

La perspective du prochain mouvement de la Fed rend les investisseurs nerveux. Ils ont le souvenir de la chute l'été 2015 et de janvier 2016 suite au durcissement du discours de la Fed puis peu après la hausse effective des taux en décembre 2015. Quel scénario cette fois-ci ?



## LA PROCHAINE HAUSSE DES TAUX DE LA FED VA-T-ELLE METTRE LE MARCHÉ KO ?



Le contexte actuel est différent de celui des deux époques. A l'été 2015, les économies des pays émergents ralentissaient fortement, les indices chinois dégonflaient leur bulle et les matières premières étaient en chute libre. En janvier dernier, c'est l'économie américaine qui était plus faible. L'ISM manufacturier était passé sous les 50, les résultats d'entreprises étaient révisés en baisse, partiellement sous l'effet de la baisse du pétrole. Les pays producteurs de matières premières étaient en récession. Les anticipations d'inflation sans cesse revus en baisse. L'inflation à 5 ans attendue dans 5 ans était passée de 2.0% au cours de l'été à 1.5% en février 2016. Les deux fois, la Fed a rapidement adouci son discours.

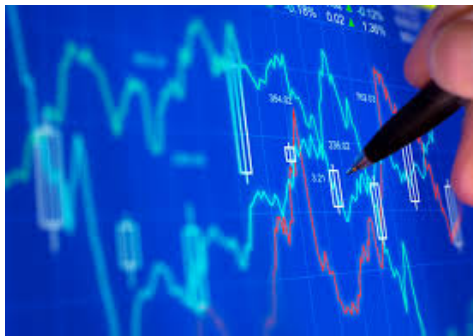
Depuis le mois de février, les actions mondiales ont repris de la hauteur. Le MSCI AC World a regagné 21% sous l'effet d'une Fed à l'écoute et l'activisme fiscal Chine. Mais la Fed souhaite reprendre la main, la situation mondiale paraissant plus stable.

Pourtant, les ressemblances avec décembre dernier sont réelles. Même si l'économie semble en meilleure posture, les fondations ne sont pas si solides comme nous le rappelle la contraction des exports chinois le mois dernier. Aux Etats-Unis, les données demeurent mitigées. Certaines sont au vert (immobilier, emploi), d'autres à l'orange (investissement, consommation). La Chine ne peut poursuivre ses dépenses de soutien à l'économie, même si la baisse de l'investissement privé et la faiblesse de la production industrielle le justifieraient. L'immobilier est en surchauffe, la dette progresse trop rapidement et une baisse des taux d'intérêt ne ferait qu'amplifier la baisse du Yuan déjà au plus bas depuis 6 ans. La sortie de cette situation s'annonce complexe.

**Le chemin jusqu'à la hausse des taux d'intérêt risque d'être cahoteux. Le moment n'est pas bien choisi pour prendre des positions tranchées surtout à l'achat.** Mais la Fed devrait restée pragmatique et adoucir son discours si les turbulences devenaient trop fortes. Pour envisager des renforcements pendant ses phases volatiles, nous surveillerons :

- Si la Fed reste pragmatique ;
- Si le dollar ne commet pas d'excès. La zone des 100 sur le dollar index (DXY) constituera un seuil important ;
- Le comportement des taux américains sera intéressant. De manière contre-intuitive, une hausse des taux d'intérêt à court terme provoque souvent une baisse des taux longs sous l'effet d'une anticipation de croissance plus faible. Si la hausse des taux longs américains se poursuivait (raisonnablement), cela signifierait que l'économie américaine est capable d'absorber une politique monétaire moins accommodante.

## CES GRAPHIQUES ONT RETENU NOTRE ATTENTION



Les messages favorables sur les indices européens et japonais sont contrariés par une lecture prudente du S&P500.

**Le S&P500 donne des signaux peu encourageants.** Lorsque la volatilité est très basse comme cet été (bandes de Bollinger resserrées), le premier mouvement de sortie indique la tendance suivante. Il a été à la baisse (9 sept.). Le rebond qui s'en est suivi n'a pas pu aller au-delà de la clôture du gap sis à 2177 points. Le comportement du S&P500 autour du support majeur entre 2.100 et 2.120 sera très instructif. Mais d'ores et déjà la configuration n'est pas attractive.

Le message en provenance d'Europe et du Japon est plus favorable pour le moment. Nous le signalions le mois dernier. Chaque indice s'approche de sa résistance majeure à 3.050 pour l'EuroStoxx 50 et 17.100 pour le Nikkei. Mais tant que les résistances ne sont pas franchies, l'indécision est de mise comme en témoignent la proximité des cours, des moyennes mobiles 50 jours, 100 jours et 200 jours. Chacune est horizontale, un cas rare.

