

Visibilité limitée dans les brumes de l'été

Ces dernières semaines ont été agitées sur les marchés, avec des mouvements divergents entre zones géographiques, classes d'actifs, secteurs.

A tout seigneur tout honneur, les indices boursiers américains ont battu de nouveaux records, atteignant des valorisations exigeantes ! La croissance du PIB est au beau fixe, et les profits du T2, soutenus par une fiscalité favorable, ont été excellents. Nos craintes sur les perspectives (les "guidances") n'ont pas été confirmées. Le rapport sur l'emploi publié début août n'est pas décevant. Le taux de chômage a repris son mouvement baissier sans créer, jusqu'à ce jour, de tensions salariales généralisées. **Les marchés ignorent, ou s'habituent, au climat politique tendu, qui paraît impacter davantage l'économie des « partenaires » des Etats-Unis que l'économie américaine. Est-ce si vrai et durable ?** Aux yeux du marché, une hausse de taux de la Fed en septembre semble acquise, sans que cela n'affecte le marché obligataire. Le rendement du 10 ans s'est installé depuis 3 mois dans une fourchette 2,80%-3,00%, plus étroite que les 2,75%-3,12% parcourus au cours de la seule seconde quinzaine de mai. Les Etats-Unis ont bien réussi à normaliser leur politique monétaire sans faire flancher la bourse. Enfin, les élections de "mid-term" commencent à être dans tous les esprits, leurs effets étant incertains.

Au sein de la zone euro, les performances économiques, correctes en moyenne, continuent à diverger. L'économie allemande demeure solide, soutenue par le secteur manufacturier. Après la décrue du premier semestre, la confiance des entrepreneurs s'est améliorée cet été. Ce sont les signes de surchauffe, sur les salaires notamment, que l'on craint en Allemagne... ou que l'on espère dans l'espoir d'un rééquilibrage de la croissance et de la compétitivité en zone euro ! Si l'Espagne résiste également, **les économies française et italienne sont moins dynamiques.** Grève de la SNCF et autres réformes ici et crise politique là peuvent avoir eu des effets négatifs, mais ils sont difficiles à chiffrer. Dans tous les pays, le taux de chômage, indicateur retardé du cycle économique, continue de baisser (il est au plus bas depuis près de 40 ans en Allemagne). Mais la confiance des ménages, indicateur avancé, s'érode partout. **La prudence sur le dynamisme économique européen doit donc rester de mise.**

La poussée inflationniste du printemps en zone euro semble avoir atteint un sommet en juillet à 2,1% et elle a amorcé une décrue dès août. Avec **une inflation sous-jacente voisine de 1%, l'objectif de la BCE est loin d'être atteint.** Les rendements sur la dette publique restent très faibles dans l'ensemble, en particulier dans le cas de l'Allemagne, où l'excédent budgétaire croissant renforce l'effet rareté ; la perspective de l'arrêt des achats nets de la BCE en 2019 n'y change rien.

En revanche, le rendement du 10 ans italien s'est installé au-dessus de 3,0% à la mi-août. Il y est resté depuis et tend même à progresser. Cela reflète sans doute les incertitudes qui entourent **la politique budgétaire italienne** : moins l'objectif de déficit de court terme, qui devrait respecter la norme européenne, Conte et Tria s'en assurent, que le réalisme de cet objectif à moyen terme, qui sera mis sous pression par Di Maio et Salvini et leurs troupes au parlement.

L'économie britannique est toujours résiliente. Les ventes au détail sont solides et les perspectives des détaillants sont bonnes, l'effet d'une bonne saison touristique ou déjà des stocks de précaution ? L'activité industrielle a résisté aux inquiétudes, même le secteur de la construction ne plie pas ! L'inflation n'a guère augmenté malgré le renchérissement du pétrole, de sorte que le pouvoir d'achat des ménages se maintient. Certes, les créations d'emplois sont moindres, mais le chômage reste en baisse du fait de l'exode des travailleurs européens. Le dossier brûlant du Brexit n'a pas empêché la trêve politique estivale. Mais la rentrée voit se radicaliser les positions des britanniques, qu'ils soient en faveur du maintien d'une union douanière totale ou favorables à un Brexit plus dur, ceux-là blâmant l'Union de ne pas s'aligner sur ce qu'ils appellent "l'accord de Chequers".

Sans aucun doute, **les grands perdants de l'été sont les pays émergents.** La hausse progressive des taux de la Fed renchérit et même rationne le crédit dans un monde qui reste fortement dollarisé. On peut multiplier les exemples : l'Argentine a vu revenir le spectre de la crise financière et l'ombre du FMI ; le Venezuela, qui s'enfoncé dans le drame, fragilise ses voisins ; le Brésil se dirige vers des élections compliquées ; la Turquie, déjà fragile, est victime de la fureur de Trump et rien ne va mieux au Moyen-Orient, malgré un pétrole plus cher. Quant à la Chine, elle voit le dynamisme de sa croissance faiblir et ne sait plus quelle politique adopter : les efforts du début d'année, restriction du crédit et remise en ordre du système financier, semblent avoir été abandonnés.

A l'instar des pays émergents, **l'activité au Japon semble ralentir** et le taux de chômage, au plus bas depuis un quart de siècle en mai, est remonté. Toutefois, l'économie est en plein emploi, **les salaires progressent**, l'inflation semble avoir accéléré en août, si l'on se fie à l'indice de Tokyo. Fin juillet, la Banque du Japon s'est adaptée à cette nouvelle donne en élargissant de 10 à 20 pb la zone de fluctuation qu'elle vise pour le taux de rendement de l'emprunt 10 ans. **Les taux se sont alors brutalement tendus** sur le marché obligataire, qui reste structurellement illiquide, le 10 ans oscillant depuis autour de 0,10%. Dans ce contexte, les marchés boursiers semblent tenir.

Enfin, plus que les autres, **un secteur économique souffre, c'est l'automobile.** Archétype des biens durables il est exposé à des cycles marqués. Après plusieurs années de prospérité, le retournement semble enclenché sur les principaux marchés : en Chine, les années fastes de l'équipement semblent révolues et avec un parc jeune, le renouvellement peut attendre ; aux Etats-Unis les coûts de financement pèsent de plus en plus ; en Europe les constructeurs sont confrontés au défi de la transition rapide du diesel vers l'électrique ou l'hybride. Enfin, ce secteur où l'internationalisation de la production est l'une des plus poussées, est dans l'expectative face à la montée des protectionnismes (Brexit inclus). Anticipations pleinement prises en compte dans les valorisations ?

Au total, il est toujours difficile de s'orienter dans ces marchés où la prudence reste de mise.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 4/09/18 à 16h00