



## Fluctuat nec mergitur



Certains ont estimé que les 233 mds d'euros (brut, ou 217 mds nets) demandés par les banques lors du dernier TLTRO était un montant élevé, c'est vrai au regard des opérations antérieures. D'autres, dont nous, espéraient un montant encore plus important. Les banques commerciales doutent-elles des opportunités de placements et de crédits qu'elles auront au cours des prochains trimestres? Peut-être estiment-elles que les **quelque 1350 mds de réserves excédentaires** seront progressivement mieux réparties, enfin utilisées, et donc suffisantes, surtout si le spectre d'une nouvelle crise politique s'éloigne sur le vieux continent. Il n'en reste pas moins que ce montant, en haut de fourchette, est encourageant et positif pour la baisse des taux des dettes bancaires cotées.

L'échec de la réforme santé de Donald Trump montre bien les tensions internes au sein du parti républicain et confirme que le Congrès fixe les limites du pouvoir du nouveau Président, ce que nous soulignons dès avant son élection, d'autant qu'il montre peu d'adresse à gérer sa majorité. **Le marché avait beaucoup – trop – parié sur Trump**, une correction partielle (un peu au-delà des 2 points perdus sur les 12% à 15% gagnés depuis le 7/11/16) est donc justifiée. Cela ne signifie pas pour autant qu'aucune réforme n'est faisable. A l'inverse de la refonte de l'Obamacare, la réforme fiscale pourra être mise en œuvre par tranche. Les marges de manœuvre dégagées par la baisse des dépenses de santé ne sont pas au rendez-vous, mais il semble quand même que certaines mesures devraient réunir un minimum de consensus. Ce sera sans doute le cas de certaines dépenses d'infrastructure, quitte à vendre du rêve, ou de l'exemption fiscale partielle pour les profits rapatriés.

La semaine dernière, dans ce contexte marqué par la baisse du dollar et le recul des bourses américaines et japonaises, **l'Europe a très bien résisté**. En particulier, les pays dits périphériques ont vu les taux souverains reculer et les actions monter. Les primes de risque diminuent ici, alors que les incertitudes politiques se sont accrues outre-Atlantique. On peut rêver qu'à l'inverse des 6 ou 7 dernières années, **c'est de ce côté de l'Atlantique qu'on fait des progrès et du côté américain que sont le risque et les problèmes**.

Les européens ont célébré le soixantième anniversaire du Traité de Rome, soulignant l'immense chemin parcouru pendant ces soixante années de paix et de construction commune. En dépit de difficultés et remises en cause multiples, externes et internes, l'Europe a jusqu'ici tenu bon dans la tempête et c'est pourquoi nous lui apportons la devise de Paris « Fluctuat nec mergitur ». A l'heure du Brexit, ce 60<sup>ème</sup> anniversaire a naturellement un goût amer. Il rappelle qu'il a vite été difficile, voire impossible, de faire marcher d'un même pas tous les pays d'une Union élargie (les participants à l'espace Schengen ou les membres de l'union monétaire, par exemple) même s'ils avançaient tous dans la même direction. Aujourd'hui, les doutes d'une large partie de la population

européenne sont patents. Avec le départ du Royaume Uni, les gouvernements européens ont pris acte d'une situation qui s'installe depuis de nombreuses années. Ils se résolvent officiellement à **une Union à cercles concentriques avec un cœur Euro, qui poursuivra une construction plus complète**. Autour, dans un monde divisé et violent, les autres pays européens savent qu'il n'y a qu'une façon de progresser : les uns avec les autres et non pas les uns contre les autres. D'ailleurs, même avec des négociations fermes, ni le Royaume-Uni ni ses bientôt ex-partenaires ne souhaitent couper les ponts. Reste qu'un divorce est toujours douloureux.

Justement, la semaine dernière était creuse en terme de publications économiques, hormis au Royaume-Uni. **L'inflation britannique a nettement progressé en février**, de 1,8% à 2,3%, bien au-delà des 2,1% attendus. Plus grave, l'inflation sous-jacente bondit presque autant, de 1,6% en janvier à 2,0% en février, alors que les analystes attendaient 1,8%. Nous observons donc, au-delà d'une hausse forte mais temporaire des prix de l'énergie et de l'alimentation, une progression certainement plus durable du niveau général des prix. L'augmentation passée des prix à la production, qui d'ailleurs s'infléchit, est finalement en train d'affecter les prix à la consommation.

A l'inverse des prix au détail, **les revenus salariaux ralentissent au Royaume-Uni**. Il y a quelques jours nous apprenions que leur hausse annuelle est revenue de 2,6%, sur les trois mois à fin décembre, à 2,2%, sur les trois mois à fin en janvier (et de de 2,6% à 2,3% hors bonus, ce qui suggère que les primes annuelles souffrent du recul de la profitabilité des entreprises). **Les gains de pouvoir d'achat s'érodent**, laissant la consommation reposer entièrement sur l'incertaine performance de l'emploi, ou une baisse du taux d'épargne. Il semble inévitable que le moteur "consommation" ralentisse cette année, laissant la croissance reposer principalement sur les moteurs exportations et dépenses publiques, qui restent solides pour le moment. Et pourtant, les ventes au détail, après avoir déçu en janvier (elles ont d'ailleurs été révisées en baisse à -0,5% m/m en volume) ont fortement rebondi en février (+1,4% m/m). Pour l'instant, **la consommation tient bon**, très probablement grâce au recul du taux d'épargne, à ce sujet, le niveau du dernier trimestre 2016 sera publié le 31 mars et nous l'attendons encore en baisse.

A l'approche du lancement effectif du Brexit, le 29 mars, **l'économie britannique reste sur le fil du rasoir**. Le taux de chômage recule à 4,7% et approche du niveau structurel récemment ré-estimé à 4,5% par la Banque d'Angleterre (BoE). Cela justifie qu'une voix, mais une seule, se soit élevée en faveur d'une hausse des taux lors de la réunion de la BoE mercredi dernier. Les incertitudes étant prises en compte depuis longtemps, le sterling et la bourse britannique se comportent bien, en effet, le risque diminue de voir s'enclencher une spirale inflationniste prix/salaire.

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 28/03/17 à 13h00*