

Après Draghi, vive Lagarde !

"Et ça continue, encore et encore..." comme dit la chanson. Les marchés actions ont à nouveau progressé au cours de la première semaine de juillet. Il n'est pas question d'une stratégie "risk on" aux dépens du "risk off" puisque les marchés obligataires sont montés également. Le nombre de titres en euros qui offrent des rendements négatifs ne cesse de progresser, ainsi **l'Etat français a pu se financer à 10 ans à -0,13%. Historique !**

Au vu du déroulé de la semaine, les analystes orthodoxes peuvent s'arracher les cheveux. En effet, **les marchés sont montés de concert jusqu'au rapport sur l'emploi américain de vendredi, puis ils se sont dégradés, alors que les chiffres publiés étaient excellents.** Les créations d'emplois ont rebondi après un mois creux, ce qui témoigne d'une activité soutenue (promettant aussi une demande bien orientée, sur la consommation et l'investissement) et les salaires sont restés sages, confirmant l'absence de surchauffe (cf. [FideasFlash du 5 juillet](#)). Cela aurait dû profiter aux actions, sans empêcher la probable baisse des taux des Fed Funds à la fin du mois. Et pourtant ! Doit-on croire alors que de mauvaises nouvelles sur l'activité auraient encore renforcé les anticipations de baisse des taux directeurs et fait monter la bourse ? Ce type de raisonnement, de nature à créer des bulles spéculatives, ne paraît pas sain.

En Europe, **l'annonce du choix de Mme Christine Lagarde** pour succéder à Mario Draghi à la tête de la BCE a été perçue par le marché comme un **gage de la poursuite d'une politique monétaire accommodante.** D'ailleurs les marchés obligataires ne s'y sont pas trompés, non seulement les taux ont baissé mais les spreads se sont resserrés : l'OAT française à 10 ans est à moins de 30pb au-dessus du Bund, et surtout le spread du BTP italien est passé de 243pb le 28 juin à 197pb le 3 juillet.

A noter que personne ne met en doute le fait que le nom de Mme Lagarde, proposé par le Conseil Européen, soit ensuite approuvé par le SEBC et le parlement, consultés à titre indicatif mais dont l'opinion ne peut être négligée. Elle sera ensuite officiellement nommée par les chefs d'Etat et de gouvernement à la tête de la BCE pour un mandat de 8 ans non-renouvelable. **Pourtant son profil est assez différent de celui de ses prédécesseurs,** puisqu'elle a parcouru davantage "politique" et qu'elle n'a ni formation universitaire en économie ni expérience à la tête d'une banque centrale. Mais aujourd'hui la dimension politique est sans doute plus importante que les aspects économiques dans la gestion monétaire de la zone euro. **Son expérience en gestion de crise acquise au FMI** pourrait lui être précieuse. Il est probable que, dans un premier temps au moins, **d'autres personnalités de la BCE acquièrent davantage d'influence,** Mme Lagarde devant s'entourer de conseils. On pense évidemment au nouveau chef économiste Philip Lane et au vice-président Luis de Guindos. Mais d'autres pourraient aussi sortir un peu de l'ombre, tel Andrea Enria le nouveau président du mécanisme de supervision bancaire, surtout si certains établissements étaient fragilisés par une politique monétaire encore plus expansive.

En attendant le marché parie toujours **qu'avant de partir Mario Draghi mettra la BCE sur les rails d'un nouvel assouplissement,** soit par les taux, soit par la politique quantitative. Ce pari est justifié à la fois par l'économie, qui donne des signes de

faiblesse, et par la nécessité de réduire l'incertitude, au moment où les responsables des instances européennes sont remplacés.

Au contraire de l'économie américaine qui tient bon, **les signes d'un ralentissement économique s'accroissent en zone euro.** C'est l'industrie qui souffre, le repli des ventes au détail (-0.3% en mai après -0.1% en avril) et la rechute des commandes à l'industrie allemande (-2,2% en mai) en est le meilleur exemple. Or la croissance italienne est déjà à l'arrêt et celle de l'Espagne donne des signes d'essoufflement. **La France fait figure d'exception,** c'est un peu l'avers de la médaille d'une industrie expansionniste. Le fait que le ralentissement soit plus marqué en Allemagne indique la possibilité (voire la nécessité) pour ce pays de suivre l'exemple de la France (!) et de s'engager dans la voie de la relance budgétaire. **Outre-Rhin de larges marges de manœuvre existent après cinq exercices budgétaires excédentaires,** et les besoins sont criants dans de nombreux domaines : les infrastructures de transport, la décarbonation de l'économie, la défense (un moyen de satisfaire D. Trump ?) ; mais aussi des dépenses sociales pour augmenter les trop petites retraites et améliorer le sort des nombreux travailleurs pauvres, puisque l'on sait qu'inégalités et pauvreté font le lit du populisme. A ce stade c'est encore du "*wishfull thinking*" mais les choses pourraient évoluer assez vite.

On peut aussi observer que **d'un point de vue quantitatif, la politique monétaire de la BCE est moins neutre qu'il n'y paraît.**

L'encours des titres détenus au titre de la politique monétaire, c'est-à-dire **le QE, continue de s'éroder.** En effet, seuls les montants nominaux arrivant à échéance sont réinvestis et non les coupons, or les titres ont été achetés sur le marché secondaire le plus souvent à un cours très supérieur au pair. Le SEBC ne comptabilise pas de baisse de l'encours à chaque remboursement, mais une convergence vers le pair à chaque fin de trimestre, de sorte que l'encours n'est pas stable mais diminue d'environ 5 mds tous les trois mois. Un mouvement appelé à durer puisqu'elle continue à acheter très au-dessus du pair, même si depuis quelques semaines le rythme des acquisitions s'est ralenti, peut-être une conséquence de l'effondrement des rendements. On peut ajouter que **les remboursements se poursuivent au fil de l'eau sur ce qui reste des anciens programmes clôturés** (le SMP et les CBPP 1 et 2, dont l'encours total est tombé le 28 juin sous les 67 mds).

Fin juin, **les banques ont remboursé par anticipation pas moins de 26 mds sur les TLTRO II,** le total de ces remboursements anticipés double donc à plus de 50 mds d'euros. Cependant **les liquidités restent plus qu'abondantes** puisque le système bancaire dans son ensemble, qui doit constituer 131,5 mds de réserves obligatoires en juin/juillet, en détient 1 891,4 mds au 28 juin. Tout cela suggère **que l'appétit pour les TLTRO III,** qui débuteront en septembre, **sera à coup sûr moindre.** Comme dit le proverbe "on ne fait pas boire un âne qui n'a pas soif".

Toute l'équipe de Fideas Capital vous souhaite un bel été... mais nous veillons et, en cas de nécessité, nous vous tiendrons informés par un FideasFlash.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 09/07/19 à 12h00