



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

### Chronique hebdomadaire

18 juin 2018

### Après la Fed et la BCE, on fait quoi ?

Allons à l'essentiel. Disons simplement que la posture de la Fed a été modérément hawkish et celle de la BCE modérément dovish lors des réunions de la semaine dernière.

Quid de la Fed ? On sait que la fourchette cible du taux des fonds fédéraux a été relevée de 25pb (7ème relèvement depuis le début du cycle haussier). La tonalité du communiqué était plus restrictive que dans le précédent avec l'utilisation d'expressions manifestant une confiance plus forte dans la vigueur de l'activité (expansion solide vs modérée, taux de chômage en baisse vs qui reste bas, dépenses des ménages qui ont repris vs modérées). Les prévisions de croissance (2018) et d'inflation (2018) ont été modérément révisées en hausse et le taux de chômage (2018-2020) en baisse. Les prévisions médianes des membres du FOMC passent à 4 hausses en 2018 (au lieu de 3 précédemment), même s'il n'y a pas de changement pour 2019 (3 hausses).

Surtout, la Fed a changé sa forward guidance en faisant disparaître de son communiqué l'idée que les taux resteront probablement en dessous de leur niveau qui devrait prévaloir à long terme. Cela est ambigu. On pourrait interpréter, à l'instar des « doves », que le taux directeur a déjà bien monté et qu'il n'est pas nécessaire d'en rajouter. Mais cela peut aussi signifier que le taux directeur pourrait passer en territoire restrictif. C'est selon nous cette 2<sup>ème</sup> interprétation qu'il faut retenir, eu égard au contexte et à la tonalité du communiqué. C'est d'ailleurs si vrai que les projections médianes de taux directeurs par la Fed fin 2019 dépassent son estimation du taux neutre (2,9%).

Quid de la BCE ? On sait que le rythme mensuel des achats nets au titre du QE passera de 30 Mds d'euros à 15 Md€ à partir d'octobre, pour finalement s'interrompre en fin d'année. On sait aussi qu'à l'issue de cette date, la valeur du bilan sera maintenue à un niveau constant via le réinvestissement des coupons et des tombées (maintien de la valeur du bilan). Une période prolongée « aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire ».

La principale nouvelle concerne ici aussi la forward guidance quant à la trajectoire des taux directeurs de la BCE : ceux-ci devraient rester à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et seront maintenus aussi longtemps que nécessaire « pour assurer une évolution de l'inflation conforme aux anticipations actuelles d'un ajustement durable ». Les marchés disposent donc d'au moins un an avant de voir les taux recommencer à monter. L'annonce va de pair avec une révision à la baisse de la prévision de croissance en zone euro à 2,1% pour 2018 vs 2,4% précédemment.

L'attitude la BCE nous semble parfaitement justifiée, alors même qu'une série de mini-chocs impacte la conjoncture de la zone euro : effet négatif des menaces protectionnistes sur la confiance corporate, « menaces trumpiennes » sur l'automobile, incertitude sur la politique italienne, impact du mini-choc d'offre pétrolier récent,...

