



BANQUE
ERIC STURDZA

LA STAGNATION DES MARCHÉS AU 1^{ER} SEMESTRE : UNE ÉTAPE DANS LA HAUSSE OU UN PRÉLUDE À LA BAISSSE ?

« Tout en pensant que l'Amérique est indispensable au monde, je ne souhaite pas la voir s'ériger en juge et en gendarme universel. »

De Gaulle dans Mémoires d'Espoir.

Bruno Desgardins

Juillet 2018

- Le mot du Général de Gaulle reste d'actualité car, si 4 raisons expliquent les errements des marchés financiers depuis la fin janvier, deux d'entre elles, la géopolitique et les incertitudes sur le libre-échange résultent des déclarations de Trump. La troisième, une politique monétaire plus restrictive aux Etats-Unis, est partiellement la conséquence des mesures fiscales décidées par Trump et, seule la quatrième, européenne, ne peut lui être imputée.
- Heureusement, dans le même temps, la croissance mondiale reste élevée à plus de 3% sans laisser augurer d'une récession prochaine.
- La croissance du PIB des Etats-Unis anticipée par la FED en 2018 est de 2.8% et celle des bénéfices au deuxième trimestre de 19%. On peut déplorer l'aggravation, en haut de cycle, du déficit budgétaire, à 4.5% en 2019 et celle du déficit commercial mais c'est la conséquence des allègements d'impôts. Les autres indicateurs restent positifs : qu'il s'agisse, dans l'immobilier des mises en chantier, +20% sur un an, ou des prix, +6.4% sur un an. Qu'il s'agisse pour l'emploi, des créations, 1.5% en rythme annuel, supérieures aux entrées sur le marché de l'emploi, 1%, et du taux de chômage, 3.7%, inférieur même au niveau de 1999. Qu'il s'agisse enfin, de l'investissement, en accélération.
- Au Japon, après huit trimestres de croissance, une hausse inédite depuis 2015, le PIB, pénalisé par un fort ralentissement des exportations, a reculé de 0.6% en rythme annualisé au premier trimestre. Ainsi après une hausse de 1.7% en 2017, la croissance devrait être limitée à 1.2% en 2018.
- En Europe, la croissance est certes un peu plus faible, freinée par l'incertitude politique en Allemagne et en Italie, mais devrait néanmoins atteindre 2.1% en 2018. Les flux de crédit ont diminué récemment mais la hausse des salaires, 1.9%, est supérieure à celle de l'inflation.
- En Chine, la croissance économique, devrait également être moindre en 2018, à 6.3% car la priorité et la nécessité sont données à la lutte contre la pollution donc à la fermeture de capacités de production dans le charbon et priorité est affichée en faveur d'une croissance plus qualitative axée sur l'innovation et la consommation.
- Dans les pays émergents, elle est fragilisée par l'appréciation du \$ et la hausse de 70% sur un an des prix du pétrole, mais reste élevée en Inde.

I. L'enjeu géopolitique et pétrolier : « *Hâte-toi lentement* » *Auguste*.

Géopolitique et pétrole sont liés car Trump veut tenter un embargo sur les exportations de brut iranien sans risquer une explosion des prix du pétrole, donc veut inciter l'Arabie Saoudite et les autres producteurs de l'OPEP

à compenser à partir de novembre une forte réduction des ventes iraniennes. Une telle démarche est périlleuse et on ne saurait que trop conseiller à Trump de se remémorer le sage conseil d'Auguste.

Depuis de nombreux mois, nous rappelons que la diminution ces dernières années de 50% des investissements d'exploration a réduit les surcapacités à une portion congrue. Sur un an, les prix sont ainsi en hausse de plus de 70% (\$78/baril pour le Brent contre \$44/baril en juin 2017). L'enjeu est de compenser une contraction forcée des exportations de l'Iran par une augmentation volontaire des productions saoudienne, russe et américaine, dans un contexte de faible production au Vénézuéla et en Libye.

