



5 janvier 2018

États-Unis : la fin de l'expansion des PE pèsera sur le S&P 500

Croissance difficilement soutenable au-delà de +3%. Pressions sur les marges des entreprises. Aplatissement de la « yield curve ». Fin de l'expansion des PE. Prudence sur le S&P 500.

Points clés

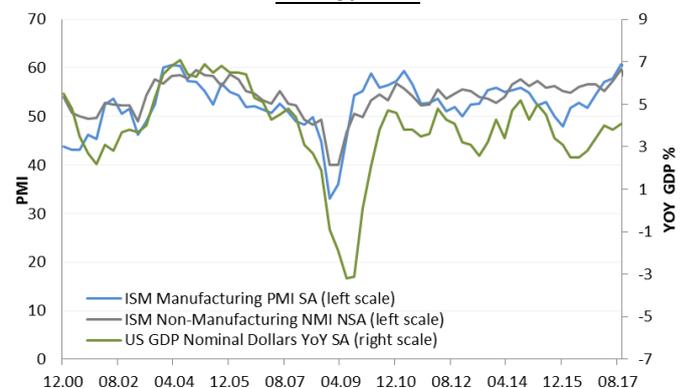
- Croissance américaine difficilement soutenable au-delà de +3%
- Une reprise de l'inflation pourrait être la surprise de l'année
- Aplatissement de la « yield curve »
- Hausse du dollar après 3 ans de consolidation
- Encore deux hausses de taux directeurs en 2018
- Marché de l'emploi favorable à la consommation et à la croissance économique
- Apparition inévitables de tensions salariales
- Pressions sur les marges et les profits des entreprises multinationales
- Effets de la réforme fiscale déjà anticipés
- Déceptions probables en matière de croissance des profits globaux du S&P 500
- Contraction des multiples en phase de hausse de taux d'intérêt
- Consolidation probable des cours des actions

Croissance américaine difficilement soutenable au-delà de +3%

L'économie américaine terminera certainement l'année 2017 sur une croissance annualisée d'environ +3% au 4ème trimestre, en ligne avec nos anticipations du début de l'année. Nous évoquions encore récemment le renforcement probable de la croissance américaine, portée par la consommation privée, l'investissement et les exportations qui devraient encore être des facteurs de soutien en début 2018. L'objectif de croissance fixé par la Réserve fédérale était de +2.4% en 2017; ce résultat devrait donc finalement être atteint grâce à l'accélération observée en deuxième partie d'année. Nous estimons toujours qu'une croissance du PIB de +2.6% pour l'année est probable.

Les indicateurs avancés pointent largement vers une intensification de l'activité économique en fin d'année et en début 2018. La plupart des indicateurs économiques laissent d'ailleurs espérer une poursuite de la tendance en place au-delà. En premier lieu, le consommateur américain devrait être conforté par le flux de nouvelles économiques positives et par la situation toujours plus favorable du marché de l'emploi. La progression du revenu personnel devrait encore soutenir plus durablement encore la consommation des ménages en 2018. Du côté de l'investissement, les développements économiques récents ont affecté les niveaux des capacités de production, ce qui ne manquera pas de provoquer de nouveaux investissements dans un contexte plutôt favorable pour les marges des entreprises. La conjoncture économique aux Etats-Unis semble s'être installée sur un rythme de progression relativement élevé de +3%. Toutefois, il est intéressant de souligner que depuis 2000, l'économie américaine n'a que très rarement été en mesure d'enregistrer deux trimestres consécutifs de croissance annualisée supérieure à +3%.

