

## Orages sur les marchés

La situation politique européenne a traversé une phase critique au cours de la semaine dernière. Epicentre de la crise, **l'Italie où tous les scénarii ont été jugés possibles**, un gouvernement technique ou des élections anticipées en plein cœur de l'été. Sur les marchés actions, la crise a été gérable, le repli des cours généralement acceptable et la hausse de la volatilité modérée. Mais **sur l'obligataire la volatilité a été exceptionnelle**, le rendement des emprunts à deux ans qui valait -0,17% fin avril a dépassé 2,70% au plus haut mardi 29 mai, pour revenir à 1,03% vendredi soir (le rendement de l'emprunt phare 10 ans n'a pas été épargné non plus passant de 1,78% à 3,38% puis 2,74%). C'est finalement la solution d'un **gouvernement G. Conte remanié** qui a prévalu et les marchés ont considéré cela comme **un moindre mal**.

Parallèlement en Espagne, **le gouvernement de M. Rajoy a été renversé** par une coalition hétéroclite et remplacé par un gouvernement minoritaire avec à sa tête P. Sánchez. **Il fut un temps où la combinaison des chocs politiques italien et espagnol aurait plongé toute la zone euro dans une crise durable**. Les opérateurs de marché s'habituent aux incertitudes, aidés par une situation économique et bancaire meilleure ; et ils s'adaptent à une volatilité extrême, au prix d'une brève disparition de la liquidité. Même si, une fois encore, l'effondrement des cours obligataires a pu contraindre à des liquidations de positions... dans les pires conditions. La plupart des investisseurs savent maintenant que ce genre d'événements peut se produire et ils gardent un minimum de calme. On sait surtout que **la BCE veille**.

Au sortir de cette séquence, **les taux italiens** (et dans une bien moindre mesure, espagnols) **sont bien plus élevés** tandis que les taux allemands sont beaucoup plus bas. C'est bien la dernière chose dont l'Europe en général et l'Italie en particulier avaient besoin. Sans qu'aucune mesure de politique économique n'ait encore été prise, la situation budgétaire italienne et les marges de manœuvre politiques se sont sensiblement dégradées. Ce pays est à la traîne pour la croissance, il connaît un taux de chômage élevé et la charge de sa dette publique va aller crescendo, au fur et à mesure du refinancement de ses dettes.

En mai, l'inflation italienne est de 1,1% l'an, soit des taux réels (au sens courant du terme) nettement positifs sur les emprunts d'Etat à partir de la maturité 4 ans. A contrario, en Allemagne où l'inflation atteint 2,2% en mai, tous les taux réels sont très négatifs, de plus de 100pb, même sur la maturité 30 ans. Or l'économie allemande ne devrait pas avoir besoin d'un tel soutien monétaire pour converger. **La zone euro est confrontée à une violente force centrifuge**. Avant la monnaie unique ce sont les taux courts qui devaient supporter le poids, souvent excessif, des efforts de stabilisation des parités de change, par des augmentations très élevées, mais temporaires, des taux courts. Avec la monnaie unique ce sont les taux à long terme qui subissent la charge, des divergences économiques structurelles, par des écarts de taux moins impressionnants, mais plus durables. L'ajustement ne peut être que long, lent et pénible. La convergence espérée n'est pas encore au rendez-vous, par manque de solidarité, de transferts et de mobilité.

La BCE ne peut pas grand-chose pour résoudre cette dichotomie des taux réels à long terme. **Sur les taux courts la**

**BCE est parvenue à créer une certaine harmonisation** des conditions financières, grâce à l'union bancaire et aux généreuses opérations de refinancement bancaire à long terme. La BCE doit adapter sa politique monétaire à la situation économique de l'ensemble de zone euro, même si elle le fait avec une vision de long terme. Ainsi, **le bond récent du taux d'inflation de la zone euro**, l'indice flash de mai atteint 1,9% après 1,2% en avril, ne devrait pas entraîner de modification de sa politique. L'envolée de mai, qui devrait se poursuivre en juin et juillet, **est d'abord imputable à la hausse récente du prix du pétrole** (mesurée par le prix du Brent pour l'Europe), renforcée par le recul de l'euro face au dollar.

L'inflation hors énergie et alimentation reste faible à 1,1% en mai, **très loin de l'objectif de la BCE** d'avoir une hausse des prix proche de 2% qui soit stabilisée, auto-entretenu, sans le support de sa politique monétaire. L'accélération par rapport à l'inflation sous-jacente du mois précédent n'est pas significative car le chiffre d'avril, 0,7%, avait subi une forte distorsion technique.

Sur la semaine ce sont les actions américaines qui performant le mieux. Elles ont bénéficié d'un rapport sur l'emploi très favorable. **Les créations d'emplois ont renoué avec une forte hausse en mai**, +223 000 postes, soit 30 000 de plus qu'attendu, après deux mois un peu décevants. Les embauches restent dynamiques dans l'industrie. Ce qui est surtout remarquable c'est **la poursuite de la baisse du taux de chômage à 3,8%** en mai après 3,9% en avril. Le repli reste d'un demi-point sur un an et nous retrouvons le point bas de l'an 2000. **A la prochaine baisse ce sera un taux de chômage inconnu depuis les années 60 !**

La hausse du salaire horaire moyen est légèrement plus forte que prévue, +0,3% m/m contre +0,2%. Néanmoins cela intervient après une augmentation faible en avril, +0,1%, de sorte que la tendance n'a rien d'inquiétant. D'ailleurs, le glissement annuel, +2,7% en mai après +2,6% en avril, est conforme aux anticipations et en ligne avec ce que l'on peut observer depuis 20 mois. **La poursuite de la baisse du chômage n'entraîne toujours pas d'effet inflationniste généralisé sur les salaires**.

Dans le reste du monde les marchés subissent la loi américaine. La Fed remonte les taux et le dollar se redresse, ce qui pèse sur les marchés émergents. Mais **la principale menace vient de la politique protectionniste de l'administration Trump**, qui fait deux pas en arrière après chaque pas en avant. Les partenaires protestent, ils aboient mais ils n'ont jusqu'à présent guère mordu. Tout au plus la Chine a-t-elle affirmé que ce qui a été négocié récemment serait nul et non avenue si les Etats-Unis s'entêtaient. La stratégie "America first" (et les autres ne comptent pas) risque de **mettre à mal le dynamisme du commerce international et la croissance mondiale**. On voit déjà la confiance s'éroder en Europe et dans les pays émergents. Même si, dans ce bras de fer, les Etats-Unis restent les plus forts, c'est un calcul à courte vue. Il n'y a qu'un pas de "America first" à "America alone".