- ***L'équilibre instable entre l'offre et la demande de pétrole :***

- La croissance de la demande : ces dix dernières années, elle n'était que de 1.1Mb/j chaque année mais en 2017, une accélération à +1.7Mb/j est constatée, malheureusement au moment où, conséquence d'une baisse de 50% de l'effort d'exploration après 2012, les excédents disparaissaient. Ainsi les prix, sur un an, augmentent-ils de 70%. Cette année, l'Agence Internationale de l'Energie anticipe encore une hausse sensible de 1.4Mb/j à 99.2Mb/j mais...
- ... Il y a recul de la production au Vénézuéla et en Libye : De 3.2Mb/j avant la crise politique, puis 1.9Mb/j en 2017, la production au Vénézuéla est tombée à 1.3Mb/j et devrait encore diminuer car rien ne va dans ce pays, hier riche, où le PIB a régressé de 50% en quatre ans, où l'inflation atteint 1300% et où la pauvreté affecte plus de 50% de la population. En Libye, la production qui atteignait 1.6Mb/j en 2012, 0.8Mb/j en mai 2018 est, temporairement, presque interrompue en raison de troubles autour des installations pétrolières. La production de l'Arabie Saoudite, alliée des Etats-Unis, semble être passée récemment de 10 à 10.6Mb/j et pourrait à l'horizon de quelques mois être portée à 12Mb/j. L'Arabie Saoudite a convaincu la Russie d'abandonner l'accord de réduction de la production de 1.8Mb/j. La production des Etats-Unis, déjà en hausse ces dix dernières années de 6Mb/j à plus de 10Mb/j, a atteint 10.7Mb/j en avril, ce qui a permis de porter les exportations à un niveau record de 1.6Mb/j et ce chiffre devrait encore croître. La seule production de pétrole de schiste, 5Mb/jour en 2018, pourrait atteindre, selon certaines estimations, 8Mb/j en 2023.

- ***L'Iran : les dangers d'un embargo.***

Loin est l'année 1986, au cœur de la guerre entre l'Iran et l'Irak, quelques années après la révolution iranienne de 1979, sous la présidence de Khomeiny, quand I. Rabin, premier ministre israélien, déclarait que « L'Iran est le meilleur allié d'Israël » et quand Reagan avait dû expliquer devant une commission d'enquête du Congrès pourquoi il livrait des armes à l'Iran, alors qu'il soutenait officiellement l'Irak. Aujourd'hui, il y a un vainqueur, Israël, un perdant potentiel, l'Iran. Pour le comprendre, analysons la situation politique, la conjoncture économique et la perspective d'un embargo.

La situation politique :

Israël bénéficie du soutien américain, de l'indulgence de Poutine, du soutien affiché de pays, Inde, Kenya, Rwanda..., qui ne craignent plus d'affirmer leurs relations avec Israël et de la bienveillance des saoudiens, qui sembleraient même abandonner toute exigence sur la Palestine. L'Iran et son axe chiïte, ne représente une force qu'au milieu de pays arabes aujourd'hui affaiblis, comme l'Irak, le Liban et le Yémen. L'Iran qui a coopéré avec la Corée du Nord pour le développement des missiles balistiques doit être jalouse de cette dernière qui s'est imposée sur la scène nucléaire. Si l'an dernier 35 missions d'inspection ont eu lieu en Iran, rien de tel n'est à ce jour exigé par Trump en Corée du Nord. Si la Corée du Nord détient des dizaines de têtes nucléaires, l'Iran en est privé. Si la Corée est entourée d'une Chine bienveillante et d'une Corée du Sud soucieuse de promouvoir les échanges, l'Iran est entouré de pays, Arabie Saoudite et Israël, hostiles.

La situation économique est risquée :

La sécheresse perdure depuis cinq ans, la devise s'est officiellement effondrée de 30% et infiniment plus sur le marché noir, renchérissant les importations, les entrées d'investissements, loin d'atteindre les \$50 milliards rêvés par Rohani il y a deux ans, n'ont guère dépassé \$10 milliards et les manifestations se multiplient car les jeunes s'agacent du gaspillage de devises à l'étranger et de l'incapacité du régime à résorber le chômage de masse.

Que peut-on escompter de la menace d'un embargo sur l'Iran ?

Politiquement, il est improbable que l'Iran sorte du TNP, l'accord de non-prolifération, comme les nord-coréens l'avaient décidé en 2003, car ni les russes, ni les chinois ne soutiennent cette option et il est envisageable que les iraniens acceptent d'intégrer dans l'accord les missiles longue portée à plus de 2000kms qui menacent Israël et les bases occidentales du Moyen-Orient.

