

La Fed en fait-elle trop ?

Au cours de la semaine dernière, **les marchés actions ont amplifié leur recul antérieur**, la baisse, générale, avoisine 6% sur deux semaines dans presque tous les pays développés. Cette tension se reflète aussi sur **les volatilités qui ont progressé vers des niveaux très élevés** atteignant, jeudi dernier, 25% pour le VIX et 21% pour le VSTOXX. Les spreads des obligations corporate se sont élargis, notamment dans le High Yield. La cause principale de la montée de ces inquiétudes, celle mentionnée par tous : la Fed. **D'où la question, en fait-elle trop ?** Il y a peu, on se préoccupait plutôt du fait qu'elle ne n'en faisait pas assez, laissant filer une inflation qu'elle ne saurait contrôler.

Revenons à la source des interrogations, l'inflation américaine qui accélère dans un contexte de fort dynamisme économique.

Les derniers chiffres des **prix à la consommation aux US en septembre ont été sages**. L'indice d'ensemble, comme le sous-jacent, n'ont augmenté que de 0,1% chacun contre 0,2% attendu. Mais ces données doivent être analysées avec prudence car **octobre pourrait être d'une autre facture**. En effet, deux ouragans majeurs, Florence et Michael, viennent de frapper les Etats-Unis, coup sur coup. L'an dernier, c'est en septembre que Harvey et Irma s'étaient succédé. Les conséquences habituelles, dans les jours et les semaines qui suivent, sont :

- un **recul temporaire de l'activité** avec des mises au chômage technique (notamment de salariés peu qualifiés, ce qui fait remonter le salaire moyen de ceux qui continuent à travailler).
- des **tensions sur les prix** de gros, et sur certains prix au détail, notamment l'alimentation, l'énergie et certains outillages.

Ce fut le cas en septembre 2017, il pourrait en aller de même en octobre 2018, dans une proportion un peu moindre.

Ce décalage d'un mois, **ouragans de septembre en 2017 et d'octobre en 2018**, crée un effet de base qui a joué favorablement sur le glissement annuel de l'inflation en septembre 2018 (en recul) : le PPI augmente de 2,6% après 2,8% en août, le CPI, de 2,3% après 2,7%. De même, la hausse du salaire horaire moyen se replie de 2,92% à 2,75%. Nous devons, pour la même raison, attendre **des hausses de prix et de salaires beaucoup plus fortes en octobre**.

Une partie de l'accélération des prix sera également imputable au pétrole, le WTI est monté jusqu'à 76,90\$ le baril le 3 octobre. Plus tard, l'effet de base devrait permettre un retour progressif de l'inflation totale vers son niveau sous-jacent, mais seulement à partir de novembre, et encore si les cours du pétrole ne remontent pas. En revanche, **la hausse des salaires pourrait s'installer durablement au-dessus des 3% l'an**, elle a déjà atteint le rythme de 3,3% l'an sur les six derniers mois, sans facteur exceptionnel. Il est plus que probable qu'un nouveau plateau soit établi à partir d'octobre, sensiblement plus haut que le pic de janvier dernier (depuis revu en baisse) et même bien au-delà des 2,93% de mai 2009. **La courbe de Philips n'est pas morte !** C'est rassurant, or c'était l'inquiétude de l'an dernier...

Les hausses des taux de la Fed, passées mais aussi futures, seraient ainsi justifiées (en dépit des critiques acerbes de D. Trump). Avec une inflation en hausse, au-dessus de l'objectif,

et des salaires qui accélèrent **la Fed ne peut pas renoncer à son programme**. Le coup de tabac sur les marchés n'est ni assez prononcé ni assez durable pour justifier une inflexion de sa politique. Les indices actions américains sont encore en progression depuis le début de l'année, il n'y a donc aucun effet richesse négatif à craindre. **Les rendements pourraient donc se tendre davantage** sur le marché obligataire.

Au total la Fed apparaît comme faisant son travail de contrôle de l'inflation générée par une activité économique particulièrement dynamique et dopée par les réformes fiscales. Est-ce nécessairement négatif pour tous les actifs financiers ?

On notera tout d'abord que, la semaine dernière, **les valeurs refuges** ont commencé à jouer leur rôle. **L'or** s'est réinstallé au-dessus des 1 200 \$ l'once, au plus haut depuis début août. **Les taux d'emprunt d'Etat ont quant à eux baissé** de part et d'autre de l'Atlantique, certes dans des proportions modestes, ils n'ont effacé qu'une partie de la hausse enregistrée en début de mois.

Cela signale que le marché perçoit la Fed « on the curve ». Si elle allait trop vite, son action ferait baisser les taux long. C'est bien préférable à la perception qu'elle serait « behind the curve » qui ferait courir le risque de voir les taux monter et les actions baisser de manière peu contrôlable.

En actions, on peut s'attendre à des divergences entre secteurs et pays. Par exemple, le secteur bancaire européen peut apparaître attractif : faiblement valorisé après sa baisse depuis le début de l'année, il bénéficierait de la hausse des taux. Certains secteurs US qui sont à la fois chers et sans potentiel exceptionnel, vont en revanche être en concurrence avec des emprunts d'Etat dont le rendement est de plus en plus attractif.

La plupart des marchés émergents ont souffert de la guerre commerciale puis de la vitesse de hausse des taux (leurs devises ont perdu contre USD, beaucoup moins contre le reste du Monde). En cas de stabilisation, ils présentent des opportunités d'investissement. En Chine, les principaux indices ont perdu entre 7% et 10% (en fait sur les deux semaines, les bourses étant fermées la semaine précédente). Certains gérants spécialisés commencent à parler de nouveaux points d'entrée sur plusieurs secteurs de la bourse du pays. Des facteurs spécifiques aussi : redressement des actifs brésiliens, stabilité de la Turquie, Erdogan ayant fait des efforts pour améliorer son image, l'Inde qui a bénéficié de bons chiffres inattendus d'inflation et production industrielle.

Finissant sur les événements politiques plus près de chez nous, nous notons que le maintien d'un projet de budget italien expansif a fait souffrir les taux transalpins, qu'Angela Merkel est sortie affaiblie des élections bavaroises, sans que le camp de l'euro-scepticisme puisse crier victoire, puisque les gagnants sont les verts. L'inquiétude va donc se recentrer, sur le sommet européen des 17 et 18 octobre, autour d'**un Brexit qui semble de plus en plus insoluble** ; à moins que l'on s'accorde pour que la transition s'étale... sur trois ans de plus.