PIB et PMI



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

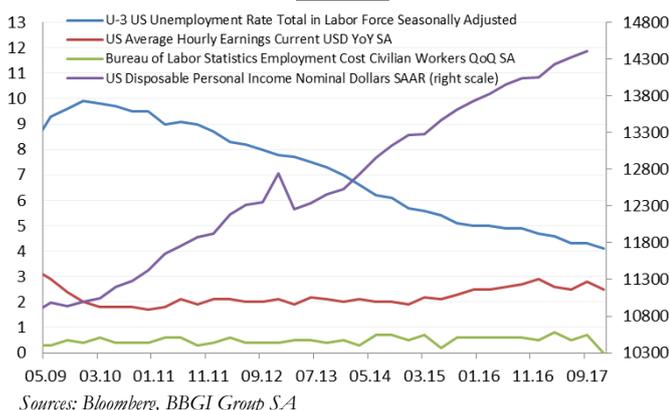
Le rythme actuel pourrait donc ne pas être soutenable longtemps en 2018, même si les estimations des conseillers économiques de la Maison-Blanche espèrent

un impact durable des mesures fiscales récemment votées. Il est toutefois probable que l'introduction des nouvelles mesures fiscales sera effectivement positive pour la croissance économique, mais il est cependant difficile d'en évaluer les effets réellement visibles déjà en 2018. Il semble probablement plus raisonnable de compter sur une poursuite de la dynamique actuelle au cours des prochains trimestres, soutenue par les facteurs déjà en action. Ceci, sans occulter toutefois les effets potentiels négatifs sur la croissance que la politique de normalisation des taux directeurs suivie par la Fed et la hausse des taux longs qui s'intensifiera certainement en 2018 – avec la prise en compte des fondamentaux économiques et des risques de remontée de l'inflation – pourront avoir sur l'évolution du PIB. Les attentes sont aujourd'hui élevées et ne pourront sans doute être atteintes que si le consommateur américain est au rendez-vous. Nos prévisions pour le premier semestre restent cependant optimistes, nous estimons que le rythme proche de +3% devrait encore un temps pouvoir se réaliser avant de constater un tassement probable du rythme de progression de l'économie.

Une reprise de l'inflation pourrait être la surprise de l'année

Les derniers chiffres publiés pour l'inflation en novembre (+2.2%) montraient une stabilisation des indices de prix légèrement en dessus de l'objectif de +2% de la Réserve fédérale. La hausse de l'indice hors alimentation et énergie (+1.7%) sur un an était un peu inférieure aux attentes et encore en-dessous de 2%. Ceci démontre que l'inflation a clairement eu des difficultés à gagner en dynamique au second semestre 2017, malgré des statistiques indiquant une accélération de la performance économique aux Etats-Unis. La banque centrale ne montre pourtant aucun signe d'inquiétude ou d'impatience. Elle relève plutôt que des facteurs temporaires ont pour l'instant retenu la hausse des prix. La vigueur de l'économie et un taux de chômage au plus bas depuis seize ans devraient pourtant sans aucun doute développer des tensions et des hausses de prix permettant à l'inflation de dépasser les objectifs fixés.

Chômage, revenu disponible, coût du travail, salaires



Les pressions sur les salaires tardent pourtant à se concrétiser malgré un marché de l'emploi en constante amélioration. Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont encore faibles, alors que le taux de chômage décline régulièrement et touche le niveau historique de 4%, s'approchant de facto certainement du niveau de plein-emploi. La Fed reste pourtant de son côté relativement sereine et convaincue que la relation entre emploi et inflation existe toujours, même s'il apparaît que la courbe de Phillips est pour l'instant certainement beaucoup plus plate qu'auparavant. Les prix importés ont bondi de +3.7% sur un an essentiellement en raison de la hausse des prix du pétrole en novembre. Cette tendance devrait se poursuivre en 2018 avec le renforcement conjoncturel. Les prévisions pour l'évolution de l'inflation anticipée progressent en fin d'année et atteignent +2.7% sur un an et +2.4% pour l'horizon temps 5 à 10 ans. Les pressions inflationnistes ont été limitées en 2017 et essentiellement liées à des facteurs externes. Aux Etats-Unis, comme dans la plupart des économies, la progression de l'inflation a effectivement été induite par la hausse des cours du brut enclenchée en 2016, qui a développé des effets jusqu'en 2017. L'année 2017 restera en fait celle du succès des politiques menées par les banques centrales pour stopper la déflation et tirer l'inflation vers les objectifs qu'elles s'étaient fixés de 2% en règle générale.

Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



L'inflation a donc retrouvé un niveau « normal » alors que l'emploi s'améliore et que les tensions dans le marché du travail ne sont pas encore apparues. L'année 2018 pourrait bien être celle des surprises sous l'impulsion de facteurs agissant de concert. En effet, le contexte macro-économique devrait être propice à de nouvelles négociations salariales et à des tensions également sur les cours des matières premières, soutenant une hausse des prix à la production et à la consommation.

Hausse des taux longs et aplatissement de la « yield curve »

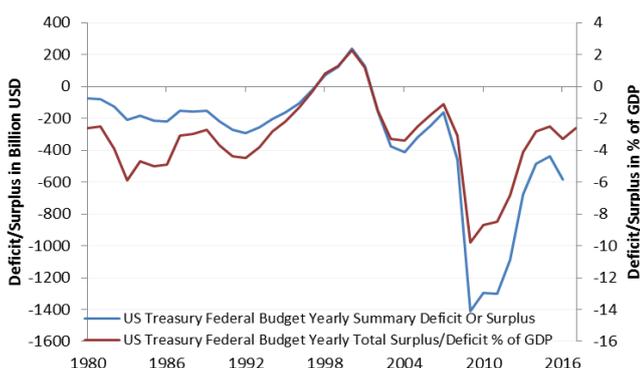
Un retour de l'inflation dans un contexte économique robuste devrait rapidement conduire ces prochains mois à de nouveaux ajustements de taux nominaux à long terme.

Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains devraient être les premiers à relancer la tendance. Nous relevions déjà il y a quelques mois que la correction de 2.6% à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor observée jusqu'à la fin de l'été n'était pas du tout compatible avec nos anticipations d'accélération de l'activité économique dans la zone de +3% de croissance et d'une normalisation de la politique monétaire régulière de la Fed. Nous estimions alors qu'il était très probable de voir une nouvelle poussée des taux longs se préciser en seconde partie d'année 2017. Celle-ci s'est matérialisée par une hausse de 2.1% à 2.5% sur les taux à dix ans au 31 décembre. Les taux longs sont donc à nouveau proches de leurs sommets atteints en mars et dans la partie haute de la bande de fluctuation de l'année 2017. Au premier semestre 2018, la confirmation de données économiques solides devrait être accompagnée d'une hausse des cours du brut et des matières premières susceptibles de provoquer de nouveaux ajustements de valorisation dans les marchés de taux. Nous estimons que la plupart des échéances devraient subir un ajustement global de 0.5% au cours des prochains mois qui pousseront les taux à dix ans du Trésor au-dessus de 3%.

Hausse du dollar après 3 ans de consolidation

La dynamique économique américaine devrait encore être bien souvent supérieure à celle des autres économies développées au cours du 1er semestre 2018. Par conséquent, le différentiel de taux d'intérêt devrait encore s'élargir sur l'ensemble de la courbe de taux et favoriser le billet vert. Dans ce contexte, la faiblesse enregistrée par le dollar en 2017 semble injustifiée. La dépréciation d'environ -10% enregistrée par l'indice « trade weighted USD » contre un panier de monnaies a effacé près de la moitié de la hausse du billet vert enregistrée entre 2014 et 2015. La valorisation de la devise américaine devrait donc certainement s'ajuster dans les prochains mois, à moins que les perspectives de dégradation des finances publiques liées à la réforme fiscale ne prennent l'ascendant et pénalisent le dollar. Nos perspectives sont finalement positives et soutiennent une hausse au-dessus de 1 franc pour le dollar.