Economiquement, l'essentiel des transactions étant en \$, la crainte des sanctions s'exerçant, l'Iran a beaucoup à perdre. Les entreprises ont jusqu'à novembre avant l'application des sanctions mais, derrière les rodomontades, on voit mal les européens bravant l'ire américaine et, déjà, Total, acteur majeur de l'exploration a annoncé son retrait. Le commerce de l'Union Européenne avec l'Iran n'atteignant que \$25 milliards, une poussière par rapport aux \$750 milliards d'échanges avec les Etats-Unis, on voit mal les entreprises prendre des risques d'amendes ou de fermeture du marché américain. Une alternative envisageable, outre le recours à l'Euro, serait d'organiser les financements par des banques publiques de chaque Etat européen ou par la Banque Européenne d'investissement mais rien n'est sûr. La production de brut iranien, 3.8 millions de barils/jour actuellement, contre 2.8Mb/j il y a deux ans, avant la levée des sanctions, mais plus encore les exportations, 2.6 millions de b/j exportés en mai, déjà tombés à 2.1Mb/j en juin, sont menacées car l'intention de Donald Trump est de punir ceux qui achèteraient du pétrole iranien. Hormis la Chine qui achète 0.6Mb/j à l'Iran et pourrait accroître ses achats, et peut-être la Russie qui a signé un accord fin 2017 pour ne plus commercer en \$ avec l'Iran, beaucoup d'acheteurs notamment l'Inde, deuxième acheteur et l'Europe qui achète un tiers des exportations iraniennes semblent prêtes à jeter le gant car elles redoutent les sanctions américaines. Si les prix du brut devaient dépasser

\$100/baril, la croissance mondiale serait fragilisée et Trump en serait responsable. Espérons donc que ses collaborateurs sauront l'amener à la modération.

- *La Corée du Nord : le risque de désillusions.*

On s'étonne que le Président de la première puissance mondiale condescende à se déplacer pour rencontrer le dictateur d'un Etat pauvre de 25 millions et pire encore, sans contrepartie, stoppe les manœuvres militaires américaines en Corée du Sud, envisage de rapatrier les 30 000 soldats américains installés en Corée du Sud, au risque d'inquiéter les partenaires historiques des Etats-Unis dans la région, sans exiger des contrôles de l'AIEA, contrôles qui, au demeurant, seraient malaisés dans un pays habitué au secret.

Au-delà de la satisfaction affichée par Donald Trump, il est opportun de rappeler qu'à quatre reprises depuis 1985, des négociations ont été menées à bien entre les Etats-Unis et la Corée du Nord et qu'à chaque fois, l'accord a été rompu, peu de temps après, à l'initiative de la Corée.

En 1985, peu de mois après le lancement d'un premier missile par la Corée du Nord, le pays accepta de signer le TNP, Traité de non-prolifération, mais, très vite, le pays refusa les inspections de l'AIEA.

En 1994, la Corée du Nord subit une crise économique. Elle accepta une visite de Jimmy Carter à Pyongyang, la signature à Genève d'un accord prévoyant l'abandon du programme nucléaire nord-coréen, un démantèlement des sites et une soumission au contrôle de l'AIEA et, en contrepartie, une livraison par les américains de deux réacteurs nucléaires civils. Mais, en 2002, la CIA découvrit un programme d'enrichissement secret de l'uranium et en 2003, le pays se retira du TNP.

En 2005, nouvelle période difficile pour l'économie. Les coréens s'engagèrent à renoncer à l'arme atomique en échange de l'autorisation d'un programme nucléaire civil et d'une aide économique. Le site de Yongbyon devait être démantelé et des inspecteurs de l'AIEA devaient pouvoir s'en assurer mais les rapports s'envenimèrent avec Bush et en 2008 le pays reprit ses activités nucléaires.

Quatrième moment, 2012. A nouveau des difficultés économiques, à nouveau une aide alimentaire américaine en contrepartie d'un arrêt des essais nucléaires et des lancements de missiles. Mais, en 2013, les essais nucléaires recommençaient. En d'autres termes, le dialogue Etats-Unis-Corée du Nord n'est pas une nouveauté mais l'éclairage du passé jette une ombre sur les espérances de Monsieur Trump. Il est indéniable que les sanctions, blocage des exportations de charbon, d'acier et de produits textiles, retour imposé des travailleurs nord-coréens en poste à l'étranger, fragilisaient les possibilités de survie du régime.

La Chine, source de 70% à 90% des échanges du pays, a incontestablement restreint le commerce au premier trimestre et confronté aux difficultés économiques, l'habile président coréen a consenti à négocier mais fermer un centre d'essais ou arrêter les essais ne signifie pas l'abandon du savoir-faire. Il est inconcevable d'imaginer

un abandon du nucléaire car c'est l'assurance de survie du régime. Tout au plus, peut-on envisager une réduction du budget militaire, aujourd'hui évalué à près de 50% du PIB, pour combler une partie du retard de développement avec la Corée du Sud, rapport de 1 à 30. On peut également comprendre le souci du président Nord-coréen de réduire sa dépendance envers la Chine.

