



Une analyse : l'emploi US ; un focus : les banques européennes ; se préparer à la BCE aujourd'hui

Indice	Niveau	Performance	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	213,49	-1,76%	-12,50%
S&P 500 \$	3 426,96	-2,31%	6,07%
Nasdaq Composite \$	11 313,13	-3,27%	26,09%
Nikkei ¥	23 205,43	1,41%	-1,91%
MSCI EM Net \$	529,05	-1,95%	0,28%
China A Shares (CNY)	3 516,64	-1,43%	10,03%
Euro / Dollar	1,1838	-0,55%	5,42%
Gold \$	1933,94	-1,57%	27,00%
Brent Oil \$	42,66	-6,88%	-30,77%

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
10 ans Allemand	-0,47%	-6 bps	-29 bps
30 ans Allemand	-0,03%	-9 bps	-38 bps
10 ans US	0,72%	0 bp	-120 bps
30 ans US	1,47%	-3 bps	-92 bps
10 ans Italie	1,02%	-3 bps	-40 bps
Xover TR - Spread	325,76	2 bps	119 bps
	YTD	PB	PE Shiller
Banks (Europe)	-37,88%	0,50	9,69
Banks (US)	-41,86%	0,80	13,80
MSCI Europe / S&P 500	-12,05% / 7,05%	1,86 / 3,78	18,4 / 30,4

Des marchés qui se suivent et qui ne se ressemblent pas : début de retour sur terre pour le NASDAQ et des marchés européens qui surperforment. Dans cette semaine « risk-off », les taux recorrigent vers le bas.

En termes conjoncturels, nous retenons le décalage entre le redressement de l'emploi qui semble faiblir et le rythme de la reprise économique qui se poursuit.

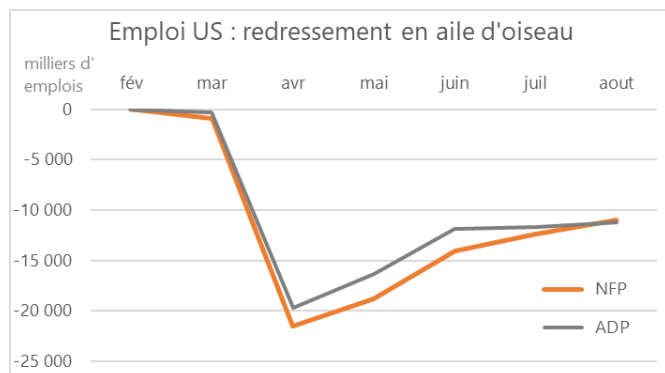
Le redressement de l'emploi américain s'essouffle

Selon le rapport officiel, les créations d'emplois sont à peu près en ligne avec les anticipations à 1,4 mns en août (après 1,7 mns en juillet).

Au sein des créations d'emplois, la part d'emplois publics demeure très importante, +344k en août après déjà 253k en juillet. Les emplois privés sont un peu décevants (1mn d'emplois créés contre 1,2 mns espérés). Depuis mai, 49% des 21,6 mns d'emplois perdus en mars/avril ont pu être rétablis.

Le marché du travail devrait continuer à s'améliorer au rythme récemment observé. Ainsi, les nouvelles inscriptions au chômage reprennent leur déclin : de bons chiffres qui sont toutefois loin d'approcher un retour à la normale. Les nouvelles inscriptions sont 4 fois plus élevées qu'avant la crise et les inscrits en continu restent presque 8 fois plus nombreux que l'an dernier, ou encore le double du record historique de 2009.

C'est donc un profil de reprise en « aile d'oiseau » qui est validé pour ce qui est du marché du travail. L'amélioration de l'emploi est plus lente que le redressement de l'activité.



Le taux de chômage recule nettement et beaucoup plus que le petit 1 point que justifierait la hausse modeste de l'emploi. Il passe de 10,2% en juillet à 8,4% en août contre 9,8% attendu.

Les variations du nombre de chômeurs, +122% sur un an en moyenne, sont très différentes selon les secteurs : de +32% dans l'agriculture ou +75% dans le commerce ou les technologies de l'information, à +278% dans le secteur loisirs/hébergement et même une multiplication par 12 dans le petit secteur mines/pétrole.

