



Cool, c'est la rentrée !

Les marchés ont été assez calmes au cours de la semaine écoulée, les principaux mouvements se limitant à une hausse des cours des métaux et un recul des volatilités. A deux exceptions près, les chiffres économiques n'ont d'ailleurs apporté que peu de nouveauté.

Le taux d'inflation en zone euro a progressé de 0,2 point à 1,5% en août, soit un petit peu plus qu'attendu. L'inflation sous-jacente a gagné 0,1 point à 1,2%, toujours bien en deçà de l'objectif de la BCE. Il faut souligner qu'au niveau national les évolutions sont assez homogènes. Cela ne porte pas à conséquence, le mouvement est trop modeste pour entraîner une réaction des marchés, d'autant que l'appréciation récente de l'euro va renforcer les pressions désinflationnistes. Par ailleurs, les chiffres d'activité et de confiance restent globalement très bons, confirmant la solidité de la croissance.

Le marché attend la réunion du conseil de la BCE le 7 septembre et surtout la conférence de presse qui s'ensuivra. De nouvelles prévisions économiques seront rendues publiques, probablement sans grand changement par rapport à celles de juin dernier ; en effet l'appréciation de l'euro, principale évolution enregistrée ces trois derniers mois, sera compensée, côté activité, par une confiance remarquable et sera effacée, côté inflation, par un prix du Brent plus élevé.

Reste, **l'annonce des modalités de la fin du QE**. Les observateurs ne semblent pas convaincus que cette annonce soit pour septembre, elle peut d'ailleurs attendre la réunion du 26 octobre. Néanmoins cette question sera sans doute évoquée lors de la réunion, même si aucune décision n'est prise et annoncée.

Pourtant la fin du QE se profile inexorablement pour 2018. D'une part, la reprise économique justifie de moins en moins la poursuite de cette politique. D'autre part **le gisement de titres achetable commence à s'épuiser** dans un certain nombre de pays (y compris bientôt en Allemagne). Si jamais Mario Draghi devait surprendre les marchés, nous aurions là un double risque. **Le premier risque, celui d'une hausse des taux** à moyen et long-terme, nous semble être un danger limité... en fait le moment serait même assez bien choisi, compte-tenu du point de départ actuel, c'est-à-dire des taux très bas, tant en Allemagne qu'ailleurs, et des spreads de signature serrés. **Le second risque, celui d'une appréciation de l'euro**, est plus problématique, parce que l'euro a déjà beaucoup progressé ces derniers mois. Il serait probablement difficile de contenir la monnaie unique par un simple discours apaisant et la BCE n'a que peu d'armes crédibles pour enrayer l'appréciation de sa devise.

A première vue, **le rapport sur l'emploi américain indique** un ralentissement de l'activité et surtout **un recul des risques inflationnistes**. Presque toutes les données vont dans ce sens. Les créations d'emplois en août sont inférieures aux attentes (156 000 contre 180 000). Avec les révisions à la baisse des deux mois antérieurs ce sont presque 70 000 emplois qui manquent par rapport aux anticipations. Faisant seule exception, le secteur manufacturier détonne, avec 36 000 créations de postes en août, c'est le second chiffre mensuel le plus haut depuis 10 ans, de plus, la hausse de juillet a aussi été revue de 16 000 à 26 000. Ainsi, les moindres créations de postes sont en partie liées à la baisse des emplois dans le secteur public, mais surtout à moins d'ouvertures dans les services. Néanmoins, il ne faut pas surinterpréter le rapport sur l'emploi d'août, d'autant plus que le grand recalibrage annuel sera disponible cette semaine. **L'activité économique reste assez dynamique**.

Le recul de la durée hebdomadaire moyenne du travail (à 34,4 heures en août après 34,5 en juillet) ajoute aux moindres créations d'emplois, ce qui **pèsera sur les volumes de production**. Notons, qu'il est fort peu probable que l'ouragan Harvey ait pu affecter la durée du travail à l'échelle du pays, même si quelques milliers d'emplois ont pu être temporairement supprimés en fin de mois.

Le chiffre est également un peu moins bon que prévu du côté **du taux de chômage, qui remonte un peu**, de 4,3% en juillet à 4,4% en août, alors qu'il était attendu stable. Le taux de participation est inchangé à 62,9%. En ajoutant le sous-emploi, le niveau du taux de chômage est stable à 8,6%. L'économie américaine reste assez proche du plein emploi, sans que cela ne conduise à la moindre tension sur les salaires, puisque **le salaire horaire moyen ne progresse que 0,1% en août**, moins qu'attendu (0,2%) et moins qu'en juillet (0,3%). La variation annuelle est stable à 2,5% seulement.

Ces chiffres ne favorisent pas les anticipations de hausse des taux de la Fed. Mais le marché est déjà positionné sur une stabilité des taux directeurs jusqu'en fin d'année. A la suite de la réunion de la Fed des 19 et 20 septembre, il est possible que les "dots" nous révèlent que certains membres de la Fed ont **abandonné leurs anticipations de hausse de taux sur 2017**, ou bien qu'ils ont réduit celles pour 2018. La Fed devrait néanmoins lancer, comme attendu, son programme de **recul progressif des encours détenus** au titre de la politique de QE.

*Achévé de rédiger par Yves Dujardin
et Dominique Barbet le 04/09/17 à 19h00*