



Faire l'avance des réformes

Bundestag

Angela Merkel a gagné les élections allemandes et devrait rester chancelière, c'était attendu. Néanmoins sa victoire est beaucoup moins éclatante que prévu. Elle devra construire une coalition de gouvernement, ce qui prendra des semaines, voire des mois. C'est **autant de temps perdu** pour faire avancer l'intégration européenne. Même après, la très pro-européenne Merkel aura les mains moins libres.

Ce n'est pas l'Allemagne qui est la plus affectée par ce regain d'incertitudes politiques. Les électeurs outre-Rhin ont fait preuve de leur méfiance envers l'Europe et envers les autres pays de l'Union. Cette méfiance combinée à un temps de latence plus long que prévu (le temps que la coalition allemande arrête son programme) impose aux partenaires de **"faire l'avance des réformes"** pour apparaître comme des interlocuteurs fiables. Pour la France cela passe par des réformes structurelles (loi travail, formation professionnelle, libéralisation des services publics, indemnisation du chômage) et l'assainissement des finances publiques (baisse du déficit sous les 3% du PIB, diminution des dépenses publiques).

En attendant, cela ne va pas sans affecter les marchés financiers et, **au lendemain du vote, les écarts de taux souverains s'élargissent.** Cette conjonction politique (un durcissement des politiques budgétaires au moment où l'opinion publique allemande réclame une normalisation de la politique monétaire) devra aussi être prise en compte par la BCE, ce qui ne va pas simplifier les décisions à prendre.

Marchés

Au cours de la semaine écoulée, les marchés actions étaient plutôt orientés à la hausse, tirés par le secteur de l'énergie, dans un contexte de taux européens assez stables. La valeur refuge par excellence qu'est l'or s'est repliée, repassant sous les 1 300 \$ l'once. La volatilité qui s'est encore inscrite en baisse confirme que **les marchés restent très sereins** en dépit d'une semaine tendue au niveau diplomatique.

En Europe, les indicateurs d'activité restent au beau fixe, en l'occurrence les indices PMI de la zone euro ont encore progressé. Si le yen a reculé de 1% en début de semaine, les taux longs japonais sont restés stables autour de 0,03% à dix ans et le Nikkei a bien progressé mardi (la bourse étant fermée lundi).

Le principal événement financier de la semaine fut **la réunion de la Fed** auquel le marché obligataire a répondu par une hausse des taux modérée et finalement assez peu durable. Pourtant, **le discours et les décisions prises nous paraissent "hawkish"**, plus durs que ce qui était attendu. Le programme de Quantitative Tightening (dit QT, l'inverse du

QE) a été lancé, comme prévu. Cette réduction de l'encours de titres détenus par la réserve fédérale se fera par non réinvestissement d'une partie des titres venant à échéance. Ce montant non-réinvesti passera progressivement de 10 milliards de dollars par mois au T4 2017 à 50 milliards par mois à partir du T4 2018. Cela représentera alors **une ponction financière équivalente à 3 points de PIB par an.**

Dans le même temps, les membres du FOMC ont confirmé qu'ils prévoyaient de relever le taux directeur de 25pb cette année, très probablement en décembre, et de 75pb l'an prochain. Cela veut dire qu'il **reste, d'ici fin 2018, quatre hausses de taux**, autant que ce qui a été fait en deux ans, depuis le début du durcissement monétaire. Si l'on en croit ces "dots" (les anticipations des membres de la Fed) les taux devraient monter plus vite que ce que les prix de marché intègrent aujourd'hui. Pourtant le marché obligataire a largement ignoré cette mauvaise nouvelle.

Seule bonne nouvelle, l'estimation du **niveau médian des Fed Funds sur longue période a été revu en baisse** à 2,8% lors de la réunion de la semaine dernière, contre 3,0% estimé en juin. Les marchés de taux, monétaire et obligataire, anticipent sans doute d'autres éléments encore plus favorables, peut-être lors du renouvellement des membres du FOMC au cours des prochains mois. Nous pensons pourtant que l'on se dirige **plus vite** vers des taux **moins hauts** et avec un réel QT. Les marchés pourraient en avoir progressivement une lecture moins anodine, par exemple avec **une remontée du dollar.**

Le Royaume-Uni a encore enregistré un bon chiffre de ventes au détail avec une hausse en volume de 1,0% m/m en août (contre 0,2% attendu) après 0,6% en juillet (révisé à la hausse, initialement 0,3%) ; cela porte le glissement annuel à 2,4% (contre 1,1% attendu). Une partie de la hausse peut être expliquée par l'augmentation du nombre de touristes, mais peu importe la cause, le résultat est le même : on se dirige vers un meilleur T3 en terme de consommation (donc probablement de PIB). Cela ne peut que conforter les anticipations de hausse des taux.

Pour autant, **l'incertitude persiste autour du Brexit.** Le discours de Theresa May, certes modéré, n'a pas apporté les clarifications attendues avant la reprise des négociations cette semaine. Ce flou est précisément l'argument mis en avant vendredi par Moody's pour justifier la dégradation de la note souveraine passée de Aa1 à Aa2 (et si la décision a été prise avant le discours de T. May, l'agence de rating a indiqué que celui-ci ne modifie pas ses conclusions).

L'incertitude vous dis-je !

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 25/09/17 à 17h00