



Le risque d'orage s'éloigne mais des nuages restent

L'éclaircie politique récente n'a pas évacué tous les nuages d'une situation économique qui demeure difficile selon les indices publiés la semaine dernière.

Les marchés actions se sont détériorés presque partout au cours d'une semaine où les volumes ont été amputés par les fêtes de Thanksgiving. **Les indices américains ont perdu le peu qui leur restait des gains de l'année** : le S&P 500 a baissé de 3,8% et perd maintenant 1,5% depuis la fin 2017, et le Nasdaq a reculé de 4,3%, ne préservant qu'un gain minime, +0,5% sur l'année. Les places américaines ont entraîné dans leur sillage leurs homologues européens, **l'Euro Stoxx 50 a perdu 1,4% sur la semaine (8,2% sur l'année)**, et les bourses des pays émergents affichent un recul moyen de 1,7% selon l'indice MSCI EM (en USD comme en monnaies locales). L'inquiétude se lit aussi dans la poursuite de la lente **montée des volatilités implicites** (celle du VIX est repassée au-dessus de 20%) ou dans **l'appréciation du billet vert**, +0,68% contre l'euro et +0,47% pour l'indice du taux de change effectif. **Le franc suisse**, l'autre monnaie refuge, a gagné 0,92% contre euro.

Le mouvement le plus violent a été enregistré sur les marchés du pétrole, les prix du WTI et du Brent ont chuté de 6 à 7% le mardi 20 et d'autant le vendredi 23. A l'incertitude politique, pour une fois baissière, s'est ajouté un facteur technique (les positions optionnelles importantes ont entraîné des ventes supplémentaires du fait des ajustements en delta). Mais ce sont surtout les craintes relatives à la demande globale de pétrole dans un contexte de croissance moins vive qui motivent cette baisse. Ainsi, les cours actuels du brut sont retombés nettement en deçà de leur niveau de l'an dernier. **Si le brut se stabilise sur le prix actuel jusqu'à fin décembre, l'essentiel de l'impact direct du pétrole sur l'inflation aura ainsi disparu.**

Les rendements obligataires étaient orientés à la baisse, confirmant la détente de la semaine précédente. Mais, au regard de la chute des actions ou des perspectives inflationnistes, le mouvement reste d'une ampleur modeste. Seule exception le BTP italien qui poursuit son redressement. **C'est là que les facteurs politiques interviennent.**

On peut raisonnablement espérer que le sommet européen des 13 et 14 décembre, permettra de **débloquer le bras de fer actuel sur le dossier budgétaire italien...** au prix, peut-être, de quelques acrobaties comptables. Comme prévu, le conseil européen du 25 novembre a permis de **valider l'accord sur les conditions du divorce britannique**. Les documents, fruit de long mois de négociations difficiles, ont été signés en moins d'une heure et les protagonistes se sont quittés soulagés ...mais tristes. Et le plus difficile reste à venir : d'abord obtenir l'approbation parlementaire britannique d'ici au mois de mars, puis définir les relations futures.

La situation se détend aussi outre-Atlantique, **les gouvernants mexicains et américains ont trouvé un modus operandi pour traiter le cas des réfugiés honduriens** ; ce qui allège le climat politique, au moins à court terme. Et puis **D. Trump s'est dit optimiste quant aux futures relations économiques sino-américaines**, même si les avancées tangibles paraissent bien minces.

Ces apaisements sont bienvenus à l'approche de la fin de l'année. Mais ces **tensions politiques peuvent resurgir à tout moment, ou de nouvelles se révéler**, comme nous l'avons vu au cours du weekend tant en Syrie qu'entre l'Ukraine et la Russie.

Si l'éclaircie politique persistait, les marchés financiers pourraient faire un beau rallye de soulagement. Ils demeurent pourtant fragiles, car il reste aussi les nuages d'inquiétude sur le cycle économique.

Le ralentissement de la croissance semble acquis et anticipé, mais le risque d'une récession n'est pas inscrit dans les cours. Observons le cas allemand.

L'Allemagne est le marché boursier européen qui a plus souffert depuis le début de l'année avec une perte de 12,9% pour l'indice MSCI local. La deuxième estimation du **PIB allemand pour le T3 confirme une croissance négative de -0,2% t/t** ce qui ramène le glissement annuel de 2,0% à 1,1%, l'analyse de sa composition révélant **une structure de l'activité préoccupante**. Certes, les investissements progressent encore de 0,8%, mais **la consommation des ménages baisse de 0,3%**. Surtout, **les exportations reculent de 1,0% t/t**, faisant chuter la variation annuelle de +4,3% au T2 à +1,1% au T3 ; alors que les importations progressent de 1,3% (elles sont alimentées par l'accumulation des stocks). Ceux-ci ont une contribution positive de 0,7 point, ce qui permet d'éviter, temporairement, une baisse encore plus sévère. Mais le risque est que **le retour à un niveau de stocks moins élevés conduise à un second trimestre de baisse du PIB dès le T4**, synonyme de récession. Ce ne serait qu'une **récession technique**, mais le mot est lâché et cela risque de fragiliser davantage les marchés financiers.

La baisse du PIB allemand est avant tout imputable à l'industrie manufacturière. On sait que **le secteur automobile** a pénalisé l'ensemble de l'économie au T3, et, à très court terme, on n'attend qu'un rebond partiel. L'investissement pourrait rester soutenu, mais le manque de main-d'œuvre qualifiée entrave la croissance dans l'industrie. Il serait encore **tout à fait possible d'échapper à une récession** : il faudrait une reprise du commerce mondial, on n'en prend pas le chemin, **une relance fiscale** (question de volonté politique) **ou encore une baisse du taux d'épargne**. Cette dernière hypothèse est la plus crédible, puisque l'on part d'un taux d'épargne des ménages de 10,7% au T3, le plus élevé depuis 10 ans mais, pour qu'un repli soit durable, il passe sans doute par moins d'inégalités.

Sans augurer une récession, **les PMI allemands de novembre, quant à eux, baissent sensiblement**. A 53,3 pour les services et 51,6 pour le secteur manufacturier, ils sont au plus bas depuis respectivement 1 an ½ et 2 ans ½. Les incertitudes persistent donc et exigent une gestion prudente. Cela dit, ces indicateurs ne sont pas infaillibles, puisqu'ils n'ont pas permis d'anticiper la contraction du PIB au T3.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 26/11/18 à 18h00