



3 octobre 2018

L'économie US va bien. Mais attention aux effets pervers des tarifs

Hausse exceptionnelle du PIB +4.2% (T2). Inévitable décélération en 2019. Risque centré sur la question des tarifs. Hausse des taux longs. Attention aux profits. Prudence sur le S&P 500.

Points-clés

- Croissance exceptionnelle du PIB de +4.2% (T2)
- Huitième hausse de taux directeurs de la Fed vers l'objectif de 3.1% pour les Fed Funds en 2019
- La Fed est confiante et ne craint pas l'inflation
- La Fed relève à +3.1% les perspectives de croissance du PIB pour 2018
- Inévitable décélération de la croissance
- Indicateurs avancés indécis, mais la confiance des consommateurs est au plus haut
- Les tensions commerciales affectent-elles déjà le commerce extérieur US ?
- Légères tensions à venir sur les taux longs
- Perspectives à moyen terme des taux : 3-3.5%
- Baisse de l'attrait relatif du dollar
- Attention aux profits et valorisations des actions
- Le marché américain n'est pas immunisé aux effets induits des tarifs douaniers
- Risques de contraction du PE et chute de cours
- Tendence encore favorable aux actions

Elle a pourtant souhaité à cette occasion donner un nouveau signal, en évitant de qualifier l'état actuel de sa politique monétaire.

Ainsi, la Fed annonce certainement toujours plus clairement que le processus de normalisation est de plus en plus largement engagé et que le niveau des taux directeurs s'approche désormais de plus en plus du taux normal correspondant au contexte de croissance actuelle. Les autorités monétaires semblent encore engagées à piloter la politique monétaire de manière graduelle et sans risque pour la croissance économique en cours, pour ne pas raviver les inquiétudes d'une action excessive.

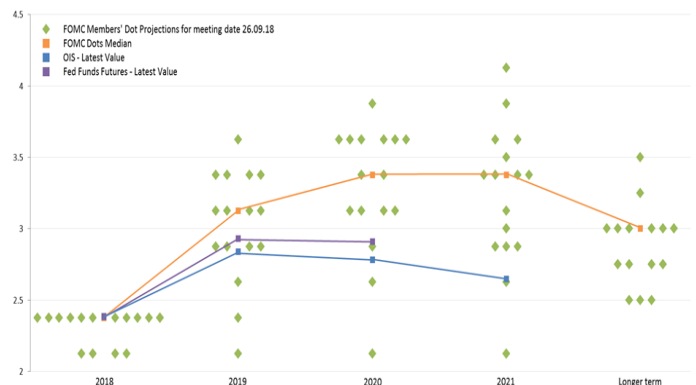
Les conditions économiques actuelles profitent donc d'une conjonction de facteurs positifs, qui pourrait soutenir la croissance du PIB au-dessus de sa capacité normale pendant quelques trimestres encore. Ainsi, la normalisation en cours pourrait conduire à une nouvelle hausse des taux avant la fin de l'année, suivie de deux autres en 2019.

Les Fed Funds devraient ainsi se situer à 2.4% à la fin 2018, 3.1% à la fin 2019, puis 3.4% en 2020.

Huitième hausse de taux de la Fed vers l'objectif de 3.1% pour les Fed Funds en 2019

L'unanimité a régné pour le dernier rendez-vous du FOMC qui s'est conclu sur une hausse de 0.25% des taux directeurs. Le relèvement de l'objectif des Fed Funds était attendu et n'a pas eu d'effet majeur dans les marchés financiers. La Réserve fédérale a donc augmenté pour la huitième fois ses taux d'intérêt dans un processus qualifié, depuis le début de son action, de normalisation des taux directeurs et non pas de resserrement monétaire. Jusqu'à cette dernière hausse, la banque centrale américaine utilisait encore régulièrement le terme « accommodante » pour qualifier sa politique.

FOMC projection des Fed Funds

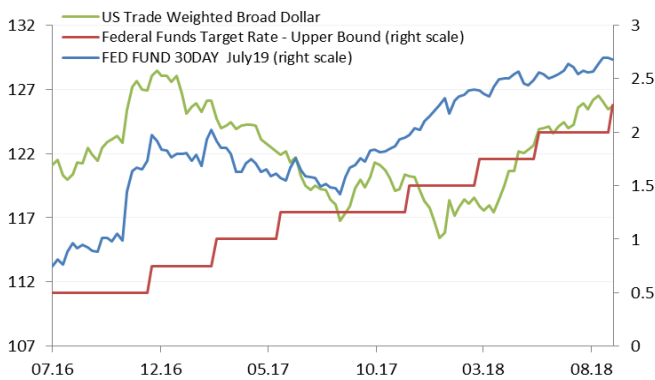


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cette décision était largement escomptée et n'a donc pas surpris les marchés. Elle ne devrait, dès lors, pas avoir d'effet majeur sur le climat des investissements.

