

La Fed bafouille ?

Les marchés actions américains et européens ont fini la semaine en baisse. Si les marchés asiatiques ont largement échappé au recul c'est parce qu'ils étaient déjà fermés quand l'heure du repli a sonné à New York. Ils ont promptement rattrapé ce retard lundi matin à l'ouverture.

Mais le fait marquant de la semaine c'est **la chute des rendements et l'aplatissement de la courbe des taux.** Le T-Bond à 10 ans a enfoncé la zone des 2,60% de rendement pour clôturer à 2,43%. Cela tient en partie au ton nettement "dovish" du communiqué de la Fed et de la conférence de presse de Jay Powell, mercredi 20 mars. Cela a clairement soutenu le marché obligataire tandis que les actions ont oscillé entre inquiétude sur l'activité et soutien de la politique monétaire (exception faite des bancaires qui souffrent du repli des taux longs).

Le repli de la bourse en fin de semaine s'explique davantage par la lecture, faite par le marché, de la courbe des taux. Le rallye obligataire s'est en effet traduit par **une inversion de l'écart entre les taux 3 mois et 10 ans américains.** Les discours sur l'inversion de la courbe, **annonciatrice d'une récession**, ont refait surface, peut-être à tort, mais avec vigueur. Le pire n'est jamais sûr et la Fed veille. Et cette fois les cassandres se sont appuyés sur la générosité de la Fed, sur le thème "**la Fed saurait-elle quelque chose que nous ignorons ?**".

Néanmoins, le secteur immobilier américain continue d'afficher des chiffres robustes, et le taux applicable aux "*mortgages*" à 30 ans est revenu à 4,55%, son niveau le plus bas depuis 13 mois, ce qui est de bon augure pour la demande. Les PMI de Markit pour mars sont en recul par rapport à février. Dans le secteur manufacturier la croissance s'essouffle, mais elle demeure ferme dans les services. **Dans l'ensemble, le dynamisme n'est plus ce qu'il était l'an dernier, mais l'économie américaine reste solide.**

En réalité, **les discours de Powell passent mal** et cela crée de l'incompréhension et une forme d'inquiétude. **La Fed est doublement prisonnière de ses postures.** D'une part, le principe de "**forward guidance**" veut qu'elle annonce sa politique longtemps à l'avance pour rassurer les marchés. Dès lors, même si les taux directeurs sont inchangés un changement de cette "guidance" devient lui-même un facteur perturbant. Autre élément de son discours, dont **la Fed est prisonnière**, les prévisions de long-terme. Chaque trimestre, un niveau dit "normal" ou d'équilibre pour les taux des Fed Funds est réaffirmé, en l'occurrence 2,8%, soit davantage que les 2,4% actuels. Ce taux dérive d'une estimation de ce que sont les rythmes de long-terme de croissance (1,9%) et d'inflation (2,0%, par principe la Fed estime qu'elle atteindra son objectif). La Fed indique aussi un niveau dit d'équilibre pour le taux de chômage soit 4,3% (le seul qui ait été de nouveau révisé ce trimestre). **S'il existe des niveaux économiques "normaux", la Fed doit, à tout le moins, faire converger son taux directeur vers cette valeur normale, quitte à provoquer une récession ;** en particulier si le taux de chômage est en deçà de son étiaje d'équilibre, ce qui est le cas aujourd'hui et sur toute la durée de son horizon de prévisions. Ce désir de transparence de la politique monétaire se mute en source de rigidité. Enfin, **le FOMC maintient des prévisions de croissance honorables**, mais en éliminant les

hausse de taux elle conduit certains observateurs à penser, faisant écho à la courbe inversée, **que la Fed doute de ses propres prévisions !**

En Europe, le rendement du Bund 10 ans a plongé en territoire négatif, pour la première fois depuis octobre 2016, et le rendement du Bund 30 ans est tombé à 0,60%, lui aussi au plus bas depuis presque 2 ans ½. Ces mouvements de marché, **en zone euro**, s'expliquent en particulier par **des indices PMI manufacturiers pour mars qui sont très décevants**, dans tous les pays pour lesquels un indice flash est publié. Une mauvaise nouvelle que la bonne résistance du secteur des services n'est pas parvenue à compenser. Pourtant, ces indices n'ont pas permis de prévoir correctement le ralentissement de la croissance allemande ni la récession italienne. Les économistes peuvent donc se poser la question de savoir si le recul récent annonce un creux plus prononcé de l'activité ou s'il s'agit d'un simple rattrapage. Pour ce qui est de l'industrie allemande **l'indice Ifo s'est montré un meilleur prédicteur de l'activité**, or, même si le niveau courant est assez résistant, **l'indice avancé pointe toujours vers un ralentissement**, selon les chiffres de mars publiés le 25 au matin. A noter aussi que l'indice a été révisé l'an dernier, ce qui en a gêné la lecture (la base 2015 a conduit à un niveau absolu inférieur de près de 19 points par rapport à l'ancienne base).

Toujours en Europe, **le sommet européen n'a pas permis de débloquer le Brexit**, ce qui n'a rien d'étonnant puisque le blocage vient de Westminster. Toutes les options restent possibles de la sortie sans accord au retrait de l'article 50. En Angleterre, **les partisans des deux bords se mobilisent** puisque le dénouement, même reporté au 12 avril est imminent. Certains se radicalisent et beaucoup, lassés, épuisés, veulent voir cette page enfin tournée. Le Royaume-Uni devra avoir décidé d'organiser des élections européennes le 23 mai s'il veut rester. S'il sort il devra trancher, soit le 12 avril au soir sans accord, soit le 22 mai, avec l'accord déjà signé par Theresa May.

Par ailleurs, la situation économique n'est guère plus claire. **Les ventes au détail sont restées solides en février**, on n'en doutait pas au vu des stocks de précaution constitués par les consommateurs. **Le pouvoir d'achat des ménages progresse à nouveau** soutenu par une augmentation des revenus qui avoisine les 3 ½%, alors que l'inflation, totale comme sous-jacente, s'est installée juste sous la barre des 2%. Le ralentissement de la hausse des prix à la production provient à la fois du redressement de la livre et de cours du pétrole presque revenus au niveau de l'an dernier. **Mais ces évolutions restent fragiles**, les détaillants offrent des rabais, pour profiter des achats massifs des consommateurs, et ils doivent, comme les industriels, gérer des espaces de stockage saturés. Enfin, le pétrole remonte, la livre est instable et les coûts salariaux vont peser sur les résultats. Par ailleurs, il convient de se méfier de certains indices avancés : ainsi les ventes sont soutenues par les stocks et la demande à l'industrie est sans doute gonflée par des commandes passées par précaution plus en avance qu'à l'habitude. Dans le même temps l'Allemagne signale une forte chute des commandes britanniques.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 26/03/19 à 14h00