



## La BCE et la Fed, les anges gardiens de l'économie

A l'approche de la fin du trimestre, **les marchés boursiers et les marchés obligataires ont vécu de conserve une belle semaine** (à de rares exceptions près, telles les actions japonaises, indiennes, hongroises ou grecques). Ce ne sont pas les indicateurs économiques, peu nombreux, qui ont été les moteurs des performances, mais deux banquiers centraux : **Mario Draghi**, le président de la BCE, et **Jay Powell**, celui de la Fed. **L'un après l'autre ils ont cherché à rassurer les investisseurs autant dans la sphère financière que dans l'économie réelle.** Il faut dire que Donald Trump continue à souffler le froid et le chaud sur l'économie globale, à vrai dire davantage sur le reste du monde que sur les Etats-Unis. Cela entretient **un climat d'incertitude qui ne favorise pas l'investissement**, ni financier, ni réel. Ni le prochain G20, ni la rencontre Trump-Xi, ne devraient suffire à débloquent les crises internationales actuelles. Les marchés peuvent s'accoutumer à ces incertitudes, sachant qu'à Francfort et à New York, des anges gardiens veillent.

**A défaut de dynamisme, l'activité américaine fait preuve de résistance.** L'immobilier n'est plus un moteur pour la croissance américaine mais ce n'est pas pour autant un frein (les permis de construire, et les mises en chantier de mai nous l'ont confirmé). Les indices PMI de Markit sont en baisse, tant dans les services (à 50,7) que dans le secteur manufacturier (à 50,1), mais le recul est minime et les indices demeurent – de peu – au-dessus de 50. En général, les enquêtes récentes des différentes Fed régionales sont un peu moins bonnes, reflets de l'incertitude ambiante. Mais surtout, les statistiques hebdomadaires du marché du travail confirment que le mauvais chiffre mensuel de créations d'emplois de mai ne devrait pas se répéter en juin.

**En Europe les PMI se redressent** en France comme en Allemagne. Avec toujours, outre-Rhin, une forte dichotomie entre un secteur manufacturier en souffrance (à 45,4) et un secteur des services beaucoup plus vaillant (à 55,6). Mais ce que l'on retient surtout de l'économie européenne c'est **la confirmation de l'absence d'inflation** en mai (1,2% sur un an pour l'IHPC), un fait que l'estimation flash de juin devrait confirmer vendredi prochain (en dépit d'un probable rebond de l'inflation sous-jacente tombée à mai à 0,8% pour des raisons techniques). Cela va nous ramener à l'analyse de la politique monétaire.

La semaine dernière nous commentions [dans ces colonnes](#) les déclarations de Mario Draghi, qui avaient porté le rendement du 10 ans allemand à -0,32%, un record historique. Aujourd'hui nous pouvons faire de même avec les décisions du FOMC et les déclarations de Jay Powell, qui ont ramené **le 10 ans américain un moment sous les 2,0%**, au plus bas depuis novembre 2016. La Fed n'a pas ouvertement changé sa politique monétaire, mais **les membres du FOMC affichent une modification substantielle de leur analyse économique** et politique.

D'abord, **les prévisions médianes d'inflation ont été revues en baisse** pour cette année et l'an prochain, tant pour l'indice global (1,5% au lieu de 1,8% en 2019 et 1,9% au lieu de 2,0% pour 2020) que pour le sous-jacent (1,8% au lieu de 2,0%, puis les mêmes 1,9% vs. 2,0%). Ces révisions récurrentes confirment

le questionnement quant à l'aptitude de la Fed (ou devrions-nous dire de l'économie américaine ?) à atteindre son objectif actuel, soit une inflation sous-jacente au taux de 2,0% et de façon symétrique (c'est-à-dire autant au-dessous qu'en dessous). Ensuite **la prévision de taux de chômage de long-terme a, une fois encore, été révisée en baisse de 4,3% estimé en mars à 4,2% estimé en juin**, une révision franche puisque la fourchette extrême passe de 4,0% - 4,6% à 3,6% - 4,5%. On ne sait si c'est la reconnaissance implicite d'une courbe de Phillips plate ou un aveu d'ignorance sur le vrai niveau du taux de chômage structurel, ou un peu des deux. Dans tous les cas, l'amélioration marginale de la croissance et le repli de 0,1 point des taux de chômage anticipés pour 19, 20 et 21 ne créent aucune surchauffe additionnelle.

Dans ce contexte, il est fort logique de voir **une baisse du niveau d'équilibre de long-terme des fonds fédéraux.** Un changement **à la fois exceptionnel**, bien qu'un recul similaire ait déjà eu lieu en décembre dernier, **et d'une ampleur significative.** La médiane est revue de 2,75% à 2,50% et la plupart des membres de la Fed qui prévoient un taux supérieur à 2,50% il y a 6 mois semblent avoir adopté une vue plus souple, soit en mars soit en juin. Tout cela s'inscrit bien dans le cadre du [nouveau paradigme pour l'économie américaine](#) que nous proposons dans la newsletter du 3 mai, celui d'une économie durablement dépourvue de récession et d'inflation.

Dans ce contexte, tous les compartiments de marchés sont orientés à la hausse : actions, obligations, crédit, avec, naturellement une volatilité faible. **La course au rendement demeure l'alpha et l'oméga des gérants.** Les liquidités sont abondantes et promettent de le rester. Avec des banques centrales prêtes à bondir au moindre signe tangible d'affaiblissement économique (voire avant) les marchés semblent ne présenter que peu de risques. Tandis qu'à l'inverse, le principe de la "*forward guidance*", mis en œuvre de part et d'autre de l'atlantique, nous protège du risque d'une hausse inopinée des taux. De surcroît, en rendant leur politique monétaire mieux prévisible, les banques centrales contribuent à limiter la volatilité.

Enfin, à la faveur des tensions militaro-diplomatiques dans le détroit d'Ormuz, **le pétrole et l'or ont bondi cette semaine.** Ce dernier a dépassé les 1400 USD l'once, soit 40 000 euros le kilo, au plus haut depuis 5 ans. Paradoxalement le WTI est monté plus vite, +8,8% sur la semaine, que le Brent, +5,1%. Cela peut provenir d'un facteur technique, soit des prises de position spéculatives plus importantes sur le contrat le plus liquide, soit des rachats de shorts plus importants sur le WTI ; ou bien, d'une évolution structurelle avec l'accroissement rapide des capacités d'exportation des Etats-Unis. Dans le cas du gaz naturel, on observe que la hausse de la production et des capacités de transport entretiennent des prix faibles et tendanciellement en baisse depuis des mois. Notons au passage que l'avantage d'un approvisionnement en pétrole un peu plus coûteux et incertain, est qu'il devrait encourager des politiques favorisant la transition énergétique, du moins en Europe et en Asie.