



USA : "In Fed we trust" ?

Après une brève période de consolidation début mars, **les marchés boursiers ont retrouvé le chemin de la hausse presque partout**. Les Pays-Bas et les pays scandinaves ont montré le chemin, avec des hausses de plus de 4% sur la semaine selon les indices MSCI, surpassant même les pays émergents ou le Nasdaq, +3,8%. Signes de la confiance revenue, les volumes moyens ont progressé surtout sur le S&P 500 et le FTSE 100, et les volatilités implicites, pourtant faibles, se sont remises à baisser pour tomber à 12,9% sur VIX américain comme sur le Vstoxx européen.

Seules les actions japonaises sont restées un peu en retrait, comme elles le sont d'ailleurs depuis le début de l'année avec une hausse totale d'à peine plus de 7%, contre presque 10% pour les marchés émergents, environ 13% en Europe et, aux Etats-Unis +12,6% pour le S&P 500 et même +15,9% pour « l'inarrêtable » Nasdaq).

Les actions européennes ont ainsi regagné, dividendes compris, cette année l'ensemble du terrain perdu l'an dernier. Aux Etats-Unis, le S&P présente un gain qui est le double de la perte 2018 et le Nasdaq affiche une confortable hausse à 2 chiffres sur les 2 exercices combinés. Belle hausse aussi sur les émergents et le Japon, même si sur la même période, 2018 et 2019, ils sont, surtout le Japon, encore dans le rouge.

Les taux souverains sont restés assez stables, les spreads de crédit se resserrent. Cela s'applique également à **l'Italie** (le BTP est revenu à 237pb au-dessus du Bund 10 ans). Les nouvelles sont bonnes aussi pour **le Portugal**, dont le spread de taux avec le Bund 10 ans était tombé au plus bas depuis mai 2018 vendredi, avant même l'annonce par S&P de la révision en hausse de sa notation de BBB- à BBB.

Pourtant, les perspectives globales d'activité et de résultats ne se sont pas encore redressées.

Au Japon les chiffres économiques sont préoccupants, qu'il s'agisse de la croissance récente ou des perspectives, par exemple au vu du nouveau repli des commandes de machines en janvier.

En zone euro, les perspectives restent faibles, même si la production industrielle s'est redressée en janvier (sauf en Allemagne), à l'image des ventes au détail. On surveillera, vendredi prochain, **les indices PMI de mars**, en se souvenant que ceux de février avaient apporté de belles surprises.

Au RU, c'est le Brexit qui a été le feuilleton de la semaine. Pour autant, rien n'est acquis. Faute de pouvoir faire approuver son accord, Theresa May contraint Westminster à fermer les autres portes. **Le parlement anglais a refusé une sortie sans accord**, ce qui a soutenu la livre, qui a atteint son plus haut niveau contre euro depuis mai 2017. Pourtant, le risque d'un *no deal* accidentel n'a pas tout à fait disparu. A l'approche du 29 mars les députés ont demandé un délai ; l'UE devra parvenir à convaincre chacun des 27 de l'approuver, mais ce n'est qu'une péripétie. Maintenant la

seule alternative semble être entre l'accord signé en Novembre et pas de Brexit du tout, May peut retirer l'article 50 tant que le délai n'est pas expiré, **le maintien dans l'UE redevient une option crédible**. Dans ce dernier cas, certains exigeraient sans doute un vote du parlement (quitte à en faire la demande auprès de la CJUE) et Londres se devrait d'organiser des élections européennes, en principe le 23 mai ! Ce serait pour l'opinion publique un déni de démocratie (à l'instar d'un éventuel second référendum). Cette perspective donne une dernière chance à **l'accord de retrait qui pourrait être soumis à un 3^{ème} vote**, mais sans doute pas le 20 mars. Même s'il était approuvé cet accord ne serait, en fait, que la partie émergée de l'iceberg, le cauchemar va recommencer avec la négociation de l'accord sur les futures "relations spéciales" entre RU et UE. L'économie britannique continue à faire preuve d'une résilience inattendue, notamment grâce à l'accumulation des stocks. Cependant, dans tous les cas de figure, **l'activité devrait traverser un trou d'air violent dès avril**.

Aux Etats-Unis, les ventes au détail sont restées solides en janvier malgré le froid polaire, les indicateurs relatifs à l'immobilier sont dans l'ensemble solides. Le repli de la production manufacturière de février est en bonne partie compensé par la révision de janvier à la hausse et les commandes de biens durables résistent. Autre signe de robustesse, le prix du baril de WTI continue de progresser.

Tout semble dire, et c'était le scénario optimiste, que **les marchés voient à la fois une croissance plus résiliente et des banques centrales qui restent accommodantes**.

Pourtant, cet environnement plutôt favorable peut **influer sur les délibérations du FOMC**. Avec la **solidité de l'activité** et malgré le **léger repli récent des taux d'inflation** à la consommation comme à la production (total et sous-jacents), **la Fed n'a aucune raison de se précipiter** pour modifier les "dots" (c'est-à-dire ses propres prévisions sur le taux des "Fed funds").

Or, **le marché parie une baisse du taux des fonds fédéraux**, fin 2019, ou début 2020. La performance des prochains jours dépendra donc largement **des annonces de la Fed et de l'interprétation, déçue ou patiente que les marchés en feront**. Après tout, un statu quo de la Fed en mars ne remettrait pas en cause la doxa qui veut qu'elle vole au secours de l'économie (et des marchés) si, et dès que, cela s'avère nécessaire.

Moins d'inquiétude en Europe, avec **la BCE, qui vient de donner sa "guidance"**, et **des politiques budgétaires généreuses qui pourraient aider à réviser la croissance en hausse**.

Ce sont donc **les annonces de la Fed et leur accueil qui sont à suivre avec attention cette semaine**.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi
et Dominique Barbet le 19/03/19 à 10h00*