



Programme de la rentrée : il faudra réviser l'inflation

La semaine dernière a été difficile pour les indices boursiers qui ont reculé presque partout (-2,9% pour l'euro Stoxx 50 et le TOPIX japonais, -1,0% pour le S&P 500, et -2,5% pour le Nasdaq comme pour l'indice MSCI pays émergents). **Les marchés obligataires n'ont pas offert de consolation aux investisseurs**, les taux souverains se sont tendus dans la très grande majorité des pays et sur l'ensemble des maturités. A 2,94% le rendement du T. Bond 10 ans est au plus haut depuis un mois. Dans un tel contexte, seul un petit pays, non gaulois, a particulièrement bien résisté. **En Italie**, la détente de la situation politique intérieure et des **propos rassurants sur le budget**, notamment de G. Tria le ministre de l'économie et des finances, ont permis à la fois une très belle détente des taux obligataires (-37 bps sur le 10 ans) et un rebond des actions (MIB +1%). Cela pourrait être le début d'un retour vers la normale, sans que l'on puisse affirmer que cette tendance se poursuivra, car les incertitudes politiques demeurent trop importantes.

Hors Italie, le contexte de marché a donc été difficile la semaine passée. Ce n'est pas un indicateur économique spécifique ou des nouvelles inquiétantes qui expliquent cette dégradation quasi-générale des marchés. C'est plutôt **un sentiment diffus de dérapage progressif** des relations politiques internationales, de la croissance mondiale, et du retour de l'inflation, dont on ne parlait plus.

Le rapport sur l'emploi américain mérite ainsi d'être analysé. Les créations d'emplois se poursuivent à rythme soutenu, 201 000 en août, un niveau très proche de la moyenne des 3, des 6 ou des 12 mois précédents. Elles confirment les autres bons indices relatifs à la croissance. Le taux de chômage est resté stable en août à 3,9% et le taux de sous-emploi a reculé à 7,4%. Dans les deux cas, on frôle le point bas des années 2000/2001, **l'économie américaine a atteint le plein-emploi**, les records de la fin des années 60s sont presque à portée de main. Conséquence logique, les salaires commencent à accélérer, certains diront "enfin !". Le salaire horaire a progressé en août de 0,4% sur le mois et de 2,9% un sur an (après 0,3% et 2,7% en juillet). Il s'agit du niveau annuel le plus élevé depuis juin 2009 (identique au chiffre de janvier dernier, mais ce dernier avait subi une sévère distorsion climatique, ce qui n'est pas le cas cette fois-ci, cf. le FideasFlash de vendredi dernier). **La préoccupation inflationniste aux Etats-Unis est en train de revenir au premier plan, à juste titre.**

Une attention particulière sera donc portée dans les prochains jours à la publication des évolutions de prix de gros (mercredi 12) et de prix à la consommation (jeudi 13) ; les économistes attendent des taux d'inflation quasi-stables. On soulignera que **le déflateur de la consommation hors énergie et alimentation a atteint le niveau de 2,0%, en juillet et est ainsi en ligne avec l'objectif de la Fed... pour la première fois en 6 ans !**

Le FOMC a par conséquent toutes les raisons de **relever le taux des Fed Funds** une nouvelle fois, lors de sa prochaine réunion le 26 septembre. En effet, sa politique de taux actuelle demeure expansionniste, avec une fourchette de 1,75 à 2,00%, le taux réel n'est toujours pas positif. Même si la politique monétaire quantitative est de plus en plus restrictive, la fin du cycle de

hausse des taux n'est pas encore en vue. **La question inflationniste**, qui est à surveiller aux Etats-Unis, **devient aussi un sujet global.**

Au Japon, c'est un soulagement, la sortie de la déflation se confirme même si elle demeure lente. Le plein-emploi devrait entretenir cette tendance.

En zone euro le taux d'inflation a progressé, un journaliste allemand, interrogeant M. Draghi le 26 juillet, avait même laissé entendre que l'objectif de la BCE était atteint (!). En réalité, avec une inflation sous-jacente de 1,0%, le taux d'inflation d'ensemble à 2,0% n'a rien de durable et devrait diminuer dans les mois à venir. Gageons que M. Draghi réaffirmera, lors de la conférence de presse de jeudi prochain, que l'objectif d'inflation n'est pas atteint de manière durable et que la politique monétaire se doit de rester accommodante.

Il est sûr que les inquiétudes déflationnistes en zone euro ont totalement disparu. **La hausse des prix et des salaires pourrait devenir une thématique pour les marchés financiers** dans les quelques pays qui ont atteint le plein-emploi (Allemagne, Pays-Bas, Autriche et, peut-être, Luxembourg et Estonie). Pourtant, cela ne pose **aucun problème économique** ; au contraire, un peu d'inflation salariale dans ces pays aiderait à rééquilibrer la compétitivité entre les membres de la zone euro. C'est aussi le meilleur moyen d'approcher l'objectif d'inflation de la BCE, puisque ces pays entretiennent volontairement leur excédent budgétaire et, souvent, un surplus de leur balance courante.

Le cas du Royaume-Uni est particulier en raison du Brexit. Néanmoins le taux d'inflation y est **supérieur à l'objectif de 2%** fixé par le gouvernement depuis maintenant un an et demi et, bien que l'économie ralentisse, elle demeure en plein-emploi. Les craintes pourraient s'atténuer avant de renaître.

La menace inflationniste affecte en premier lieu les pays en développement. D'une part la hausse des taux directeurs américains renchérit leur endettement, d'autre part elle participe à l'appréciation du billet vert (leur dette extérieure est souvent libellée en USD). Pire, certaines devises émergentes se déprécient violemment (TRY, ARS, ZAR, CNY, INR, etc...) ce qui rend le fardeau de la dette insupportable mais aussi risque fort d'enclencher une spirale inflationniste de nature à détruire la confiance dans la monnaie et l'économie. **On ne compte plus les pays émergents dont l'inflation a commencé à dérapier.**

Les marchés financiers sont exposés à **bien d'autres menaces comme la guerre commerciale**, menée par Trump (et les représailles envisagées par certains partenaires). Le climat politique européen reste tendu, le résultat des élections suédoises ne doit pas estomper la montée des nationalismes, on le verra peut-être en Bavière le 14 octobre. Les négociations sur le **Brexit** entrent dans une phase active et incertaine, même s'il semble que l'essentiel des problèmes sera renvoyé à la période de transition. **La prudence reste de mise.**