II. L'enjeu du libre-échange : « Rien n'interdit les tours de valse, tout empêche le renversement d'alliances » Aron.

Principal facteur de trouble sur les marchés financiers, l'agitation de Donald Trump autour des mesures protectionnistes fâche ses alliés traditionnels, avec lesquels il serait plus avisé de s'entendre s'il s'agit de faire fléchir la Chine et déplaît aux élus républicains qui relaient les plaintes des agriculteurs, des industriels hors de l'acier et des groupes de consommation.

- La nécessité de conjurer le risque protectionniste :

A l'ouverture au monde est associée l'idée d'expansion. Sans remonter dans le temps jusqu'à Christophe Colomb qui découvrit les Caraïbes, Vasco de Gama qui ouvrit à l'Europe les mers asiatiques et Jacques Cartier qui préféra explorer l'Amérique du Nord, la croissance du commerce international a constitué un moteur de l'économie mondiale.

A l'inverse, au protectionnisme sont associés une diminution de la concurrence, un renchérissement du prix des produits pour les consommateurs donc un surcroît d'inflation et une perte de pouvoir d'achat. Pour quelques emplois protégés dans des secteurs en difficulté, on compte beaucoup d'emplois détruits dans les secteurs « porteurs » victimes de mesures de représailles. Le projet de délocalisation d'Harley Davidson n'est qu'un exemple.

Dans la pléiade des freins à l'internationalisation, il y a bien sûr les droits de douane, un possible encadrement des possibilités d'acquisition de sociétés par les chinois et les sanctions judiciaires dont les américains abusent.

- Les néfastes tensions avec l'Europe :

Certes, l'excédent commercial de la zone Euro avec les Etats-Unis atteint \$140 milliards. Certes, le premier poste d'excédent n'est autre que l'automobile et les pièces détachées pour près de \$30 milliards, d'où la menace américaine d'apposer une taxe de 25% qui pénaliserait l'industrie allemande et peut-être demain contre le Japon car l'automobile et les équipements automobiles sont les deux premiers postes d'exportation vers les Etats-Unis. Mais, BMW est un des plus grands exportateurs depuis les Etats-Unis, Toyota produit aux Etats-Unis 70% des véhicules qu'il y vend et, dans la ligne de la pensée d'Aron, cité plus haut, si les Etats-Unis veulent être plus

forts vis-à-vis de la Chine, ils devraient promouvoir l'entente avec leurs partenaires historiques. Trump veut ignorer cette évidence mais les Républicains le savent et sont hostiles à ces mesures.

- *Les discussions avec la Chine :*

La Chine, c'est 22% des importations américaines et seulement 8% de leurs exportations. La Chine est un enjeu car elle n'importe que \$130 milliards de marchandises américaines et le solde des échanges entre les deux pays représente 50% du déficit commercial américain, l'équivalent de 1.7% du PIB américain et de près de 3% du PIB chinois. Aussi semble-t-il naïf de donner du crédit à l'intention chinoise d'acheter pour \$70 milliards supplémentaires de marchandises. Le sujet est néanmoins délicat car, si la Chine exporte \$500 milliards de marchandises aux Etats-Unis, 60% proviennent de firmes multinationales, souvent américaines, qui ont trouvé en Chine un moyen d'améliorer leur productivité. Autrement formulé, exprimé en valeur ajoutée, le déficit commercial diminuerait d'un tiers. Après les droits de douane, Trump envisage de bloquer les IDE, investissements directs de la Chine, sur le territoire américain dans tous les secteurs jugés stratégiques. Une telle mesure est trop radicale mais présente plus de sens que les droits de douane quand on sait qu'en 2017, les chinois ont investi \$170 milliards hors de leurs frontières.

Le véritable défi, c'est l'affirmation de la puissance chinoise : encore inexistante sous l'angle monétaire puisque le Yuan ne compte pas face au \$ qui représente toujours plus de 60% des liquidités internationales. Encore modérée sous l'angle militaire car si des jalons sont posés en mer de Chine, le budget militaire, \$228 milliards en 2017, est à peine plus du tiers du budget américain de \$610 milliards. Désormais forte sous l'angle économique notamment avec les \$1000 milliards promis pour la Route de la Soie, les investissements en Afrique et la position de premier exportateur mondial.

