



La ta ta ta tac tac tique des banques centrales

Au cours de la semaine écoulée, notamment lundi 11, le marché a présenté, toutes les caractéristiques de **retour en mode "Risk On"**, les marchés semblent même ignorer les péripéties nord-coréennes. Les actions ont progressé, les taux longs se sont tendus, le pétrole est monté (au-dessus des 50\$ pour le WTI américain), tandis que l'or baissait, et la volatilité, pourtant encore assez basse, s'est érodée. Ces évolutions ont un impact direct sur la performance relative des différents secteurs : les financières sont portées par la pentification de la courbe des taux et le secteur énergétique par la hausse du prix du pétrole.

Pourtant, nous n'avons pas eu de données économiques susceptibles de créer cette dynamique. Aux Etats-Unis, les ventes au détail et la production industrielle ont affiché de légers replis en août, peut-être en partie imputables au cyclone Harvey. Quant à l'inflation, les signaux sont légers et divergents : elle a accéléré un peu que moins prévu au stade des prix à la production (2,5% sur un an), mais un peu plus au niveau des prix à la consommation (1,9% pour l'ensemble et 1,7% pour l'indice sous-jacent). Ces chiffres décrivent **une économie américaine qui n'accélère plus**, mais les observateurs espèrent un coup de fouet supplémentaire avec une petite réforme fiscale et des dépenses publiques en hausse.

Nous lirons cette semaine avec attention l'analyse que la Fed va faire des perspectives de l'économie américaine. Elle doit en effet actualiser ses prévisions économiques. Surtout, les marchés attendent que **le FOMC lance officiellement la réduction de son encours de titres en portefeuille**, qui ont été achetés lors des différentes phases du QE. L'institut d'émission nous a déjà annoncé que la montée en puissance régulière de cette action s'étalera sur 5 trimestres. Nous pensons que cette mesure, théoriquement négative pour le marché obligataire, pourrait s'accompagner d'une révision en baisse des prévisions de taux directeurs que font les membres du Board (les fameux "dots"). La Fed prendrait ainsi acte des anticipations actuellement déjà intégrées dans les prix de marché. Un discours plus *hawkish* serait une surprise pour les marchés, à laquelle nous ne croyons pas.

A ce **léger durcissement de la politique monétaire** américaine, pourrait bientôt faire écho le ralentissement des achats de titres par la BCE. Celle-ci devrait, comme nous l'expliquions dans cette colonne la semaine dernière, être annoncée fin octobre. Seule la Banque du Japon paraît vouloir camper sur ses positions, même si la croissance y est solide et la déflation enrayée ; nous devrions en avoir confirmation cette semaine.

En zone euro, les chiffres du T2 relatifs au marché du travail sont excellents. L'emploi est en progression plus rapide qu'attendu (+0,4% t/t au T2 après +0,5% au T1, deux chiffres supérieurs de 0,1 point aux anticipations du marché). Les

salaires ont également accéléré pour atteindre +2,0% sur un an, alors que la hausse des cotisations sociales ralentit, à +0,8%. Ainsi, les revenus des ménages vont progresser plus vite sans que les tensions inflationnistes ne soient trop vives. Ces chiffres promettent **une poursuite de la solide croissance en zone euro, probablement portée par la consommation et l'investissement**. L'appréciation de l'euro au cours des derniers mois, même interrompue la semaine dernière, aura un impact négatif sur les exportations, mais **la fermeté de la demande interne devrait largement compenser cet effet et entretenir la fermeté de l'euro**.

Dans ce contexte calme, le principal événement de la semaine écoulée a été **la réunion de la Banque d'Angleterre** (la BoE). La politique monétaire est restée inchangée, que ce soit en montant d'actifs détenu ou pour les taux, même le nombre de votes en faveur de la hausse des taux (2 voix) est stable. Toutefois, elle indique envisager d'abaisser les mesures de soutien à l'économie, pour autant que les tendances actuelles se poursuivent. La BoE se justifie ainsi : en dépit des inquiétudes sur le Brexit, les indices d'activité ne fléchissent que lentement, le marché du travail reste très solide, la hausse des prix à la consommation ne s'infléchit pas, au contraire elle est remontée à 2,9% en août. Il existe un décalage entre d'une part, le niveau du taux directeur (0,25%) et, d'autre part, l'inflation qui dépasse largement l'objectif de 2% pendant que le taux de chômage (4,3%) est tombé en deçà du niveau structurel (lui-même revu de 5% à 4,5% en début d'année). Ainsi, **le niveau très négatif du taux directeur réel britannique ne semble plus se justifier**. Les opérateurs de marché ont été sensibles à ce changement de ton dans le discours : de nombreux intervenants, qui jouaient la baisse de la livre ont, pour un temps, coupé ces positions, comme nous l'avons fait.

L'économie britannique a largement bénéficié de ces taux négatifs car ils agissent par trois canaux. D'abord, le financement de l'investissement et de la consommation a été facilité ; ensuite, les ménages et les entreprises étant endettés presque entièrement à taux variable, leurs revenus nets de charges ont été dopés ; enfin, la livre s'est dépréciée. Au vu de l'efficacité de ces leviers, le laxisme actuel de la politique monétaire devient excessif, même avec l'incertitude liée au Brexit. Une hausse des taux devient maintenant probable. Dans un tel contexte toutefois, du fait de la puissance de l'arme monétaire, **l'ampleur et la durée de la hausse des taux de la BoE pourraient toutefois être limitées**. Cette normalisation monétaire pourrait même être ajournée si la météo économique ou politique devait subitement tourner à l'orage d'ici la réunion du début novembre. Après une telle hausse, la livre ne risque-t-elle même pas de s'affaiblir à nouveau ?

Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 18/09/17 à 17h00