



Marchés : il fait trop chaud pour s'agiter

Les réunions des banques centrales n'ont pas provoqué plus d'émoi que les législatives en France. Au cours de la semaine dernière nous avons juste enregistré **quelques prises de profits sur la plupart des marchés actions**. La stabilité de la volatilité à un niveau faible montre qu'il s'agit d'un épiphénomène. Le marché américain a d'ailleurs bien résisté malgré une série de chiffres d'activité moins soutenus (ventes au détail, production industrielle, permis de construire et mises en chantier) et, pour couronner le tout, une hausse des taux de la Fed (nous y reviendrons). Par ailleurs, quelques pays se distinguent.

La Grèce a évidemment bénéficié de la signature – enfin ! – d'un accord avec l'Europe, ce qui permet de débloquent une tranche de 8,5 mds d'euros du dernier plan de soutien. Surtout, le FMI s'est associé à cet accord qui, de ce fait, gagne en crédibilité et réalisme.

Le Mexique s'est distingué parmi les émergents. La banque centrale a encore relevé son taux directeur de 0,25%, mais il est possible que cette politique monétaire destinée à soutenir le peso touche à sa fin. Après avoir beaucoup souffert de l'élection de D. Trump, les marchés financiers mexicains montrent des signes de redressement, qu'il s'agisse des actions ou de la devise.

Les matières premières sont restées assez mal orientées la semaine dernière, souffrant de dégagements favorisés par quelques doutes sur l'ampleur et la durée de l'accélération récente de l'activité.

A la veille des négociations sur le Brexit, qui débutent dans une situation politique interne particulièrement complexe **pour le gouvernement britannique, les nouvelles économiques sont mauvaises**. L'inflation a progressé en mai pour atteindre 2,9% sur un an ; elle dépasse ainsi nettement le rythme de croissance des revenus des salariés, 2,1% en avril. On ne peut probablement plus tabler sur une accélération de la baisse du taux d'épargne. Les ventes au détail en volume ont d'ailleurs souffert en mai, elles reculent de 1,2% sur un mois et le glissement annuel chute de +4,2% en avril (un chiffre certes revu en légère hausse) à 0,9% seulement en mai. Si l'activité devait se dégrader, l'inflation pourrait se calmer dans les trois prochains mois. C'est ce que suggèrent les indices de prix à la production, dont la hausse ralentit enfin, ainsi que les "effets de base" liées à la chute de la livre fin juin 2016 (au lendemain du référendum).

Surprise à Londres : **3 membres de la Banque d'Angleterre (BoE) ont voté pour une hausse des taux** (un seul lors du meeting précédent) et 5 pour le statu quo au niveau – très faible – de 0,25%. La poussée inflationniste commence donc à préoccuper les membres de la BoE. Cela ne veut pas dire pour autant que les taux seront relevés lors d'une des prochaines réunions, un ralentissement économique (de plus en plus

probable) pourrait justifier, aux yeux de la BoE, de ne pas s'attaquer à l'inflation dont le pic est sans doute atteint.

La Banque du Japon (BdJ) a maintenu inchangé son programme d'achat de titres, dans le cadre de sa politique dénommée QQE (*Quantitative and Qualitative Easing*) et son objectif de prix pour les taux longs, dans le cadre de sa politique appelée YCC (*Yield Curve Control*). Le second objectif consiste à stabiliser le taux 10 ans à un niveau quasi-nul. Le FMI a d'ailleurs encouragé les pouvoirs publics japonais à maintenir les politiques monétaire et budgétaire expansives. Mais, et c'est un grand classique des règles de politique économique, **on ne peut pas contrôler à la fois le volume et le prix**. C'est à cette réalité que se heurte aujourd'hui la BdJ. Elle semble avoir du mal à acheter autant de titres qu'elle le voudrait, l'excès de demande de titres menace en effet de pousser à nouveau le rendement du 10 ans en territoire négatif, ce qui serait une bien mauvaise nouvelle pour les épargnants, notamment les retraités.

Au cours de l'été qui commence, les tendances lourdes sur l'ensemble des marchés dépendront probablement de l'analyse que l'on peut faire de la première économie du monde. Tous les observateurs ont vu le taux de chômage reculer sans que, pour le moment les rémunérations ne progressent plus vite. La Fed nous a indiqué cette semaine, lors de la publication de ses prévisions trimestrielles, que **le chômage structurel américain est plus faible que précédemment estimé**. Mais cela signifie-t-il que les salaires vont décoller plus tard dans le cycle, ou bien que la fameuse "courbe de Phillips" est plate (c'est-à-dire que le rythme de hausse des salaires est devenu insensible au niveau du chômage). Dans les deux cas, cela plaide pour peu d'inflation et une moindre hausse de taux courts comme des taux longs. D'ailleurs le marché ne semble plus croire aux 4 hausses de taux envisagées par la Fed pour les 18 prochains mois (selon les "dots", les estimations que font les membres du FOMC). Cette perspective a sans doute aidé le marché obligataire à digérer la présentation par la Fed de son plan de réduction de ses avoirs acquis dans le cadre de la politique de *Quantitative Easing*. Il faut dire que le plan de la Fed est progressif et qu'il sera mis en œuvre de façon très pragmatique. La Fed a clairement le souci d'éviter aux marchés de violentes secousses.

Le marché obligataire de la zone euro a tenté de suivre l'orientation donnée par le marché américain. Cependant, l'activité semblant mieux orientée de ce côté de l'Atlantique, la partie courte de la courbe des taux a souffert, en particulier la zone 2 – 5 ans allemande.