

## Un été indien

**Les bourses mondiales se sont reprises** au cours de la semaine dernière, mais avec une dynamique très inégale. Seuls les marchés japonais ont reconquis tout le terrain perdu la semaine précédente, les marchés américains ont en repris l'essentiel et les marchés européens environ la moitié. Principale exception, en Italie, comme sur la première semaine de septembre, les actions comme les obligations continuent de surperformer, après, il est vrai, un début d'été désastreux. Il reste beaucoup de chemin à parcourir, mais des fragilités économiques, surtout après la catastrophe de Gênes, s'ajoutent aux incertitudes politiques.

### Les marchés émergents toujours à la peine

La principale source d'inquiétude demeure les marchés émergents qui ont stagné la semaine dernière après un mois d'août dans le rouge puis de lourdes pertes début septembre. D. Trump ne fait rien pour apaiser les craintes, il semble décidé à poursuivre sa guerre commerciale, avec comme horizon immédiat les "mid-term" le 6 novembre. La Chine, en train de repenser son modèle de croissance, inquiète les marchés. L'Argentine discute toujours avec le FMI dans l'espoir de sauver son peso, mais l'économie ne pourra pas échapper à une crise profonde et durable. En Turquie les marchés ont connu une journée épique le 13 septembre. Le matin le président R.T. Erdogan a jugé le niveau des taux d'intérêt « inacceptable », puis, l'après-midi même, la banque centrale turque a relevé encore son taux directeur de 625pb. Preuve d'indépendance et de courage de l'institut d'émission ? ou bien piège tendu de concert par le président et gouverneur aux spéculateurs en les laissant jouer la baisse de la livre le matin avant de provoquer son brusque rétablissement l'après-midi ? On ne le saura peut-être jamais. Mais la fragilité intrinsèque de l'économie turque, en proie aux sanctions commerciales américaines, demeure. Ce n'est pas un basculement diplomatique et un rapprochement avec la Russie qui lui permettra de se rétablir.

### La BCE anticipe une normalisation économique

A l'occasion de la publication des prévisions économiques de septembre, la BCE a légèrement révisé à la baisse le niveau d'activité. En raison d'une moindre croissance du commerce mondial, la demande étrangère adressée à la zone euro pour 2018, estimée à +5,2% en juin a été revue à +4,1% en septembre, et elle devrait baisser encore à 3,6% l'an prochain. Même en zone euro, qui n'est pas la première visée, les tensions commerciales internationales ont un effet négatif. Le ralentissement des exportations devrait être amorti par une moindre hausse des importations de sorte que l'estimation de la croissance ne baisse que de 0,1 point pour cette année et l'an prochain.

Lors de sa conférence de presse, tenue après la réunion du conseil de politique monétaire, Mario Draghi a éludé la question de savoir "quand le PIB de la zone euro égalerait le PIB potentiel ?". Il est vrai que c'est une question piège tant la réponse varie énormément d'un pays à l'autre. Seule certitude, la tendance demeure celle d'une lente convergence du taux de croissance de la zone vers le taux potentiel, avec des hausses du PIB de 2,0% en 2018, 1,9% en 2019 et 1,7% en 2020. Ces prévisions, faites à partir d'un prix du Brent de 68\$ (celui du 21

août) et de taux d'intérêt plus faibles qu'aujourd'hui présentent déjà un risque de surestimation.

Les économistes de la BCE estiment que le ralentissement attendu de la croissance devrait peser d'autant sur l'emploi de la zone euro, mais sans que le taux de chômage ou la progression des rémunérations n'en souffrent. Mario Draghi a clairement indiqué dans son discours que la BCE table sur une accélération de la rémunération du travail dans les pays en plein-emploi. La hausse des coûts salariaux en zone euro au T2 a d'ailleurs un peu accéléré à 1,9% sur un an, après 1,8% au T1, un niveau encore trop bas pour pousser l'inflation vers l'objectif de 2%.

La BCE n'a pas modifié sa prévision d'inflation totale, stable à 1,7% jusqu'en 2020. Formellement, l'objectif de la BCE d'une inflation durablement proche de 2,0% ne serait pas atteint. D'autant que la prévision d'inflation sous-jacente, même si elle progresse toujours après 1,1% cette année, a été revue en baisse de 0,1% pour les deux années à venir à 1,5% en 2019 et 1,8% en 2020. On peut remarquer que pour atteindre les 1,1% de 2018, il faudrait que les prix hors énergie et alimentation progressent de plus de 1,2% en moyenne sur les 4 derniers mois, contre 1% en août, un niveau identique à la moyenne des huit premiers mois. L'accélération n'a pas eu lieu mais elle serait imminente, selon la BCE.

Autre thématique abordée actuellement par les analystes de marché, l'impact de la fin du QE de la BCE sur les spreads des obligations corporate. Ils avaient effectivement atteint des niveaux bas et se sont récemment élargis, alors même que les spreads des CDS, qui n'ont pas directement bénéficié des achats de la BCE et qui sont davantage portés par les tendances de marché, se sont resserrés. On peut effectivement remarquer que la part des dettes privées (ABS, Corpo et Covered Bonds) dans le programme complet d'achats de la BCE, qui s'était accrue au cours des 5 premiers mois de l'année (jusqu'à 30%) au détriment des dettes publiques, est revenue vers un étiage normal (15%). Parallèlement la part des remboursements d'obligations privées dans les remboursements totaux sera aussi en baisse dans les 12 prochains mois pour revenir vers une proportion en ligne avec les encours respectifs des dettes privées (environ 17,5% du QE) et publiques (environ 82,5% du QE). La fin du QE pourrait donc être relativement neutre à légèrement négative pour les spreads, même si aucune précision nouvelle n'a été donnée quant à la manière dont les réinvestissements seraient faits : partage public/privé ou type de maturités privilégiées.

En conclusion, la dernière Banque Centrale à poursuivre résolument son programme de QE sera bientôt la Banque du Japon, qui tient sa réunion cette semaine. Il est vrai que c'est le pays où le taux d'inflation est, encore et toujours, le plus faible, très en deçà des 2%, un objectif que partagent les 4 grandes banques centrales.