



Allons-nous passer un bel été ?

A la veille de la trêve estivale, il convient d'identifier les risques et les opportunités que l'été pourrait apporter. Le ciel semble dégagé, mais méfions-nous des mois d'août !

Après 3 mois de chiffres souvent décevants, les **créations nettes d'emplois aux Etats-Unis sont reparties** avec un gain de 222 000 en juin, nettement plus qu'attendu (179 000). Combiné à un léger allongement de la durée hebdomadaire du travail, cela annonce de bons chiffres de production pour juin ; ce que confirment les indices PMI de l'ISM. Pourtant, il n'y a pas de tension sur le marché du travail, le taux de chômage a même un peu augmenté, de 4,3% à 4,4%, sans remettre en cause la tendance baissière. Cette hausse reflète essentiellement la remontée à 62,8% du taux de participation. **L'augmentation du salaire horaire moyen est modeste** (+0,2% en juin, contre +0,3% attendu, après une hausse révisée de +0,2% à +0,1% seulement en mai). Le plus remarquable est le caractère non-inflationniste de la croissance actuelle : **il n'y a donc pas d'urgence pour la Fed à agir**. De surcroît les marchés ont été bien préparés à la normalisation de la politique monétaire. Du côté de la politique budgétaire américaine, l'incertitude pourrait bien durer jusqu'en septembre-octobre, d'ici-là les marchés ne devraient pas craindre de fortes annonces négatives, tout au plus des espoirs déçus.

En ce qui concerne les résultats des entreprises, nous ne redoutons pas directement les chiffres du T2 dont la publication débute. Toutefois, les résultats anticipés jusqu'à présent pour l'ensemble de l'exercice sont ambitieux, avec souvent des progressions à deux chiffres. Le risque réside donc plutôt dans **d'éventuelles révisions en baisse de ces perspectives**. Cela pourrait notamment affecter les valeurs du NASDAQ dont les multiples sont très élevés.

En Europe, les indices d'activité sont indiscutablement bons. Les ventes au détail ont bien progressé en mai (sauf en Italie), et la **production industrielle a bondi** en France comme en Allemagne, ce qui augure d'un bon chiffre pour l'ensemble de la zone euro. A l'occasion de la révision des chiffres du PIB du T1, Eurostat a publié la première estimation du taux d'épargne en zone euro, qui progresse de 12,1% fin 2016 à 12,3% début 2017. C'est un niveau élevé, qui permettrait au « bas de laine » de financer un rebond de la consommation des ménages, dont la confiance progresse, au-delà du gain de pouvoir d'achat lié à la faible inflation. Ceci nous permet de **tableur sur une croissance soutenue** au T2. L'activité promet également d'être solide au T3. Les indices PMI sont élevés. Cette accélération de la croissance est porteuse de meilleurs résultats pour les entreprises, mais la révision haussière des projections annuelles pourrait attendre la rentrée. **Ce panorama économique est favorable aux actions.**

En contrepoint de ces performances économiques, **la BCE a commencé à préparer les esprits** à une sortie progressive de la politique monétaire de *quantitative easing*. Le marché a été nerveux en juin à ce sujet et pourrait le redevenir, ce qui est, a priori, de nature à peser sur les obligations et à soutenir la monnaie. Une certaine prudence s'impose donc ; la correction haussière des taux devra bien se faire un jour ou l'autre, pourquoi pas un bout pendant l'été. Toutefois, pas d'inquiétude

d'emballlement, nous n'anticipons aucun risque de hausse des taux directeurs, le risque inflationniste paraît faible et l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché obligataire plaide pour des taux longs durablement bas.

Enfin, les risques bancaires ont nettement reculé. Après des mois de négociations, la BCE et le gouvernement italien se sont enfin mis d'accord sur **les conditions du sauvetage de la banque Monte Pashì di Siena (MPS)**, le plus important canard boiteux du système bancaire transalpin. Contrairement au cas Banco Popular, le gouvernement italien intervient directement pour sauvegarder MPS en participant à une augmentation de capital dite « de précaution » (cas prévu dans la réglementation) et en garantissant des passifs. Les titres subordonnés T1 et LT2 sont mis à contribution. Mais en parallèle, un mécanisme est mis en place pour que les particuliers italiens porteurs de ces titres puissent être dédommagés. Les banques italiennes ont largement placé leurs titres subordonnés auprès des particuliers sans qu'ils aient nécessairement conscience des risques, rendant la procédure appliquée en Espagne à Banco Popular particulièrement délicate politiquement en Italie.

Ce sauvetage, intervenant juste après celui de deux petites banques vénitiennes, marque **un grand pas en avant dans l'assainissement du système bancaire italien** dont l'état désastreux gangrénait l'économie nationale au moins autant que le manque de réformes. Il s'agit donc d'une très bonne nouvelle pour les perspectives de l'économie italienne.

Dans ce panorama porteur, le Royaume-Uni fait figure d'exception. Le taux d'épargne des ménages s'est effondré, tombant à 3,3% au T4 2016 puis 1,7% au T1 2017, alors que le plus bas historique datait du début 2008 avec 4,3% ! Les ménages se sont endettés pour acquérir des voitures et d'autres biens de consommation, comme en témoigne la croissance à deux chiffres des encours de prêts personnels et des découverts sur cartes de crédit. Cette situation est intenable et **il faut s'attendre à un repli de la consommation et de l'activité** au Royaume-Uni.

Les pays émergents sont plutôt en bonne santé et l'activité dynamique des pays avancés leur profite. Les perspectives en Chine semblent politiquement verrouillées jusqu'en octobre en raison de la proximité du 19^e Congrès du Parti. Parmi les risques, mentionnons des **risques périphériques**, sur les valeurs ou les pays **liés aux matières premières qui se sont dépréciées récemment** ou présentent un risque de correction, surtout quand s'y ajoutent des bulles immobilières comme au Canada ou en Australie, dont les difficultés pourraient inquiéter, en particulier... à Londres !

En conclusion, à part peut-être des révisions positives des résultats en Europe, **peu semble pouvoir surprendre à la hausse cet été**, inversement des marchés plus creux peuvent réagir à une correction des prévisions de résultats US, à une reprise de la thématique du « tapering » de la BCE, aux quelques risques périphériques et enfin, qui sait, Trump

Achévé de rédiger par Dominique Barbet
et Yves Dujardin le 11/07/17 à 17h00