

Chronique BFM

Un lundi sur deux à 16h05
sur **BFM Business TV**

30 juin 2014

Un été sous haute surveillance

Début juin, la conversion de la dernière banque centrale, la BCE, à une intervention massive pour éviter les risques de déflation, ou plutôt de stagnation avec une inflation basse, semblait canaliser les anticipations des marchés financiers. La très (trop) faible volatilité semblait attester que "protégés" par les banques centrales et des taux longs faibles, les marchés seraient soumis à une torpeur estivale. Hélas ! L'entrée officielle dans l'été est venue bousculer ce schéma trop simple. Certes, les banques centrales semblent, par leurs menaces d'intervention, encore pouvoir limiter l'ampleur des fluctuations mais le spectre des oscillations s'est élargi. En effet, paradoxalement, toutes les grandes interrogations de ces derniers mois vont refaire surface, entretenant plus encore l'incertitude.

Le capital(isme) bloqué

Dans la chronique du 12 mai, nous nous interrogeons sur l'incapacité des économies des pays de l'OCDE à rebondir fortement, malgré le soutien monétaire apporté par les banques centrales.

Le FMI affiche toujours autant de prudence envers l'économie américaine dont la croissance ne serait que de 2% en 2014 contre 3% en 2015. Cette baisse s'explique par la contre-performance (-2,9%) du début d'année provoquée par des conditions météorologiques très défavorables, une stagnation de l'immobilier et un ralentissement de la demande mondiale. Certes, il y aura un fort rebond technique au second trimestre avec un rythme annuel de 4% mais, au-delà, la question reste en suspens. Le FMI estime la croissance potentielle des États-Unis à 2% en raison de sa démographie et surtout du ralentissement de sa productivité, car c'est bel et bien le redressement de l'investissement qui demeure la clef de cette reprise. Or malgré les taux bas et une confiance des consommateurs au plus haut depuis 2008 (calculs du *Conference Board*), l'investissement reste faible. Nous avons déjà évoqué cette trappe à capital (cf. chronique du 12/05/2014, *Le capital(isme) bloqué ?*) qui, de par sa mauvaise distribution, empêche toute transmission à l'économie et explique en partie la simultanéité de l'inflation du prix des actifs et la désinflation économique. Néanmoins, il semblerait que les investissements technologiques des entreprises accélèrent depuis quelques semaines, que ce soit dans le *hardware* (PC et serveurs) ou le *soft-*

ware (systèmes d'exploitation).

Le Cercle des économistes ne s'y est pas trompé en proposant pour thème de leurs 14^e Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence « Investir pour inventer demain ». L'investissement est un acte de confiance dans un monde devenu de plus en plus indéchiffrable. En outre, la sortie d'une crise aussi forte exige le règlement des défaillances anciennes, d'où la reprise en main du politique sur le système bancaire et financier. C'est le cas aux États-Unis avec les multiples condamnations des banques pour leurs errements et en Europe avec la revue des actifs pour l'union bancaire.

Mais la soutenabilité de cet investissement dépend avant tout de l'adhésion des agents économiques et pour cela l'effort dans la formation et l'éducation est nécessaire. Il est également primordial pour la cohésion sociale et la démocratie mais aussi comme ciment de la confiance. Cette adhésion sera d'autant plus forte que l'horizon sera clarifié et intégré dans une politique de long terme.

Certes, il s'agit ici d'une exigence structurelle, mais toute accélération de l'investissement dans l'économie américaine au cours de l'été pourrait être favorablement accueillie par les marchés financiers.

L'Europe du non-choix

Une autre interrogation demeure, qui, elle aussi, influence les structures des économies européennes, à savoir l'Europe économique souhaitée (cf. chronique du 26/05/2014, *L'Europe du non-choix*). La nomination du Luxembourgeois, Jean-Claude Juncker, conformément aux vœux du Parlement européen, après des élections caractérisées au mieux par une forte abstention et au pire par l'entrée de députés eurosceptiques, renforce la volonté de démocratisation des instances de pouvoir sur le Vieux Continent. Tous les efforts de David Cameron pour empêcher cette avancée du Parlement et plus encore la nomination d'une personne qu'il considère comme un « homme du passé » fédéraliste, n'ont fait qu'isoler un peu plus le Royaume Uni, alors qu'un référendum sur son appartenance à l'Europe paraît toujours comme fragilisant davantage la feuille de route de cette dernière. Cependant, Angela Merkel a désormais besoin d'une économie forte comme celle du Royaume Uni, si l'Allemagne ne veut pas se retrouver seule. Homme politique s'il en est, habitué aux arcanes du pouvoir (Premier ministre du Luxembourg pendant



18 ans), Jean-Claude Juncker est un homme de compromis mais on ne peut pas dire qu'avec sa nomination l'Europe envoie un message de "bond en avant" et de relance. À vrai dire, il personnifie à merveille cette Europe "ballottée" qui, certes, répond aux nécessités du moment mais toujours avec un temps de retard, sans capacité d'extrapolation ni de transcendance. Dans un tel contexte, il est difficile de penser que l'Italien Matteo Renzi qui prendra la présidence du conseil européen ce 1^{er} juillet et auquel le chef de l'État français se raccroche pour relancer le débat sur le juste équilibre entre austérité et investissement, puisse avoir une quelconque chance de voir se concrétiser son souhait d'une initiative forte.