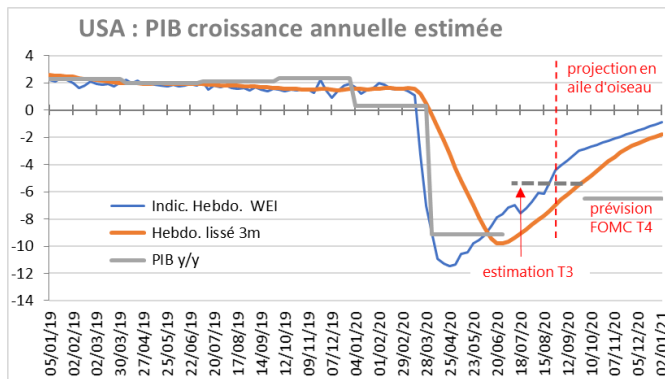
La hausse des salaires subit une distorsion

Surprise apparente, le salaire horaire moyen ne ralentit plus, en hausse de 0,4% sur le mois d'août il reste à +4,7% sur un an comme en juillet, c'est bien plus élevé que la hausse de 3,1% d'avant la crise. Davantage qu'une inflation salariale nouvelle, cela reflète une déformation de la structure des emplois. Déformation par secteur, puisque le salaire horaire de la branche loisirs/hébergement est inférieur de 41% à la moyenne nationale. Ainsi, si l'on fait une simple moyenne arithmétique de la hausse de chacun des secteurs, on trouve une progression de 3,84% au lieu de 4,65% (et dans 40% des secteurs la hausse est même en-deçà de 3,15%). De surcroît, le plus souvent, ce sont surtout des employés à bas-salaires qui ont perdu leur emploi et ne parviennent pas à le récupérer. Il n'y a donc pas à s'inquiéter d'une éventuelle dérive inflationniste des salaires. Leur hausse apparente est surtout due à des déformations structurelles. La persistance d'un taux de chômage global élevé est aussi une garantie à moyen terme.

Aux USA, la reprise de l'activité continue sur sa lancée

Le nouvel indice hebdomadaire conçu par la Fed pour suivre l'activité permet d'indiquer une lecture directe de l'estimation de la variation du niveau de PIB sur un an. Cet indice WEI n'affiche plus qu'un repli de 4,4% au 29 août, soit 0,9 point de mieux en une semaine ! Contrairement à d'autres indicateurs, comme l'emploi, il ne présente pas d'essoufflement. Si l'on projette la hausse moyenne de juillet-août (0,35 point / semaine) sur les mois à venir, on dépasse le niveau d'activité de l'an dernier dans la dernière décade de novembre et un glissement annuel du PIB presque à 0% au T4, alors que la Fed tablait en juin pour un recul de 6,5% ! Une prévision plus réaliste avec un profil en aile d'oiseau pour le T4 (similaire à

celui déjà observé sur l'emploi) nous conduit à un PIB en recul de 1,8% par rapport au T4 2019. Dans tous les cas, **la révision des projections du FOMC, la semaine prochaine, sera drastique.**



Focus banques : une sous-performance méritée ?

Le secteur bancaire européen a été réveillé de sa longue nuit boursière la semaine dernière par l'annonce de la fusion entre la banque catalane Caixabank et l'ex Caja Madrid devenue Bankia. S'agit-il d'un énième faux départ ? Les pesanteurs, à savoir l'incapacité à dégager une rentabilité suffisante de nature à rémunérer les fonds propres, vont-elles faire du sursaut boursier un énième feu de paille ?

