



## Dollar : un tweet ne fait pas le printemps !

Le repli du dollar et la hausse des taux ont fait bouger les marchés la semaine passée. Une fois écartée, pour un temps, la question budgétaire, c'est de nouveau l'affirmation d'une "America First" qui focalise l'attention. A Washington **les tenants d'un dollar faible ont donné de la voix** et il est certain que la position de l'administration américaine se pose. Certes Donald Trump a tweeté qu'un dollar fort est dans l'intérêt de l'Amérique, mais cela relève peut-être plus d'une question de vocabulaire présidentiel (dont le mot faible ne saurait faire partie) que d'une réelle volonté. De toutes façons, historiquement, cette formule rhétorique habituelle de l'administration américaine s'est rarement révélée être un moteur pour le billet vert, mais plus souvent un parachute lorsque l'administration souhaite freiner la baisse du dollar.

Cette baisse a permis aux marchés actions américains et des pays émergents de surclasser les autres qui ont stagné. Dans le même temps, **les taux se sont tendus de part et d'autre de l'Atlantique**, dans un mouvement qui s'est accompagné d'un aplatissement de la courbe obligataire. Même si le mouvement s'est accentué jeudi pendant la conférence de presse de la BCE, nous pensons que c'est davantage le marché américain qui donne le ton.

### Le discours de Mario Draghi ne contenait pas de nouveauté.

La comparaison mot à mot des paragraphes introductifs et conclusifs de la conférence de presse du 25 janvier et celle du 14 décembre ne fait apparaître qu'une seule différence... on a changé d'année ! De même, le corps du discours reste tout à fait dans le même esprit. Alors, pourquoi, tout au long de cette conférence de presse, les marchés ont-ils **fait monter les taux longs et l'euro ?** La réponse est peut-être à chercher autant dans les questions des journalistes que dans les réponses de Mario Draghi. En insistant sur un possible changement de pied de la politique de change américaine, plus ouvertement en faveur d'un repli du dollar, en cherchant à souligner de possibles dissensions internes au conseil de la BCE, en évoquant la possibilité d'une fin brutale de la politique de Quantitative Easing, les questions des journalistes ont pu inquiéter les auditeurs. Elles ont aussi souligné en creux la fermeté de la croissance et un possible retour de l'inflation vers l'objectif de la BCE. Pour autant, ni la situation économique ni les perspectives de politique monétaire n'ont changé.

Au contraire, **l'appréciation de l'euro tend à durcir les conditions financières** qui prévalent en zone euro. Cela pèsera, un peu, sur la croissance (ce qui pourrait handicaper les marchés boursiers), mais devrait aussi freiner l'inflation (ce qui devrait aider les obligations). En tout cas ce mouvement de change, s'il se poursuit, devrait éloigner encore la perspective d'une hausse de taux directeurs... De fait, les marchés ont corrigé une part de la hausse de l'euro/dollar au cours de la soirée de jeudi et de la nuit... avec l'aide du petit tweet de D. Trump.

**Côté chiffres, la croissance américaine au T4 est un peu en deçà des attentes** avec un gain de 2,6% annualisé contre +3,0% attendu, ce à quoi on doit ajouter la révision en baisse du chiffre du T3, de 3,2% à 2,6%. La consommation est pourtant en ligne avec les anticipations +3,8% annualisé au T4.

Il est probable que c'est, une fois encore, **le commerce extérieur qui pèse sur l'activité**, c'est du moins ce que suggère déficit de balance commerciale (hors services) le chiffre de décembre -71,6 milliards de dollars battant le record établi en novembre, -70 milliards de dollars. Ces chiffres de croissance décevants pour fin 2017 ne remettent pas en cause **la bonne perspective pour 2018**, comme le montre la nouvelle hausse des commandes de biens durables (+2,9% en décembre après +1,7% en novembre), même si elle est largement due à deux secteurs, défense et transport aérien.

**Au Royaume-Uni, encore un trimestre de sauvé pour l'économie du pays.** Alors que les inquiétudes s'amplifient à propos des effets du Brexit sur la croissance et le niveau de vie britannique, le PIB du dernier trimestre 2017 a affiché un gain de 0,5% t/t et 1,5% sur un an, soit 0,1 point de mieux que ce que les marchés anticipaient. Cela va contribuer à soutenir la confiance des entreprises en attendant que les négociations reprennent en mars. D'ailleurs la livre a réagi positivement, même si cela n'efface pas les motifs d'inquiétudes pour 2018. Toutefois, un front européen moins uni sur la seconde phase des négociations et un désir d'aboutir sans rupture devraient faciliter maintenant la recherche d'un accord.

A l'instar des membres du FOMC aux Etats-Unis, **les membres du Board de la Banque du Japon font des prévisions trimestrielles de croissance et d'inflation.** En janvier, aucune de ces prévisions n'a été revue en baisse, ce qui est déjà une bonne nouvelle. La croissance est toujours attendue par la BoJ à 1,9% sur l'exercice 2017 (qui s'achève en mars 2018) puis à 1,4% en 2018 et 0,7% en 2019, mais le range de ces prévisions est légèrement décalé à la hausse pour cette année et l'an prochain. Le point bas du range d'inflation pour l'an prochain est aussi revu en hausse. Cette révision est confortée par la publication des chiffres d'inflation pour le Japon en décembre et pour Tokyo en janvier, qui montrent une nouvelle accélération. **La BoJ attend surtout que le taux d'inflation dépasse les 2%** au cours de l'exercice 2019 en raison de la hausse prévue de la taxe sur les ventes, mais même abstraction faite de cet effet, les membres de la BoJ espèrent que le taux d'inflation va s'approcher de son objectif. Dès cette année, les marchés pourraient s'interroger sur **la perspective d'une sortie de la politique monétaire actuelle** de QQE ("*Quantitative and Qualitative Easing*") et YCC ("*contrôle de la courbe des taux*"). Nous pensons qu'une telle sortie **prendra beaucoup de temps**, elle exige d'atteindre l'objectif d'inflation et aussi que les finances publiques puissent supporter un début de normalisation des taux d'intérêt, ce qui est loin d'être le cas. Un point de vue que le marché partage aujourd'hui puisque le rendement des JGB à 10 ans reste en deçà de 0,10%.

Comme attendu, 2018 s'ouvre sur **la thématique de la hausse des taux** sur fond de reprise de la liquidité par les banques centrales. Reste à caler le rythme de ces mouvements sur les fondamentaux économiques et d'inflation d'un côté, les contraintes budgétaires de l'autre, et enfin sur les réactions de marché (taux, change, actions). C'est ce que nous nous employons à faire sur l'ensemble des portefeuilles.

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 29/01/18 à 17h00*