La Chine a toute latitude pour riposter aux américains : arme politique, avec un possible soutien à la Corée du Nord pour ruiner les efforts de Trump. Arme monétaire de la dépréciation du Yuan, agitée ces derniers jours avec une baisse de 1.7% contre \$, même si la Chine ne voudrait pas susciter une fuite des capitaux comme en 2016, quand elle avait déprécié le Yuan de 7%. Arme stratégique, avec la poursuite des délocalisations des unités de production d'acier vers l'Indonésie et la Malaisie pour échapper aux droits de douane. Arme agricole avec la substitution de soja brésilien au soja américain, produit dans des Etats dominés par les Républicains car les chinois savent que l'agriculture avec \$21 milliards d'excédents est un des premiers postes américains à l'export. Arme financière avec le possible allègement du stock de Treasuries, évalué à \$1180 milliards, un tiers des réserves de change chinoises, ce qui obligerait peut-être à la FED, qui en détient déjà \$2300 milliards, de les racheter. Arme économique avec un possible boycott des \$220 milliards de produits américains fabriqués et vendus en Chine car n'oublions pas que GM vend plus de véhicules en Chine qu'aux Etats-Unis et qu'Apple y réalise un cinquième de ses ventes. Et bien sûr arme des droits de douane.

- *Les échanges avec le Mexique :*

Là encore, on peut mesurer les dégâts occasionnés par Donald Trump si on juge que l'élection probable de Lopez Obrador est une conséquence de la politique américaine. Si l'on s'en tient aux chiffres, l'excédent commercial mexicain avec les Etats-Unis s'élevait à \$63 milliards en 2016 et les exportations mexicaines à destination des Etats-Unis équivalent à 80% du total et 25% du PIB mais le pays réalisant essentiellement de l'assemblage, la valeur ajoutée des biens exportés aux Etats-Unis se limite à 13% de son PIB.

En conclusion sur cette thématique protectionniste, on peut penser que vers la fin de l'été, en amont des élections de mi-mandat, Donald Trump prendra prétexte de concessions minimales de la Chine ou de l'Europe pour crier victoire et rallier les suffrages aux élections de novembre. En d'autres termes, nous n'adhérons pas à l'hypothèse d'une guerre commerciale et cela nous aide à afficher une certaine confiance dans l'évolution des marchés.

III. L'enjeu européen : « *Le principal danger qui menace l'Europe, c'est la fatigue* » *Husserl.*

Indépendamment de la potentialité d'un approfondissement de l'intégration européenne, nous restons positifs sur l'Europe car la conjoncture et les perspectives économiques sont favorables. Les crises politiques ont dans le passé permis de réaliser des avancées et chacun sait que, sans la crise grecque, il n'y aurait sans doute pas eu de « quantitative easing » ou de création du MSE, Mécanisme de solidarité européen, mais à court terme, l'instabilité politique prime et continue à pénaliser les marchés.

- *Environnement politique :*

En 2005, date de l'élargissement de l'Europe à l'Est, l'optimisme régnait, un europhile Tony Blair était 1^{er} Ministre britannique, un projet de constitution européenne était élaboré et n'était pas encore tombé sous le coup des référendums français et hollandais. Aujourd'hui, la photo est différente et paradoxalement, l'appartenance à l'Europe a peut-être facilité l'élection de gouvernements non libéraux car, peut-être, les citoyens voient dans l'Europe une sorte de rempart ultime. En Pologne, 200 000 ukrainiens ont obtenu un permis de travail en 2017, mais le populisme a gagné dans des pays de l'Est avec la crainte d'immigrés en provenance du Moyen Orient ou de l'Afrique. Des pays, et c'est peut-être une raison, à faible natalité, en proie au dépeuplement et aux craintes d'une altération culturelle consécutive à l'immigration.

Les menaces de Donald Trump à l'encontre des importations de voitures allemandes confortent le tandem franco-allemand dans la nécessité de s'entendre rapidement, avant les élections européennes de 2019, pour relancer l'intégration européenne. Il n'est plus question d'un ministre des finances de la zone Euro, d'un Parlement de la zone Euro ou d'un abandon du vote à l'unanimité mais, de la défense à l'énergie, en passant par le numérique, la sécurité aux frontières, la création d'un fonds monétaire européen de secours, une

harmonisation de la fiscalité des sociétés, le champ des approfondissements possibles reste vaste. Comme hier pour Schengen ou l'Euro, l'Europe doit viser des avancées concrètes pour donner aux électeurs un visage autre que technocratique.

- **Le cas italien : vers un éclatement de la coalition.**

Sous l'angle politique, l'Italie se distingue des autres pays européens : d'une part, elle n'a jamais compté un parti socialiste important et l'alternative a longtemps été entre communistes ou démocrates chrétiens. Ensuite, l'Italie a inventé le populisme avec Berlusconi. Enfin, jusqu'à 2008, la Ligue du Nord était pro-européenne, pour un Nord qui s'intégrerait mieux dans l'Europe. Depuis 2008, suite à la crise et surtout depuis 2013 avec le développement de l'immigration, l'entrée de 700 000 clandestins, le discours s'est durci. Aujourd'hui, la coalition semble fragile et temporaire : à droite le populisme lutte pour l'identité nationale et à gauche pour le revenu universel. Le premier se méfie de l'Etat, le second attend de l'Etat. Expulser 500 000 migrants, objectif de la Ligue, est sous l'angle administratif, impossible et financer le programme économique des deux mouvements n'est pas envisageable.

