



Une fin de trimestre un peu mouvementée

Les marchés européens ont souffert au cours de la semaine écoulée, actions comme obligations. La courbe des taux européenne a inversé le mouvement d'aplatissement des semaines précédentes pour se repentir, jusqu'au 10 ans, et les spreads souverains se sont également écartés. La fin de trimestre a sans doute pesé sur les marchés, boursiers en particulier. Les marchés américains ont assez bien résisté à la correction européenne et les marchés émergents ont affiché une tendance à la hausse. Naturellement les volatilités implicites se sont redressées ; tandis que les financières ont tiré leur épingle du jeu, dopées par la perspective de taux plus élevés. Enfin, **le pétrole a nettement rebondi** après un accès de faiblesse ces dernières semaines, témoignant d'un relatif optimisme sur la demande, c'est-à-dire l'activité mondiale.

Ce sont les propos du président de la BCE qui ont pesé tant sur les actions que sur les obligations. **Mario Draghi a parlé de la reprise européenne**, d'une croissance "ferme, élargie et au-dessus de la tendance". Certes, il a maintenu que la politique monétaire très laxiste de la BCE restait justifiée, mais il a quand même fait un pas pour préparer le marché à la normalisation de cette politique. Le marché a réagi d'autant plus violemment que les valorisations avaient atteint des points hauts. Ce n'est peut-être pas un hasard si le discours de la BCE se durcit quand les taux longs paraissent bas. Quand les taux long semblent trop hauts, Mario Draghi nous parlera peut-être de l'inflation, toujours faible et loin de l'objectif, exigeant des politiques économiques expansionnistes. Un tel discours **maintiendrait les rendements obligataires dans un corridor assez étroit et surtout durable**. Une sorte de contrôle de la courbe des taux... à la façon de la Banque du Japon.

Les indices économiques ont également donné du poids à la thèse de l'accélération économique. Les ventes au détail de mai sont en hausse de 1,0% sur un mois et de 1,3% sur un an France, soit un demi-point de plus qu'attendu, et de 0,5% sur un mois et 4,8% sur un an outre-Rhin, excédant là-aussi les prévisions.

Les chiffres d'inflation européenne pour juin ont également apporté quelques surprises. **Dans la zone euro l'inflation a moins baissé que prévu, de 1,4% à 1,3%**, alors que le marché attendait 1,2%. Cela est dû aux prix des services qui ont accéléré, poussant l'inflation sous-jacente de 0,9% à 1,1% (contre 1,0% prévu). Il faudra vérifier, avec les chiffres détaillés disponibles à la mi-juillet, la nature précise de la hausse des prix des services pour savoir si elle est temporaire ou pérenne.

Le plus marquant est la divergence des évolutions nationales : le taux d'inflation recule de 0,4 point en Italie et en Espagne, de 0,1 point en France, donc en ligne avec l'ensemble de la zone euro, alors que **l'inflation a progressé de 0,1 point en Allemagne**, contrairement aux anticipations d'une légère baisse. On enregistre un peu plus d'inflation outre-Rhin, dans le pays qui est proche du plein emploi et qui affiche des excédents budgétaires et courants. Si cette orientation est confirmée, cela relèverait une tendance saine au rééquilibrage économique au sein de la zone euro, tout en donnant du poids à la position majoritaire en Allemagne qui ne souhaite pas qu'une relance par la demande y soit mise en œuvre. De surcroît, l'indice Ifo allemand montre que la confiance des entreprises est au plus haut, il a encore progressé en juin pour atteindre 115,1, un nouveau record historique pour cet indice créé en 1991.

Les indices de **confiance des ménages** européens ne sont pas en reste, qu'il s'agisse du GfK en Allemagne, ou de l'enquête de la commission européenne pour l'ensemble de la zone euro.

En France on peut même parler d'état de grâce, l'indice INSEE de confiance économique des ménages a bondi de 5 points en juin, après un gain de 3 points en mai. Une hausse est traditionnelle à l'occasion de l'élection d'un nouveau président. Cette année la progression n'a démarré que lentement et tardivement, mais elle a maintenant acquis une ampleur similaire à ce que l'on avait observé lors de l'arrivée de N. Sarkozy, +7 points en 2 mois, ou celle de F. Hollande, +3 points précédé d'un élan pré-électoral de 6 points. Dans les deux cas l'euphorie n'avait été qu'un **feu de paille**, tout le terrain gagné avait été perdu en quelques mois. **Qu'en sera-t-il avec E. Macron ?** Le contexte économique semble favorable, il faudrait, et c'est possible, que cette dynamique se transforme en une accélération durable de la croissance.

On observe le même phénomène aux Etats-Unis où D. Trump a bénéficié d'une période d'état de grâce entre novembre et mars qui s'est essoufflé en avril / mai. Selon l'indice du Conference Board, la confiance des ménages a effacé en juin le recul de mai. Mais ce **petit rebond de la confiance US reste fragile**. Le contexte économique américain est moins favorable, un repli de la confiance est à craindre car elle part d'un niveau déjà élevé et D. Trump avait créé dans une partie de l'opinion des attentes fortes... alors qu'il a du mal à "délivrer". Dans ce contexte d'incertitude, le rapport mensuel sur l'emploi de vendredi prochain sera d'autant plus intéressant.