



2018, un premier plateau

La semaine écoulée a permis de **conforter les gains du début d'année sur les marchés actions**. Ce résultat est d'autant plus satisfaisant qu'il a été obtenu dans un contexte plutôt haussier sur les taux longs.

Ce qui retient l'attention c'est **le niveau record de confiance atteint dans la zone euro** ; ainsi l'indice du climat des affaires a bondi de 1,49 à 1,66, un nouveau plus haut historique. **Cette euphorie conforte les gains observés** en novembre sur la production industrielle (+1,0% sur un mois et +3,2% sur un an) ou sur les ventes au détail (+1,5% sur un mois et +2,8% sur un an), tous ces chiffres étant un peu supérieurs aux anticipations. Il ne faut pas porter attention au taux de croissance allemand pour l'année 2017 qui s'affiche un peu en deçà des anticipations à +2,2% au lieu de +2,4%, car la prévision du marché s'appuyait sur les performances trimestrielles désaisonnalisées ; or, du fait des coefficients sensiblement différents, l'écart de 2016 (0,1 point) se voit inversé en 2017 (-0,15 point). Il faut plutôt souligner que pour l'ensemble des entreprises de la zone **euro le taux de marge est remonté à 41,4% au T3** selon Eurostat, un niveau que l'on n'avait pas connu depuis fin 2008, bien qu'il reste bas au regard des valeurs habituelles des années antérieures.

Ces performances remarquables ont soulevé une question la semaine dernière : **est-ce que cela pourrait conduire la BCE à infléchir**, sinon sa politique monétaire, du moins le ton du discours qui l'accompagne ? Le QE promis pour les trois premiers trimestres de 2018 n'est pas remis en cause, mais la rapidité de la sortie et la date de la première hausse des taux (2020, fin 2019, voire avant...) font l'objet d'interrogations. Du moins les minutes du meeting de la BCE ont été interprétées ainsi et les taux se sont tendus sur le marché obligataire. La BCE n'attendra pas que son objectif d'inflation soit atteint pour commencer à remettre de l'ordre dans sa politique monétaire, d'ailleurs elle a déjà commencé à le faire en réduisant son rythme mensuel d'achats nets à 30 milliards d'euros. Mais un autre facteur contribue à **lisser la sortie du QE**, c'est le réinvestissement promis des remboursements qui atteindront 45 milliards d'euros au dernier trimestre 2018. C'est cette approche rassurante d'une sortie progressive et lente de la politique de relance qui a été mis en avant par **Jens Weidmann, président de la Bundesbank, dans un commentaire jugé "dovish"**. C'est rassurant pour le marché obligataire.

Ce débat fait écho à celui qui s'amorce sur la politique monétaire de la réserve fédérale. L'idée évoquée est que **la Fed pourrait substituer à son objectif d'inflation de 2%, une fourchette de 1,5% à 3%**. Si le but est d'éviter une hausse trop brutale et donc récessive des taux directeurs, cela ne requiert aucune modification de l'objectif officiel. Car le respect de cette norme a toujours été interprété

avec souplesse et dans une approche dynamique, la Fed ne voulant pas tomber "*behind the curve*", c'est-à-dire que sa politique monétaire soit en retard sur le cycle et obligée de passer d'un excès à l'autre pour tenter de maintenir l'inflation sur le fil des 2%. **Le changement de présidence de la Fed est évidemment un moment propice à des discussions**, voire à une remise en question, des objectifs et des moyens de la politique monétaire. Il reste que **c'est le pragmatisme qui prévaut** et qui continuera à prévaloir. Il y a un an, la Fed nous promettait 75 bps de hausse des taux en 2017, le marché n'y croyait pas, mais nous les avons eus. Cette année à nouveau, les dots prévoient 75 bps de hausse et le marché est prudent – ce sera peut-être moins – mais ce sont les chiffres qui décideront. Pas seulement ceux de l'inflation totale ou sous-jacente, mais aussi et surtout, les hausses de salaires sans lesquelles aucune inflation ne saurait être durable. Et puis il reste une incertitude, **comment l'état fédéral va-t-il pouvoir financer un déficit public** que la réforme fiscale fera gonfler alors que la Fed a engagé son QT (la diminution des encours de titres en portefeuille) ? Même si ce n'est pas nouveau, l'équilibre du marché obligataire américain demeure fragile. D'ici au 19 janvier il faudra à nouveau sursoir au problème récurrent du plafond de la dette publique, ce qui devrait laisser les marchés de marbre... ils sont habitués à entendre crier au loup !

En franchissant brutalement 1,2070 à la hausse **l'EUR/USD est sorti de la zone de fluctuation qui prévalait depuis début 2015**, malgré un portage favorable au dollar. Le risque est de le voir s'installer dans un range 1,20-1,40 comme en 2014.

Le prix du baril de Brent est venu flirter avec les 70\$, renouant avec des niveaux que l'on n'avait pas vus depuis fin 2014. Certes, le vortex polaire qui a frappé les Etats-Unis a poussé les prix de l'or noir, mais pourquoi autant à Rotterdam qu'à Cushing ? Sur les marchés à terme, on observe, depuis la mi-décembre, que les prix sur les échéances lointaines progressent autant que sur les échéances les plus proches, contrairement à ce qui prévalait auparavant. **La hausse du pétrole est donc devenue structurelle**, c'est le résultat d'une croissance mondiale soutenue. A la longue, cela devrait inciter à une reprise des investissements, de nature à calmer cette poussée inflationniste, même si cela ne peut suffire à renverser la tendance à court-terme. Il est possible qu'un écart substantiel (un demi-point environ) persiste entre l'inflation totale et l'inflation sous-jacente pendant presque toute l'année 2018. Pas de quoi affoler les banquiers centraux.