



## Une discrète rentrée... en fanfare !

Le week-end a été marqué par l'organisation d'un **vote sur l'indépendance de la Catalogne**. Nous n'entrerons pas dans le fonds du sujet qui dépasse largement le cadre de cette NewsLetter. En termes d'impact de marché, nous retenons que cette situation politique difficile risque de durer et qu'elle ne peut constituer qu'un élément de risque supplémentaire pour les marchés, qui se sont contentés jusqu'alors de pénaliser avant tout les actifs espagnols, mais de manière mesurée. Nous suivons le déroulé des événements, les scénarios allant d'une radicalisation continue de part et d'autre, à des élections régionales anticipées. Nous notons que l'Union Européenne s'est abstenue de paroles annonçant qu'elle se tenait prête à accueillir la Catalogne en son sein. Nous rappelons que la région, en dépit de son importance économique (près de 20% du PIB espagnol), est une des plus endettées du pays et celle qui a le rating le plus faible, Ba3, chez Moody's. Cette notation tient déjà pleinement compte du soutien de l'Etat espagnol, qui assure le financement de la région depuis des années or, **sans ce soutien étatique, la région serait rapidement en très grande difficulté financière.**

Selon les indices publiés récemment, **l'activité économique américaine reste soutenue mais elle semble perdre de son dynamisme**. Dans le secteur immobilier, souvent leader, les ventes plafonnent depuis le début de l'année ; il en va de même pour la construction de logements. Les ménages restent très confiants, mais les indices ne montent plus. Pourtant les actions américaines ont encore progressé.

Donald Trump a parlé d'un ambitieux projet de baisses d'impôts, mais ce projet de réforme fiscale fait l'impasse sur la question des déficits, ce qui le rend peu crédible (surtout après l'échec de la réforme de l'*Obamacare* annoncée elle aussi dans des termes hyperboliques). En revanche, **Janet Yellen a tenu un discours à nouveau "hawkish"**, qui confirme l'impression laissée par la conférence de presse qui a suivi le FOMC. Cela a pesé sur un marché obligataire américain, qui avait un peu vite fait l'impasse sur les annonces de la Fed.

Le marché obligataire, toujours friand de bonnes nouvelles, s'est appuyé sur **le chiffre assez faible du déflateur** de la consommation hors énergie et alimentation (1,3% sur un an en août contre 1,8% en début d'année) car c'est l'indice pour lequel la Fed a fixé un objectif. Pourtant, l'inflation mesurée

par les indices des prix publiés à la mi-septembre accélérait (à 1,9% pour l'ensemble et 1,7% pour le sous-jacent). De plus, les enquêtes faites par la Fed, ou auprès des directeurs d'achats, indiquent des prix orientés à la hausse. Ainsi, nous attendons en septembre une accélération de l'inflation, au moins temporairement liée aux ouragans. A court terme, **le marché obligataire américain présente donc plusieurs éléments de fragilité.**

Le dollar a fait un fait un bond assez spectaculaire au cours de la semaine écoulée, **le taux de change effectif du dollar a gagné pratiquement 1%**. Ce regain d'intérêt pour le billet vert et les actifs risqués a naturellement pesé sur l'or, dont le cours s'est lentement replié, et sur le franc suisse. A l'inverse, le pétrole, un autre actif "risk on", s'est apprécié soutenu, outre la bonne tenue de l'activité, par une baisse plus franche que prévue de la production de l'OPEP.

**En Europe, la croissance est très solide.** Certes, les ventes au détail du mois d'août ont un peu déçu les attentes des économistes, mais les niveaux absolus restent bons et, surtout, les principaux indices de confiance nationaux confirment les excellents PMI de septembre. Cela est porteur pour les actions européennes qui ont connu une autre bonne semaine, dans tous les grands pays (en dépit d'un démarrage poussif lundi 22). Les marchés ne s'y sont pas trompés, l'Euro Stoxx 50 signant une hausse de 5% sur le mois.

Le chiffre d'inflation de septembre pour la zone euro, publié vendredi, un peu en deçà des prévisions, a permis au marché obligataire européen de clôturer la semaine à peu près inchangé, en dépit du repli du marché américain. Il faut dire qu'avec une inflation totale stable à 1,5% et, surtout, **une inflation sous-jacente en recul à 1,1% en septembre**, après deux mois passés à 1,2%, le contexte est rassurant, tant en ce qui concerne les tensions inflationnistes potentielles que du côté de **la politique de taux de la BCE**. Nous croyons que la diminution du programme du QE reste d'actualité pour le 26 octobre, ne serait-ce qu'en raison de la raréfaction du papier disponible.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville  
et Dominique Barbet le 3/10/17 à 12h00*