

Rien ne va plus !

Il y a deux semaines, cette Newsletter était titrée "Faites vos jeux...", au vu des performances de la semaine dernière, il semble que "Rien ne va plus !"

Les marchés actions ont reculé partout, que l'on parle de pays ou de secteurs. **Les taux d'intérêt se sont tendus** sur toutes les devises et souvent sur l'ensemble de la gamme des maturités. Dans ce contexte dégradé, **les écarts de rendement se sont élargis et les volatilités implicites se sont accrues.**

Un homme a pris une part active à cette évolution, particulièrement sensible en fin de semaine, c'est le président de la Réserve Fédérale américaine. **Jay Powell, récemment nommé, aurait-il commis un impair en termes de communication ?** C'est en tout cas l'impression qu'ont eu les opérateurs de marché. En effet, une semaine après que le FOMC a retiré de son communiqué l'adjectif accommodant (lequel décrivait la politique monétaire depuis plusieurs années), **Powell a indiqué que le taux directeur de la Fed était encore loin d'un niveau neutre et que la politique monétaire demeurerait... accommodante.**

Les marchés en ont conclu que la hausse des taux allait durer encode longtemps et ont donc réagi très négativement. Ce n'est pas nécessairement une bévue du nouveau président de la Fed, il n'a d'ailleurs pas jugé utile qu'un de ses collègues du FOMC tempère ses propos. Il est possible que cette intervention ait eu pour objectif de **rectifier la perception "dovish"** du communiqué du 26 septembre. On fera trois remarques :

- Dans le communiqué du FOMC, c'est l'ensemble de la politique monétaire qui n'est plus qualifiée d'accommodante. Cela vise le niveau des taux **combiné au Quantitative Tightening** (une réduction du bilan à marche forcée de 150 milliards de dollars par trimestre). Or ce QT est à la fois restrictif et, naturellement temporaire. **Le niveau des taux seul demeurant dès lors effectivement en territoire expansif.**
- Le taux des Fed Funds à 2,25% demeure en deçà du **niveau neutre de long-terme estimé à 3% par les membres du FOMC eux-mêmes.** Or cette estimation médiane, que la Fed avait progressivement revue en baisse de 4,00% fin 2013 à 2,75% quatre ans plus tard est, depuis le début de l'année, **en train d'être lentement revue à la hausse**, comme Powell l'avait signalé lors de sa conférence de presse du 26 septembre.
- Enfin, le consensus des membres du FOMC indiquait, dans ses anticipations du 26 septembre, prévoir **plus de 100pbp supplémentaires de hausse du taux directeur** d'ici la fin de l'année 2020. Le discours n'était donc guère "dovish".

Autre conséquence des propos de J. Powell, **la fermeté du dollar** qui, associée à la hausse des taux longs, continue de peser notamment sur les marchés émergents, en net repli cette semaine. Les marchés chinois étaient fermés. La Banque Centrale a donné un coup de pouce à l'économie en abaissant le niveau des réserves obligatoires, qui n'a pas eu d'impact majeur à l'ouverture de lundi.

Il reste beaucoup d'inconnues. Le repli généralisé des marchés boursiers et obligataires est-il un phénomène temporaire ou bien s'inscrit-il dans une tendance fondamentale ? Est-ce que la période initiée par la grande crise financière de 2008, un temps dominée par des craintes de déflation, touche à sa fin ? **Va-t-on vers un retour à un monde économique qui pourrait ressembler un peu à celui des années 60s ?** La baisse du taux

de chômage américain à 3,7%, son plus bas niveau depuis décembre 1969, est un élément à ne pas négliger (cf. FideasFlash "Back to the 60s" du 5 octobre). Certes les hausses de salaires demeurent, dans l'ensemble, modérées ; cependant tout indique que **les tensions sur le marché du travail vont s'accroître aux Etats-Unis**, car l'activité n'est pas près de ralentir.

En effet, les indices des directeurs d'achats de l'ISM, pour lesquels on dispose d'historiques longs, témoignent d'**une économie américaine exceptionnellement dynamique.** Dans le secteur manufacturier, l'indice phare demeure voisin de 60 en septembre, après avoir atteint 61,3 en août (égalant presque le record absolu des 30 dernières années, qui est de 61,4 en mai 2004). Dans les services l'indice similaire a même progressé à 61,6 en septembre son plus haut niveau en plus de 20 ans. Il n'y a là **aucun miracle, la relance fiscale** de début d'année va continuer à soutenir l'économie au moins jusqu'en fin d'année. Avec la hausse du cours du pétrole, l'introduction de tarifs douaniers et, surtout, le plein-emploi, **il est légitime de s'inquiéter des risques inflationnistes.**

Ailleurs dans le Monde, en dépit d'un contexte plus que morose, les actifs brésiliens se sont considérablement appréciés, qu'il s'agisse des actions, des obligations ou de la devise. Les intervenants, aidés par les sondages, semblent avoir anticipé le résultat des élections. La poursuite, lundi 8 octobre, de la hausse généralisée témoigne du bon accueil réservé par les marchés financiers à **Jair Bolsonaro, le candidat d'extrême droite et nouveau venu sur la scène politique.** Le vent du changement, s'il est confirmé lors du second tour le 28 octobre, pourrait néanmoins **se heurter à l'absence de majorité parlementaire.**

De leur côté, **les marchés européens ont souffert** du mauvais temps venu d'outre-Atlantique. Le redressement italien en milieu de semaine, permis par l'évocation d'un déficit budgétaire un peu moins élevé dans 2 ou 3 ans, a fait long feu. Plus encore que les incertitudes politiques c'est **le risque d'une dégradation de la notation souveraine italienne à High Yield**, fin octobre qui **semble faire fuir les investisseurs obligataires** (qui ne peuvent pas réglementairement conserver des titres *High Yield* dans leur portefeuille).

Au Royaume-Uni, les propos peu amènes tenus lors de la conférence du parti conservateur ne sont pas une surprise. Pourtant, les marchés ont fait preuve de résilience et la livre s'est appréciée. Les marchés ont enregistré avec un peu de soulagement **les dernières déclarations conciliantes de certains membres de l'UE**, même si, sur le fond, aucun progrès tangible dans les négociations du Brexit n'a été fait. Alors que le sommet du 18 octobre approche à grands pas, les espoirs d'un accord sont de toutes manières repoussés à la mi-novembre.

Par ailleurs, **l'activité reste très solide au Japon** selon l'enquête Tankan du T3, dans les grandes entreprises comme dans les PME, dans l'industrie et dans les services. Les tensions sur le commerce international ne pèsent pas trop sur cette économie de plus en plus axée sur **ses réformes internes.**

Au total, les éléments clefs de la fin de l'année seront la communication de la Fed (niveau des taux longs américains et US dollar), le budget italien toujours en discussion et le Brexit. Rien ne va plus, mais rien n'est perdu !

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 08/10/18 à 18h00