La Fed sera particulièrement attentive aux risques de déraillement de la croissance actuelle et aux effets induits par le durcissement des conditions du commerce extérieur. Dans ce contexte, nous estimons qu'elle ne devrait pas non plus réagir de manière excessive à une éventuelle accélération de l'inflation ou de la croissance économique.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La Fed est confiante et ne craint pas l'inflation

La réserve fédérale a relevé une nouvelle fois ses perspectives de croissance pour le PIB américain de +2.8% à +3.1% en 2018 et de +2.4% à +2.5% pour 2019, sans pour autant modifier de manière notable son appréciation de la situation économique présente et future.

La croissance américaine est toujours jugée comme forte, en particulier à la suite de la publication des chiffres du 2^{ème} trimestre.

Pas de changement non plus d'appréciation sur les perspectives d'inflation. La vigueur du marché du travail ne devrait pas développer d'effets majeurs, selon elle, sur l'inflation, qui est maintenant considérée comme proche de l'objectif. Une hausse de l'inflation au-dessus de l'objectif de 2% est toutefois considérée comme probable à court terme et sans doute acceptable, puisqu'elle ne devrait pas causer de risque de dérapage.

La politique monétaire est donc en phase de normalisation, dans un contexte de taux de chômage historiquement bas. Pour l'instant, le taux de participation de la population n'augmente pas et, si la situation de plein emploi régnante conduisait à une diminution de la croissance en dessous de son potentiel, la Fed pourrait être amenée à freiner son action de normalisation des taux en 2019.

Inévitable décélération de la croissance

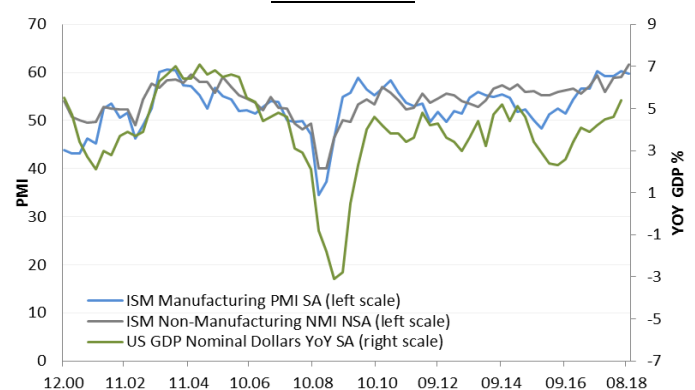
Après la forte croissance réelle du PIB de +4.2% enregistrée au T2, certains se demandent aujourd'hui si le potentiel de croissance de l'économie américaine à long terme ne serait pas plus élevé qu'auparavant. L'accélération de +2.2% au 1^{er} trimestre à +4.2% au deuxième est effectivement remarquable, mais elle repose sur des politiques dont les effets devraient perdre en intensité en 2019. Après les résultats plus « softs » du 1^{er} trimestre, nous avons revu nos perspectives à la hausse pour la seconde partie d'année, même si nous évoquons le fait qu'il serait, sans doute, très difficile pour l'économie américaine de maintenir un rythme de croissance durablement supérieur à +3%. Le cycle économique actuel est effectivement l'un des plus longs observés, mais il ne présente toujours pas les caractéristiques classiques de fin de cycle (pressions salariales, tensions inflationnistes).

Les probabilités d'enregistrer un taux de croissance supérieur à +3% sont à nouveau plus élevées, du fait notamment que le consommateur américain supporte toujours largement la demande intérieure et que l'investissement est soutenu par la politique fiscale.

Indicateurs avancés indécis... mais la confiance des consommateurs est au plus haut

Les indicateurs avancés restent positifs pour le secteur manufacturier, mais des signes de faiblesse sont observables sur le segment des services.

PIB et PMI



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le PMI manufacturier avait en fait subi un déclin au 3^{ème} trimestre, qui s'est en partie corrigé grâce à la hausse de l'indice en septembre à 55.6. Du côté de l'indice ISM manufacturier, le signal reste plutôt positif, l'indice se maintient sur ses plus hauts niveaux des vingt dernières années et ne montre pas de faiblesse due à l'ouragan Florence ou aux tensions commerciales.

L'indicateur avancé des services montre une image moins positive pour les prochains mois, suite à la nette baisse constatée entre mai et septembre (chute de 56.8 à 52.9). La plupart des indicateurs continuent de pointer vers une poursuite nette de l'expansion économique actuelle, mais un nombre croissant de segments annoncent un tassement du rythme d'expansion. La dynamique actuelle semble ainsi légèrement instable, bien que certains éléments laissent suggérer des effets visibles de la guerre tarifaire engagée par l'administration Trump.

