



La politique de la Fed ne se fait pas à la corbeille (du moins pas seulement)

Avec un gain de 2,1%, l'indice S&P 500 a connu une bonne première semaine de novembre, mais il fait exception. Les autres indices des pays avancés ne grappillent que quelques dixièmes de %, tandis que les indices des marchés émergents sont majoritairement en repli, sauf en Europe de l'Est.

Les marchés américains ont salué, mardi soir et mercredi, **le résultat des Midterm avec une progression des actions**. Pourtant, avec une étroite majorité à la chambre des représentants, les Démocrates ont acquis les moyens d'entraver la politique budgétaire de D. Trump (principal moteur des marchés depuis deux ans) sans empêcher le Président d'agir sur les questions internationales. C'est surtout **la diminution des incertitudes qui a été saluée par les marchés**, comme en atteste la nette détente de la volatilité.

La Fed ne pouvait guère prendre d'initiatives, deux jours après cette échéance électorale. Le communiqué de novembre, comparé à celui de septembre, ne fait apparaître que quelques modifications mineures. Bien que ces changements soient "dovish", puisqu'ils décrivent une activité un petit peu moins soutenue, le marché actions a réagi comme si ce texte était "hawkish". **Les opérateurs avaient sans doute espéré que le repli des actions en octobre amènerait le FOMC à un discours plus conciliant**. Cette lecture était sans doute trop narcissique. Certes la correction d'octobre a été brutale, mais d'une ampleur limitée, comme le montre la performance depuis le début de l'année qui demeure positive (+4,0% pour le S&P). **Pas de quoi induire une inflexion de la politique monétaire** ; une nouvelle hausse des taux directs, la quatrième cette année, reste hautement probable le 19 décembre. Plus que la hausse des Fed Funds, il faudra, à ce moment-là, regarder les perspectives économiques et les anticipations des membres de la Fed.

Le marché obligataire américain a bien réagi à cette perspective, une hausse des taux courts réduisant les risques inflationnistes à long terme. Les taux longs américains ont entraînés dans leur sillage les taux longs européens à la baisse. Les marchés pourraient rester plus préoccupés, dans les semaines à venir, **des risques de ralentissement économique** que des dangers d'un dérapage de l'inflation. Les résultats des entreprises illustrent déjà ces craintes.

La saison des earnings trimestriels s'achève aux Etats-Unis (4/5 des membres du S&P) et est suffisamment bien avancée en Europe (1/2 des membres de l'Euro Stoxx 300) pour commencer à tirer quelques conclusions. Comme d'habitude la grande majorité des entreprises (les 2/3 pour le S&P) ont publié des résultats du T3 supérieurs aux attentes... qu'elles avaient préalablement pilotées (surtout aux Etats-Unis). Pour le S&P, la croissance annuelle moyenne (T3/T3) des ventes est de 7,9% et celle des bénéfices par action de 28% (en grande partie aidée par la baisse des impôts). Ces excellents résultats ont été toutefois fortement mitigés par des *guidances*, au mieux prudentes, au pire **par des profit warnings**. Les principales raisons invoquées sont la guerre commerciale et les hausses de coûts (droits de douane, prix du pétrole et, aux Etats-Unis, l'augmentation des salaires), auxquels s'ajoute, en Europe, l'incertitude sur le Brexit. **Les analystes ont revu à la baisse leurs prévisions de résultats** sur les prochains trimestres. Les révisions sont modestes, mais cela n'en reste pas moins une première aux Etats-Unis depuis de nombreux trimestres. Ainsi, sur les quatre dernières semaines, les prévisions d'EBITDA par

action du S&P ont été révisées en baisse de -0,22% pour le T4-18 et de -0,94% pour le T1-19. **Serait-ce le signe annonciateur que le haut de cycle économique a bien été atteint aux Etats-Unis ?**

Nous n'avons eu que peu d'indicateurs économiques ces derniers jours aux Etats-Unis. Les prix à la production ont accéléré en octobre (+0,6% sur le mois, contre +0,2% attendu), victimes de la hausse du prix du pétrole, de l'effet des taxes à l'importation, voire d'accidents météorologiques. Même en l'absence de mauvais chiffres, les marchés s'inquiètent d'un probable ralentissement économique, ce qui **a pesé sur les prix des matières premières, le pétrole en tête et l'or inclus**.

En Europe, les indices d'activité ont été plus nombreux et n'ont pas pu dans l'ensemble dissiper les craintes de ralentissement économique. En septembre, la production industrielle s'est maintenue en Allemagne (+0,2% m/m) mais elle a reculé en France (-1,8%). Les marchés tablent pour le PIB allemand au T3, sur un repli transitoire témoignant, surtout, d'une croissance potentielle réduite.

L'Italie inquiète. Après une croissance du PIB nulle au T3, les indices PMI sont retombés, en octobre, sous la barre des 50, le seuil qui sépare la croissance de la récession. Les ménages sont confiants dans la politique de leur nouveau gouvernement (l'habituelle période de grâce et la perspective d'un budget généreux). Les entreprises sont moins optimistes. Le rendement du BTP 10 ans italien demeure supérieur de 300 pb à celui du Bund allemand. Non seulement le financement des déficits et le refinancement de la dette publique italienne deviennent coûteux, mais **le coût du crédit s'est aussi renchéri pour les banques, et donc pour les entreprises et les ménages italiens**, ce qui va peser sur l'investissement privé. C'est une situation qui n'est guère tenable, nous suivrons avec attention les discussions budgétaires entre Rome et Bruxelles, il s'agit moins de réduire le déficit que de faire baisser les taux d'intérêt.

Au Royaume-Uni, l'activité demeure résiliente avec une hausse de 0,6% T/T du PIB. Pourtant, la production industrielle a stagné en septembre et les indices PMI, dans l'industrie et dans les services, s'inscrivent en repli en octobre, au-dessus de 50, mais au plus bas depuis l'été 2016. L'inquiétude relative au Brexit se lit aussi dans d'autres indicateurs : **la hausse annuelle des prix de l'immobilier résidentiel est tombée à son plus bas niveau depuis plus de 5 ans**. Le PMI pour la construction fait exception mais il bénéficie, depuis plusieurs mois, de distorsions liées à la construction d'espaces de stockage et à la reprise par d'autres entreprises des activités du groupe Carillion (après liquidation).

Enfin, l'actualité européenne est plus que jamais concentrée sur "la dernière ligne droite" des négociations sur le Brexit. Les marchés espèrent que Theresa May présentera dans les prochains jours un texte final à ce qu'il reste de son gouvernement... mais l'acceptation d'un éventuel accord est plus que jamais incertaine. **Les hommes politiques britanniques s'entredéchirent et l'opinion publique anglaise se radicalise** ; l'Union Européenne doit désormais négocier le Brexit avec un Royaume-Désuni !

En conclusion, sans que l'économie soit réellement anxiogène, la gestion "politique" le reste.

Achévé de rédiger par Yves Dujardin et Dominique Barbet le 13/11/18 à 12h00