**Le prochain mouvement sera déterminant. Les niveaux que nous surveillons par exemple sur le CAC40 : 4530 et 4370.**

**Nous estimons maintenant le scénario d'une rupture par le bas à 60% vs. 40% une sortie par le haut.** Sur la base de l'analyse graphique, il est peut-être temps d'alléger les positions et d'être sous-exposé au risque.

## UN RISQUE D'ERREUR ELEVE POUR LA FED



**Des taux relevés trop rapidement ou maintenus aux niveaux actuels sont deux chemins qui mènent à coup sûr vers une crise. Le chemin de crête existe mais il est étroit.**

Si les yeux des investisseurs se tournent maintenant vers les publications de résultats trimestriels aux Etats-Unis, c'est bien l'attitude des Banques Centrales, et surtout de la Fed, qui guide les marchés financiers. Selon les estimations, la baisse des profits des derniers trimestres devrait laisser sa place à une nouvelle croissance. Les attentes de résultats (hors pétrolières) progressent de 1% au 4<sup>e</sup> trimestre. En intégrant les pétrolières, les bénéfices devraient progresser de l'ordre de 6.0% en 2017. C'est loin des estimations bottom-up (+12.8%), mais ce n'est pas si mal. Si les marchés d'actions ont pu traverser la période dégradation des résultats sans grand mal, il est difficile de concevoir qu'elles puissent être à l'origine d'une inversion de tendance. La Fed reste le principal moteur des marchés financiers.

Au-delà de la simple anticipation du mois auquel la Fed remontera son taux d'intérêt, une lecture de la politique monétaire de la Fed avec plus de recul est éclairante. Elle permet de déceler **3 distorsions dans l'action de Madame Yellen.** Ces distorsions sont depuis 3 ans à l'origine des phases de corrections. Elles le seront encore à l'avenir.

- **La courbe de Phillips**

C'est une courbe qui illustre la relation entre le taux de chômage et l'inflation. On le comprend intuitivement. Lorsque le chômage diminue, la main d'œuvre se fait plus rare et les salaires ont tendance à augmenter, générant ainsi de l'inflation.

Janet Yellen en mars dernier a reconnu la pertinence de cette relation. Ce n'est une surprise pour personne. Ce n'est pas pour rien que chacun reste devant son écran Bloomberg chaque 1er vendredi du mois à 14h30 pour analyser les chiffres du chômage.

En réalité, après avoir été un précieux outil dans les années 1970 et 1980, la courbe de Phillips est depuis un quart de siècle un très mauvais indicateur de l'inflation. L'économie américaine est capable de produire plus de biens et de services à un prix stable compte tenu de la globalisation et des gains de productivité. Si la Fed s'appuie sur la courbe de Phillips pour diriger sa politique monétaire, alors il existe un risque réel qu'elle la tende trop tôt ou trop fort.

- **Le cycle économique : cycle vs. structurel**

D'un point de vue cyclique, l'économie américaine parait en mesure d'absorber une hausse de taux. L'emploi, les salaires, l'immobilier sont bien orientés. Mais d'un point de vue structurel, une croissance du PIB américain proche de 2.0% était considéré par le passé trop faible et associé à une baisse de taux, pas à une hausse. La progression des salaires, autour de 2.4%, est bien loin des 3.5%/4.0% d'avant la crise de 2008. La reprise de l'investissement des entreprises n'a jamais eu lieu. Le consommateur demeure dans un cycle de désendettement depuis 2009. L'autre moteur de la croissance mondiale, l'investissement chinois, est bridé par le niveau de dette. Les autorités déploient de grands efforts pour limiter l'investissement au profit de la consommation. La sortie des capitaux du pays depuis plus d'un an réduit aussi la capacité d'investissement. Enfin, l'Europe reste embourbée.

C'est pourquoi les discours des membres de la Fed sont scrutés et qu'au moindre signe de remontée des taux d'intérêt, la volatilité progresse. Précisions néanmoins que par le passé, l'initiation d'un cycle de remontée des taux d'intérêt n'a pas provoqué de « bear market ». C'est seulement le passage à une politique restrictive qui a été sanctionné. Problème : même si la pente de la courbe des taux est d'une grande aide, on ne connaît qu'à posteriori le niveau de taux restrictif. Une certitude : cycle après cycle, il est de plus en plus bas.

- **Politiques monétaires vs. politiques fiscales**

Tandis que les principales Banques Centrales mettent en œuvre toutes les solutions possibles pour conjurer le risque de déflation, les Etats travaillent dans la direction opposée en cherchant à réduire leur déficit et leur dette. Cela revient à annihiler les efforts des Banques Centrales. Une politique fiscale pro-croissance serait maintenant la bienvenue. Ce vœux peut sonner de manière négative aux oreilles de ceux qui ont en mémoire les années 1960/1970. A cette époque, les Etats considéraient qu'il était de leur responsabilité de relancer la demande. Le problème a été que les gouvernants étaient plus prompts à relancer lorsque c'était nécessaire, qu'à économiser lorsque la situation s'améliorait. La dépense était vue comme un outil de conservation du pouvoir. Cette relation à la dépense est à l'origine du fardeau actuel. Néanmoins, il faudrait maintenant des investissements massifs (qui aillent au-delà des classiques dépenses d'infrastructures qui n'ont pas d'impact sur le consommateur), tout en les associant à l'assurance d'un assainissement des comptes publics une fois la croissance sur une meilleure pente. Bref une politique contra-cyclique.

