

## A la mi-temps d'une année chaotique

Dans l'ensemble, les marchés actions ont reculé la semaine dernière. Alors que l'année avait commencé en fanfare, sur la lancée de 2017, la performance sur le semestre est proche de l'équilibre dans la plupart des pays avancés. Pire, la majorité des pays émergents clôture le semestre dans le rouge, malgré des gains significatifs, au cours de la semaine passée, dans plusieurs pays d'Amérique latine ou d'Europe de l'est. **Nous sommes circonspects quant aux perspectives du second semestre.**

Un rapide tour d'horizon montre que **les voyants d'activité** sont encore au vert aux Etats-Unis et dans les pays d'Asie, alors qu'ils ont viré à l'orange pour l'Union Européenne. Le Brexit fait planer une menace grave sur la croissance britannique qui a résisté étonnamment bien jusqu'ici et sans doute encore cet été. Même si les élections mexicaines ont donné au nouveau président une majorité de sa couleur, les risques politiques demeurent importants en Amérique latine.

**La principale menace est évidemment la politique protectionniste** de Donald Trump, ainsi que les représailles qu'elle provoque inévitablement. On peut d'ailleurs souligner que **les mesures de rétorsion annoncées sont prises avec modération** : d'une part avec le souci de répondre sans surenchérir à l'agression protectionniste et, d'autre part, de façon à préserver autant que possible le multilatéralisme, grâce à des mesures ciblées et à travers une coordination des actions. C'est apparemment le cas en Europe, où, après un moment de flottement, on semble prendre conscience que les pays ne font pas le poids individuellement mais doivent répondre collectivement. Sur d'autres sujets également, la cohésion est sans doute la seule réponse que l'on puisse apporter à la montée des nationalismes.

Les premiers effets néfastes de la politique protectionniste américaine devraient être révélés à l'occasion de la publication des résultats des sociétés pour le second trimestre. Ce sont moins les profits engrangés que **les perspectives pour le reste de l'année et l'exercice suivant** qui seraient impactés. Les entreprises gagnantes devraient faire figure d'exceptions, dans un environnement où les entraves au commerce ne peuvent que **perturber l'organisation des entreprises et détériorer l'efficacité économique globale**. En effet, lorsque l'on s'éloigne de l'optimum économique, ce sont la productivité et l'efficacité qui se détériorent.

D'ailleurs les entreprises américaines et leurs instances représentatives dénoncent les effets néfastes de cette politique à courte vue. Cela suffira-t-il pour que Donald **Trump renonce à sa politique actuelle ? C'est fort peu probable** à court terme. D'abord sa politique doit être maintenue au moins jusqu'à l'approche des élections de mi-mandat, au nom du respect des promesses électorales, ensuite, un changement de pied ne peut se produire que quand le président se pensera en situation de clamer victoire. A ce titre, l'exemple des relations avec la Corée du Nord est parlant.

La semaine dernière a vu la publication de deux chiffres économiques importants qui doivent être mis en parallèle. **Les indices d'inflation choisis par la Fed et par la BCE ont chacun atteint leur objectif d'inflation à 2%. Mais cela n'a pas du tout la même signification**, de part et d'autre de l'Atlantique.

La Fed a retenu comme objectif d'inflation le niveau de 2,0% sur le déflateur implicite de la consommation hors énergie et alimentation. Pour la première fois depuis 6 ans, cet objectif vient d'être atteint. Il y a fort à parier que **la Fed va considérer cela comme un succès** et la preuve qu'il serait temps d'adopter une politique monétaire neutre, car malgré les 7 hausses annoncées depuis 2015 et le Quantitative Tightening mis en œuvre depuis 9 mois, elle reste assez généreuse. **Le taux des Fed Funds est fixé à 2% soit près de 100pb de moins que son niveau de long-terme** tel que les membres du FOMC l'estiment. De plus, le plein-emploi devrait mettre les salaires sur une tendance haussière. Néanmoins, la Fed reste contrainte par **la nécessité d'assurer un maximum de stabilité pour les marchés financiers** et donc de prévisibilité dans ses décisions. La logique est donc que la Fed prépare les marchés, au-delà de deux autres hausses de taux cette année, à une hausse trimestrielle lors des 4 prochains trimestres, de façon à atteindre, assez vite, au moins le taux neutre. A nos yeux, cela signifie que la Fed est et restera en retard sur le cycle ("*behind the curve*"), sans doute jusqu'au printemps prochain, à moins qu'elle n'accélère le pas.

**Le taux d'inflation en zone euro a un peu progressé en juin**, à 2,0%, après son bond en avant de 0,6 point à 1,9% en mai. Cette hausse, essentiellement due à l'énergie et aux produits alimentaires frais, est parfaitement en ligne avec les anticipations. Il est probable que l'inflation accélère encore un peu en juillet, à cause du prix du pétrole, mais ce devrait être le pic de l'année, la décrue pourrait commencer dès août ou septembre sauf événement nouveau (un Brent au-dessus de 80\$ ou de sévères aléas climatiques, par exemple). L'attention doit se concentrer sur l'indice sous-jacent qui nous donne à la fois une idée de la tendance lourde et un point d'équilibre, lorsque l'effet de base de court terme lié au pétrole se sera dissipé au profit du seul impact durable de la hausse des coûts énergétiques. Or, **l'inflation sous-jacente recule légèrement de 1,1% en mai à 1,0% en juin**. Contrairement aux apparences, **nous sommes donc encore loin de l'objectif de la BCE** d'une inflation durablement proche de 2%.

Dans cet environnement où les risques sont multiples, nous favorisons **une politique d'investissement prudente** associant forte diversification des risques, positionnement sur des actifs de rendement (plus que recelant un potentiel de hausse des prix) et recherche de valeurs déjà significativement décotées.