Mais la confiance des consommateurs est à un niveau record des dix-huit dernières années, ce qui devrait nous engager à ne pas sous-estimer l'impact de la consommation sur les chiffres du PIB au second semestre.

Les tensions commerciales affectent-elles déjà le commerce extérieur US ?

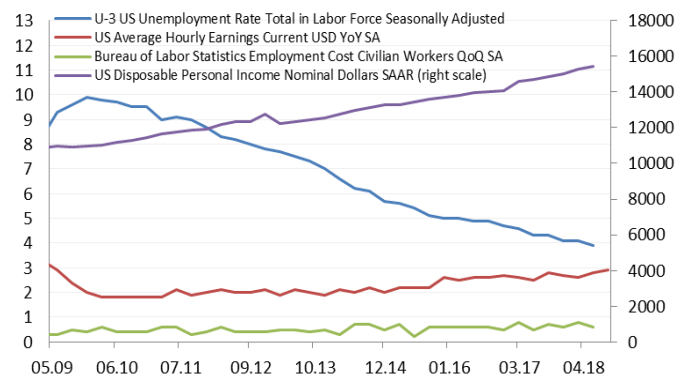
Nous l'avons évoqué à de nombreuses reprises, le principal facteur de risque pour l'économie américaine continue d'être, plus que jamais, celui que le président américain lui-même provoquera par le bras de fer engagé avec la Chine. Les dernières données disponibles sur le commerce extérieur montrent que le déficit commercial s'est accru contre toute attente en août à 75.8mrds, ce qui constitue le pire résultat des six derniers mois. La chute des exportations de nourriture, de matériel industriel et de véhicules a été mentionnée par le Département du commerce comme la principale cause du déclin. La publication par DHL de son baromètre du commerce indique également une chute à son plus bas niveau depuis 2016, suggérant une diminution des échanges internationaux pour les prochains mois. Le WTO a également, entre temps, réduit ses perspectives sur l'évolution du commerce mondial. L'intensification de la crise entre Washington et Pékin pourrait bien avoir des effets plus notables en début d'année 2019, si l'ensemble des mesures prévues par le président Trump sont finalement mises en pratique. Rappelons que la première étape du bras de fer visait à taxer 50mrds d'importations en provenance de la Chine, mais dont une très faible partie avait un impact sur le consommateur américain. La deuxième vague, décidée il y a quelques semaines, vise désormais 200mrds additionnels d'importations, dont une partie importante touchera déjà le consommateur. Donald Trump a annoncé que, si la Chine ne se montrait pas conciliante après cette deuxième vague de hausse de tarifs douaniers, il étendrait son action à toutes les importations de Chine et se réserverait le droit d'augmenter de 10% à 25% les taxes supplémentaires. Une telle action finirait alors par toucher très largement les consommateurs américains en renchérissant le prix d'achat des biens de consommation et en diminuant d'autant leur pouvoir d'achat.

La stratégie menée par le président Trump comporte évidemment des risques pour la consommation, mais aussi pour la croissance du PIB qui ne semblent pas encore intégrés dans les perspectives consensuelles.

Légères tensions à venir sur les taux longs

Petit déclin inattendu dans le taux de progression de l'inflation qui glisse de +2.9% (juillet) à +2.7% en août. Parallèlement, les attentes inflationnistes ont aussi légèrement diminué de +3% à +2.8% sur un an. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans baisse de +2.6% à +2.4%. Le taux d'utilisation des capacités de production reste élevé (78%), tandis que le chômage stagne à 3.9%, son probable niveau de quasi plein-emploi.

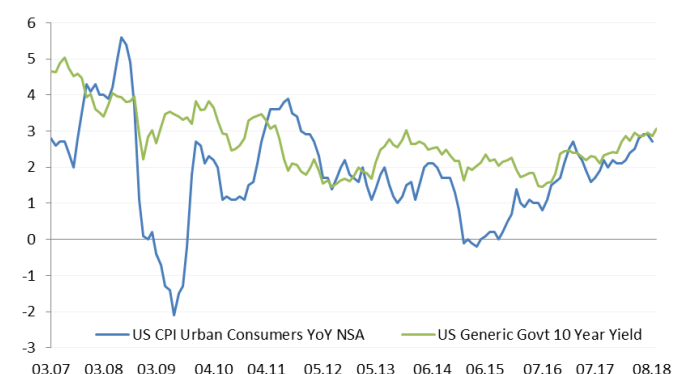
Chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Une prochaine poussée de l'inflation devrait être ultérieurement soutenue par des tensions attendues dans le marché du travail. Celles-ci tardent pourtant à se concrétiser, malgré un marché proche du plein-emploi. La dernière décision d'Amazon de relever le salaire horaire minimum de ses employés de +20% est, peut-être, l'un des premiers indicateurs témoignant de la difficulté à recruter des employés à ce point du cycle. Ce fait annonce peut-être l'arrivée prochaine de la tendance décrite plus haut. L'accélération du taux de salaire horaire, en hausse de +2.9% en août, sème ainsi un peu le trouble et replace, à notre avis, les risques de surprise à la hausse pour l'inflation.

