



## "It's the politics, stupid !"

Malgré l'absence d'indicateurs économiques importants au cours de la semaine passée, **les marchés actions ont repris leur progression** pour afficher, en Europe et aux Etats-Unis, des gains de plus de 20% depuis le début de l'année. Plus que l'économie c'est le contexte politique qui a soutenu les marchés ces derniers jours. Ce sont les valeurs des groupes dits **"rendement", "value" et "small" qui se distinguent**, dans un contexte où la catégorie **"growth"** apparaît plus vulnérable à un éventuel retournement de tendance.

Dans l'ensemble **les observateurs sont moins convaincus d'une récession prochaine aux Etats-Unis**, les indices économiques continuent de tenir bon ; et **la courbe des taux a retrouvé une pente positive** significative, tant sur le 10ans-3mois (+13pb) que sur le 10ans-2ans (+18pb). On est surtout rassuré par **la tournure positive prise par les discussions commerciales sino-américaines**, une "guerre ouverte" semble de moins en moins probable (ce n'est dans l'intérêt d'aucun des deux protagonistes, surtout pendant une année électorale américaine). Le risque d'ouverture d'un nouveau front commercial avec l'Europe (et singulièrement l'Allemagne) existe, mais il est sans doute déjà intégré dans les prix.

En Europe, **les perspectives sur l'accord de retrait britannique s'éclaircissent**. Le risque d'un no-deal semble écarté. L'UE est prête à accepter la demande anglaise d'un report de 3 mois. De l'autre côté de la Manche, la probabilité d'élections générales début décembre se précise. On aurait alors (peut-être) une assemblée susceptible de voter (enfin) l'accord obtenu (arraché ou concédé c'est selon) par Boris Johnson. C'est ensuite que **les risques vont réapparaître**. Selon l'orientation des négociations de l'accord sur les relations futures, qui doit être négocié d'ici la fin de 2020, on pourrait retrouver une **nouvelle crainte de no-deal**. D'autant qu'il devra être ratifié par la Grande-Bretagne et l'UE, mais aussi par chacun de ses 27 membres.

Autre sujet d'inquiétude politique, la dérive de l'électorat vers le populisme continue d'être observée, tant dans les pays d'Europe de l'Est qu'en Europe occidentale, on pense aux élections locales en Allemagne (Thuringe) et en Italie (Ombrie). Plus préoccupante encore la situation semble se dégrader presque partout en Amérique Latine, dans un mouvement très rapide et qui n'était pas du tout anticipé il y a quelques mois. Malgré une valorisation assez attractive des marchés émergents, la combinaison de cette **détérioration de l'environnement Sud-Américain** et de la persistance de la tension à Hong-Kong ne prêche pas pour une surperformance à court terme de cette poche.

**Comment les investisseurs doivent-ils se positionner dans ce contexte ?** Le calendrier économique sera chargé au cours de la semaine qui s'ouvre, avec notamment les PIB en zone euro et aux USA, et le rapport sur l'emploi américain (sans compter de nombreux indicateurs d'activité ou encore l'estimation préliminaire du taux d'inflation de la zone euro pour octobre). Un peu de prudence est donc recommandée. On se tournera volontiers vers les titres bon marché que sont les actions **"value"**. **L'influence des politiques monétaires devrait être moins déterminante à court terme**. Les anticipations de baisse de taux marquent le pas avec, pour la BCE une probabilité supérieure à 50% d'un statu quo d'ici mi 2020, et pour les USA

une probabilité de 50% pour une seule baisse de taux (de 25bp) d'ici la réunion de juin 2020. Dans ce contexte, **les courbes de taux peuvent reprendre de la pente**, après avoir récemment sur-anticipé des attentes de politiques monétaires plus accommodantes des deux côtés de l'Atlantique.

La réunion du FOMC aura lieu mercredi et les marchés restent convaincus que **la Fed baissera son taux directeur de 25pb**, pour la 3<sup>ème</sup> fois cette année. Cette baisse n'est pas économiquement indispensable, mais la Fed ne peut se permettre de décevoir les marchés, au risque de provoquer une crise financière. En revanche, elle peut **préparer le terrain à l'interruption d'un mouvement de baisse** qui aura tout de même eu une ampleur significative : -75pb en 4 mois. Les opérateurs adaptent déjà leurs anticipations, la pilule ne serait donc pas trop amère. Les marchés actions pourraient se consoler en écartant le risque d'une récession. En revanche, les obligations pourraient souffrir, on cherchera un niveau d'entrée plus attractif.

En zone euro, **le dernier discours de Mario Draghi** n'a apporté ni surprise, ni indication supplémentaire sur l'orientation de la politique monétaire sous la présidence Lagarde, d'ailleurs personne n'en attendait. On peut cependant retenir deux observations faites lors de la conférence de presse : l'une sur le fonctionnement du SEBC et l'autre sur le QE.

Comme nous l'indiquions la semaine dernière, Draghi a redit que **la politique de la BCE est définie selon la situation d'ensemble de la zone euro**, et il ne peut en être autrement. Il a aussi indiqué que **le consensus s'est amélioré**, certains membres qui avaient dit leur opposition aux décisions prises en septembre, les acceptent maintenant. C'est en particulier le cas du gouverneur de la Banque de France.

Philip Lane, le chef économiste de la BCE a indiqué que **la reprise du QE de la BCE ne se heurterait pas au problème du manque de papier** avant longtemps, contrairement aux analystes privés qui maintiennent que l'on est proche de la limite dans de nombreux pays, et mettent en avant les cas allemand ou néerlandais. A cette question M. Draghi a répondu d'abord que cela dépend des hypothèses de soldes budgétaires et, surtout, que **l'important c'est le stock et non les flux**. Depuis 2015, les montants achetés, comme l'encours détenu, ont pu s'écarter des clefs de répartition. Pour certains pays où il n'y a que très peu de dette publique disponible, les achats de Bund s'y sont substitués. Ainsi, l'encours de Bund actuellement détenu est supérieur à la clef allemande et, même en l'absence d'achats nouveaux il faudrait beaucoup de temps avant que le stock détenu ne s'éloigne de façon importante de l'objectif visé. On a vu que **l'encours détenu de dette public peut s'écarter de plusieurs milliards d'euros par rapport à la clef de répartition sans que le SEBC s'en inquiète**. On comprend que le QE peut se poursuivre assez longtemps, quand bien même il n'y aurait plus guère de papier public allemand à acheter. **Les investissements du SEBC peuvent se reporter sur l'OAT en substitut du Bund et vers des dettes supranationales** (où la limite des 33% détenus ne s'impose pas) **ou vers des dettes privées** (ABS, *Covered bonds, corporates*) en particulier allemandes.

*Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 28/10/19 à 18h00*