



BANQUE  
ERIC STURDZA

LES MARCHÉS : ENTRE DES  
ATTENTES RAISONNÉES SUR  
LA CROISSANCE ET DES  
ENTHOUSIASMES  
DÉRAISONNABLES SUR LES  
VALORISATIONS

*« Un jour tout sera bien, voilà notre espérance. Tout est bien aujourd'hui, voilà notre illusion »*

*Voltaire, poème sur le désastre de Lisbonne.*

*Bruno Desgardins*

*25 Avril 2019*

De l'évolution des marchés ces quatre mois, on peut retenir une confirmation, une accentuation et une inflexion :

- Confirmation de notre diagnostic de début d'année d'une activité économique un peu ralentie mais éloignée d'un risque de récession dans le monde occidental comme dans le monde émergent.

- Accentuation des stimulations budgétaires aux Etats-Unis, en Allemagne, en Italie, en France, en Chine et dans plusieurs autres pays comme l'Inde à l'approche des élections.

- Inflexion de la politique des banques centrales qui toutes semblent avoir abandonné le chemin d'une politique monétaire restrictive.

De cette conjonction d'éléments ressort l'exceptionnelle performance des marchés financiers, aussi bien actions, matières premières et obligations, en dépit de révisions à la baisse sensibles des perspectives de résultats.

#### 1. **La confirmation :**

Au regard de ses estimations d'octobre, le FMI n'a abaissé que de 0.2% à 3.3% sa prévision de croissance pour l'économie mondiale.

- Aux *Etats-Unis*, stagnation de la production industrielle et de l'investissement, léger recul, probablement temporaire, des mises en chantier car le taux hypothécaire à 30 ans, 4.1% est désormais éloigné de ses plus hauts de 5% constatés en 2018 mais croissance des ventes de détail en mars, telles sont les caractéristiques de la croissance américaine et cette dualité stagnation de l'industrie/ hausse de la consommation est observée dans d'autres pays.

La consommation devrait rester soutenue par la faiblesse du taux de chômage à 3.8%, la hausse du taux de participation, l'augmentation de 3.2% des salaires, supérieure à celle de l'inflation et la persistance des créations d'emplois. Egalement, à signaler, une réduction du déficit commercial américain en mars, notamment avec la Chine à \$30 milliards contre \$375 milliards sur l'ensemble de l'année 2018, mais demeure une inefficacité des mesures protectionnistes, aggravée par un renchérissement des produits taxés.

- En *Chine*, après un début d'année caractérisé par des indicateurs de production en dessous de 50, les mesures prises par le gouvernement, baisse des taux de réserves obligatoires et baisse de la TVA dans quelques secteurs, ont permis une reprise du crédit en mars de +10.7%, une amélioration de l'immobilier, secteur clé qui représente, selon les définitions, 12 à 25% du PIB, avec des prix en hausse de 10% sur un an dans les 70 plus grandes villes et une croissance du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre de 6.4%. Egalement, un redressement des exportations de 14%. L'environnement économique n'est pas pour autant sans zone d'ombre car les ventes automobiles en années glissantes sont toujours en baisse de plus de 5%, le chômage en hausse à 5.3% en février, les importations encore en recul de 7.6% et l'endettement des entreprises, critique à 1.55x le PIB. Sans dénoncer à nouveau la faible fiabilité des statistiques illustrée par la contradiction entre les chiffres de croissance du PIB et le recul des importations chinoises ou celui des ventes d'automobiles, on constatera que le 6.4% du 1<sup>er</sup> trimestre est inférieur aux 6.6% de l'ensemble de l'année 2018. Enfin, le pays tire profit d'une pondération révisée à la hausse de son marché boursier dans l'indice « MSCI emerging », ce qui stimule les achats.

- En *Europe*, l'indice composite d'activité du mois d'avril, 51.3, déçoit mais la situation s'améliore et l'appréciation récente des valeurs cycliques et des banques est à observer après un début d'année sans relief.

En *Allemagne*, le principal indicateur de confiance, ZEW, atteste d'une confiance retrouvée pour les prochains mois et l'augmentation des salaires, comme la faiblesse du chômage devraient faciliter la consommation, même si les prévisions de croissance du PIB pour l'année ne dépassent pas 0.8% après 1.4% en 2018 et 2.2% en 2017. L'excédent commercial, Euros 184 milliards en 2018, dont Euros 49 milliards avec les Etats-Unis, dont Euros 27

milliards dans l'automobile est critiqué par Trump. L'investissement en est parfois découragé mais ailleurs en Europe, le taux de chômage en baisse, l'épargne des ménages souvent élevée et les salaires réels positifs après inflation, sont autant de facteurs propices à un accroissement de la consommation, donc une amélioration de la croissance et des marchés d'ici la fin de l'année. La croissance pourrait atteindre 2.1% en Espagne, 1.8% en France.

- Le **Japon**, parmi tous les pays de l'OCDE, aura été le plus décevant au 1<sup>er</sup> trimestre car la production industrielle n'a que faiblement augmenté en février après trois mois de baisse, les exportations, en mars, reculent de 5% sur un an et la consommation est handicapée structurellement par la diminution de la population, 450 000 en 2018, marginalement compensée par 160 000 immigrants. La croissance 2019 ne dépassera pas 0.8%.

- **A l'échelle mondiale**, les quelques économies en récession, Italie, Turquie, Venezuela sont sans surprise des pays gouvernés par des populistes qui poursuivent des politiques économiques irréalistes. Heureusement, la modération l'a emporté aux élections en Slovaquie et en Indonésie avec la victoire du président sortant Widodo contre un partisan de l'établissement de la charia, le général Prabowo Subianto. Egalement à retenir, l'échec des candidats d'Erdogan aux élections municipales à Ankara, Istanbul et dans quelques autres grandes villes.

- Traduction ou reflet de cette croissance mondiale plus résistante que redoutée, les cours, depuis le début de l'année, des métaux et du pétrole, le cuivre au plus haut en neuf mois et en hausse de 10% cette année, le minerai de fer en hausse de plus de 30% depuis le 1<sup>er</sup> janvier, le nickel de 20%.

## 2. L'accentuation des stimulations budgétaires :

- Le FMI presse les pays en situation d'excédents budgétaires ou peu endettés - Allemagne, Australie, Pays-Bas, Suisse, Corée du Sud- de stimuler leurs économies.

- Aux **Etats-Unis**, la politique fiscale de Trump, allègements d'impôts sans qu'ait joué la courbe de Laffer, la supposée hausse des recettes après la baisse des taxes, porte le déficit budgétaire à un record en haut de cycle, \$930 milliards en février, soit 4.5% du PIB et aggrave les inégalités.

- En **Chine**, oublié, le discours sur le nécessaire désendettement ; privilégiés, sont les allègements d'impôts, notamment la TVA ; encouragés, les prêts des banques aux entreprises du secteur privé car il s'agit de stopper l'aggravation du taux de chômage à 5.3% en février. Stimulées, à nouveau, sont les dépenses d'infrastructures en faisant fi de surcapacités accrues. Globalement \$300 milliards de stimulation soit 2% du PIB (10% en 2008/9) et \$760 milliards de prêts bancaires au 1<sup>er</sup> trimestre, un montant supérieur au PIB suisse.

- En **Europe**, tous les pays ont un déficit budgétaire inférieur à 3%, l'Espagne et la France sont à 2.5%, le Portugal à 0.5%. L'Allemagne affiche un excédent de 1.7%, la Grèce est un exemple avec un excédent primaire de 4.5%. Seule réelle inquiétude, l'**Italie**. La politique budgétaire est expansionniste mais le gouvernement est incapable d'amorcer les ventes d'actifs, 17 milliards, budgétées. L'économie est la seule en récession en Europe, la seule à enregistrer une aggravation du chômage à 10.7%. L'écart de taux avec l'Allemagne se détériore à nouveau et le gouvernement devra abandonner sa politique irréaliste d'abaissement de l'âge de la retraite et autres mesures inappropriées.

## 3. L'inflexion des politiques monétaires :

- **Les politiques monétaires sont restées accommodantes** : même après 4 hausses de taux en 2018, les taux longs américains étaient à peine positifs en termes réels et la réduction du bilan de la FED a été sans incidence négative sur la conjoncture. En Europe, après Euros 2600 milliards d'achats, la BCE a stoppé cette politique en décembre 2018 mais remplace au rythme d'Euros 17 milliards/mois les obligations à échéance, envisage un nouveau LTRO en faveur des entreprises et reste floue sur une remontée des taux.

- **Depuis le début de l'année, les banquiers centraux ont fait comme si un fort ralentissement économique pointait** à l'horizon même si l'inflexion des politiques monétaires relève plus du discours que des actes. Point de baisse des taux aux Etats-Unis ou dans le reste du monde occidental, juste des baisses ponctuelles en Chine sur les réserves obligatoires, ou en Inde de 6.25% à 6%, à l'approche des élections et des baisses escomptées en Australie et au Brésil. Point de reprise des injections de liquidités mais juste des postures de soutien dans l'hypothèse d'un retournement éventuel du cycle, juste des déclarations pour rassurer les intervenants sur les marchés. Depuis la fin 2017, la FED a réduit son bilan de \$4500 milliards à \$4000 milliards, va abaisser ses remboursements de \$30 milliards aujourd'hui à \$15 milliards en mai puis les stoppera en octobre. Entre l'Europe et le Japon, ce sont plus de \$10 000 milliards d'obligations à taux négatifs

- **L'inflexion est facilitée par la baisse des taux « core » d'inflation** à 2% aux Etats-Unis, 1.4% dans la zone Euro en mars, 0.4% au Japon.

- **Prix du pétrole et inflation, un risque ?** La levée des « waivers » contre l'Iran a poussé à la hausse des prix du brut car elle intervient à un moment de troubles accrus en Libye où la production est tombée de 1.6Mb/j en 2011 à 1Mb/j, avec rappelons-le les trois années 2014/2017 à 0.4Mb/j et un moment d'incertitudes vives au Venezuela. Un prix du Brent qui a amplifié sa hausse de plus de 3 points après l'annonce, soit désormais près de 50% depuis le point bas de décembre. Difficile néanmoins d'imaginer une hausse prononcée des prix du brut à ce stade. La production américaine, 12Mb/j devrait établir de nouveaux records. Ecartons le risque d'un blocage du détroit d'Ormuz, où transitent 17Mb/j, 17% de la consommation mondiale, dont 85% vers l'Asie. Gageons que l'Arabie Saoudite qui avait réduit son offre de 11 Mb/j à 9.8Mb/j et que les Emirats qui disposent de capacités inemployées estimées à 0.6Mb/j, satisfaits des difficultés accrues de leur ennemi iranien, répondront aux requêtes d'un Trump désireux d'éviter que le prix du Gallon, \$2.85, ne franchisse les \$3\$, préjudiciable à la classe moyenne américaine. En outre, une remontée d'inflation imposerait une hausse de taux qui ferait frémir Trump.

- **Politiques monétaires et variations des devises** : L'incidence des politiques monétaires sur les devises est modérée, 2% sur l'Euro-\$ cette année, 1.9% sur le \$-Yen, car les interventions successives des banques centrales se neutralisent. A surveiller le Franc Suisse qui après une baisse récente pourra s'apprécier au moindre retournement des marchés car, fort d'une croissance du PIB de 2.5% en 2018 et 1.5% escomptée cette année, fort d'une dette publique maîtrisée grâce aux taux négatifs, parfois jusqu'à 15 ans, et à un excédent budgétaire de 2.8% du PIB, excédent ininterrompu depuis 2003, à l'exception de 2014, le pays incarne la stabilité. A considérer également, l'achat d'or au cours actuel de \$1270/once.

**Conclusion** : 4 points à retenir.

- **Des marchés complaisants ?** N'y a-t-il pas une certaine ironie à observer que l'Italie est cette année le plus performant des grands marchés occidentaux ? N'y a-t-il pas une certaine complaisance dans le 10 ans du Portugal ou de la Grèce à 1.20% et 3.29% alors que les ratios dette publique/PIB atteignent 120% et 180% ? N'y a-t-il pas de l'insouciance dans l'appréciation de la £ contre \$ de 1.4% cette année ? N'y a-t-il pas de la légèreté à acheter des obligations BBB, dont le stock, rien qu'aux Etats-Unis atteint \$2700 milliards ? Des corrections interviendront, à l'instar de ce qui se produit au Brésil, en Turquie et en Inde : au **Brésil**, les investisseurs rendus euphoriques par l'élection de Bolsonaro réalisent que les réformes seront difficiles à réaliser, les perspectives de croissance du PIB sont revues à la baisse, la devise se déprécie de 2% contre \$ cette année et le marché boursier a une performance de

