



Fragilité des démocraties vs. solidité des Banques Centrales

Le calme n'est pas revenu, les tensions persistent. Les prix des actifs risqués reculent et les actifs de protection regagnent du terrain. **La volatilité est fortement remontée**, le VIX américain à 25% le 24 oct. est au plus haut niveau depuis février dernier. Les actions européennes, soutenues par des taux bas, sont de moins en moins menacées par la surévaluation des bourses américaines. Le marché japonais souffre particulièrement des inquiétudes chez ses 2 premiers clients, la Chine et les USA.

Les indicateurs économiques ne sont pourtant pas mauvais. Aux Etats-Unis, le PIB du T3 est même en hausse de 3,5% en rythme annualisé, avec une structure saine, tirée par la consommation privée qui progresse au rythme de 4%. L'accumulation des stocks inquiéterait si elle n'était liée aux importations ; ainsi l'effet combiné sur le PIB est modeste et le retour à la normale ne devrait donc guère peser sur la croissance. Mieux, **la croissance américaine se fait sans poussée inflationniste** : les principaux déflateurs sont tous inférieurs aux anticipations. Les indicateurs économiques ne laissent pas prévoir de ralentissement brutal aux Etats-Unis. En Europe, les indices PMI et les enquêtes de conjoncture ont, dans l'ensemble, un peu déçu, ils n'annoncent toutefois aucune récession. **Les voyants macro-économiques restent au vert, même s'il pâlit un peu.**

C'est souvent un excès d'endettement qui déclenche le retournement du cycle économique. Cette fois, **il ne semble pas y avoir de bulle d'endettement privé** (du moins dans les pays développés), même si certaines entreprises, en particulier aux USA, consacrent leur cash-flow à leurs rachats d'actions, quitte à financer leurs investissements par de la dette (cf. notre présentation sur les marchés actions de janvier dernier).

De plus en plus de pays sont en plein-emploi : les USA, le Japon, peut-être bientôt la Chine... et en Europe, le Royaume-Uni, l'Allemagne et ses voisins (P.B., Suisse, Autriche,...). Ainsi, **le potentiel de croissance n'est plus aussi élevé** qu'il pouvait l'être quand il y avait encore un "output gap" positif (c'est-à-dire un PIB réel inférieur au PIB potentiel) et donc un rattrapage économique à achever. **Le recul du prix du pétrole** témoigne de cette perception. La réassurance de production donnée par l'Arabie Saoudite n'explique pas tout, la baisse continue des prix reflète sans doute aussi un pari sur une demande moins dynamique à plus long terme.

Les marchés actions font face à des **facteurs micro-économiques qui sont la conséquence de cet environnement**. Les résultats publiés pour le T3 sont globalement satisfaisants, mais presque partout **les perspectives sont revues en baisse**, par rapport à des attentes, il est vrai, très optimistes. Les arbres, ne grimpent pas aux cieus ! Et sans parler de fin de cycle, la croissance américaine ne peut pas se poursuivre à ce rythme. Les facteurs de révision des prévisions varient beaucoup d'un secteur ou d'un pays à l'autre. Aux Etats-Unis ou au Japon, c'est **le marché du travail** qui est tendu ; cela entretient la confiance des ménages, mais limite les volumes de production. En Europe dans certains secteurs, **le manque de main-d'œuvre qualifiée** tire les salaires vers le haut. Dans l'automobile, c'est la saturation de la demande qui pèse sur les perspectives, et (surtout pour l'Europe ou la Chine) **un virage technologique brutal** qui menace les débouchés et l'outil de production.

Ces facteurs économiques plus ou moins ponctuels, des perspectives qui s'affaiblissent, sans s'inverser, associées à des

taux américains en hausse ont poussé à la **correction des surévaluations**.

Dans ce contexte, **les Banques Centrales gardent leur ligne et leur prévisibilité** : normalisation pour la Fed, fin accommodante de son QE par la BCE, expansion maintenue en Angleterre et au Japon. Même si le pilotage chinois est plus « à vue ».

C'est la multiplication des **foyers de désordres politiques qui transforme cette correction en déprime**. Nous voulions croire à un scénario favorable sur ce plan. C'est plutôt l'inverse. Au **Brexit introuvable**, aux **tensions sur le commerce international**, provoquées par D. Trump, s'ajoutent le **dossier budgétaire italien** et l'**affaiblissement progressif d'Angela Merkel**, des **midterm américains** et des **élections européennes** incertains dans un contexte de nationalisme exacerbé. Sans compter l'élection de Jair Bolsonaro au Brésil avec qui **on ignore vers où le Brésil se dirige**.

On peut sans doute encore **espérer** que la grande coalition allemande se stabilise, que les midterm mettent Trump sous contrôle, qu'un accord avec l'Italie, etc., etc. **Le pari serait toutefois risqué**, même si les valorisations commencent à apparaître plus attrayantes. Plutôt que d'anticiper, il nous **semble préférable d'attendre**.

Si les foyers politiques perdaient en intensité, on constaterait sans doute que la **correction des valorisations US était assez justifiée**. On verrait sans doute un **retour vers l'Europe**, qui, d'ailleurs, pour une fois a moins baissé ce mois-ci, et même vers la Chine.

Sinon les marchés devront **compter une fois encore, sur les banquiers centraux**.

On sent déjà que la **Fed**, plus sensible aux accidents sur les marchés financiers, est prête à **faire preuve de pragmatisme**, mais la baisse d'octobre, bien que violente, ne fait que ramener les cours vers leur niveau de fin 2017 : il n'y a pas urgence. La Fed ne devrait pas agir au lendemain des élections. Si nécessaire, elle dispose de **deux outils facilement utilisables** : le ralentissement de la hausse prévue des Fed Funds, pour détendre les taux courts, ou bien le passage à un rythme plus lent de réduction de son bilan, ce qui cette fois favoriserait un repli des taux longs.

La **BCE** n'a évidemment pas, jeudi, infléchi son discours. Elle pourrait le faire, mais les contraintes politiques sont très fortes (gérer l'opinion allemande,...) et les outils moins aisés à mettre en œuvre.

En **Angleterre et au Japon**, les politiques toujours expansionnistes devraient le rester. A cause du Brexit pour la première. En raison d'une inflation bien en-deçà de l'objectif pour la seconde. Mais il y a peu de marge pour faire plus.

Enfin, la **Banque Centrale de Chine Populaire** navigue à vue, entre les craintes de ralentissement économique, d'inflation et d'éclatement de la bulle du crédit. Elle a emmené l'USD/CNY vers 6,96, son plus haut niveau des 10 dernières années (touché en décembre 2016), au risque de relancer les accusations de "manipulation monétaire" à Washington. Toutefois la Chine ne manque pas d'outils de politique économique.