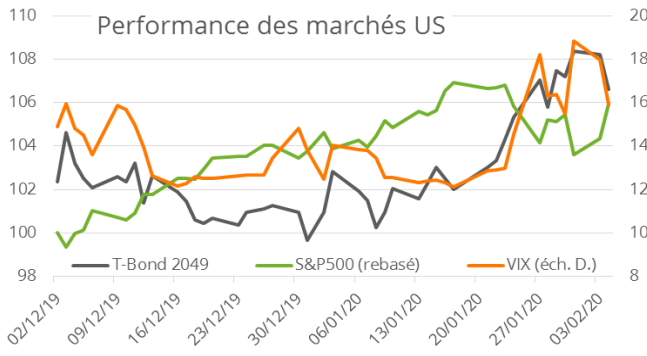
L'attention reste focalisée sur l'épidémie de coronavirus.

Dans la continuité de la semaine précédente, **l'inquiétude a dicté un repli des marchés actions et du pétrole, une hausse des obligations et de la volatilité.** Le S&P 500 a perdu 2,1% la semaine dernière, le MSCI Europe 3,1%, et les actions des pays émergents ont chuté 5,1% selon le MSCI en dollars, hors Chine où les marchés étaient fermés. **A la réouverture, lundi 3 février, l'indice A-Share 50 a perdu 7,1%** et le DJ Shanghai 7,8%, **ce qui est finalement modeste au regard de la gravité de la crise sanitaire en Chine.** Les mesures monétaires prises par les autorités pour limiter la baisse et ne pas ajouter une crise financière à la crise sanitaire ont certainement permis d'éviter une panique, mais on ignore combien de temps elles pourront être efficaces, et où se situera le nouvel équilibre post-crise. Naturellement, la baisse des bourses s'est faite dans un contexte de **hausse de la volatilité.**

Première valeur refuge, l'or reste cher, mais il n'a que peu progressé sur la semaine +1,1% à 1 589 \$ l'once. Du côté des marchés obligataires, **la détente des rendements à 10 ans s'est poursuivie à un rythme toujours aussi soutenu.** Le T-Bond américain a perdu 17pb à 1,51%. En Europe, le Bund allemand a reculé de 9pb à -0,43%, l'OAT française 11pb à -0,18% et le BTP italien 29pb à 0,94%. Seul le JGB continue à montrer une relative stabilité à -0,07%, soit une baisse de 4pb seulement, grâce à la vigilance de la banque du Japon. On soulignera la bonne performance des emprunts à 30 ans. Enfin, il faut noter qu'en dépit de la baisse des actions et d'une offre de papier très abondante depuis le début de l'année, **l'élargissement des spreads de crédit demeure contenu.** L'iTraxx s'affichait à 46,2 le vendredi 31 janvier, soit une hausse de 1,5pb sur la semaine et de seulement 2pb depuis le début de l'année ; et le Xover a clôturé à 230,6 soit des hausses de 10,6pb et 23,4pb respectivement. En fait, le mouvement est **très sélectif**: plusieurs secteurs, comme le luxe ou le tourisme, sont très affectés, d'autant plus qu'il semble que certains traders aient opté pour un allègement brutal de leurs books.

L'équilibre paye

La **stratégie d'investissement équilibré entre taux et actions,** que justifiait en début d'année le niveau des taux, plus élevés, et de la volatilité, plus basse, **s'est avérée protectrice jusqu'à présent.**



Après deux semaines de crise, il apparaît même que les obligations longues ont surperformé les actions (cf. graphique). Des prises de profit sur les obligations et des renforcements actions sont donc envisageables. Prudemment, car **on ne connaît encore ni l'étendue, ni la gravité, ni l'efficacité des soins possibles de cette épidémie.**

Naturellement, les questions sanitaires vont continuer à dominer dans les prochaines semaines. En termes de conséquences économiques, le confinement est actuellement un facteur clef de ralentissement de l'activité, qu'il s'agisse des mesures imposées par Pékin ou des réflexes d'autoprotection des autres pays et même des communautés locales. Il est trop tôt pour savoir si l'économie va repartir convenablement après la pause étendue du nouvel an. **La limitation extrême, non seulement des voyages, mais aussi des contacts quotidiens** (arrêt des transports urbains, paralysie des secteurs non vitaux), **pourrait affecter très fortement l'activité, en Chine** qui est évidemment le pays le plus sévèrement affecté.

C'est une économie développée solide qui affronte cette crise.

Les chiffres de PIB du T4 nous montrent que la croissance se tient bien aux Etats-Unis. Le PIB progresse au rythme de 2,1% et, surtout, la demande finale affiche un excellent +3,2% (t/t annualisé). Certes, **la croissance a été un peu décevante en zone euro au T4** (+0,1% t/t et 1,1% sur un an). Dans les deux zones, **les stocks sont en repli.** Ce sont eux qui expliquent le déclin du PIB observé en France (-0,1% t/t) et en Italie (-0,3%). Néanmoins, cette contraction générale des stocks suggère que **les entreprises se préparaient à une décrue de la demande qu'elles n'ont n'a pas constatée** (ou qui a été moins marquée que prévu). Cela conforte notre analyse selon laquelle la crise de 2019 est restée cantonnée dans la seule sphère manufacturière. Dans ce cas, le déstockage ne devrait pas durer et l'activité devrait reprendre rapidement début 2020, à moins qu'elle ne soit entravée par la crise sanitaire.

Il faut **se tourner vers les enquêtes** pour anticiper le niveau d'activité en ce début 2020, tout en gardant en tête qu'**elles n'ont pas encore pu capter l'impact du nCoV.** Le **rebond de la confiance des consommateurs** aux Etats-Unis, où l'indice du *Conference Board* a bondi de 5 points à 131,6 en janvier, est une excellente nouvelle pour D. Trump et pour la pérennité de la croissance américaine. De même l'optimisme des ménages progresse en France et en Italie. En revanche, en Allemagne les observateurs ont été déçus de ne pas voir l'Ifo poursuivre la hausse entamée en septembre, à partir de niveaux assez bas : on observe, en janvier, une correction partielle des forts gains de décembre, qu'il s'agisse de l'indice global ou de la composante "anticipations". Cela ne remet pas en cause la tendance au redressement, mais elle est un peu affaiblie.

Enfin, on ne voit **aucune trace d'inflation** dans les indices que suivent les banques centrales. Aux Etats-Unis, **la hausse du déflateur sous-jacent** de la consommation demeure contenue **en deçà de l'objectif de la Fed**, tant selon l'indice du T4 (+1,3% t/t annualisé) que d'après l'indice mensuel de décembre (+0,2% sur un mois et +1,6% sur un an). **En zone euro**, si le taux d'inflation totale a progressé de 1,3% en décembre à 1,4% en janvier selon l'estimation préliminaire, on reste **très loin de l'objectif de la BCE.** L'inflation sous-jacente a ralenti de 1,3% à 1,1%, c'est essentiel car on sait que la baisse récente du pétrole devrait permettre un repli de l'inflation totale dès février. Non seulement **les anticipations de solutions peuvent faire rebondir les actions**, mais les réalités des dégâts augmentent la probabilité de baisses des taux directeurs qui soutiennent le rebond des actions !!

Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 04/02/20 à 17h00