Déficit budgétaire du Trésor américain

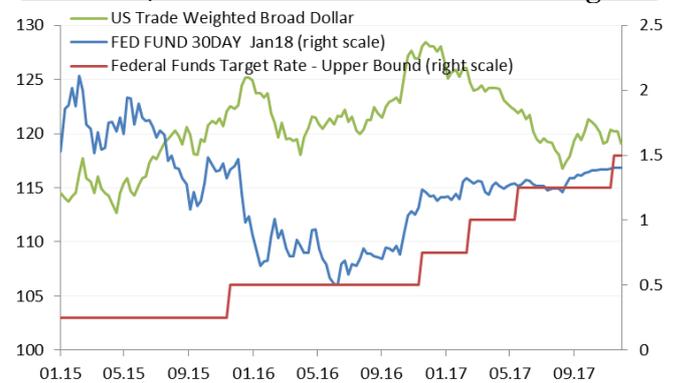


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Encore deux hausses de taux directeurs en 2018

La dernière réunion de la Réserve fédérale a été l'occasion d'une nouvelle hausse attendue des taux directeurs à 1.5%. Le nouveau président Jerome Powell entrera en fonction après la prochaine réunion de janvier sans risques de modification significative de la politique annoncée. La politique de normalisation du bilan restera très modérée, pour ne pas dire imperceptible. Parallèlement, l'objectif de taux directeur (Fed Funds) progressera certainement pour atteindre 2% à 2.25% en 2018. L'analyse de la situation conjoncturelle et de l'état de l'économie américaine est restée relativement inchangée en décembre pour les membres du FOMC.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

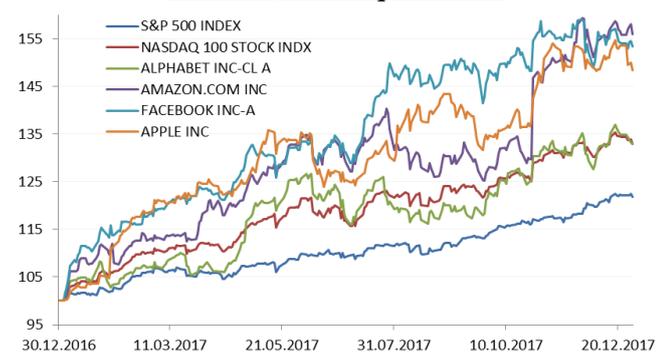
Les commentaires concernant les effets potentiels des réformes fiscales ont été plutôt surprenants, la plupart d'entre eux jugeant relativement limités les effets à long terme de ces mesures. La position de la banque centrale semble sur ce point particulièrement divergente de celle de la Maison-Blanche, qui considère la réforme fiscale comme un facteur majeur et durable de renforcement du rythme de croissance du PIB. La Fed semble plutôt considérer pour l'instant cette réforme comme une stimulation à court terme dont les effets resteront limités dans le temps. Elle semble également peu convaincue de l'impact sur la consommation et évoque par ailleurs le risque que les multinationales cotées n'augmenteront pas significativement leurs investissements et privilégieront au contraire l'utilisation du cash-flow correspondant pour mettre en œuvre des stratégies de désendettement, de fusion ou d'acquisition. En ce qui concerne l'inflation, il est probable que la Fed souhaiterait voir une progression un peu plus nette et plus rapide au-dessus de son objectif de 2% des indices de prix, mais elle semble toujours convaincue des futurs développements de l'inflation. Tout en espérant un impact sur les salaires provoqué par la diminution du taux de chômage, elle considère certainement que les éventuelles pressions resteront limitées et ne poseront que peu de risques impliquant la nécessité d'une action forte et inattendue de politique monétaire. La politique monétaire devrait donc rester très lisible au premier semestre 2018 avec une hausse de

0.25% attendue au 2ème trimestre, qui sera ensuite suivie au dernier trimestre d'une hausse de 0.25%.

