



Les banques centrales, héroïques hérauts de la paix boursière

La semaine a été bonne sur les marchés actions, surtout aux Etats-Unis, presque +4% pour le Nasdaq et même un peu plus pour le S&P 500, mais aussi en Europe (+3% pour le Stoxx 50) et dans une moindre mesure au Japon (+1,4%) ou sur les marchés émergents, à l'exception notable de la Chine et net repli (-2,4% pour l'indice des *A Shares*). Mais l'Asie est victime d'une **épidémie de peste porcine africaine qui prend une ampleur catastrophique**, qui va peser sur la consommation et le niveau de vie, voire sur la croissance.

D. Trump a encore marqué un point. En menaçant d'imposer des droits sur les produits mexicains, il a obtenu un renforcement de la frontière sud du Mexique. Comme quoi cette menace peut être réutilisée à n'importe quelle fin. Dès lors, le petit délai de 2 semaines accordé par les Etats-Unis avant de relever les tarifs douaniers sur les produits chinois n'est qu'une péripétie. Il faut sans doute nous attendre à ce que la même menace soit employée à répétition par Mr "America First" pour affaiblir chacun de ses partenaires obtenir toujours plus de concessions.

Aux Etats-Unis, le rapport sur l'emploi a présenté un **chiffre de créations d'emplois de 75 000 très en-deçà des anticipations** (+185 000 postes créés) sans compter les révisions en baisse sur mars et avril. Mais le rapport ADP, mercredi, avait un peu préparé le marché à des données décevantes. La logique eut dicté que de faibles créations d'emplois fussent associées à un mauvais chiffre d'activité et donc induisent un recul des actions. **En fait, le marché semble s'être focalisé sur la faible hausse du salaire horaire +0,2% m/m, soit 0,1 point de moins que prévu pour le second mois consécutif**, ce qui ramène le glissement annuel de mai à +3,1%, il retombe ainsi au niveau de janvier dernier.

A noter qu'en dépit de moindres créations d'emplois, **le taux de chômage de 3,6% ne monte pas** et que, au contraire, le taux U6 (qui inclut également le sous-emploi) recule même de 7,3% en avril à 7,1% en mai. Mais les intervenants, constatant que la courbe de Phillips est désespérément plate ne redoutent pas que les tensions sur le marché du travail amènent le moindre risque de spirale inflationniste.

La combinaison d'une absence de tension inflationniste sur les rémunérations et de la crainte d'un repli de la croissance, a conduit à **renforcer les anticipations de baisse des taux** : baisse à assez brève échéance pour les taux directeurs, et recul immédiat pour les rendements sur le marché obligataire. Evidemment ces perspectives ont **pénalisé le dollar sur le marché des changes**, d'autant plus que l'EUR/USD s'est heurté à trois reprises à barre des 1,11 et que la volonté politique est plutôt d'empêcher toute appréciation du dollar. Dès lors, une monnaie moins forte se conjuguant à des taux plus faibles, expliquent la hausse des marchés actions. De plus, les indices PMI de l'ISM pour mai, comme les commandes de biens non durables d'avril infirment un ralentissement économique. **Les anticipations de politique monétaire sont un filet de sécurité pour les marchés.**

De l'autre côté de l'Atlantique, **la BCE maintient une politique monétaire généreuse** (cf. [FideasFlash du 6 juin "BCE : fluctuat nec mergitur"](#)). La "forward guidance", matérialise la promesse

de ne pas relever les taux a été prolongée jusque fin juin 2020, au moins. D'autres mesures expansionnistes ont aussi été débattues, sans être adoptées à ce stade (baisse des taux ou réouverture du QE par ex.). La BCE a surtout présenté les grandes lignes des opérations trimestrielles de refinancement bancaire à long-terme d'une durée de deux ans chacune. Ces sept TLTRO III seront mises en places de septembre 19 à mars 21. Les conditions offertes sont légèrement moins généreuses que pour les précédents TLTRO II. Surtout, **des plafonds sont prévus de façon à ce que la sortie soit progressive** (évitant le "cliff ending"). L'objectif est clairement de pouvoir se passer d'une éventuelle série de TLTRO supplémentaires à la maturité des TLTRO III entre 2021 et 2023.

La BCE a donc décidé d'assouplir un peu sa politique monétaire, bien qu'elle n'ait que peu révisé son scénario économique par rapport à celui présenté en mars, lequel avait déjà vu les prévisions de croissance et d'inflation sévèrement réduites. Le scénario table toujours sur une accélération de l'inflation salariale, pourtant **la révision en baisse du taux de chômage et des gains de productivité ne permettent toujours pas au taux d'inflation d'atteindre son objectif**. En fait, l'exercice de prévision s'est appuyé sur les niveaux de marché de la première quinzaine de mai. Or, depuis, les perspectives sur l'activité et les prix se sont plutôt dégradés, ce que le Conseil de la BCE a pu prendre en compte.

D'un point de vue économique, la différence entre les Etats-Unis et l'Europe, et en particulier sa première économie, l'Allemagne, est frappante. La production industrielle y a reculé de 1,9% sur le mois et de 1,8% sur un an (et même -3,4% pour le seul secteur manufacturier). **La timide reprise des commandes reçues par l'industrie allemande**, +0,3% en avril après +0,9% en mars, **laisse quand même 5,3% en deçà du niveau d'avril 2018**, il s'agit du 11ème mois de repli annuel. Les exportations continuent de souffrir.

Au Royaume-Uni, où les PMI d'avril avaient surpris par leur vigueur, c'est en mai que **l'on observe la chute redoutée** dans l'industrie (49,4 après 53,1) comme dans la construction (48,6 après 50,5), seuls les services résistent (51,0 après 50,4). **L'incertitude est loin d'être dissipée**, avec 10 candidats au poste de 1^{er} ministre et la surenchère de promesses associée. Elle-même renforcée par le plaidoyer de D. Trump pour un Brexit dur, alors qu'il n'est sans doute que l'application du principe d'affaiblissement maximal des partenaires avant toute négociation (cf. "The Art of the Deal").

Le contexte général reste celui d'incertitudes économiques et politiques fortes. Mais **les marchés semblent s'y être quelque peu accoutumés, rassurés par la présence bienveillante des banques centrales**, toujours prêtes à intervenir. Les liquidités sont et devraient rester hyper-abondantes, poussant certains marchés vers des valorisations extrêmes, on pense aux obligations souveraines. Cela ne peut qu'**entretenir la course aux rendements** sur les autres actifs : immobilier, actions, compartiment crédit des obligations. Même l'or s'inscrit en hausse.

Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 12/06/19 à 10h00