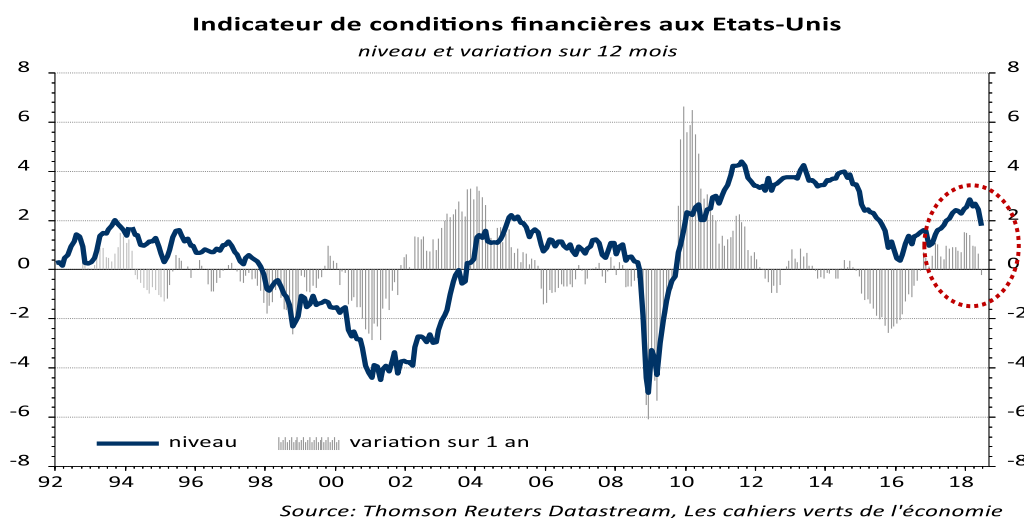
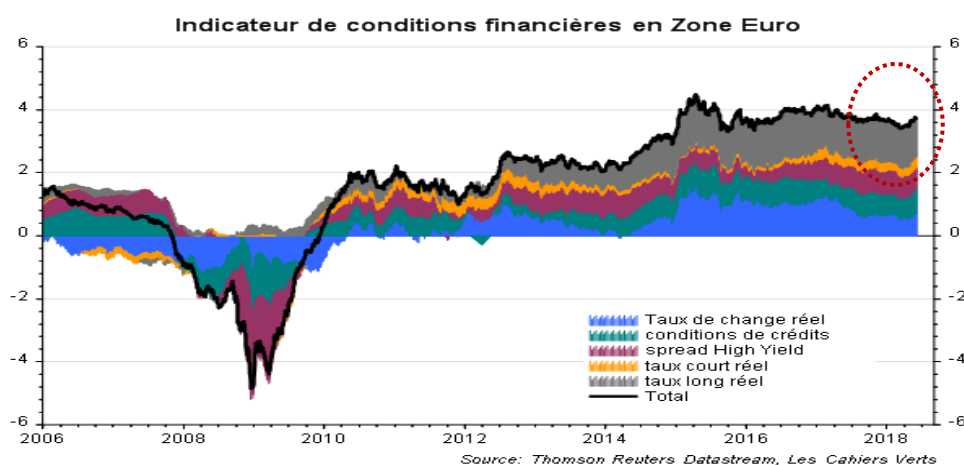
1

Au total, la BCE suit ainsi la marche de la Fed avec environ 4 années de retard. Retard qui résulte de l'attitude lamentable qui a été la sienne lors de la gestion de la double crise financière (celle de 2007-09 et celle de la crise de la dette souveraine européenne de 2010-12). Retard qui explique ainsi pour une bonne part du différentiel de PIB réel de près de 10 points et d'environ 6 millions d'emplois entre les USA et la zone euro par rapport à la situation pré-crise.

Rappelons que la Fed a procédé à la fin effective du QE en octobre 2014 (avec réinvestissement total des coupons et tombées et maintien de la valeur du bilan), à la 1<sup>ère</sup> hausse du taux directeur en décembre 2015 et au non réinvestissement partiel et progressif des coupons (baisse du bilan) en octobre 2017. Si la BCE suivait le rythme de resserrement de la Fed, cela signifierait que la 1<sup>ère</sup> hausse de taux directeur (facilité de dépôts) n'aurait pas lieu avant l'automne 2019 et la 1<sup>ère</sup> contraction du bilan n'interviendrait pas avant 2021. Et encore si « tout va à peu près bien » d'ici là.

Quelles conclusions opérationnelles tirer de tout cela ?