Pressions sur les profits des entreprises

Il semblerait que plus rien ne puisse arrêter la progression des valeurs américaines. Il est vrai que les marges des entreprises sont excellentes et proches de leurs plus hauts historiques à environ 10%. La croissance des profits a aussi été satisfaisante en 2017 et les analystes attendent une nouvelle progression de +11% pour 2018 et +10% en 2019. La valeur globale des bénéfices des entreprises américaine a atteint près de 10% du PIB contre une moyenne historique de 6.5% au cours des 70 dernières années. La répartition de la création de richesse représentée par le PIB a en fait été plus favorable pour les entreprises au cours des dernières années. La masse salariale globale en 2017 était d'environ 43% du PIB, sensiblement moins que la moyenne historique de 47%. L'évolution récente du marché de l'emploi suggère de probables réajustements à venir qui pèseront sans doute sur le niveau des marges et des profits des entreprises. Entre deux tiers et trois quarts des dépenses des entreprises sont représentés par les coûts du travail, une hausse des salaires aura donc un effet significatif sur les marges. La croissance des profits des multinationales pourrait donc avoir atteint un sommet et être finalement moins élevée qu'escompté en 2018 et se rapprocher du taux de croissance de l'économie ensuite. La réforme fiscale si positive pour les profits des entreprises pourrait aussi être moins significative pour les multinationales du S&P 500 que pour les entreprises plus domestiques et celles de taille moyenne.

S&P 500, Nasdaq et GAFA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais au-delà de la question fondamentale de l'évolution des profits, il faut rappeler que la hausse des actions américaines a surtout été provoquée par une forte phase d'expansion des multiples. Alors que les valeurs américaines se traitaient à moins de 10x les bénéfices en 2009, elles se traitent aujourd'hui à près de 18x les profits. Les phases d'expansion de PE (Price/Earnings) sont en général liées à des périodes de baisses de taux d'intérêt, mais en périodes de hausse de taux on assiste généralement au contraire à des contractions de PE.

Contraction des multiples et du S&P500

En 2018, la normalisation des politiques monétaires et des taux d'intérêt devrait plutôt constituer un point d'inflexion pour l'évolution des multiples. Il est en effet probable que quelle que soit l'évolution des profits des entreprises, la hausse des taux d'intérêt mette un terme à cette phase d'expansion de dix ans. Cette expansion de PE notamment dans le secteur technologique et numérique a atteint des niveaux extrêmes similaires à ceux observés en 2000 avant l'éclatement de la bulle des valeurs TMT et la correction de 50% du marché global. Le niveau de valorisation de ces valeurs et des GAFA en particulier devrait désormais au moins constituer un frein à leurs futures progressions. Le secteur bancaire/financier, autre poids lourd du S&P 500, pourrait également avoir de nouvelles difficultés à atteindre les résultats escomptés. En effet, l'aplatissement de la « yield curve » en cours n'est sans doute pas un facteur favorable pour l'évolution de leurs marges, les déceptions pourraient être au rendez-vous. En 2018, le secteur énergie sera certainement l'un des rares à pouvoir réellement présenter des taux de croissance des profits exceptionnels. Mais compte tenu du poids de ce secteur dans l'indice global, cela n'aura pas l'effet déterminant nécessaire pour soutenir la croissance globale des profits du marché. En conclusion, la hausse des marchés actions intègre sans doute déjà l'impact favorable attendu par tous de la réforme fiscale sur les profits depuis plus d'un an alors que nous l'avons évoqué, les multinationales seront certainement moins impactées que les autres entreprises. Nous estimons que les deux effets les moins anticipés à ce jour sont ceux qui pourraient être provoqués par la contraction des marges et celle des PE et qui seraient plutôt de nature à peser sur les cours en 2018. Nous privilégions une certaine prudence et recommandons une sous-exposition aux valeurs américaines en ce début 2018.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch