



Qui paye ses dettes s'appauvrit !

La dernière semaine du trimestre a été calme sur les marchés actions. C'est sans doute de l'attentisme avant le G20, combiné au début, un peu prématuré, de la torpeur estivale. Mais du côté obligataire, **les rendements ont continué à s'éroder...** ou à s'enfoncer dans le négatif, c'est selon. Aux Etats-Unis, la courbe des taux demeure inversée jusqu'au 3 ans et, au-delà, subit une tendance à l'aplatissement, ce qui réduit progressivement l'inversion sur le segment 3 mois - 10 ans. En Europe aussi, **les courbes s'aplatissent.** Le rendement du Bund 10 ans a établi un nouveau record en clôturant le trimestre à - 0.33% (à comparer aux records établis en juillet 2016 à -0.20% sur le Bund et -0,29% pour le 10 ans japonais). Le rendement de l'OAT 10 ans est brièvement, mais à plusieurs reprises, passé en territoire négatif pour terminer le T2 à -0,01%. Il semble ce lundi que **l'Etat français pourra, pour la première fois, se financer à taux négatif sur 10 ans** lors de l'adjudication de jeudi prochain. Grâce à la BCE et aux marchés, les financements des Etats à taux négatifs contribuent positivement à leurs budgets. Et **ce n'est pas une erreur de la banque !**

Depuis le début de l'année les performances des marchés financiers sont impressionnantes. **La hausse des actions est le plus souvent à deux chiffres,** les Etats-Unis enregistrent leur meilleur semestre boursier depuis le début du siècle ! Partout, l'essentiel de la performance a été réalisée sur le T1, mais le T2 a finalement permis d'accroître les gains, grâce à un bon mois de juin. Principales exceptions, **les places asiatiques qui, malgré la hausse de juin, ont globalement sous-performé** et souvent reculé au T2. Elles sont les principales victimes des tensions commerciales avec les Etats-Unis.

Les investisseurs, prudents après un exercice 2018 difficile, ont pris des profits, sur les actions et les obligations, bien avant la fin du mois de juin. Mais les liquidités sont toujours très abondantes et les taux très négatifs, si bien qu'il devient très pénalisant de ne pas être investi, même si les niveaux actuels des marchés semblent, dans l'ensemble, peu attractifs. **Au vu des performances récentes des marchés obligataires, les investisseurs ne croient ni dans l'accélération de la croissance, ni dans le retour de l'inflation.** Pourtant les matières premières se portent bien et les hausses de la semaine dernière sont venues couronner un excellent mois de juin, qu'il s'agisse des métaux industriels, du pétrole, ou même de l'or qui est parvenu à clôturer le trimestre juste au-dessus des 1400 \$ l'once.

Les analystes discutent de **ce cycle qui, aux Etats-Unis,** est devenu en juillet **le plus long en plus d'un siècle et demi** d'histoire économique documentée. Peut-il encore se poursuivre ? Le recul des commandes de biens durables en mai, -1,3% sur un mois, n'a rien d'alarmant car il est entièrement imputable à la suspension des commandes de Boeing 737 Max ; le reste de l'économie résiste bien. Après tout, **les derniers cycles figurent presque tous parmi les plus longs répertoriés,** et les autorités politiques comme monétaires ne souhaitent pas son interruption. Il est vrai qu'il n'y a guère de problème de surchauffe dans l'économie américaine. Le déflateur des prix à la consommation n'a progressé que de 1,5% sur un an en mai, inchangé par rapport au chiffre initialement annoncé pour avril, et l'indice sous-jacent, pour

lequel la Fed a fixé un objectif à 2,0%, est inchangé aussi à +1,6% l'an. **L'absence d'inflation est donc confirmée.** Dans un contexte d'incertitudes politiques qui demeurent élevées, la Fed est plus inquiète du risque de récession que d'inflation. L'interrogation n'est pas sur les objectifs économiques du FOMC, mais sur **le rythme et l'ampleur des baisses des taux des Fonds fédéraux nécessaires** pour les atteindre.

En Europe l'inflation n'est pas un problème non plus, comme l'atteste l'estimation flash de l'indice harmonisé de la zone euro. Pour juin, il affiche une hausse stable à 1,2% sur un an, malgré le rebond du taux d'inflation sous-jacente à 1,1% (après un mois de mai qui avait subi une distorsion technique à la baisse à 0,8% venue compenser la distorsion à la hausse d'avril à 1,3%). **On reste très loin de l'objectif de la BCE d'une inflation proche de 2%, stable et auto-entretenu.** A Francfort, comme à New York, les autorités monétaires commencent à **s'interroger sur la nécessité de viser une période d'inflation supérieure à l'objectif pour compenser la longue période de sous-inflation.** Il en va de la crédibilité de l'institut d'émission, et surtout de l'ancrage des anticipations inflationnistes à un niveau pas trop faible. A l'approche du choix du successeur de Mario Draghi, un certain consensus semble se faire parmi les membres du **conseil de la BCE, autour de l'idée que l'économie a besoin d'être soutenue.** En effet, après un bon T1, la croissance a donné des signes de faiblesse pour le T2 et, surtout, les indicateurs de confiance des entreprises sont en baisse presque partout (sauf en France où l'on bénéficie, avec modération, des effets de la relance budgétaire). L'avenir nous dira si cet apparent consensus est durable ou relève de la recherche de soutiens politiques.

Le Royaume-Uni fait bande à part. Il se cherche un nouveau premier ministre, qui, en dépit des promesses de reprendre presque à zéro la négociation sur le Brexit, va se heurter aux mêmes réalités que T. May : l'existence de l'Union Européenne, puis la division de Westminster. Pendant ce temps-là, les agents britanniques qui s'étaient plus ou moins bien préparés à un Brexit le 29 mars, sont amenés à s'ajuster, mais **toujours sans aucune visibilité.** Le meilleur, ou le pire, exemple de la confiance qui s'écroule est donné par l'indice CBI du commerce. Après avoir plongé à -27 en mai, le second plus bas des 10 dernières années, l'indice a sombré à -42 en juin, un niveau qui n'a été observé, au cours des 35 ans d'existence de l'indice, que pendant la période de la grande crise de 2008-2009. Un trou d'air était attendu en avril, la question est de savoir s'il n'est pas en train de se transformer en panne de croissance.

Dans un monde où la notion même de cycle économique s'affaiblit et où l'inflation semble avoir disparue les politiques économiques, budgétaires et monétaires, peuvent rester durablement expansionnistes. C'est rassurant pour l'économie, mais cette éternelle abondance de liquidités a réduit les rendements à des niveaux aussi extrêmes que pérennes ! **On ne peut qu'espérer que les "responsables" politiques sachent saisir cette opportunité** pour s'attaquer aux problèmes structurels de leurs économies, aux inégalités grandissantes et à la préservation de la planète.

Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 01/07/19 à 18h00