

En attendant Powell ... qui lui va arriver !

Une relative stabilité des bourses européennes, de petits progrès au Japon et, cette semaine contrairement à l'habitude, **une sous-performance du marché américain**. A l'appui de cette tendance toute nouvelle, on observe que la volatilité sur les actions américaine, **le VIX, est passée au-dessus de la volatilité sur les actions européennes** le VSTOXX. Pourtant la production industrielle américaine a affiché des gains solides, plus de 1,2% sur un mois, pour la production manufacturière et presque autant pour l'ensemble de l'industrie.

Mais les marchés ont d'autres préoccupations. Quels seront **les effets de la réforme fiscale américaine et de la montée des tensions protectionnistes** entre la patrie de D. Trump et le reste du monde ? Question d'autant plus d'actualité que Trump semble reparti en campagne (si tant est qu'il ait jamais cessé de l'être) pour les *mid-term* lesquelles semblent conditionner ses chances d'être réélu en 2020. Il va donc continuer à parler haut et fort.

L'impact sur les marchés actions est incertain et parfois opposé d'un secteur à l'autre, d'une entreprise à une autre. La conséquence claire de la politique économique actuelle, ce sont des taux, courts et longs, plus élevés, c'est d'ailleurs déjà anticipé, mais jusqu'à quel point... Les marchés attendent que le nouveau président de la Fed, Jay Powell, les éclaire ce mercredi **à l'occasion de la réunion du FOMC**. Le premier élément de réponse sera dans les *dots* (les anticipations de taux des membres du FOMC) : y verrons-nous apparaître une quatrième hausse des taux directeurs pour 2018, comme le marché l'anticipe ? Il faudra lire avec attention les nouvelles prévisions économiques et écouter la première conférence de presse de Powell. La hausse d'un quart de point des Fed Funds ne fait de doute pour personne, c'est la suite du parcours qui pose question.

En attendant, les opérateurs gardent leur calme ; sur le marché obligataire les taux souverains étaient orientés à la baisse la semaine dernière, aux Etats-Unis comme en Europe. L'inflation américaine en février, mesurée par les prix de gros ou par les prix à la consommation, était en ligne avec les anticipations du marché. Les nouvelles sont même rassurantes en Europe. Avec la révision en baisse du chiffre de février, **l'inflation en zone euro a reculé à 1,1%**, son niveau le plus faible depuis fin 2016. L'indice sous-jacent affiche une hausse des prix inchangée à 1,0%. Plus frappant, **la progression annuelle du coût salarial horaire revient à 1,5% au T4**, contre 1,6% au T3 et autant au T4 2016. Il n'y a donc pas de tensions inflationnistes, ni au niveau des prix au détail, ni au niveau des salaires. Cela contribue à rassurer le marché, il n'y a **aucune nécessité pour la BCE à procéder à une hausse des taux** directeurs aussi loin que l'on puisse prévoir.

Sur le marché du crédit on observe une divergence inhabituelle, entre les niveaux de CDS qui se resserrent et les spreads de crédit des obligations qui s'écartent. Nous expliquons cette évolution par **l'extrême abondance d'émissions obligataires primaires**. Il n'est pas surprenant de voir les émetteurs se précipiter : la croissance mondiale, tirée par l'investissement est gourmande en cash, et la tendance lourde, haussière sur les rendements, incite les émetteurs à ne pas attendre. Dans le même temps, les investisseurs préfèrent souvent les nouvelles souches, plus importantes et plus liquides, aux anciennes. Cela explique que les indices obligataires ne performant pas alors que le papier se place bien. Par ailleurs, avec une croissance solide, on peut anticiper la poursuite des bons résultats des entreprises et, probablement, des révisions de notations plus souvent à la hausse qu'à la baisse. Il nous semble donc **plus judicieux de se positionner sur les CDS** que sur le marché obligataire.

Cette semaine, les regards vont se tourner vers Londres. **Le Brexit aurait fait un nouveau pas en avant**, puisque D. Davis et M. Barnier ont annoncé un accord sur la période de transition ce lundi 19 mars. Cet accord devrait être validé lors du sommet de l'UE en fin de semaine. Mais à y regarder de plus près, son contenu, une fois encore, manque cruellement de substance. Les deux parties sont essentiellement d'accord pour poursuivre les discussions au-delà de la date fatidique du 29 mars 2019, et maintenir un quasi statu quo jusque fin 2020. Cependant, **on a surtout gagné du temps, sans vraiment avancer sur les sujets de fond**. Ainsi, sur la question nord-irlandaise, "être ou ne pas être dans le marché unique ?", on reste sur un constat de désaccord... simplement assorti d'une promesse de poursuivre les discussions dans un esprit constructif. Comme aux Etats-Unis, les marchés attendent que la Banque Centrale, gardienne de la stabilité financière, les éclaire jeudi prochain. Le CPM (Comité de Politique Monétaire) aura à sa disposition d'ici-là de nouveaux chiffres de hausses des prix et des salaires, de variations de l'emploi et des ventes au détail.

L'économie mondiale va bien et c'est un soutien clair des marchés actions et permet la normalisation des politiques monétaires. Mais elle n'est pas à l'abri d'à coups, notamment d'origine politique. Les marchés ont déjà subi des chocs sans trop de dommages, cela pourrait durer. Ce qui est clair c'est que les marchés, les gouvernements, les agents économiques... tous comptent beaucoup sur les banquiers centraux.

Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 19/03/18 à 18h00