

Noël ou Halloween ?

A deux semaines de la fin de l'année, **les marchés actions des pays développés s'achèvent vers une clôture de l'exercice 2018 significativement dans le rouge**, exception faite, peut-être, du NASDAQ. Cela est vrai aussi de la plupart des marchés émergents, seuls ceux qui avaient beaucoup souffert au cours des années précédentes ont pu relever la tête, ainsi que de la plupart des actifs risqués, crédit, *Investment Grade, High Yield*, etc. Et, pour le S&P, ce début décembre est l'un des pires depuis des décennies ! L'année, déjà mauvaise, risque-t-elle de virer au cauchemar ?

Le chiffon rouge qui inquiète actuellement les investisseurs est l'inversion de la courbe des taux américaine. En effet, aux Etats-Unis depuis les années 70s, **les récessions ont toutes été précédées par une inversion de la courbe des taux sur Treasuries.** Il y a pourtant beaucoup à dire :

- sur le fait qu'il s'agit davantage, au moins à ce stade, d'un aplatissement que d'une inversion avérée,
- sur la durée de l'inversion requise pour valider le signal, elle s'amorce à peine on est donc loin des 90 jours souvent cités,
- sur sa définition : quel segment de la courbe des taux faut-il retenir ? sachant qu'aujourd'hui seule la tranche 2 - 5 ans s'est (à peine) inversée (hors le 2 ans -10 ans, ou bien le 3 mois - 5 ans sont historiquement plus fiables),
- sur le délai, très variable, entre le signal de la courbe et la récession effective : il peut dépasser l'année. A contrario on a aussi pu observer de faux signaux, même s'ils sont rares.

Cette relation historique est-elle toujours valable aujourd'hui ? On peut observer que le taux de chômage est revenu au plus bas depuis fin 1969, de sorte que les 50 dernières années ne seraient peut-être plus un historique fiable. Surtout, l'internationalisation grandissante du marché obligataire américain et la faiblesse des rendements sur les autres grands marchés de dette justifient un afflux de capitaux sur les Treasuries. Cela pourrait expliquer l'inversion de courbe par un facteur totalement étranger au cycle américain : l'excès d'épargne mondiale. Celle-là même qui a rendu nécessaire des politiques monétaires et budgétaires hyper-expansionnistes.

Dernière question importante : est-ce la perspective d'une récession qui amène la courbe à s'inverser ou bien l'inversion de la courbe qui provoque la récession ? Cette **question de causalité** est importante, notamment dans l'interprétation que l'on peut faire des faux signaux que la courbe est susceptible d'envoyer. **Peut-on parler dans ce domaine de "prophéties auto-réalisatrices"**, l'utilisation de la courbe pour prédire une récession est-elle de nature à en précipiter l'avènement ? Ce serait accorder un bien grand pouvoir à la courbe des taux !

Faute d'avoir toutes les réponses à nos questions, voyons **ce que disent objectivement les autres indicateurs économiques américains.** La production industrielle s'est un peu reprise en octobre, mais pas dans le secteur manufacturier. Les PMI de Markit ont été décevants mais ils restent sensiblement supérieurs à 50 (donc signe d'expansion). C'est plutôt un ralentissement de la croissance qu'une récession qui se profile. D'ailleurs, les ventes au détail ont dépassé les anticipations. Dans l'état actuel des choses, **la croissance du PIB au T4 devrait demeurer soutenue.**

Certes, les indices relatifs au marché immobilier américain pointent, depuis plusieurs mois, vers un ralentissement dans la construction en 2019, mais toujours à un niveau absolu d'activité élevé : d'ailleurs la poursuite de l'expansion est quasi impossible dans un secteur qui emploie beaucoup de main-d'œuvre étrangère. Idem dans le secteur pétrolier où les

investissements pourraient marquer le pas l'an prochain. Mais ces secteurs ne suffiront pas à eux deux à renverser le cycle économique. **On se dirige vers un ralentissement de la croissance et non vers une récession. Les prévisions et le discours de la Fed publiés ce mercredi devraient être rassurants** à cet égard. Et, le cas échéant, la Fed dispose des moyens de contrer un retournement économique trop fort, soit par un arrêt prochain de la hausse des taux (à un niveau encore inférieur à l'équilibre de long-terme) soit par un moindre *Quantitative Tightening*. **Pourtant, il est à craindre que, dans son état d'esprit actuel, le marché interprète mal le discours de la Fed, quel qu'il soit.** Trop accommodante, elle avaliserait l'imminence d'une récession, pas assez souple, elle se méprendrait sur la résilience de l'activité !

La BCE a tenu jeudi son conseil de décembre. Nous avons souligné dans le dernier FideasFlash que les révisions, a priori bénignes, des prévisions économiques mésestimaient les **évolutions décevantes, tant en terme de croissance que d'inflation.** Ainsi la production industrielle a déçu et les indices PMI n'augurent pas d'un fort rebond (même si l'on met à part les indices français, sévèrement perturbés). On doit ajouter que les références faites par Mario Draghi à la hausse des coûts salariaux allemands semblent, au vu des chiffres du T3, relever en partie de la méthode Coué. La BCE met en avant **une accélération des revenus salariaux par tête qui est, en fait, largement imputable à une augmentation de la durée du travail** (via des heures supplémentaires et des temps partiels plus longs). C'est plus une preuve de croissance passée soutenue outre-Rhin, qu'une montée des pressions inflationnistes. Surtout, cela ne pointe pas vers le rééquilibrage espéré de l'activité et de la compétitivité entre les pays de la zone euro.

Côté pays émergents **la Chine inquiète** à nouveau les observateurs. Le rythme de croissance des ventes au détail est tombé en novembre à son plus bas niveau depuis 15 ans, +8,1% sur un an, bien moins que les 8,8% attendus (des chiffres dont il faut déduire 3 points d'inflation). L'économie chinoise n'a pas encore fini de transformer son modèle de croissance du couple exportations/investissements vers un modèle reposant sur la consommation interne. De plus, le pays se trouve en transition entre deux plans de soutien à la consommation. Le premier avait dopé l'automobile, mais les rabais fiscaux ont cessé cet été. Le second, avec d'autres aides fiscales pour relancer la consommation, n'entrera en vigueur qu'en début d'année prochaine. Il y a donc **simplement un creux temporaire.** Les perspectives restent satisfaisantes pour cette économie très étroitement contrôlée. Le rythme de croissance diminue très lentement, en même temps que le poids du pays augmente dans l'économie mondiale ; ainsi, cela pèse peu sur la croissance globale. En Chine, les gains de productivité devraient ralentir (à mesure que l'économie se modernise et se recentre sur les services) ce qui va soutenir l'emploi malgré le ralentissement de la croissance.

Si la récession n'est pas au coin de la rue, nous pensons qu'il existe de nombreuses poches de valeur sur les actions et le crédit. L'ambiance financière générale n'est certes pas Noël, mais il peut être opportun de faire son marché pour ses performances futures.

Dans cette attente, toute l'équipe de Fideas Capital souhaite à chacun de ses lecteurs de joyeuses fêtes de fin d'année.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi, Alexis Merville
et Dominique Barbet le 18/12/18 à 10h00*