



## Les banques centrales préparent le printemps

La relative stabilité des marchés actions au cours de la semaine écoulée et le repli de la volatilité (selon le VIX) confortent **le retour au calme que nous évoquions dans notre précédente Newsletter**. Il nous faut pourtant rester prudents, puisque les indices de volatilité n'ont pas tous reculé. Autre signe d'accalmie, sur les marchés obligataires, la tendance à **la hausse des rendements marque une pause**. Cela s'est fait progressivement au cours de la semaine dans les pays du noyau dur européen et plus tardivement, le vendredi 23 aux Etats-Unis. Mais, prudence encore, les spreads ont continué à s'écarter. On l'observe sur l'indice Xover, qui termine la semaine à 274, poussé par des sorties de capitaux des fonds "High Yield". On le voit sur l'écart de rendement de la dette souveraine italienne, fragilisé par l'incertitude qui entoure les élections législatives du 4 mars.

On peut chercher une explication dans l'interprétation assez rassurante qu'ont faite les opérateurs des comptes-rendus **des réunions des banques centrales** de janvier, en attendant les prochains meetings au mois de mars.

Ce qui frappe à la lecture des minutes de la réunion du FOMC, c'est que **les perspectives d'augmentation des salaires restent localisées et non généralisées**, contrairement au sentiment qui prévaut sur les marchés depuis le début du mois. Les économistes ont objecté que la réunion de la Fed a eu lieu avant la publication du rapport sur l'emploi et que la hausse du salaire horaire en janvier devrait modifier la perception du Board, du moins si le chiffre qui sera publié le 9 mars confirme la tendance (ce qui n'est pas certain). Même remarque pour la hausse des prix à la consommation, publiée bien après la réunion du 30 janvier, le FOMC sous-estimait peut-être l'inflation. La Fed observe aussi que les gains de productivité demeurent faibles, ce qui explique la lenteur des hausses de salaires ; mais en creux cela implique qu'une progression même modérée des rémunérations sera un peu inflationniste quand même. En conclusion, les membres de la Fed s'accordent sur de solides perspectives de croissance, qui exigeront des hausses de taux directeurs tout en permettant d'envisager un retour durable du taux d'inflation vers son objectif. **Le sentiment est donc positif pour l'activité et hawkish pour la politique monétaire.**

Les minutes du meeting de la BCE du 25 janvier montrent qu'a été évoquée la question d'un **durcissement du discours de la BCE**, c'est-à-dire la disparition du biais *dovish* au profit d'une orientation neutre. Si une telle modification **a été jugée prématurée**, nous attendons qu'elle soit à nouveau discutée lors des prochaines réunions, jusqu'à ce qu'elle soit adoptée. Ainsi, alors que les minutes du FOMC avaient poussé le dollar à la hausse, l'anticipation d'un durcissement de la BCE a fait remonter l'euro au-delà du cours de la veille. Pourtant, il apparaît, à la lecture de ce compte-rendu, que **les membres de la BCE se sont préoccupés de "la volatilité de l'euro"** ou, pour dire les choses plus crûment, de l'appréciation de l'euro qui venait de dépasser 1,24 dollar la veille de la réunion. Il faut donc suivre de près la performance de la monnaie européenne.

**L'excédent courant de la zone euro** recule un peu en décembre, néanmoins il **atteint 3,5% du PIB en 2017** après 3,4% en 2016, en dépit du renchérissement du pétrole. En décembre, la zone

euro enregistre d'importantes entrées de capitaux. Les résidents ont obtenu des remboursements de dettes de filiales étrangères et ils ont réduit les portefeuilles en actions et obligations étrangères. Dans le même temps, les investisseurs étrangers ont été acheteurs nets d'actions européennes pour un montant légèrement supérieur à celui des ventes et des remboursements d'obligations européennes. Les prises de profits ne sont pas surprenantes au terme d'une très bonne année, mais cela ne signifie pas que la tendance est durable. Cet excédent de la balance de base de plus de 90 milliards en décembre, aurait justifié **une nette appréciation de l'euro**, mais celle-ci n'est apparue qu'en janvier. En fait ces flux financiers ont aussi permis un fort désendettement interbancaire, un grand classique à la veille de la clôture des bilans, qui ont sans doute masqué, pendant un temps, l'orientation sous-jacente haussière de l'euro.

**Les indices PMI de Markit se sont dégradés** dans les grandes économies d'Europe continentale et au Japon, en revanche ils se sont repris aux Etats-Unis. Partout ils demeurent à des niveaux élevés. **En Allemagne, l'indice Ifo a enregistré un recul** de plus de 2 points en février. Même si l'indice reste très élevé en absolu à 114,4, il s'agit de la première baisse significative (un point ou plus) depuis janvier 2017. Surtout, la composante "anticipations" chute de 3 points à 105,4, un niveau bien plus proche de la moyenne et c'est le troisième repli mensuel d'affilée. **L'économie allemande semble s'essouffler**. Les indices PMI et ZEW, eux aussi en baisse en février, confortent cette lecture, d'autant qu'il est peu probable que le tumulte financier de février ait eu un impact au-delà de l'indice ZEW. La principale cause du possible ralentissement à venir de la croissance allemande serait la **saturation des capacités de production**, au vu du taux d'utilisation des machines et surtout du manque de main-d'œuvre qualifiée. Dès lors, si la demande interne rebondit (après un T4 très décevant) et que la demande externe se maintient (les exportations se sont envolées de 2,7% au T4) on peut espérer que les pays européens voisins vont bénéficier du report d'une partie de cette demande.

**Au Royaume-Uni**, le rythme de progression des rémunérations, +2,5% au T4 sur un an, n'accélère pas et demeure en deçà de la hausse des prix à la consommation (soit 3,0%). **Le pouvoir d'achat des ménages poursuit son repli**. La croissance du PIB britannique au T4 a été révisée en baisse de 0,5% à 0,4% t/t et de 1,5% à 1,4% sur un an. Ce qui est inquiétant c'est que l'investissement a stagné au dernier trimestre 2017, sans doute le début de l'impact négatif lié au Brexit, alors que l'on s'inquiète de l'essoufflement de la consommation en 2018. Tout aussi préoccupant, **le taux de chômage est en hausse** de 0,1 point t/t à 4,4% au T4. C'est la première fois que l'on enregistre une hausse trimestrielle depuis le T2 2015. Une remontée significative du chômage aurait une conséquence directe sur le pouvoir d'achat des consommateurs, mais aussi un impact néfaste sur la confiance.

Enfin, aucune surprise au Japon, la reconduction de Kuroda à la tête de **la Banque du Japon** nous promet la continuité d'une politique monétaire généreuse et... irrésistible !