Sous l'angle économique, l'Italie, c'est 15% du PIB de la zone Euro mais presque un quart de la dette. Les chiffres sont trompeurs : la diminution du déficit budgétaire s'explique par le recul de l'investissement et non par des économies sur les dépenses courantes. L'excédent commercial s'explique en partie par la faiblesse de la demande domestique. En 2017, le taux de croissance, 1.7%, était le plus élevé des dernières années mais le taux de chômage était encore de 11%, très supérieur aux 6% de 2007. Le succès des populistes traduit le malaise d'un pays dont le PIB est encore inférieur de 6% au niveau de 2008 et dont le PIB/habitant est inférieur à celui de 1999.

A ce jour, la dette publique s'élève à Euros 2300 milliards, dont 35% seulement sont détenus à l'étranger et donc un défaut affecterait principalement les banques et les épargnants italiens. Il est donc rassurant de voir Giovanni Tria différer les mesures coûteuses, telle la baisse du taux d'impôt et la mise en place d'un revenu universel. L'écart de taux avec l'Allemagne sur les obligations à 10 ans est passé d'un bas de 1.1 point à 2.8 points pour revenir à 2.3 points. Mais, n'oublions pas la note du pays, BBB, car un abaissement de cette note à « High Yield » fermerait l'accès du pays au refinancement normal de la BCE, fragiliserait un système bancaire grevé d'une part substantielle de la dette du pays et insuffisamment concentré. La surperformance de la Bourse italienne cette année a été effacée et, le secteur bancaire européen, en surperformance relative entre la mi-2016 et fin janvier 2018, est désormais en sous-performance notable.

Si un abaissement de l'âge de la retraite, envisagé par les deux partis, semble irréaliste dans un pays qui perd 150 000 habitants/an, si les mesures fiscales sont incompatibles avec le respect des engagements européens, il reste que les faiblesses de l'Italie appellent des réformes structurelles : un encouragement de la natalité, aujourd'hui très faible à 1.37 enfant/femme, un renforcement de l'effort d'éducation, une promotion de la méritocratie pour freiner le départ vers l'étranger de nombreux diplômés, 120 000 en 2016, soit 2% de la classe d'âge, plus de 1.5

million sur 10 ans, ce qui pénalise le pays qui a payé pour leur éducation. L'Italie a perdu les plus dynamiques et beaucoup de ceux qui restent votent pour les populistes.

Pour terminer sur l'Italie, une crise financière ne ferait pas nécessairement dérailler les autres pays du Sud, Espagne et Portugal, plus solides que l'Italie aussi bien financièrement qu'économiquement. Leur PIB a dépassé les niveaux de 2007, la croissance est supérieure, le PIB/habitant de l'Espagne est 20% supérieur à 1999, le chômage a beaucoup baissé, de 17% en 2013 au Portugal à 7.8%, la compétitivité a été améliorée, la part de marché à l'export s'est accrue pour les deux pays. Le Portugal exporte 40% de son PIB contre 30% en 2007 grâce à une montée en gamme et un accroissement du nombre d'entreprises exportatrices.

- **Grèce : « *Qui perd ses dettes s'enrichit* » Balzac.**

Le pays, après avoir reçu Euros 245 milliards d'aides de l'Union Européenne, s'émancipe de la tutelle européenne. Le pays n'a pas obtenu un effacement, même partiel de sa dette mais un allongement des maturités de dix ans jusqu'en 2069 et un allongement de dix ans, jusqu'en 2032 de la période de grâce sur le remboursement des intérêts et du capital pour les Euros 96 milliards prêtés par le MES. Les contreparties semblent irréalistes et impossibles à respecter sur la durée car le pays s'engage à réaliser un excédent budgétaire primaire de 3.5%/an jusqu'en 2022 puis, ensuite de 2,2%/an jusqu'en 2069.

Il nous semble néanmoins encore prématuré de parler de « renaissance de la Grèce » : la croissance du PIB, en 2017, n'a été que de 1.3%, le taux de chômage est toujours de 20%, l'investissement est trop faible, les banques réduisent leurs créances douteuses mais sont encore incapables de financer les PME, l'administration ne brille pas encore par sa rapidité et l'émigration des jeunes est un handicap structurel pour le futur du pays.

