

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

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

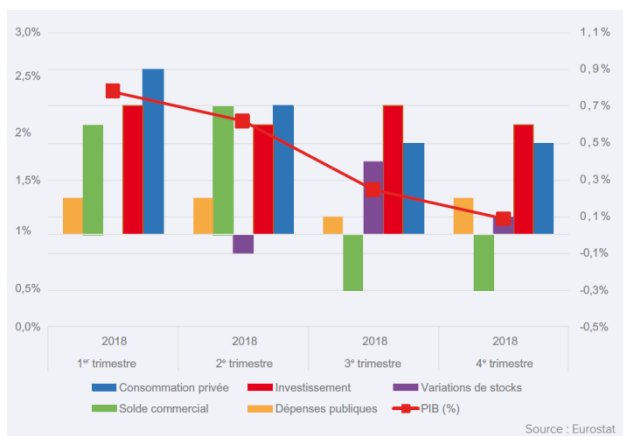
Autant la chute des marchés sur le dernier trimestre 2018 pouvait paraître excessive compte tenu de la croissance encore soutenue aux Etats-Unis, autant le rebond du premier trimestre 2019 ne s'appuie pas sur des données économiques encourageantes.

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.

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)



Croissance de la Zone Euro (en rouge) et Contributions



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 oeuvre 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 RESCOUSSE

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 dernièrement 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.

LE SCÉNARIO NOIR

La rupture avec le Royaume-Uni se fait sans accords ce qui entraîne au moins pour quelques temps une désorganisation des échanges avec le continent. Les effets de ce « Hard Brexit » seraient surtout importants pour la Grande-Bretagne (on peut s'attendre à une certaine porosité de la frontière entre les deux Irlandes), mais également négatifs pour la Zone Euro. L'absence d'accords entre les Etats-Unis et la Chine, et sans doute une nouvelle escalade dans les sanctions commerciales, auraient un impact au moins aussi important. Car en l'absence de débouchés, nous l'avons déjà constaté, la croissance chinoise risque d'atterrir plus durement qu'actuellement anticipée. Or, nous avons déjà eu par deux fois un avant-goût d'un hard landing chinois : entre août 2015 et février 2016 le CAC avait abandonné 25% sur cette crainte, et au dernier trimestre 2018 avec une baisse de 20% pour le même CAC.

CONCLUSION

Au-delà de la volatilité des marchés actions qui ont fait un aller-retour sur les deux derniers trimestres, nous ne pouvons que constater le ralentissement économique qui dure depuis cinq trimestres maintenant, et dont les effets ont été atténués par les banques centrales et les relances fiscales ici ou là. Dans ces conditions, notre allocation demeure neutre... en attendant des signaux de rebond de la croissance.

Document non contractuel, Achevé de rédiger 30/04/2019

Ce document a été réalisé par Portzamparc Gestion, uniquement à titre d'information et ne constitue donc pas une incitation à investir, ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un document contractuel.

Il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Portzamparc Gestion.

Les opinions émises dans ce document reflètent un jugement au jour de sa rédaction et sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. Ces informations sont données sans garantie et ne peuvent être considérées comme exhaustives. Les données chiffrées utilisées par Portzamparc Gestion proviennent de sources qu'elle estime fiables.

Toutefois, Portzamparc Gestion ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale de ce document, par tout procédé, pour tous pays est interdit sans le consentement de Portzamparc Gestion.

Portzamparc

Agrément AMF n° GP 97077 - 10, rue Meuris - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél. 02 40 44 94 00 - www.portzamparc.fr