



## La fin d'une attente *Midterm*-inable ?

Les marchés actions ont rebondi la semaine dernière mais ils terminent le mois d'octobre dans le rouge vif : -6% pour l'Euro Stoxx 50, -7% pour le S&P, -9% pour le NASDAQ, le Nikkei ou le MSCI Emerging Markets. Et ce n'est pas tant l'ampleur de la baisse qui inquiète, elle est importante mais finalement pas si rare (mai 2010 et septembre 2011 étaient pires aux Etats-Unis), que les inquiétudes sur l'absence de catalyseur susceptible d'engendrer un réel rebond autre que de court terme. Par ailleurs, la baisse des actions n'a pas été compensée par la hausse des obligations souveraines, les hausses de taux aux Etats-Unis étant au contraire l'une des causes du mouvement.

La correction du mois a-t-elle aussi été provoquée par l'approche des *Midterm* ? Les sondages paraissent assez fermes pour une majorité démocrate à la chambre des représentants et le maintien d'une majorité républicaine au Sénat. Mais certains voient dans cette échéance un frein à l'investissement. Le fait qu'elle soit derrière va-t-il les libérer ?

Au-delà des problématiques politiques, la croissance américaine a probablement passé son pic et devrait ralentir, même si elle reste soutenue, alors que la dynamique de l'inflation va conduire la Fed à continuer à monter ses taux. Rien de plus normal, mais comment légitimer des niveaux de valorisation élevés dans un tel contexte ? Et puis les performances des indices américains restent dans le vert depuis le début de l'année, il est encore temps de prendre ses profits, ce qui pourrait alimenter la poursuite de la correction.

En Europe, on aurait quasiment envie de dire « enfin ! », la baisse brutale des indices américains retirant l'épée de Damoclès qui planait au-dessus des marchés ces derniers trimestres. Ils sont toujours entravés par une économie un peu molle et des inquiétudes politiques non levées (Italie, Brexit,...). Mais qui sait ! Au moins, les niveaux de valorisation donnent envie et nombre de stratégestes se demandent non pas s'il faudra acheter les bourses européennes, mais quand. En espérant que l'on n'attende pas Godot...

En faveur de la thèse d'un marché qui pourrait s'avérer plus solide qu'on ne le pense aujourd'hui, on citera les bons chiffres économiques américains. C'est vrai de la confiance des ménages, avec un indice du "Conference Board" qui réitère presque en octobre, avec 137,8, la performance exceptionnellement élevée de septembre 138,4 (bien que revue en baisse de 3 points). Le rapport sur l'emploi ne dit pas autre chose.

Le marché du travail américain reste dynamique avec 250 000 emplois créés en octobre, soit 50 000 de plus qu'attendu ; le chiffre décevant de septembre est ainsi corrigé. Les créations de postes dans le secteur manufacturier témoignent aussi d'une croissance soutenue.

Le taux de chômage est resté stable à 3,7%, au plus bas depuis fin 1969, les fortes créations de postes s'étant accompagnées d'une hausse du taux de participation de 62,7% en septembre à 62,9% en octobre. Ce chiffre reste dans l'étroite fourchette qui prévaut depuis le début 2016 ; surtout il conforte la tendance baissière du taux de chômage. Si l'on ajoute à ces chômeurs, les effectifs sous-employés, le taux de sous-emploi (dénommé U6) recule d'un dixième à 7,4% en octobre, le plus bas niveau depuis mai 2009.

L'impact sur les rémunérations demeure modéré. Le salaire horaire ne progresse que de 0,18% en octobre après 0,29% en

septembre, en ligne avec les anticipations. Il ne faut pas s'alarmer de l'accélération de sa variation annuelle, passée de 2,75% en septembre (un chiffre amputé par la météo de 2017) à 3,14% en octobre. Ce rythme est en ligne avec la tendance haussière récente des rémunérations, un peu plus de 3% l'an depuis un bon semestre. Ce niveau, certes le plus élevé depuis 2009, n'est pas suffisant pour provoquer une accélération des prix à la consommation, car la productivité du T3 a progressé de plus de 2,2% permettant in fine de limiter la hausse des coûts salariaux unitaires à 1,0% (au T3, t/t annualisé). Simplement, la longue période d'inflation quasi-nulle engendrée par la grande crise de 2008-2009 est révolue.

Autant de bonnes nouvelles pour les marchés et sur lesquelles s'appuie D. Trump pour essayer de sauver la double majorité républicaine. Pour la Fed, il n'y a ni urgence à durcir sa politique monétaire, ni de motif pour qu'elle renonce à sa stratégie de durcissement progressif. La poursuite de la croissance au rythme actuel n'est pas tenable et tenter d'y parvenir, comme le fait la politique budgétaire, ne peut qu'engendrer des tensions sur les prix et les salaires, et c'est là où le bât risque de blesser. D'autres éléments plaident pour la poursuite d'une tendance baissière sur les bourses, à commencer par l'effet de cette politique monétaire : la hausse des rendements pénalise l'endettement et donc l'investissement aux Etats-Unis.

Des pays émergents en souffrent également, et subissent en même temps les premiers impacts de la politique commerciale de D. Trump. Ainsi se font jour des signes de ralentissement de la croissance économique, notamment en Chine. Par ailleurs, depuis le début de l'année, de nombreux pays importateurs d'énergie ont subi le renchérissement des produits pétroliers, même si ces derniers ont commencé à se replier (-9% pour le Brent et -11% pour le WTI en octobre), en raison notamment des anticipations de ralentissement économique global. Enfin, presque tous les pays émergents ont souffert d'une dépréciation de leur devise qui a rogné leur pouvoir d'achat sans qu'ils puissent exporter davantage.

En zone Euro, les indicateurs économiques tendent également à faiblir : la croissance du T3 a déçu, +0,2% t/t et 1,7% sur un an, pour la zone Euro. La France fait figure d'exception avec un petit rebond estival, tandis que l'activité s'est arrêtée en Italie (croissance du PIB 0% au T3). Les indices PMI sont en baisse tendancielle depuis plusieurs mois, ce qui n'augure rien de bon dans un contexte où les incertitudes relatives au Brexit et au budget italien pourraient perdurer. Seule bonne nouvelle, aucun durcissement monétaire rapide n'est à craindre en zone Euro avec une inflation toujours contenue en octobre (+2,1% pour l'indice des prix harmonisé et +1,1% pour la version hors énergie et alimentation) et qui va bénéficier dès novembre d'une moindre pression des prix de l'énergie.

En conclusion, nous conservons une politique d'investissement prudente en actions, notamment sur les marchés américains, envisageons d'accroître l'utilisation des couvertures et des expositions optionnelles lorsque c'est approprié et attendons des conditions d'investissement plus favorables pour ré-augmenter l'exposition actions.

Achévé de rédiger par Alexis Merville  
et Dominique Barbet le 5/11/18 à 18h00