IV. L'enjeu des taux et des marchés financiers :

Trois questions se posent, le resserrement des politiques monétaires, les risques d'inflation et les risques associés à la dette en devises des pays émergents.

- ***Les politiques monétaires risquent-elles de fragiliser la croissance ?***

- Nous ne le pensons pas :

D'une part les taux longs demeurent presque partout inférieurs à la croissance économique et le coût de la dette aux Etats-Unis est de 1.6% en 2018 (source CBO). Les exceptions sont quelques grands pays émergents que, depuis de nombreux mois, nous écartons de notre stratégie d'investissement, Turquie, Afrique du Sud, Brésil... et un pays de l'OCDE, l'Italie.

Ensuite, les taux courts sont à peu près partout inférieurs aux taux d'inflation.

Egalement, même aux Etats-Unis, pays qui poursuit une politique de hausse des taux, le taux à 10 ans net de l'inflation « core » n'est que de 0.7%, très inférieur aux 2.5 points observés sur longue période. Enfin, l'effet sur la conjoncture américaine, de la réduction du bilan de la FED, \$30 milliards/mois aujourd'hui, \$50 milliards/mois l'année prochaine, sera modeste et, pour l'instant, est inférieur aux montants des rapatriements. De \$4300 milliards, on pourrait atteindre début 2020, \$3500 milliards, un chiffre encore très supérieur aux \$800 milliards de 2007. En revanche, l'incidence négative est plus sensible dans les pays émergents en situation de déficits courants ou qui abritent des sociétés endettées en \$. A nouveau, on pense aux pays cités ci-dessus.

- En d'autres termes, il n'est pas sûr, pour une fois, qu'une inversion de la courbe des taux américaine, éventuellement à la fin de l'année, annonce une récession. Les indicateurs d'activité industrielle, immobilière, d'emploi et de confiance ne le laissent pas entrevoir. Certes le différentiel 2-10 ans est bas à 35 centimes, mais la faiblesse des taux longs est, probablement et partiellement, la conséquence de l'incertitude italienne, de ventes d'Euros et d'achats d'actifs en \$. Nonobstant une politique monétaire plus restrictive aux Etats-Unis, après sept hausses de taux et avant deux nouvelles hausses en 2018, l'économie mondiale reste favorisée par des injections mensuelles de liquidités au rythme de \$100 milliards, un tiers provenant de la BCE et deux tiers de la Banque du Japon. La BCE en achetant pour Euros 1800 milliards d'obligations entre mars 2015 et mi-2018, dont Euros 345 milliards de dettes italiennes a facilité la recapitalisation des banques et, même si elle diminue ses achats après le mois de septembre et les stoppe fin décembre, elle gardera les taux négatifs, à -0.4%, l'essentiel de l'année 2019 et réinvestira les capitaux des obligations à échéance. Quant à la Banque du Japon, aucun resserrement de la politique monétaire n'est à ce jour annoncé.

- *Y-a-t-il un risque de reprise de l'inflation ?*

La question est fréquemment posée, notre réponse reste négative. Symptomatique, la situation du Japon : un taux d'inflation « core » en mai de seulement 0.7%, nonobstant un plein emploi virtuel puisque le taux de chômage n'excède pas 2.5%, nonobstant les objurgations du 1^{er} Ministre qui ne cesse de demander aux entreprises des augmentations de salaires et offre des incitations fiscales dans ce but. Et pourtant, en ce printemps, les grandes sociétés n'ont pas offert plus de 2.3 à 2.5% d'augmentation. En fait, si on déduit les hausses automatiques liées à l'avancement de l'âge, l'augmentation finale est deux points inférieure. Plus encourageante est la situation des petites entreprises obligées d'être plus généreuses pour attirer des travailleurs.

Certes, l'inflation n'a pas toujours eu des causes salariales. La hausse des prix du pétrole a joué dans les années 70 mais aujourd'hui la sensibilité des économies de l'OCDE est moindre. La baisse du taux de profit a été une cause de hausse des prix dans les années 60 mais aujourd'hui les taux de profit sont supérieurs.

Aux Etats-Unis, la hausse des prix « core » est de 2.2% en mai, l'inflation globale de 2.8% et la hausse des salaires, comparable malgré la faiblesse du taux de chômage. En Europe, le taux d'inflation « core » en mai n'est

que de 1.1%, loin de la cible de 2%. En Grande-Bretagne, le taux d'inflation est de 2.4% en mai. En Chine, le taux d'inflation atteignait 2.1% en avril. Donc, partout l'inflation reste faible.