Depuis une quinzaine d'années, le secteur a fortement sous-performé. En atteste l'évolution des ratios de valorisation : le « Price / book » de 2005 (valorisation de marché des fonds propres nets) s'élevait à 2,4x, contre 0,6x pour celui de 2019. Dans le même temps, les établissements bancaires sont devenus, grâce ou à cause du régulateur, **plus solides, plus liquides et moins rentables.**

A partir de données FactSet, nous nous sommes livrés à un exercice théorique et sans doute simplificateur en comparant les banques de la zone euro **en 2005 et en 2019.**

Il ressort, sans surprise, que **le ratio de fonds propres rapporté aux actifs détenus a augmenté de 73%.** Cette exigence de fonds propres supplémentaires explique une partie de la sous-performance bancaire. Combien ? Pour la quantifier, nous appliquons l'exigence de fonds propres de 2019 à l'année 2005 et retraçons le ratio « Price / Book ». Celui-ci est évidemment plus bas, à **un niveau de 1,4x, soit plus de deux fois le ratio actuel !** La rentabilité de l'ensemble étudié est-elle très en-deçà aujourd'hui ? **Le ratio « profit net récurrent / actifs » apparaît à 0,47% contre 0,49% en 2005.** Donc oui, une rentabilité inférieure, mais pas tant que cela sur l'univers étudié. Les risques sont-ils supérieurs aujourd'hui ? Sans doute surtout les risques perçus, car le secteur est beaucoup plus solide. L'impact de la digitalisation ? Il apparaît de plus en plus qu'elle est intégrée aux **banques classiques, organiquement ou via des partenariats avec des Fintechs.** La réglementation ? Oui mais les resserrements ne sont-ils pas derrière nous pour l'essentiel ?

La crise ? Oui le **coût du risque va remonter, mais cette fois les banques font partie de la solution, pas du problème.** Et puis il y a les progrès de l'Union Bancaire et de l'intégration européenne, les signes d'un retour de la consolidation, etc. **Le régulateur**, qui a par le passé su limiter la croissance bancaire, semble avoir pris la mesure de la nécessité de le défendre face à l'adversité, et **entériner ainsi son rôle sociétal majeur.**

Aux assouplissements réglementaires annoncés avec la crise, une volonté d'Andrea Enria, le gendarme des banques européennes, pourrait bien changer la donne et provoquer la **consolidation tant attendue du secteur** : le badwill, correspondant à l'écart d'acquisition entre la valeur nette comptable et le prix payé par l'acquéreur, pourrait être comptabilisé comme des fonds propres par ce dernier. Une consultation est en cours et, pour un secteur dont certains établissements se traitent à 20% de leurs fonds propres (SG, Commerzbank) acquérir une telle cible permettrait de limiter ses excédents de cash et de se recapitaliser. Une situation alléchante pour des banques souvent dans la configuration d'excédents de cash et de capital réglementaire juste.

Le secteur reste opaque et en proie à des risques multiples, mais pas forcément plus aujourd'hui qu'il y a 15 ans. Si bien que **l'on peut se demander si le « derating » n'est pas avant tout dû à l'usure des investisseurs**, y compris de ceux qui ont essayé de croire à nouveau dans ce secteur qui a trop souvent déçu ces dernières années. Est-ce qu'il en sera de même à partir de maintenant ?

Aujourd'hui : réunion de la BCE, avant la Fed.

La réunion de la BCE est l'événement de **la semaine.** Après le discours de Jay Powell fin août, C. Lagarde sera à coup sûr interrogée sur son objectif d'inflation, **alors que l'indice HICP de référence affiche pour le mois d'août un repli de 0,2% sur un an.** Certes, la BCE peut, et va, invoquer des facteurs exceptionnels, mais il reste que le taux d'inflation moyen des 10 dernières années se situe à 1,29% (1,03% sur 5 ans), très loin du fameux objectif « inférieur à 2%, mais proche de 2% ». Depuis 7 ans et demi, ce seuil de 2% n'a été atteint ou dépassé que pendant 6 mois en 2018 à la faveur d'une envolée des prix du pétrole à plus de 70\$. La politique monétaire, pourtant extraordinairement expansionniste depuis très longtemps, n'a pas permis à la BCE d'atteindre son objectif. Souci supplémentaire à court terme, l'appréciation de l'euro ne peut que ralentir le décollage inflationniste.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet, Pierre-Yves Domeneghetti et Alexis Merville le 10/09/20 à 10h00