

Faites vos jeux...

Et si tout n'était pas si noir ? Nous revenons aujourd'hui sur plusieurs événements clefs des scénarios possibles sur les marchés d'ici la fin de l'année. Les risques sont multiples, nous les rappelons régulièrement, mais le pire est loin d'être certain.

Les indices économiques d'activité de la semaine dernière ont été bénins. On observe un petit déclin des PMI manufacturiers en zone euro et au Japon, tandis qu'aux USA l'ISM manufacturier remonte, alors que celui des services chute. Cela relève de la volatilité de court terme, les indices restent solides. **L'activité économique mondiale demeure soutenue** ce qui, conjugué à la mise en place de l'embargo sur l'Iran, **a permis au pétrole de progresser**, le baril de WTI américain a approché de nouveau les 72\$ et le baril de Brent flirte avec les 80\$.

Les marchés actions ont connu une bonne semaine, +2,6% pour l'Euro Stoxx 50, +3,4% pour le Nikkei 225 et +2,3% pour le MSCI pays émergents en dollars. Le S&P 500 fait moins bien, mais il ajoute quand même +0,85% à ses fortes performances depuis le début de l'année et malgré la proximité des *midterm*. **Les volatilités demeurent modérées**, cela illustre des marchés calmes **malgré la persistance des incertitudes politiques** et des tensions commerciales internationales.

L'Italie fait bonne figure : l'indice MIB progresse de +3,1% sur la semaine et l'écart de rendement avec le 10 ans allemand s'est à nouveau contracté. Les relations au sein du gouvernement se tendent à l'approche de **la présentation du budget italien**, prévue jeudi 27, mais un compromis est probable. Parmi les pays émergents, **le Brésil a nettement surperformé**, semblant s'habituer à l'idée d'une élection présidentielle (les 7 et 28 octobre) qui pourrait opposer, au second tour, deux populistes, l'un, J. Bolsonaro, d'extrême droite, l'autre, F. Haddad, de la gauche dure. Le marché parie sans doute que l'un comme l'autre devront faire les réformes nécessaires. Pas si sûr...

La porte pour renégocier l'ALENA avant les *midterm* aux USA et l'investiture du président Lopez Obrador à Mexico le 1^{er} décembre, est pratiquement refermée, mais les discussions ont significativement progressé. **La Chine ne veut plus discuter dans l'immédiat avec les Etats-Unis** ; à l'inverse elle a annoncé une baisse des droits de douanes appliqués à certains produits d'autres nations, et la bourse chinoise s'est reprise.

Même la bourse britannique affiche une hausse sur la semaine, +2,0%. Pourtant **le Royaume-Uni a essuyé un échec cinglant au sommet européen de Salzbourg**, comme le prouve le commentaire bref et sévère qu'en a fait T. May. La chute de la livre le 21 septembre, n'a ramené la devise anglaise qu'au niveau où elle était deux semaines plus tôt. Cette déclaration était sans doute destinée à rassembler les conservateurs autour de May, à l'approche du congrès du parti. Le Brexit n'a pas encore eu lieu et **l'économie, protégée par une politique monétaire agressive, est résiliente, mais la remontée de l'inflation en août va encore empêcher le pouvoir d'achat de progresser**. Le taux d'épargne a sans doute de nouveau reculé au T2 (il sera publié vendredi) et on peut redouter que ce soit **par la constitution de stocks de précaution** que l'activité soit soutenue dans les six mois à venir, par crainte d'une sortie de l'UE sans accord. Toutefois, l'UE nous a habitués à des solutions de dernière minute et, côté anglais, les voix pour réclamer un

second référendum commencent à porter. **La tension s'accroît, tout est ouvert, le pire comme le meilleur.**

Aux Etats-Unis, la FED devrait annoncer **une hausse de 25pb des Fed Funds** (à 2,25-2,50%), à l'issue de sa réunion du 26 septembre. Le marché attend aussi la confirmation de l'anticipation d'une quatrième hausse pour 2018, probablement en décembre. Il faudra surtout analyser les nouvelles prévisions d'inflation. A leur lumière, la Fed devrait nous éclairer sur **la poursuite en 2019 de son programme d'allègement du bilan** (le *Quantitative Tightening*). Elle avait annoncé dès 2017 que le rythme mensuel de dégonflement du bilan irait crescendo jusqu'à 50 milliards de dollars par mois au T4 2018. Il est donc temps de nous indiquer, transparence et prévisibilité obligent, si ce rythme sera maintenu l'an prochain. **A ce stade, beaucoup soulignent la maîtrise de la FED dans l'exercice de la normalisation de sa politique monétaire.**

Au Japon, le climat évolue. **L'inflation a dépassé les anticipations** en août avec un taux annuel de 1,3% contre 1,1% attendu et 0,9% en juillet. Ce chiffre reste en-deçà de l'objectif officiel de 2%, d'autant plus que, exclusion faite des produits frais et de l'énergie, la hausse annuelle des prix demeure faible à 0,4%. Le gouverneur de la BoJ a réitéré l'objectif de 2% à l'issue de la réunion de la Banque Centrale et a reconnu les risques auxquels la croissance est exposée. Néanmoins il s'est dit en accord avec S. Abe pour que la politique monétaire non-conventionnelle ne dure pas éternellement (le bilan de la Banque du Japon frôle déjà les 100% du PIB dont 82% de JGB).

La Banque de Japon a subrepticement entrepris de modifier sa politique monétaire. Fin juillet, elle avait annoncé un élargissement du corridor de fluctuation visé pour le rendement du JGB 10 ans. Deux mois plus tard une nouvelle "mini-mesure" est prise : la réduction de 60 à 50 milliards de yens des achats hebdomadaires d'obligations à plus de 25 ans. Les achats hebdomadaires sur les autres tranches restent inchangés (300 mds sur le 1-3 ans, 350 sur le 3-5 ans et 180 pour le 10-25 ans), soit un total qui demeure élevé à 880 mds de yens ; pour fixer les idées, un rythme de 30 mds d'euros par mois, ou 8% du PIB mensuel. Plus généralement, un débat s'installe au Japon sur les politiques monétaire et économique.

La population active nipponne a dépassé 68 millions de personnes, en hausse d'environ 1% sur un an, sous l'impulsion du travail des seniors (8 millions d'actifs ont entre 65 ans et 70 ans). Cela suffit tout juste à stabiliser le taux de chômage et les incitations au travail des seniors vont être renforcées pour les plus de 65 ans. Un sondage a montré que 2/3 des 65-70 ans travaillent ou souhaitent le faire, souvent pour des raisons financières. Le gouvernement a assoupli la loi sur le cumul des emplois. Le pays cherche à accroître son potentiel de croissance, ce qui profite au yen.

Croissance, budget italien, élections au Brésil, Brexit, *midterm* et normalisations monétaires peuvent, selon leurs issues, conduire à des scénarios de marché très différents, certains plutôt roses. **Et si tout n'était pas si noir ?**

Achévé de rédiger par Alexis Merville et Dominique Barbet le 24/09/18 à 18h00