**Un autre risque menace. Celui de conserver des taux bas trop longtemps.** De nombreuses voix s'élèvent pour dénoncer les effets pervers de la politique actuelle qui commenceraient à l'emporter sur les effets bénéfiques. Il y a quelques jours, Theresa May, le Premier Ministre anglais a dit que les taux bas et le Quantitative Easing ont apporté les soins nécessaires. Mais des effets secondaires étaient ressentis : les gens possédant des actifs sont devenus plus riches. Les gens sans actifs ont souffert. Bien sûr, les Banques souffrent de l'aplatissement de la courbe des taux. Mais ce ne sont pas les seules. Les régimes de retraite à prestations déterminées se trouvent progressivement dans des situations difficiles. Plus les taux d'intérêt baissent et plus le montant à allouer pour servir des prestations fixées à l'avance est élevé. Plus cette situation perdure, plus le risque de voir cette charge impacter les investissements des sociétés ou des régions concernées prend de l'ampleur. **La baisse des taux d'intérêt a pour objectif d'inciter les agents économiques à consommer/dépenser**

## PESO MEXICAIN

Le Mexique est classé 15<sup>e</sup> économie mondiale entre l'Espagne et les Pays-Bas. Sa monnaie, le Peso, a fait l'objet d'une désaffection depuis que ce qui était inimaginable il y a un an est devenu une hypothèse crédible. Donald Trump est en lice pour la fonction suprême américaine. Son souhait d'ériger un mur entre les Etats-Unis et le Mexique et ses discours contre le libre-échange ont fait chuter le Peso. En un an, il a perdu 14% contre le dollar. Il sousperforme les autres devises émergents de 11% en 2016. La faible confiance des investisseurs dans les sondages depuis le Brexit les a rendus méfiants même si Trump accuse un retard dans les intentions de vote. En réalité, le peso n'est pas simplement un pari sur le résultat des élections puisqu'il pourrait se raffermir quel que soit l'issu du scrutin. Si Trump était élu (tout le monde peut se « Trumper » ;)), il devra probablement recentrer son discours. Dans le cas contraire le peso devrait retrouver rapidement une valorisation plus en ligne avec ses fondamentaux.

En réalité, la faiblesse du peso face au dollar est plus ancienne que l'émergence de Trump. Il baisse de 31% depuis 3 ans malgré une économie mexicaine solide (le PIB a cru à un rythme de 2.0% à 3.0% depuis 3 ans) et une l'inflation est contenue. La baisse de la monnaie mexicaine a été concomitante avec la baisse du pétrole. En effet, en tant que dixième producteur et onzième exportateur mondial de pétrole, le Mexique a été directement affecté

par la baisse des cours. Sa production de pétrole a chuté de 35 % depuis 2004. Cette tendance pourrait s'inverser. Le Président Enrique Peña Nieto a fait adopter une série de réformes structurelles depuis son entrée en fonctions il y a 4 ans. Mettant fin à un monopole d'Etat de plus de 75 ans, la loi permet notamment la participation du capital privé à pratiquement toute la chaîne de valeur, de l'exploration jusqu'à la commercialisation des hydrocarbures, et prévoit la possibilité pour le gouvernement d'autoriser les entreprises privées, y compris étrangères, à explorer et exploiter des champs pétroliers. Par ailleurs, on ne peut que constater la stabilisation des cours du pétrole depuis 6 mois. Les déclarations récentes de l'Arabie Saoudite et de la Russie, quoiqu'à prendre avec prudence, vont également dans le sens d'un maintien des prix par un ajustement de leur offre.

*Sources : BCA Research, Chen Zhao (Brandywine), The Economist (24th sept), Mickael Khan (Barron's), France Diplomatie*

**Rédigée le 18 octobre 2016**

**Régis Yancovici**

**Fondateur ETFinances**



Cette publication constitue une « recherche en investissement » au sens de l'article L544-1 du Code Monétaire et Financier. Il ne s'agit pas d'un « Conseil en Investissement » personnalisé.

L'ensemble des personnes physiques ou morales en relation avec les clients ou prospects de Pragmages ou ses éventuelles filiales sont soumis à une charte d'éthique qui est à votre disposition.

Les recommandations présentes dans ce document sont réalisées avec la plus grande probité et en totale indépendance vis-à-vis des établissements financiers, en particulier des producteurs d'ETF.