



Chaos est devenu un mot anglais

La semaine dernière, le principal mouvement sur les marchés financiers a été **la rechute de la livre sterling au lendemain des élections** au Royaume-Uni. Les électeurs ne s'opposent pas à un Brexit... bien que personne ne sache de quoi il sera fait. L'échéance, fixée à fin mars 2019 par Theresa May elle-même, demeure, car elle ne peut être repoussée qu'à l'unanimité des 28 (ce que l'on peut imaginer, mais seulement à l'approche du jour J).

Alors qu'il vient de larguer les amarres pour s'éloigner du continent sur une mer agitée, le navire britannique, tel un bateau ivre, se retrouve avec un capitaine sans autorité et un équipage désorganisé. Tout devient plus compliqué à Londres où le temps perdu risque de coûter cher. On ne peut rien exclure, changement de premier ministre voire nouvelles élections d'ici à 2019. L'incertitude est à son comble car **tout reste possible, d'un improbable Brexit soft à l'échec pur et simple** des négociations, une situation que Londres aura peut-être anticipé... ou pas du tout !

En France, les résultats du premier tour des législatives confortent, au-delà de toutes les prévisions, la position du nouveau président. L'opinion publique et les marchés ont voté la **confiance à Emmanuel Macron**. Dans le même temps, la perspective d'élections anticipées s'éloigne en Italie et le M5S de Beppe Grillo a subi un cuisant revers au premier tour des municipales partielles. Cela a permis aux marchés financiers italiens, actions et obligations, de surperformer à nouveau. Décidément les vents sont plus doux sur le continent.

Les tensions politiques au Moyen-Orient conduisent d'habitude à une hausse du prix du pétrole. Cela n'a pas été le cas la semaine dernière, bien au contraire. Certes, le Qatar est un producteur majeur de gaz et non de pétrole. Surtout, les stocks américains sont jugés excessifs et au prix actuel la prospection et la reconstitution des réserves ne sont pas rentables si bien que **la production pétrolière mondiale** (hors gaz de schiste aux Etats-Unis) baisse désormais... ce qui devrait favoriser le redressement des prix à long terme.

En dépit de cette actualité politique chargée, les autres marchés sont restés calmes la semaine dernière. Le calendrier macro-économique était, il est vrai, peu chargé. Les chiffres économiques confirment **une activité assez soutenue** dans tous les pays développés, et amélioration tendancielle du marché du travail où le recul du chômage se généralise, mois après mois. Surtout, cette décrue du chômage ne s'accompagne nulle part de tensions salariales.

L'économie mondiale connaît un bouleversement profond, le travail lui-même se transforme. **Les salariés, les entreprises, le marché du travail deviennent de plus en plus flexibles**. Cette évolution est souvent accompagnée par des changements légaux et réglementaires ; parfois freinée, mais jamais arrêtée, par des rigidités de ce type. Le salariat classique (temps plein, contrats à durée indéterminée) tend à reculer, au profit d'emplois précaires, d'autos-entrepreneurs, de la multiplication des intermédiaires en emploi (et pas seulement via le travail temporaire), tout cela dans un cadre

de globalisation combinée à l'irruption des nouvelles technologies. Cette plus grande précarité de la rémunération du travail fait peser un risque sur la demande future, un danger que certains observateurs ont identifié.

Cette évolution, ou révolution, du travail semble avoir deux conséquences majeures. La part des salaires de base dans la valeur ajoutée tend à diminuer, ce qui creuse les inégalités. Et **le taux de chômage structurel diminue** (c'est-à-dire le seuil en deçà duquel les salaires tendent à s'élever recule). Il en découle un paysage économique où le risque inflationniste est structurellement bien plus faible. Après une période de désinflation liée à la globalisation, notamment celle du marché des biens, nous sommes entrés, avec la grande crise économique et financière, dans une période où la désinflation provient de la rémunération du travail. C'est une ère que la robotisation et l'intelligence artificielle pourraient faire perdurer. Les banques centrales ont commencé à intégrer ce nouveau paradigme dans leur analyse et donc dans leur politique monétaire.

La BCE a ouvert jeudi 8, une huitaine riche en communication pour les principales banques centrales. La Fed mercredi 14 puis la Banque d'Angleterre, jeudi 15 et la Banque du Japon vendredi 16 doivent intervenir tour à tour. **Les grandes banques centrales sont toutes confrontées à la même problématique : la disparition de l'inflation**.

Les nouvelles prévisions économiques de la BCE sont de la même veine : la croissance a été revue en hausse et les taux d'inflation (totale et sous-jacente) en baisse. La hausse de l'emploi et la baisse du chômage ne s'accompagne d'aucune hausse des rémunérations, au contraire, ce qui est cohérent avec un taux de chômage structurel moindre. Mario Draghi a indiqué jeudi dernier que la BCE avait "développé un nouveau concept de taux chômage, plus large que le taux de chômage officiel" ajoutant même que cela "réduit la hausse des salaires nominaux". La BCE réfléchit certainement à ce que cela implique pour sa **politique monétaire, plus souple plus longtemps**, puisque son objectif sur l'inflation (qui demeure inchangé) est plus difficile à atteindre.

La semaine dernière a été marquée par la première mise en application réussie de la nouvelle procédure européenne, supervisée par la BCE, de "bail in" d'une banque menacée de faillite, en l'occurrence la banque espagnole Banco Popular. C'est-à-dire qu'afin d'empêcher toute contagion au reste du système bancaire européen (risque systémique) et avant rachat par Santander, les dettes subordonnées émises par Banco Popular ont été utilisées pour absorber les pertes de la banque. Par ordre inverse de priorité chirographaire, les obligations AT1 et LT2 ont intégralement été utilisées pour absorber la perte et permettant ainsi de protéger les dettes seniors (et les dépôts).