Si le Conseil a reconnu le droit aux États membres à plus de flexibilité dans l'application du pacte de stabilité dès lors qu'ils réalisent les réformes structurelles demandées, Angela Merkel s'est efforcée d'ajouter que « ce ne sera pas aux États de décider eux-mêmes de l'application de cette flexibilité, mais à la Commission ». Bref, rien de neuf si ce n'est que l'Italie, sortie de la procédure de déficit excessif, dispose à présent d'une certaine marge de manœuvre. C'est le contraire de la France, de plus en plus isolée face à ses problèmes structurels, qui ne se réforme qu'avec lenteur sous la contrainte d'un taux de chômage toujours en progression. Sans accélération d'ici la fin de l'année, l'Insee s'attend désormais à +0,7% de croissance contre 1% prévu par le gouvernement français, alors que la borne des 5 millions de chômeurs est déjà franchie..

Inutile de penser que la proposition française d'un "agenda pour la croissance et le changement en Europe" (avec un plan d'investissement sur 5 ans qui s'élèverait à 2% du PIB, soit 1 200 Mds€, et une convergence fiscale et sociale) a des chances d'aboutir, tant la divergence avec l'Allemagne est profonde. Aux antipodes, l'Allemagne bénéficie toujours de l'attractivité de son économie, avec désormais un équilibre budgétaire retrouvé et un taux de chômage au plus bas. Même le taux d'inflation surprend positivement à 1%, soit au-dessus des attentes et en progression par rapport au mois de mai (0,6%) ; il limite les craintes d'une désinflation plus prononcée en Europe, retardant d'autant la nécessité d'un *Quantitative Easing* européen.

Et si le pétrole venait modifier le timing des banques centrales ?

La dernière incertitude de l'été pourrait bien être les anticipations sur les différentes politiques monétaires. Déjà le scénario de désynchronisation des banques centrales soulevait quelques interrogations en début de mois (cf. chronique du

16/06/2014, *Et si le pétrole venait modifier le timing des banques centrales ?*) par la remontée des prix du pétrole qui pourrait continuer si la situation venait à dégénérer en Irak dans le conflit opposant Chiites et Sunnites. La recomposition des alliances géopolitiques en fonction de cet affrontement religieux pourrait être déterminante. Si, pour l'instant, le prix du pétrole campe sur ses plus hauts, il reste sous contrôle et ne semble pas suffisamment significatif pour relancer les anticipations d'un choc du prix des énergies qui entraînerait une inflation anémiée. Reste que cette incertitude géopolitique demeure et n'est pas un facteur de confiance.

C'est donc dans le processus interne de prise des décisions de politiques monétaires que l'instabilité pourrait progresser. Les propos du gouverneur de la Fed de St Louis, se faisant l'écho d'une bonne dynamique de reprise notamment sur l'emploi, ont relancé un mouvement de remontée des taux directeurs pour le premier trimestre 2015. Ces propos ont été renforcés par la hausse de l'indice des prix à la consommation qui passe de 1,6% en avril à 1,8% en mai (en rythme annualisé). Pour peu que l'inflation importée progresse plus que prévue, la cible des 2% serait atteinte bien avant 2015. Même si la Fed calme les anticipations, du moins jusqu'à la conférence de Jackson Hole du 21 août prochain, sur « la réévaluation des dynamiques du marché du travail », les marchés pourraient décider de revoir leurs anticipations provoquant alors un réajustement des taux longs qui n'ont cessé de baisser, contrairement aux attentes de la plupart des intervenants.

Le difficile équilibre des marchés de taux

Enfin, toutes ces interrogations vont venir se cristalliser sur le marché obligataire. Chaque modification des anticipations viendra s'y répercuter avec d'autant plus de force que celui-ci est déjà fort tendu. Depuis trois mois déjà (cf. chronique du 24/04/2014, *Le difficile équilibre des marchés de taux*), le marché obligataire ne cesse de connaître des moments de forte volatilité dans un *trend* baissier, sans pouvoir y trouver d'explications économiques en dehors du déplacement du volume considérable des liquidités injectées à travers le monde.

Plus les taux sont bas, plus le retour à leur point d'équilibre risque d'être violent, violent comme un orage d'été...

Éric Venet
Directeur général