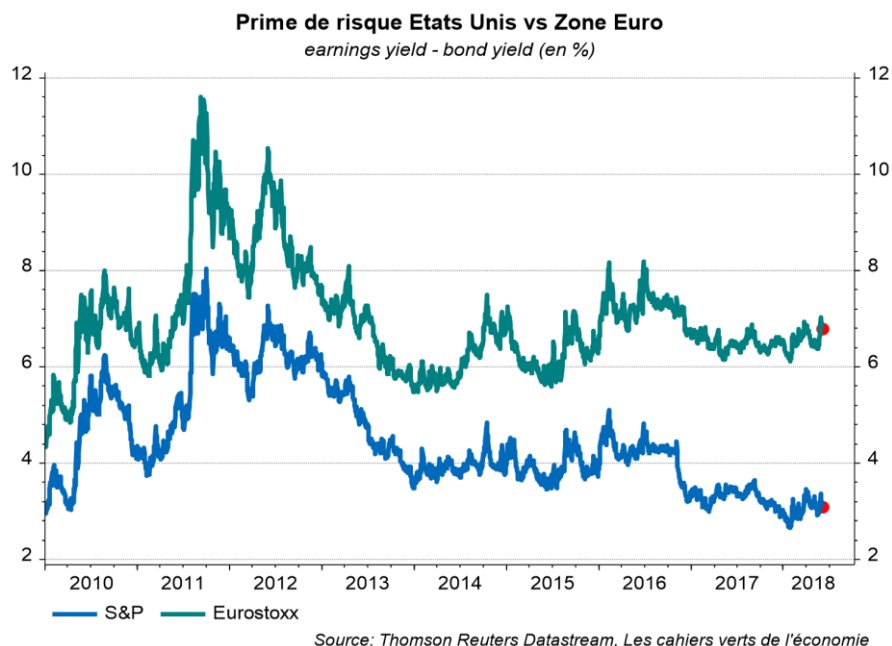
1/ Les conditions macro-financières restent favorables dans les 2 zones (en légère amélioration depuis 2 mois en zone euro et en légère dégradation aux Etats-Unis, en grande partie due au rebond du dollar) ; voir graphs ci-dessous. Si l'on reprend la séquence de resserrement prévue par les banques centrales, la politique monétaire ne devrait pas constituer un obstacle majeur à la progression des marchés d'actifs risqués avant 6/12 mois.



2/ D'ici la fin de l'année, nous pensons qu'il y a un léger potentiel de tension sur les taux longs américains (prime de terme encore basse, conditions macro-financières encore accommodantes, hausse graduelle de l'inflation, écart encore non négligeable entre les taux directeurs futurs pricés par le marché et les prévisions de la Fed en 2019-2020). Il faut donc, selon nous, conserver dans l'allocation stratégique (6/12 mois) une légère sur pondération des actions vs une légère sous pondération des govies. En Europe, le carry des obligations est particulièrement faible et il faut encore plus clairement privilégier les actions.

3/ La période deviendra plus critique au S2 2019, tout particulièrement aux USA, d'autant qu'elle interviendra avec une croissance probablement moins favorable, des marges qui auront déjà baissé et des effets épuisés de la réforme fiscale américaine.

4/ Comme nous l'avons dit dans notre chronique du 28 mai dernier<sup>1</sup>, l'écart de taux longs entre les USA et l'Allemagne peut encore rester élevé (à 250 pb, voire plus) dans les prochaines semaines, avant de se réduire quelque peu (vers 220 pb en fin d'année en fonction de la normalisation économique et politique de l'Europe). La prime de risque relative de l'Europe par rapport aux USA nous semble excessive (voir graph ci-dessous) eu égard aux conditions politiques (si l'on admet une forme de normalisation en Italie) et économiques de l'Europe, ce qui va dans le sens d'une attractivité plus forte des actifs européens vs américains.



<sup>1</sup> « Où vont les taux longs américains et européens ? »

5/ L'euro-dollar va demeurer relativement « bas » eu égard aux pressions haussières naturelles<sup>2</sup> (surévaluation plus faible que le dollar, positionnement décalé dans le cycle par rapport aux USA, twin deficits aux USA, dégradation de la position extérieure américaine, écarts de taux de change effectifs réels par rapport à la moyenne historique, ...), ce qui constitue un avantage pour la performance (en euros) des actifs européens risqués (actions, crédit) auprès des investisseurs européens. Si l'on regarde les effets de base pour les BPA européens, ils pourraient commencer à devenir pratiquement neutres au T3 (moyenne de 1,17 au T3 2017), après un T1 (moyenne T1 2017 de 1,06 vs 1,23 au T1 2018) et T2 (moyenne T2 2017 de 1,10 vs 1,18 au T2 2018 jusqu'à présent) nettement défavorables.

6/ Un euro/dollar bas favorise plutôt les valeurs exportatrices en Europe et le Dax vs les marchés plus domestiques, notamment d'Europe du Sud. Mais il faut être conscient que ce choix peut se révéler non pertinent en cas de nouvelle vague protectionniste et/ou de normalisation politique italienne. Ajoutons qu'un euro bas est plutôt favorable aux Big Caps vs Small Caps.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).  
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**

---

<sup>2</sup>si l'on s'appuie sur un taux de change d'équilibre comportemental (basé sur les variables expliquant le mieux le change : PPA ajustée de la richesse, termes de l'échange, position extérieure nette)