

# Les marchés financiers marqués du sceau de la politique monétaire

Dieu sait si le thème est d'importance à l'heure actuelle : l'action des banques centrales comme deus ex machina, à même de préserver des incertitudes politiques et du ralentissement économique ! Demain après-midi (heure de Paris), Jérôme Powell, ès-qualités de Président du Board de la Réserve fédérale américaine, témoignera devant une commission du Sénat, comme il est tenu de la faire tous les six mois. L'exercice se répétera le lendemain ; cette fois-ci devant la Chambre des représentants. Notons aussi la parution demain en début de soirée des minutes de la réunion des 18 et 19 juin du comité de politique monétaire (le Federal Open Market Committee). La Zone Euro ne sera pas en reste, avec la publication jeudi, du compte-rendu du Conseil des gouverneurs de la BCE du 6 juin.

La question principale que le marché se pose à l'heure actuelle concernant l'action de la Fed est de savoir ce que le FOMC décidera en matière de taux directeur lors de sa réunion des 30 et 31 juillet prochains : baisse ou pas et si oui 25 ou 50 centimes ?

Il faudra être attentif principalement à trois points : l'incertitude et ses conséquences sur le tempo de la croissance économique (mondiale et américaine), le marché de l'emploi et le profil des prix.

Par rapport à la situation qui prévalait les 18 et 19 juin, l'environnement de politique internationale est plus dégagé. Une trêve n'a-t-elle pas été conclue entre les Présidents américain et chinois et les discussions sur les dossiers commerciaux et économiques ne doivent-elles pas reprendre ? Il n'empêche que tout paraît réversible et que les éléments de communication, véhiculés de part et d'autre sur la période la plus récente, incitent à une certaine prudence. Celle-ci contraint la formation d'anticipations positives et pèse sur la croissance. C'est en gardant cette perspective à l'esprit qu'il faut analyser les chiffres de l'emploi du mois de juin, sortis vendredi dernier. Certes, les créations de nouveaux postes de travail ont été d'une ampleur respectable (+224 000 sur un mois). Mais la tendance est au ralentissement. Celle-ci est encore plus visible au niveau du volume des heures travaillées. Sachant qu'il est difficile d'escompter une poursuite de l'accélération de la productivité du travail, le ralentissement du PIB semble acté (pour rappel, son évolution se décompose en celles des heures travaillées et de la productivité du travail).

Du côté de l'inflation, le constat d'une vraie difficulté à accélérer est fait. Le noyau dur du déflateur des dépenses du consommateur a bien du mal à dépasser le niveau des 2% l'an. Tant et si bien que les anticipations inflationnistes exprimées par les marchés de capitaux refluent. Le swap inflation 5 ans dans 5 ans, encore à 2,30% à la fin avril dernier, se positionne aujourd'hui à 2,04%. Notons toutefois que les anticipations exprimées par les ménages font preuve de plus de résistance. Selon la Fed de New York, celles aux horizons de un et trois ans ont un peu progressé en juin (dans les deux cas à 2,7%).

Alors que va décider le FOMC à la fin du mois ?

Rappelons que le taux des fonds fédéraux est actuellement voisin de l'estimation qu'il est possible d'avoir du taux neutre aux Etats-Unis (entre 2,25% et 2,50%). Dans ces conditions, la Fed est

probablement dans une approche de gestion du risque. Prendre une assurance contre les « mauvaises nouvelles », tout en gardant de « la poudre au sec » pour avoir les moyens de gérer le retournement cyclique le jour où il viendra (ce ne devrait pas être pour de suite) devrait être l'option privilégiée : 25 centimes de baisse du taux directeur, annoncés le 31 juillet ? Cela ne serait alors pas une grosse surprise pour le marché.

Quelle va être la tonalité du compte-rendu du Conseil des gouverneurs du 6 juin dernier, qui sera publié jeudi prochain ?

Le marché va se passionner sur l'écho des débats concernant la possibilité d'actionner un certain nombre d'instruments, afin d'assouplir le réglage monétaire : de la forward guidance (le guidage prospectif) au quantitative easing (les achats de titres), en passant par une baisse des taux directeurs. Quid aussi du tiering en matière d'application du taux de dépôt ? La force de cet écho devrait être moindre que celle ressentie à l'écoute des propos de Mario Draghi à Sintra le 18 juin. Sans doute faudrait-il une profonde dégradation de la situation économique de la Zone Euro pour que tout l'arsenal soit mis en oeuvre de façon à la fois rapide et groupée. Pour le moment, nous anticipons un changement de la forward guidance lors du Conseil du 25 juillet (la baisse des taux devient une possibilité) et une décision de réduire ceux-ci, prise en septembre.

Même si cela ne trouve évidemment qu'une place encore modeste dans le compte-rendu des débats au sein du Conseil lors de sa réunion du 6 juin dernier, il faut être attentif désormais à la double problématique du policy mix et de la coopération internationale ; nomination de Christine Lagarde oblige !