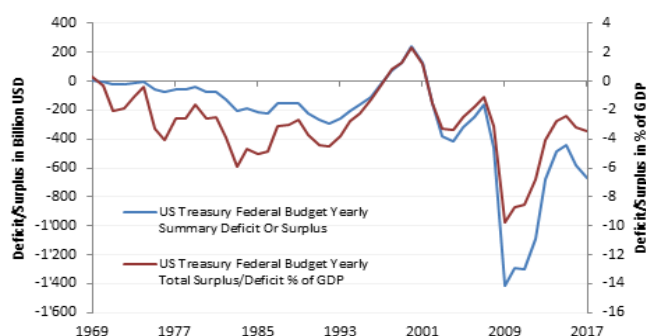
Inflation et obligations du Trésor américain à 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées et nous estimons aujourd'hui que ceux-ci devraient pouvoir dépasser à terme ce niveau. L'inflation, principal catalyseur probable de la hausse, est insuffisante, pour l'instant, pour provoquer une nouvelle phase de progression des taux à dix ans. Cependant, à un peu plus long terme, la hausse des déficits budgétaires ou un changement d'attitude de la Chine en matière de financement du déficit américain pourraient contribuer à la hausse des taux longs. Les taux longs devraient évoluer entre 3% et 3.5% à moyen terme.

Déficit budgétaire du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Baisse de l'attrait relatif du dollar

La politique menée a été favorable aux investissements en dollar et aux flux de fonds en direction des Etats-Unis. Le dollar profite encore de différentiels de rendement tout à fait attractifs pour la majorité des devises. Mais on se rapproche désormais d'un point d'inflexion dans l'évolution des tendances pour les taux d'intérêt qui pourraient être moins favorables au billet vert. A l'horizon 2019, les différentiels de rendement devraient être attaqués par la hausse des taux en zone euro et dans d'autres pays développés et émergents. Entre temps, les flux de fonds pourraient bien commencer à se diriger, à nouveau, vers les actifs émergents dépréciés et vers la zone euro, dont les marchés actions présentent des valorisations attractives. Nous maintenons une prévision haussière pour le dollar/franc suisse pouvant atteindre 1 à 1.05 franc. La devise américaine devrait très progressivement reperdre de son attrait par rapport à l'euro et aux devises émergentes, dans un contexte caractérisé par une amélioration du climat boursier en fin d'année.

Attention aux profits et valorisations des actions

Les profits des entreprises aux Etats-Unis ont progressé de 65mrds au T2, en très forte hausse par rapport à ceux enregistrés au T1 de 26.7mrds. Les sociétés financières ont enregistré des profits de 16.5mrds après la perte de 9.3mrds du T1. La croissance des profits des autres entités non-financières a bondi de 32.3mrds à 53mrds en un seul trimestre. La croissance des bénéfices des sociétés du S&P500 est une réalité qui a soutenu la hausse de l'indice. Cependant, alors que les hausses de tarifs douaniers se mettent en place de part et d'autre, il est important de souligner que les entreprises américaines ne sont pas immunisées contre les risques induits par ce bras de fer. En effet, on estime qu'une hausse de 25% des tarifs imposés aux produits chinois aurait un impact de -7% sur les profits des entreprises américaines. Dans un contexte de stabilité des PE, la croissance des profits serait de 0% en 2019, un scénario qui ne semble de loin pas intégré dans les cours des actions. Si l'on estime qu'en phase de hausse des taux d'intérêt, les PE devraient plutôt avoir tendance à se contracter, alors une diminution du PE du S&P500 de 10%, soit de 18x à 16.2x, pourrait provoquer une chute de l'indice de plus de 10%.

S&P 500, Nasdaq et GAFA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans ce contexte, les risques pour le marché américain ne sont donc pas inexistant. Mais à court terme, nous laissons le bénéfice du doute à la tendance en place, tout en recommandant d'être de plus en plus attentif à l'évolution des risques de déception sur les annonces de bénéfices des sociétés et sur l'introduction des tarifs douaniers.

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 et 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 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch