

QUEL EST L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE EN CE DÉBUT D'ANNÉE 2019 ?



Sébastien Sicot
Gérant de portefeuilles

Les marchés ont lourdement chuté au dernier trimestre 2018 avant de rebondir aussi fortement au premier trimestre 2019. Qu'est-ce qui a changé dans l'intervalle ?

RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE

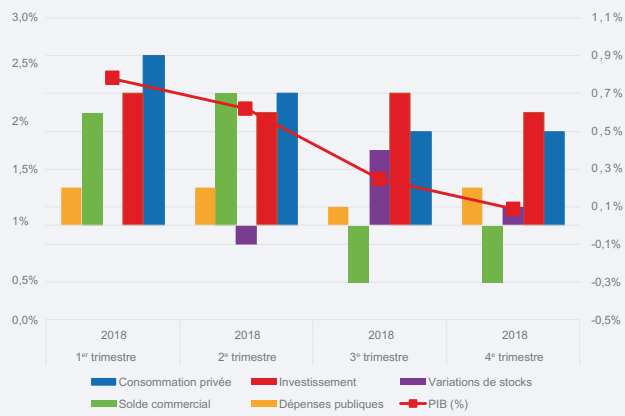
Autant la chute des marchés sur le dernier trimestre 2018 pouvait paraître excessive compte tenu de la croissance encore soutenue aux Etats-Unis, autant le rebond du premier trimestre 2019 ne s'appuie pas sur des données économiques encourageantes.

Evolution du T4 2018 au T1 2019 (indices base 100 au 31/12/2018) des marchés d'actions américaines (S&P 500, en vert), européennes (Eurostoxx 50, en rouge) et françaises (CAC 40, en bleu)



En effet, la baisse était liée notamment aux craintes d'un ralentissement chinois plus marqué, du fait du conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis, conflit qui a pesé sur l'activité et les échanges internationaux et qui a donc pénalisé les économies tournées vers les exportations. La Zone Euro a ainsi vu la contribution de son commerce extérieur à la croissance passer de +0,7% au deuxième trimestre à -0,3% aux deux suivants, ce qui explique la quasi-totalité du ralentissement de ce côté-ci de l'Atlantique. L'Allemagne, qui est l'économie la plus exportatrice en Europe est également la plus touchée, au point que les prévisions de croissance pour cette année ont été revues en nette baisse, l'OCDE ne misant plus que sur +0,7% de croissance du PIB cette année après 1,40% en 2018. Les statistiques parues depuis le début de l'année ne laissent espérer au mieux qu'une stabilisation de la croissance outre-Rhin car si la consommation privée semble relativement résiliente, le secteur industriel paraît encore sur le déclin.

Croissance de la Zone Euro (en rouge) et Contributions



Source : Eurostat

Aux Etats-Unis, nous avons pu observer le même ralentissement, mais d'une moindre ampleur. Alors que l'an passé, Donald Trump avait décidé de mettre en œuvre une relance fiscale, il a terminé 2018 en provoquant un « shutdown », c'est-à-dire l'arrêt des services non essentiels de l'Etat fédéral, faute de budget. En effet, le président américain s'était entêté à vouloir faire passer le financement d'un mur sur la frontière mexicaine, ce que les démocrates ont refusé. Au-delà du côté anecdotique d'un shutdown (celui qui eut lieu sous Bill Clinton est à l'origine de l'entrée de stagiaires au sein de la Maison Blanche, avec les conséquences que l'on sait...), celui-ci a pour effet immédiat de suspendre les salaires des fonctionnaires, ce qui a engendré un net recul de la consommation, mais également une baisse de la confiance, peu propice à l'investissement.

LES BANQUIERS CENTRAUX À LA RESCOURSE

Dans cet environnement peu favorable, ce sont les banquiers centraux qui donnent le « la ». Côté européen, à quelques mois de sa fin de mandat, Mario Draghi a dû se résoudre à abandonner toute velléité de remontée des taux directeurs, mais au contraire à reprendre un ton un peu plus accommodant : report des hausses de taux sine die, mise en place d'un nouveau TLTRO (opération de prêt de liquidités aux banques, la troisième de ce type depuis 2016), et dernière diminution de la charge imposée au secteur bancaire par le taux marginal de dépôt actuellement négatif. En effet, les banques doivent déposer d'une part les réserves obligatoires (1350Mds€) et d'autre part leurs excédents de trésorerie (600 Mds€) auprès de la BCE qui les « rémunère » au taux de dépôt marginal fixé à -0,40% depuis 3 ans, ce qui représente un coût de 8Mds€ annuel pour le secteur. Ce coût pourrait être réduit en remontant le taux appliqué aux dépôts (c'est exclu pour le moment) ou en diminuant la base en excluant par exemple les réserves obligatoires du calcul. La Réserve Fédérale américaine n'est pas en reste puisqu'elle a mis sur pause son cycle de remontée des taux directeurs et revu à la baisse son objectif de réduction de bilan.

Ce changement de ton des banques centrales semble être en partie à l'origine du rebond des marchés qui ont également repris espoir quant à la signature prochaine d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Certes, il n'y a pas un jour pratiquement sans que l'un ou l'autre bord fasse part d'avancées significatives, mais sans que cela n'ait débouché pour l'instant sur un accord. L'optimisme qui a prévalu sur les marchés ces derniers mois semble donc intégrer la signature prochaine d'un accord commercial, mais également un divorce amiable entre le Royaume Uni et l'Union Européenne. Or, force est de constater qu'à ce jour, ce sont là deux faits très hypothétiques. Imaginons les deux scénarios extrêmes et leurs conséquences.

LE SCÉNARIO ROSE... MAIS PAS TANT !

Dans ce cas, l'accord commercial est finalisé et le Brexit se passe pour le mieux, sans qu'on sache bien d'ailleurs ce que cela signifie. En effet, toutes les hypothèses sont encore ouvertes, de la révocation de l'article 50, à un Brexit sans accord, en passant par un éventuel référendum...

Pour ce qui est de l'accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine, sa signature aurait un effet certainement positif sur les échanges internationaux. Mais qui dit accord dit aussi peut-être amélioration de la compétitivité des produits américains ou chinois, ce qui se ferait au détriment des produits européens par exemple. De plus, comme nous commençons à le voir, une fois le cas de la Chine traité, Donald Trump va se focaliser sur l'Europe. Même si nous avons des échanges beaucoup plus équilibrés avec les Etats-Unis, des tensions commerciales seraient fort dommageables pour nos économies européennes. Il est d'ailleurs à craindre que les marchés actions aient déjà intégré les aspects positifs de l'accord et pas ces conséquences négatives, auquel cas il faudra s'attendre à un recul des indices. Une tendance haussière pourra reprendre en revanche quand les publications économiques montreront le rebond de la croissance, ce qui prendra sans doute quelques mois.