



Le second semestre sera plus difficile, disait-on !

Si le rallye de fin d'année 2017 aura attendu janvier, le second semestre « plus difficile » n'aura pas attendu juillet. Que ce soient les actions, les obligations ou le crédit, tous **les marchés financiers se sont dépréciés** la semaine dernière, en particulier le vendredi 2 février. **Rien ne fut épargné, ni l'or, ni le pétrole.** Pourtant, il n'y a aucune inquiétude à avoir sur l'activité, ce sont les risques de tensions salariales, et la possible réaction de la Fed, qui préoccupent les marchés. Le mouvement s'étant accéléré lors de la publication du rapport sur l'emploi américain en janvier, il convient donc de le décourtiquer.

Les créations d'emplois dans l'économie américaine se sont élevées à 200 000 en janvier (soit 20 000 de plus qu'attendu) après un gain de 160 000 en décembre (chiffre revu en hausse de 12 000). De surcroît le grand recalage annuel aboutit à une révision en hausse du niveau de l'emploi total de 230 000 sur l'ensemble de 2017. **Le marché du travail américain demeure donc solide.** Cela s'accompagne d'une stabilité du taux de chômage à 4,1% en janvier, même si, lorsque l'on ajoute le sous-emploi, ce taux (le fameux U6) progresse un peu, de 8,1% à 8,2%. Le tout avec un taux de participation inchangé à 62,7%, donc une situation qui n'a rien d'inquiétant.

L'évolution est plus intéressante du côté du salaire horaire. Certes, la progression mensuelle est en ligne avec le consensus à +0,3%, mais le mois précédent a été révisé en hausse de 0,1 point à +0,4%, soit un total de +0,75% sur deux mois. Ainsi le gain annuel se situe à +2,9% en janvier après +2,7% en décembre contre des chiffres prévus à +2,6% et +2,5% respectivement (une partie de la révision étant imputable à l'ajustement annuel). C'est, à égalité avec le chiffre de décembre 2016, **la plus forte hausse annuelle du salaire horaire depuis 8 ans et demi. Mais ce chiffre demande à être confirmé.** Il est probable que le froid polaire explique tout ou partie de la diminution de 34,5 à 34,3 heures par semaine de la durée moyenne de travail. Dès lors cette baisse du temps de travail peut avoir poussé sur le salaire moyen à la hausse, car la part des salariés mal rémunérés est généralement plus importante parmi ceux qui sont mis à pied dans ce genre de situation, comme nous avons pu l'observer lors des tempêtes Harvey et Irma l'an dernier, ou en janvier / février 2014, déjà en raison du froid polaire. Enfin, le revenu total des ménages ne progresse pas plus vite, puisque la hausse du salaire horaire est compensée par le recul des heures travaillées, de sorte qu'il n'y a aucun effet à attendre sur la consommation ou la croissance.

L'absence de hausse de la productivité du travail au T4 avait déjà beaucoup déçu, même s'il s'agit avant tout d'une correction après le rebond du T3. Sur l'ensemble du second semestre 2017, la productivité a progressé au rythme de 1,3% l'an davantage qu'au premier semestre (+0,8%) et la tendance reste tout à fait en ligne avec celle des années précédentes. Bien sûr, il conviendra de surveiller de près l'évolution des revenus et des coûts salariaux dans les prochains mois, puisque ce sont les facteurs clés qui **pourraient inciter la Fed à durcir sa politique monétaire.**

John Williams, le **président de la Fed de San Francisco** (dont les médias évoquent le nom comme potentiel numéro deux de la Fed) a souligné, une première fois le 19 janvier, le risque de voir la Fed remonter ses taux davantage que prévu cette année... à la faveur de la relance budgétaire de D. Trump, de la bonne tenue de la croissance américaine et des tensions qui pourraient s'accroître sur le marché du travail. Vendredi, tout en exprimant son absence de crainte d'une surchauffe, Williams soulignait **la possibilité que la**

Fed monte son taux directeur 4 fois en 2018, au lieu des 3 hausses anticipées par les membres du FOMC en décembre dernier. Cela a accentué une tendance, qui préexistait depuis des mois sur les taux courts, à laquelle le marché boursier ne semblait pas prêter attention. Ainsi, le contrat à terme sur le taux moyen des Fed Funds en décembre 2018 a décalé de 70pb au cours des 5 derniers mois. Par ailleurs, d'autres craintes sont latentes : celle du protectionnisme et du goût pour un dollar faible, qui toutes deux seraient dommageables à l'économie. La bourse américaine, que sa valorisation élevée et un début d'année en fanfare ont rendu fragile, a entamé sa consolidation. Comme un seul homme, tous les autres marchés dans des situations pourtant différentes ont suivi Wall Street.

En Europe, la conjoncture est également bonne et la croissance en accélération, en revanche, le contexte de l'emploi et de l'inflation, des politiques budgétaires et monétaires, sont totalement différents et ni surchauffe, ni déficits ni resserrement monétaire ne sont à craindre. Les marchés pour leur part sont beaucoup plus raisonnablement valorisés.

La croissance du PIB de la zone Euro était de 0,6% t/t au T4 après 0,7% au T3 avec un glissement annuel de 2,7% sur un an, en ligne avec les anticipations. L'activité reste ferme et devrait permettre de **maintenir, en 2018, la décreue du chômage** que l'on observe depuis 3 ans. A ce propos, la stabilité du taux de chômage de la zone euro, à 8,7% en décembre, n'est qu'un effet d'arrondi. Cela intervient après 4 mois consécutifs de baisse et ne remet pas en cause l'amélioration nette et régulière. Si l'économie américaine est proche du plein-emploi, c'est loin d'être le cas en zone euro, sauf en Allemagne (et à Malte) qui affiche un taux de chômage de 3,6%, le seul pays où les salaires se tendent. Même aux Pays-Bas et en Autriche, où le taux de chômage est de 4,4%, les hausses de salaires restent contenues.

Enfin, le taux d'inflation de la zone euro s'est replié en janvier de 1,4% à 1,3%, grâce à la modération des prix des produits alimentaires frais et à un effet de base favorable sur les prix de l'énergie. La progression de l'inflation sous-jacente de 0,9% en décembre à 1,0% en janvier, est en partie due à des effets d'arrondis. On reste loin de l'objectif de la BCE d'une inflation auto-entretenue proche de 2,0%.

Malgré tout, l'effet d'entraînement de Wall Street reste puissant, en actions comme en taux. Les bourses ont donc baissé autant, mais pour une fois, pas plus, que New York et la volatilité a beaucoup remonté. La seconde moitié de 2018, que beaucoup anticipait « plus difficile » a manifestement pris de l'avance !

Ce début de semaine (-4,6% pour le Dow Jones lundi), que nous n'aurions pas anticipé vendredi, montre qu'il est difficile de dire où s'arrêtera la bourse US dans un mouvement qui est plus de repricing que de doute sur la santé des entreprises, on peut penser que s'agissant de craintes de hausses de taux, les autorités monétaires auront les moyens de calmer le jeu en cas d'effet boule de neige, qui serait lui récessif et économiquement dommageable.

En baissant à parité, il nous semble en revanche que les bourses européennes créeront des opportunités que les investisseurs voudront saisir. Mais le contexte de volatilité élevée dans lequel ils feront sans doute le gros dos, devra sans doute d'abord se calmer.