



Merci mon neveu ! (ou la réforme de Donald qui fait plaisir à Picsou)

Le principal évènement de la semaine a été l'adoption par le sénat américain, par 51 voix contre 49, **du projet de réforme fiscale de Trump qui a ainsi franchi son principal obstacle**. Certes, la version remaniée diffère un peu, tant du projet initial, que de la version votée par les Représentants, mais ces différences ne semblent pas insurmontables. Les Républicains, qui ont entre leurs mains tous les leviers du pouvoir, se doivent d'adopter au moins une réforme majeure avant les élections de mi-mandat en 2018.

Le marché obligataire n'a guère réagi à ce scrutin, sans doute les opérateurs en avaient-ils bien anticipé l'issue au milieu de la semaine dernière, lorsque le taux 10 ans américain s'est tendu de 8 pb en deux jours... une application du vieil adage qui dit qu'il faut "vendre la rumeur et acheter la nouvelle". Il peut paraître surprenant qu'à 2,40% le rendement de l'emprunt phare se retrouve au même niveau que l'an dernier. Il faut se remémorer que les taux obligataires américains avaient progressé de 70 pb durant les quelques semaines qui ont précédé et suivi l'élection de Trump le 8 novembre 2016. Le marché n'est jamais revenu sur ce mouvement de hausse, qui anticipait déjà la nouvelle politique fiscale, bien qu'elle ne se confirme qu'aujourd'hui.

Les enjeux sont pourtant importants. Le total des réductions d'impôts est estimé de 1 000 à 1 500 milliards de dollars sur 10 ans. Par an, ce montant correspondrait à 150 milliards soit 0,75% du PIB, mais il pourrait être plus important les premières années, la montée en charge des baisses d'impôts se faisant plus rapidement que les mesures compensatoires. Par ailleurs les estimations faites reposent sur beaucoup d'hypothèses lourdes et sont donc sujettes à caution. Enfin, le potentiel de croissance à libérer aux Etats-Unis est faible, car l'économie est déjà quasiment au plein-emploi et la réforme n'est guère porteuse de croissance.

La principale raison pour laquelle **les "Treasuries" font bonne figure** est sans doute, de façon paradoxale, la politique monétaire de la Fed. Certes, en plus de l'augmentation du déficit public consécutive à cette réforme fiscale, le programme de QT devrait accroître la forte pression sur les obligations publiques. Le Trésor devant trouver de nouveaux acheteurs qui se substituent à la Fed qui ne réinvestit plus ses remboursements (actuellement pour 10 mds de dollars par mois, soit 0,6% du PIB, et pour 50 mds à partir du T4 2018, soit 3 points de PIB). En fait, le marché semble faire le triple pari que :

- d'abord, les investisseurs retrouveront de l'appétit pour les "Treasuries", **portés par des rendements élevés**, relativement à ceux que l'on observe dans les autres pays développés. Dans le même temps, la baisse de l'impôt sur les sociétés pourrait conduire les entreprises à émettre moins d'obligations "corporate".
- ensuite, **la déréglementation** promise du secteur financier sera mise en œuvre par Jay Powell, le futur président de la Fed, ce qui redonnera des marges de manœuvre aux

intermédiaires financiers pour faire des investissements en titres longs (avec un portage favorable).

- enfin, et surtout, la Fed voudra à tout prix éviter une forte remontée des taux long et nouvelle crise financière quitte à renoncer à une partie des hausses de taux et du QT pourtant annoncés dans le cadre de la politique monétaire prévisible (la "forward guidance").

Par ailleurs, les marchés financiers américains n'ont **prêté que peu d'attention aux événements politiques**. Qu'il s'agisse de politique internationale, avec la Corée, le Moyen-Orient, ou des affaires intérieures américaines qui fragilisent toujours davantage l'administration Trump, voire le Président lui-même. A force de répétitions, les marchés se sont habitués et les cours des valeurs refuges (le dollar ou l'or) deviennent impassibles. Le cours du pétrole n'a pas davantage réagi à **l'accord conclu par l'OPEP**, largement anticipé il est vrai, pour prolonger les restrictions de production actuelles jusqu'en fin 2018, sauf dérapage des prix.

En Europe, la croissance européenne demeure solide, mais **l'inflation en zone euro n'a qu'à peine progressé**, de 1,4% à 1,5% en novembre, en dépit du renchérissement du pétrole. Or, justement en raison de l'effet de base induit par la hausse du prix du pétrole, l'inflation totale devrait commencer, dès décembre, à converger vers l'inflation sous-jacente, qui a reculé de 1,0% en octobre à 0,9% le mois suivant. Ces bas niveaux ont aidé à une détente des taux sur le marché obligataire, qui a entraîné un léger aplatissement de la courbe, et un petit resserrement des spreads.

Enfin, dans les **pays émergents**, les indicateurs des PMI manufacturiers sont ressortis de manière générale en hausse dans toutes les régions. Celui de la Chine était particulièrement attendu afin de mesurer l'ampleur du ralentissement de l'économie : il s'est pourtant affiché en hausse pour celui calculé par le gouvernement (51,8), grâce aux sous indices de production (54,3) et de nouvelles commandes (53,3), et en léger repli pour celui calculé par Caixin (50,8). Ces bons chiffres **sont décorrés des autres indicateurs économiques** chinois qui sont dans l'ensemble en retrait depuis le début du 4^{ème} trimestre (production industrielle, ventes au détail, immobilier) et qui confirment le ralentissement de l'économie.

Ailleurs en Asie, la **banque centrale coréenne a relevé ses taux directeurs** de 25 bps à 1,50%. Elle est la première banque centrale asiatique à relever ses taux et pourrait être suivie par plusieurs autres pays asiatiques dans les prochains mois, notamment la Malaisie dès le mois de janvier. La politique monétaire des pays d'Asie devrait donc être **moins accommodante** dans les trimestres à venir tout en restant, comme dans les pays développés, très souple un certain temps.