



Quand le QE se dégonflera

Les marchés actions ont peu évolué au cours de la semaine passée. Les cours des grandes devises ont été tout aussi **calmes et sans direction**. Dans ce contexte, les volatilités implicites sont très faibles, ne présentent aucun signe de redressement et l'or, valeur refuge par excellence, est stable. Dans le monde "émergents" les bourses étaient plutôt orientées à la hausse tandis que les devises s'inscrivaient le plus souvent en baisse.

Principale source de volatilité, **le pétrole a encore reculé**, le baril de WTI retournant dans la zone de support de 40 à 43 \$ qui a tenu depuis 8 ans, sauf entre décembre 2015 et avril 2016. Cela porte la perte depuis le début de l'année à plus de 20%, un seuil qui oblige sans doute certains opérateurs encore *bullish* à couper leurs positions perdantes... peut-être au pire moment, l'avenir nous le dira. Conséquence directe de ce repli du pétrole, les valeurs énergétiques souffrent, ainsi que les financières (le pétrole les touche indirectement car qui dit pétrole bon marché dit peu d'inflation et donc maintien de taux d'intérêt très bas). A l'inverse, les valeurs du secteur santé progressent.

Si les marchés étaient peu animés c'est aussi parce qu'il y eu que peu d'indicateurs économiques remarquables hormis les indices PMI. **En Europe continentale** ces indices sont bien orientés dans le secteur manufacturier mais ils affichent un repli dans les services où ils avaient atteint des niveaux exceptionnels. En juin, **tous les indicateurs de croissance future sont remarquables**. Ainsi l'indicateur INSEE du climat des affaires en France a progressé pour atteindre 106,5, son plus haut niveau depuis juillet 2011. Cette hausse est d'autant plus encourageante que la croissance française du T1 a été fortement révisée à 0,5% t/t, tirée par l'investissement, contre une estimation initiale de 0,2% seulement. En Allemagne **l'enquête Ifo est impressionnante** atteignant 115,1 un record absolu depuis 1991. Non seulement l'activité présente est exceptionnelle, mais les perspectives sont également excellentes. Nous verrons cette semaine ce que dit l'enquête italienne Istat. **Du côté des ménages aussi l'optimisme est de rigueur**, selon l'enquête de la commission européenne la confiance a encore progressé en juin, pour rejoindre le plus haut niveau qu'elle ait atteint en exactement 10 ans.

Aux Etats-Unis, si les permis de construire et les mises en chantier ont déçu en mai, les ventes de maisons, neuves ou existantes, ont été dynamiques et l'accélération des prix persiste, le gain annuel s'établissant à 6,8% en avril. Globalement **le secteur de l'immobilier reste donc solide**. En revanche, les indices PMI ont un peu déçu, même s'ils demeurent clairement dans la zone d'expansion à 53,0 dans les services et à 52,1 pour le secteur manufacturier (dans ce dernier secteur c'est le chiffre le plus faible depuis l'élection de D. Trump). Plus nombreux sont ceux qui **doutent du potentiel d'accélération de la croissance américaine**, surtout en l'absence d'une relance fiscale.

Cette actualité peu chargée nous donne l'occasion d'**évoquer dans ces colonnes une problématique structurelle**.

La BCE va abandonner progressivement sa politique de QE (*Quantitative Easing*), probablement au cours de l'année 2018. Nous savons que la BCE l'annoncera et le fera avec prudence, et ne voulons débattre ici ni de la méthode ni du calendrier. Cernons plutôt les conséquences en termes de taux d'intérêt et de parité de change.

Différentes analyses montrent que la BCE (en réalité il s'agit du SEBC, le Système Européen de Banques Centrales) a déjà acquis la quasi-totalité des titres qu'elle peut acheter en respectant **le plafond d'un tiers de l'encours** qu'elle s'est fixé. C'est vrai dans les pays Baltes, où la dette publique est faible, mais aussi au Portugal. Natixis a publié récemment une étude qui montre que cette quote-part d'un tiers est aussi atteinte **en Allemagne pour presque toutes les lignes à plus de 5 ans** (exception faite de l'emprunt phare 10 ans). Cela explique que la maturité moyenne des titres acquis par la Bundesbank soit tombée à 4 ans. En conséquence, l'arrêt du QE ne devrait pas modifier l'équilibre offre/demande de titres en Allemagne (hors partie courte de la courbe). Ainsi, le fort aplatissement de la courbe des taux allemande depuis 2 semaines serait l'anticipation de la fin d'un QE déjà muselé. De même, les pays Baltes ou le Portugal seraient moins exposés que d'autres (Italie ?) à un élargissement des spreads post-QE.

La BCE a publié le 20 juin un **excédent de balance courante de la zone euro pour avril en net recul**. Les exportations de biens et services sont moins dynamiques que les importations et les sorties de fonds (revenus secondaires) ont bondi. Cette évolution n'est peut-être que temporaire (c'est même probable sur le poste revenus). S'il devait perdurer, ce mouvement révélerait que les capacités de production dans certains domaines sont sans doute proches de la saturation. Le recul de l'excédent courant **ne devrait guère peser sur la devise européenne** car il interviendrait en même temps que la BCE réduit ses achats de titres ;

- d'un côté, une partie de ces titres est acquise auprès d'investisseurs étrangers : ils ont été vendeurs nets d'obligations pour 35,8 milliards d'euros en avril et même pour 257 milliards sur les douze derniers mois,
- de l'autre côté, cet assèchement du marché prive les investisseurs résidents de papiers à acquérir et les conduit à se tourner vers l'étranger (pour 41,9 milliards d'euros en avril et 288 milliards sur un an).

Certes, le risque de change d'une partie de ces portefeuilles est couvert, mais certainement pas la totalité, surtout comptenu du coût d'une couverture Euro avec des taux monétaires négatifs pour les résidents.

Même du point de vue des flux, **la fin du QE, devrait avoir un effet positif sur la valeur externe de l'euro**. Cet arrêt sera associé à la fin des ventes de titres européens par des non-résidents et à un ralentissement des achats de titres en devises par les résidents, autant de flux qui contribuent à recycler l'excédent de la balance courante européenne.