



U-turn ou inflexion ?

Les marchés actions ont poussé un « ouf ! » de soulagement au terme de deux mois très agités. Non seulement les bourses se sont redressées au cours de la dernière semaine de novembre, mais la volatilité implicite a reculé et le rendement des obligations s'est détendu. Est-ce **la fin d'une correction ? ou bien un simple répit** pour des marchés confrontés à un probable de ralentissement économique ?

Les marchés ont d'abord été soutenus par l'intervention de Jay Powell. Il s'est voulu rassurant : début octobre on était loin de la neutralité, fin novembre on y est presque ! **U-turn ou inflexion, ou encore propos mal dosés.** On observera à ce propos que Powell paraît plus confus que ses prédécesseurs. Des éclaircissements de la part des autres membres du FOMC seraient les bienvenus. Si c'est une inflexion, elle peut s'expliquer de deux manières :

- D'une part, **aux Etats-Unis, les nouvelles économiques sont moins bonnes du côté de l'activité et rassurantes relativement à l'inflation.** La forte baisse du pétrole témoigne d'une appréhension différente du *momentum* économique et implique un renversement des anticipations sur les évolutions de certains prix.
- D'autre part, **le repli des bourses, depuis début octobre, a des effets directs sur l'économie américaine** : le niveau de la confiance, l'effet richesse pour les ménages, la facilité de financement des investissements pour les entreprises.

Dans tous les cas, **cela justifie que les opérateurs attendent une moindre hausse des taux directeurs au cours de l'année prochaine.** Il n'y a plus qu'une seule hausse de taux anticipée pour 2019, alors qu'en septembre la médiane des membres du FOMC prévoyait encore 3 hausses (en plus de 4 hausses en 2018). La prochaine réunion de la Fed, les 18 et 19 décembre, nous montrera si le marché a eu raison d'infléchir son scénario. Il semble raisonnable de tableur sur une quatrième hausse cette année, très largement anticipée. Elle portera l'objectif pour les Fed Funds à 2,25% - 2,50%, encore en deçà du taux d'équilibre de long terme (3%), mais à **un niveau neutre si l'on tient compte du *Quantitative Tightening* en cours.**

Surtout, **que prévoiront les membres de la Fed pour 2019 ?** Moins de croissance et/ou moins d'inflation ? Une hausse de moins des Fed Funds en 2019 (soit 2 au lieu de 3), ou pas de hausse en 2020 (au lieu d'une prévue en septembre), ou bien une baisse de l'objectif de long-terme (situé à 3%). Une combinaison de plusieurs modifications serait certainement appréciée des marchés ; *a contrario*, un seul de ces changements serait probablement jugé décevant... sans doute à tort car la Fed a pour habitude de ne faire évoluer ses anticipations que progressivement. La politique monétaire de la Fed est, et restera, très dépendante des indices économiques. **En attendant la crainte d'un durcissement excessif est écartée.**

Au titre des bonnes nouvelles, ce week-end, l'amélioration du contexte politique, avec **l'apaisement, au moins temporaire, des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine.** Les premiers promettent un moratoire de 3 mois avant la hausse

annoncée des taxes à l'importation. On se souvient que les tensions avec le Canada et le Mexique n'ont pas débouché sur un conflit, mais sur un accord finalement rassurant (même s'il doit encore être ratifié).

Si l'on s'appuie sur **les seules données économiques tangibles**, nous observons deux choses :

- Les indices convergent pour montrer que le **secteur immobilier américain commence à se dégrader.** Il convient donc de surveiller de près une éventuelle contamination à d'autres secteurs. La relance budgétaire de 2018 a pu prolonger le cycle, mais son effet ne va pas se répéter chaque année.
- Les indices de prix d'octobre américain, qu'il s'agisse des prix au détail, des prix de gros, ou du déflateur implicite de la consommation, sont sortis en deçà des attentes. Une hirondelle ne fait pas le printemps et cette **détente de l'inflation** reste à confirmer, même si le repli du pétrole est de bon augure. Les effets des tarifs douaniers n'ont pas disparu et, surtout, le marché du travail demeure en forte tension.

Encore une fois, U-turn ou inflexion, la fin de cycle d'expansion américain, attendu depuis longtemps, se profile peut-être. Dans ce cas, les perspectives seraient bonnes pour le marché obligataire (le rendement du 10 ans qui est passé sous les 3,0% en fin de semaine pourrait s'installer sous ce seuil). En revanche, l'avenir serait plus sombre pour les actions. La dynamique haussière de 2017 / 2018 est cassée. Les indices auraient du mal à conserver les hausses de la semaine dernière (+4,85% pour le S&P 500 et +5,6% pour le Nasdaq) et pourraient reculer encore si le cycle économique confirmait un retournement.

Ailleurs, les marchés boursiers n'ont bénéficié que d'une partie du dynamisme américain. Le Nikkei affiche quand même +3,25% sur la semaine et, **dans les pays émergents** le MSCI en dollar +2,65%. Notons que la Chine et le Brésil, très dépendants de la politique américaine font mieux que la moyenne !

En Europe, **l'Euro Stoxx 50 n'a gagné que 1,2% sur la semaine.** La crise entre Rome et Bruxelles n'est pas réglée, mais une porte de sortie s'est entrouverte (les deux protagonistes étant enclins à chercher une sortie par le haut), ce qui **a permis à l'Italie de surperformer ses partenaires** de la zone euro, sur les actions et, surtout, sur l'obligataire. En revanche la situation reste incertaine au Royaume-Uni à l'approche du **vote sur le Brexit prévu pour le 11 décembre.** Le climat social se détériore nettement en France. Et en Allemagne, l'élection d'un nouveau chef pour la CDU alourdit le climat politique, tant national qu'europpéen. Cela justifie sans doute que **les bourses européennes peinent à suivre celles des Etats-Unis**, bien qu'elles paraissent moins chères, surtout compte-tenu des rendements obligataires.