



Va-t-on nous gâcher la croissance ?

Les actions américaines et japonaises ont connu une bonne semaine, ainsi le S&P 500 a gagné 1,62% et le Nikkei 225 2,36%. De même celles de la plupart des pays émergents étaient en hausse (à l'exception notable de la Turquie et du Brésil où les décisions des banques centrales pour soutenir leur devise ont pénalisé la bourse). **Les marchés européens ont été plus dispersés**, en nette hausse pour la Norvège (+2,59%), en fort recul pour l'Italie (-3,64%), soit une performance négative de 0,16% pour l'Euro Stoxx 50.

En l'absence de chiffre économique important, c'est le contexte international qui oriente la confiance. Peut-être grâce à une activité qui reste soutenue aux Etats-Unis, la politique imprévisible et protectionniste de Trump ne semble pas faire trop peur outre-Atlantique. Les marchés sont convaincus que **la Fed va relever le taux des Fed Funds** une fois encore, de 25pb, mercredi 13, mais nous guetterons surtout les indications relatives aux prochaines hausses : une autre ou deux autres cette année ? Les prévisions économiques nous montreront également **si le recul continu du taux de chômage est considéré par la Fed comme une menace inflationniste** ou si, une fois encore, elle en abaisse le niveau d'équilibre... peut-être un peu des deux !

En zone euro, la croissance du PIB au T1 a été confirmée à +0,4% t/t et +2,5% sur un an. C'est moins qu'en 2017, mais cela reste très honorable. **Le risque c'est que le ralentissement ne s'accroisse au T2**. Les premiers chiffres nationaux de ventes au détail ou de production industrielle pour avril sont médiocres, ce que l'on devrait retrouver dans les chiffres pour l'ensemble de la zone euro cette semaine. Les indices de confiance ne parviennent pas à se rétablir. **Les obstacles s'amoncellent**. On notera en vrac, le pétrole cher qui pèse sur le pouvoir d'achat de tous les ménages, la météo orageuse qui inquiète dans plusieurs pays dont la France, la montée des tensions protectionnistes et l'absence de progrès sur le dossier Brexit qui entretiennent l'incertitude chez les exportateurs, le Brexit encore qui va écorner les budgets européens, la PAC en tête, la BCE qui va devoir nous parler de l'après-QE, le tout dans un contexte de montée des nationalismes qui accentue les incertitudes politiques.

Heureusement, à cet égard, les déclarations faites dimanche par **Giovanni Tria, le ministre italien de l'économie, ont montré sa volonté de rassurer** : aucune intention de sortir de l'euro et une politique budgétaire prudente en dépit des promesses électorales.

Enfin, **la réunion du Conseil de la BCE**, jeudi 14, **s'annonce délicate**. Il est possible que la BCE révisé à la baisse sa prévision de croissance pour cette année et, dans le même temps, elle devrait revoir en hausse la prévision d'inflation. Cruel dilemme ? Pas tant que ça puisque, les anticipations pour les années prochaines pourraient n'être que peu affectées. **L'exercice périlleux sera d'annoncer et d'expliquer** l'évolution prévisible de la politique monétaire sans trop inquiéter, ni les faucons, ni les colombes.

La BCE pourrait rassurer les colombes en disant, ou laissant entendre, que le QE ne sera pas interrompu brutalement, mais pour **rassurer les faucons**, sans doute terminé d'ici à la fin de l'année.

La situation italienne n'aura certainement aucune influence, la politique d'achats de titres est trop également distribuée pour alléger la pression sur un pays en particulier. **Les achats de titres souverains italiens ne représentent qu'environ 3,5 milliards d'euros par mois actuellement**, à noter d'ailleurs que l'encours est détenu par la Banque d'Italie (il n'y a guère de partage des risques). Par ailleurs, **le gisement des titres acheteables vient à s'assécher** dans un nombre croissant de pays et singulièrement en Allemagne. **L'arrêt du QE devient inévitable**. Cela n'empêchera pas la BCE de continuer à réinvestir la totalité des montants qui viennent à maturité, soit une moyenne de 15 milliards d'euros par mois au cours des 12 prochains mois, contre 9,2 au cours des 12 derniers et 4,2 sur les 12 mois antérieurs. La fin du QE signifie l'interruption de la hausse de l'encours mais pas l'arrêt brutal de tous les achats.

La BCE n'est pas désarmée pour autant. Si nécessaire, elle pourrait soutenir l'Italie, du moins tant qu'elle mène une politique économique et budgétaire acceptable, à travers d'autres outils. Le moment crucial pour les marchés sera la préparation de la sortie ou **du renouvellement des TLTRO II**, les 4 opérations de refinancement bancaire faites de juin 2016 à mars 2017. Ces prêts sont d'une durée maximale de 4 ans, mais les premiers remboursements anticipés sont possibles dès la fin de ce mois. On se souvient que la première vague des TLTRO I, dont la maturité est fixée au 26 septembre 2018, a été presque intégralement soit, rarement, remboursée en avance soit, le plus souvent, transformée en TLTRO II. Aujourd'hui, les banques italiennes détiennent ainsi une partie significative de la dette souveraine, notamment à moyen terme, financée par des prêts de la BCE.

Pour résumer, les voyants américains seraient au vert, s'il n'y avait le péril protectionniste. Pour l'économie de la zone euro **les indicateurs sont passés à l'orange**, à force de mauvaises nouvelles. L'Italie qui a vu s'allumer d'un coup un feu rouge vif, s'efforce de le faire repasser également à l'orange. Quant aux politiques monétaires l'orange y est de mise également. **Orange sanguine pour la Fed** qui poursuit le resserrement à bonne allure d'une politique monétaire pas encore restrictive. Et **orange pas encore mûre** pour la BCE qui va commencer à préparer les esprits à la sortie du QE.

Ces modifications du paysage sont toutefois de nature à entraîner des rotations de portefeuille voire des changements de stratégie.