

Un été si tranquille ...

Cet été semble, bien au-delà des conditions climatiques exceptionnelles, marqué par la tranquillité des certitudes économiques. On sait que le mois d'août peut être destructeur pour les équilibres et, en particulier, les plus établis. Mais les scénarios du moment – ceux qui sous-tendent les hautes valorisations des actifs financiers se confirment au gré des publications de statistiques économiques.

Confirmations : un environnement économique de certitudes

La dernière de ces données à avoir été publiée est celle du marché de l'emploi américain. La création de près de 210.000 emplois en juillet permet au taux de chômage aux États-Unis de revenir à 4,3 %, un niveau inconnu depuis 2001. On a souvent souligné que le marché du travail offre un indicateur économique retardé, mais sa vigueur met en évidence la force de la dynamique de croissance.

Une force dont, par ailleurs, les indicateurs avancés américains et même les instantanés confirment l'inflexion. Le rebond conjoncturel du deuxième trimestre a été assez limité (+2,6 % en rythme annuel) après un début de l'année très faible (+1,2 %). La variation indique une érosion : le mois de juin n'a pas confirmé l'amélioration d'avril et mai.

Au-delà de la constatation du réalisé, les anticipations vont dans le même sens avec des indices des directeurs d'achats qui reculent : la donnée ISM pour le secteur manufacturier s'est inscrite en recul en juillet : 56,3 contre 57,8. Cependant, elle reste largement supérieure au niveau de 50, le pivot pour la progression de la production.

Ainsi la croissance 2017, et surtout 2018, aux États-Unis confirme son effritement et le consensus est en train de se caler un peu au-dessus de 2 % en moyenne, c'est à dire dans les bas des fourchettes 2 % - 2,5 % qui forment la base pour le scénario mondial.

On est ainsi dans le plancher des estimations, mais on reste dans le cadre de ces certitudes économiques qui, la vigueur chinoise aidant, permettent de confirmer – c'est le mot de cet été – les projections dans les pays émergents et, aussi, en Europe. La moyenne pour les économies émergentes se rapproche de 5 % cette année et devrait rester dans le haut de la fourchette 4,5 % - 5 % en 2018. En zone euro, la vigueur du cycle manufacturier a été confirmée par le score du deuxième trimestre : les 2,1 % de croissance en rythme annuel correspondent à un plus haut sur 7 ans.

Au total, une croissance mondiale accrochée à 3 %, pour une moyenne de 2 % des pays développés et de 4,5 % - 5 % pour les émergents, le tout dans un cycle qui gagne en convergence et en synchronisation, constitue cet environnement de certitude.

Resserrements monétaires, inflexion américaine et doutes sur les réformes aux États-Unis et en Europe

Plus la certitude est affirmée, plus le risque de déception peut faire des dégâts. Le caillou peut précisément se trouver dans le caractère synchronisé de ce cycle de croissance modéré.

La première question à prendre en compte est l'anticipation de réformes qui a entraîné aux États-Unis une relance de la confiance dans l'économie et, en Europe continentale, des projections de changement de climat après les élections en France. On ne peut que constater la panne politique américaine après le rejet des projets de réformes du système de santé et les procédures engagées contre le président. Sans réformes, les estimations devront être revues à la baisse. En Europe, on est loin d'en être là, mais les espoirs de changement de modèle en France et de nouvelles impulsions supranationales dans un cercle réduit au sein de l'Union Européenne, sont tels qu'il semble impossible qu'ils ne soient pas décevants.

On ne doit pas excessivement relativiser : un décalage conjoncturel américain se ressentirait très vivement sur la croissance mondiale. Le sujet va au-delà du programme Trump et, en ligne, il y a la stratégie annoncée par la Réserve Fédérale. Malgré l'absence d'inflation et l'inflexion du cycle, l'institut d'émission va retirer des liquidités à l'économie : la Banque Centrale Européenne ne pourra que suivre et l'ensemble retirera quelques fractions de croissance mondiale, et, dans le pire des scénarios, pourrait raviver des pressions déflationnistes.

Les indices de surprise économique en chute, mais les liquidités protègent encore les actifs

On note déjà que le marché des changes joue en anticipation pour ajuster à la baisse ces évolutions synchronisées, avec un euro qui a pris 12 % par rapport au dollar depuis le début de l'année. Ces variations prennent précisément en compte les stratégies à venir des banques centrales. Mais elles s'appuient aussi sur un climat qui a changé : les déceptions concernant l'économie américaine ont atteint un pic. Ainsi, l'indice de « surprise économique » établi par Citigroup qui compare les attentes des économistes et les données effectivement publiées s'est très vivement replié depuis son niveau (élevé) de fin mars.

Ce qui est certain, c'est que les marchés financiers ignorent les risques et font preuve d'une belle sérénité comme l'atteste le record une nouvelle fois battu par l'indice Dow Jones. Les marchés ont toujours raison ? Évidemment non. Mais le cash est bien leur roi et, les liquidités qui les ont arrosés depuis plus de sept ans sont là. Il y a bien sûr des perspectives de politique inverse, mais, aujourd'hui on est toujours dans les « liquidités supernova » qui tiennent les valorisations à leur niveau si élevé.