- *Les risques associés à la dette en devises des pays émergents :*

A l'abondance des liquidités qui a permis aux pays émergents de lever en 2017 \$7700 milliards de dettes dont \$800 milliards en devises étrangères font suite les effets négatifs d'un resserrement de la liquidité, d'une augmentation des prix de l'énergie conjuguée à une appréciation du \$, donc des tensions sur les taux et le pouvoir d'achat car les subventions ont souvent été réduites ces dernières années. Depuis le milieu de février, les indices boursiers de la Turquie, du Brésil et de l'Indonésie ont beaucoup baissé. Les sorties de capitaux de ces pays sont fortes, surtout quand, à l'instar de la Turquie (taux d'inflation supérieur à 12%, baisse du pouvoir d'achat, taux officiel à 17%), de l'Inde, et de l'Afrique du Sud, ils souffrent de déficits courants structurels (5.6% pour la Turquie), voire de dettes des entreprises en devises élevées (20% du PIB en Turquie).

Au Brésil, le déficit commercial est certes minime à 0.4% et les réserves de change sont élevées, \$380 milliards, soit plus que les \$320 milliards de dettes en devises mais le pays est à peine sorti de récession en 2017, le taux de chômage reste supérieur à 10%, le déficit budgétaire atteint 7.5% du PIB, la dette publique se dégrade rapidement à 75% du PIB, les conflits sociaux sont nombreux et la devise s'est dépréciée contre \$ de 14% depuis fin janvier, ce qui explique l'aggravation de l'inflation.

La vulnérabilité, souvent signalée dans nos notes précédentes, des pays en situation de déficit des paiements courants a trouvé une traduction brutale avec l'appel au FMI lancé par l'Argentine après avoir porté en vain son taux officiel à 40%.

Sans surprise, nous restons donc réticents à investir dans ces différents pays.

Conclusion : « Je suis prêt au pire mais j'espère le meilleur » Disraeli.

- L'Euro : nonobstant les tribulations politiques en Italie, les difficultés à approfondir l'intégration de la zone Euro, les chiffres économiques un peu décevants au premier trimestre dans la zone Euro, la devise a récemment baissé contre \$ mais, sur 1 an, s'apprécie de 1.7% alors que la réforme fiscale américaine n'était pas encore votée.
- Le \$: en hausse de quelque 5% depuis mi-avril, est favorisé par les tensions politiques, le différentiel de taux et de croissance avec l'Europe, les \$300 milliards de rapatriement de cash au 1^{er} trimestre et la hausse des prix du pétrole qui aggrave la rareté de la devise.
- Le Franc Suisse : un excédent commercial de CHF 35 milliards, équivalant à 5% du PIB, une inflation faible, un taux de chômage inférieur à 3%, une croissance régulière du PIB, une position extérieure nette positive de CHF 870 milliards, autant d'atouts qui justifient la force structurelle de la devise, même si elle perd 1.8% contre \$ cette année.
- Le Yen : fort d'un excédent courant de 3.8% du PIB escompté, a également semblé retrouver son statut de valeur refuge et s'apprécie de 1.7% contre \$ cette année.
- Observons le décalage entre la perception de l'opinion et la réalité : ainsi en est-il de l'excédent courant chinois, 10% du PIB en 2007, moins de 1.5% aujourd'hui qui n'a jamais été aussi dénoncé qu'aujourd'hui. Ainsi en est-il également des investissements chinois aux Etats-Unis, en retrait de 90% cette année, alors même que Donald Trump en fait un cheval de bataille. Ainsi en est-il de la focalisation sur l'acier qui n'emploie que 140'000 salariés aux Etats-Unis sur 145 millions et ne représente même pas 1% de la capitalisation. Ainsi en est-il de l'immigration en Europe avec des entrées, aujourd'hui très faibles, près de 10 fois inférieures à celles de 2015 mais une opinion publique très hostile. L'OCDE calcule que la population active européenne n'augmentera que de 0.3% d'ici 2020 suite à l'arrivée de 4 millions de demandeurs d'asile entre 2014 et 2017. Aussi pensons-nous que ces fièvres vont retomber.
- Au regard de risques de récession à ce jour non perceptibles, de risques inflationnistes, minimes, de risques d'une guerre commerciale, modérés, de risques géopolitiques contenus et de croissance des bénéfiques toujours fortes, nous croyons que les performances décevantes des marchés boursiers sont temporaires. Les deux points les plus sensibles sont les conséquences d'un embargo sur l'Iran et la situation de quelques pays émergents. L'évolution erratique devrait persister jusqu'à la présentation du budget italien, jusqu'à ce qu'on apprécie mieux l'incidence, pour les prix du pétrole, des sanctions sur l'Iran, jusqu'à la clarification de la guerre commerciale, tout ceci nous menant probablement à l'automne.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.