moitié inférieure à celle de l'EuroStoxx et à celle du S&P500. En **Turquie**, l'inquiétude grandit, le taux de chômage officiel est de 13.5%, les taux ont dû être portés à 25%, la devise se déprécie à nouveau de près de 10% après 30% l'année dernière, l'inflation excède 20%, les réserves ont fondu à \$28 milliards, le tango politique avec la Russie, l'achat d'une centrale nucléaire et de systèmes anti-missiles aux russes et la réalisation avec eux d'un gazoduc qui contourne l'Ukraine, les méfaits de l'inflation sur les taux et l'investissement inquiètent à juste titre. En **Inde**, la victoire de Modi semble anticipée par les marchés mais son bilan est maigre : incapacité à créer les 10 millions d'emplois annuels susceptibles d'absorber les jeunes, incapacité à attirer les capitaux étrangers, à promouvoir l'investissement dans l'industrie qui ne représente toujours que 18% du PIB, incapacité à élever la productivité dans l'agriculture qui absorbe toujours près de 50% des emplois mais ne génère que 20% du revenu national, toujours peu de libéralisation du marché du travail avec une difficulté à licencier dans les entreprises.

- **Des tendances économiques contrastées** : deux tendances observées ces derniers mois dans de nombreux pays, la stagnation de l'industrie donc celle de l'investissement, la croissance des services. Le premier phénomène explique la faible croissance de la productivité et des salaires. Le deuxième explique la croissance du PIB car les économies sont à dominante tertiaire.

- **Des échéances différées** : Chine-Etats-Unis, Brexit, Corée du Nord, Venezuela, autant de sujets géopolitiques à résolution lente. La finalisation **de l'accord entre les Etats-Unis et la Chine** n'interviendra pas avant fin mai-début juin. Le thème du **Brexit** qui accapare la classe politique et éclipse la présence anglaise sur la scène internationale, empoisonne la campagne pour les élections européennes. Freine la croissance à 1.4%. Dans l'intérêt de l'Europe, on en est presque à espérer un « no deal » car on assisterait alors à de nombreuses délocalisations d'entreprises et de sous-traitants dans les secteurs de l'automobile (voir les déclarations des constructeurs japonais) qui emploie globalement 850 000 salariés, de l'aéronautique (voir les déclarations d'Airbus), et également dans la finance. Un « no deal » qui provoquerait une baisse de la note du pays, actuellement AA selon Fitch, déclencherait un rétablissement des droits de douane alors que 50% des exportations sont à destination de l'Europe. La **Corée du Nord** n'hésite pas à faire entrer la Russie, allié historique de la Corée de 1950 à 1991, dans le jeu diplomatique, à tester de nouveaux missiles pour forcer une levée des sanctions, ce qui n'augure pas d'un accord rapide avec les Etats-Unis. Au **Venezuela**, le maintien au pouvoir de Maduro étonne tant la crise économique est profonde et la baisse des recettes pétrolières patente, avec une production divisée par trois depuis 2015 à 0.7 million b/j, \$150 milliards de dettes extérieures et 87% de la population au-dessous du seuil de pauvreté dans un pays supposé riche.

- **Des politiques monétaires laxistes** : au regard de l'incapacité des Etats, -Allemagne, Suisse, Pays Bas- mis à part, à réduire leurs dettes, au regard de la croissance de l'endettement des entreprises grisées par l'aubaine des taux bas et au regard de l'endettement en devises de certains pays émergents, les grands argentiers semblent condamnés au laxisme, surtout s'ils cèdent aux objurgations d'un Trump, d'un Erdogan ou d'un Modi. Les taux bas, c'est certes une compensation à la stagnation des revenus mais c'est aussi un support aux entreprises « zombies », donc des surcapacités, des pressions déflationnistes sur les marges et c'est un encouragement à la dette immobilière donc aux bulles. Ainsi le ratio d'endettement aux Etats-Unis est passé de 1.5x le PIB avant les années 80 à 3.6x et en Chine de 1.5x le PIB en 2008 à 2.5x en 2018. De quoi inquiéter les générations futures autant que l'environnement.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.