

1^{er} juillet 2019

Le G20 ne résout rien mais pourrait pousser la Fed à l'inaction

Le bras de fer se poursuivra après le G20. Les anticipations de baisse de taux directeurs sont trop élevées. La consommation soutiendra le PIB. Réduire à nouveau l'exposition en actions.

Points clés

- Le G20 n'apporte aucune solution mais la trêve pourrait pousser la Fed à s'abstenir
- La banque centrale face à un choix difficile
- Baisser les taux confortera le scénario de récession
- Attendre septembre provoquera une déception
- Quelles réactions possibles en l'absence d'une baisse de taux le 31 juillet ?
- Quel est le scénario le plus probable ?
- Indicateurs avancés juste au seuil de la croissance
- Croissance du PIB estimée à +2% au T2
- La consommation devrait être le principal moteur
- Plein emploi, inflation et taux d'intérêt
- Les mouvements de marchés du mois de juin

Le G20 n'apporte aucune solution mais la trêve pourrait pousser la Fed à s'abstenir en juillet

Le dernier G20 d'Osaka s'est soldé sur un statu quo assez attendu et aucune avancée concrète sur la question du commerce entre la Chine et les Etats-Unis. Certains seront rassurés de savoir qu'au moins les deux protagonistes de cette série qui tient tout le monde dans l'expectative depuis des mois se sont rencontrés et ont finalement convenu de ne pas claquer la porte des négociations. Trump et Xi Jinping ont effectivement convenu de reprendre les discussions.

Il ne devrait pas y avoir de nouvelle introduction de tarifs douaniers dans l'immédiat et le cas Huawei pourrait être reconsidéré. Les deux présidents ont certainement tenté de gagner du temps et de redonner une chance au processus de négociation après que celui-ci ait été fortement menacé par le durcissement soudain des positions respectives en mai, un événement qui avait précipité temporairement les marchés actions à la baisse.

Les marchés apprécieront peut-être à court terme le fait que la situation ne se soit pas aggravée lors de ce sommet du G20, mais cela ne devra pas occulter le fait qu'aucune avancée concrète n'a été constatée et qu'aucun agenda précis n'a été évoqué. La Chine et les Etats-Unis ont intérêt à ne pas se lancer dans une guerre commerciale totale. Une trêve est sans doute bienvenue et rationnelle avant de pouvoir compter sur une réelle avancée entre les deux pays. Si les marchés n'aiment en général pas l'incertitude, ils pourraient tout de même se satisfaire de ce communiqué, mais il faudra bien une solution à terme si l'on veut pouvoir éviter une dégradation ultérieure de la confiance et des indicateurs avancés.

Dans ce domaine, le temps semble toutefois plus jouer en faveur de la Chine qu'en faveur des Etats-Unis. Le président Xi Jinping est solidement installé et semble déjà pouvoir compter sur un sentiment du peuple chinois favorable à sa politique et prêt à boycotter certains produits américains. De son côté, le président américain est désormais en campagne pour sa réélection et devrait être tenté de boucler un accord avec la Chine, dont il pourrait tirer des bénéfices politiques, avant de tourner son attention vers l'Europe dans le même but. Entre temps, l'absence d'un « deal » pèsera encore sur la confiance des investisseurs et des votants. Cela restera donc une préoccupation latente qui devrait durer pendant la période estivale et pourrait affaiblir les perspectives

économiques un peu plus au cours des prochains mois. Donald Trump sera donc également tenté de poursuivre ses attaques à l'encontre du président de la Réserve fédérale pour obtenir un assouplissement de la politique monétaire et tenter ainsi de compenser les effets négatifs liés à l'incertitude inhérente à l'absence de visibilité sur la question du commerce malgré le dernier G20.

Les prochaines semaines seront donc cruciales et nous verront à l'issue de la réunion de juillet du FOMC si la Fed décidera ou non d'assouplir sa politique en abaissant ses taux directeurs. Les marchés sont pour l'instant assez largement convaincus que ce sera le cas. Il n'est pourtant pas sûr que ce soit finalement l'option choisie par la Fed, notamment si elle considère que la reprise des négociations entre la Chine et les Etats-Unis est en fait de nature à diminuer les risques évoqués dans ses commentaires précédents comme des facteurs de risque pouvant soutenir une décision de baisse des taux.

Quelles réactions possibles en l'absence d'une baisse de taux le 31 juillet ?

Les marchés de taux ont très largement surpris les prévisionnistes en chutant encore en 2019 de près de 100 points de base en dessous du niveau attendu par le consensus pour la fin de l'année 2019, dans l'attente d'une dégradation importante des conditions économiques aux Etats-Unis et dans le monde. Quelques statistiques économiques ont effectivement soutenu le scénario de l'affaïssement conjoncturel généralisé, notamment les données en provenance des divers secteurs manufacturiers dans un nombre croissant de pays. La publication le 26 juillet du PIB américain pour le 2^{ème} trimestre donnera peut-être corps à ces anticipations ou pas ? Pour l'heure, le déclin est visible dans les indices PMI manufacturiers et ceux des services, il l'est également notamment dans certaines mesures de confiance des consommateurs. Sur le plan international, en juin, plus de la moitié des PMI manufacturiers publiés ont enregistré des déclin.

Dès lors, on peut se demander comment réagiraient les marchés de taux et les marchés actions si la Fed ne procédait pas à la baisse attendue en juillet ?

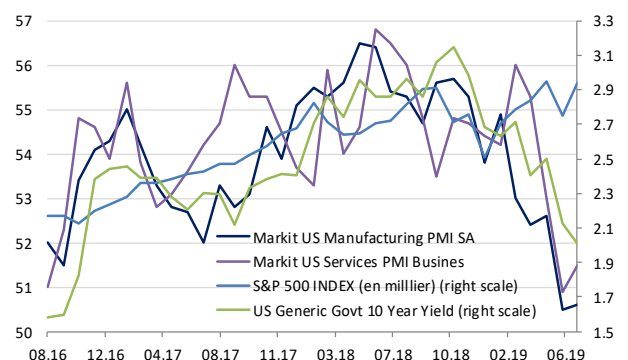
Cette situation binaire n'est en fait clairement pas très rassurante si on considère que le facteur qui a soutenu le rebond des marchés actions en juin est précisément l'anticipation d'une baisse de taux, qui trouvait son fondement dans la perspective d'une conjoncture nettement plus faible. La décision prochaine de la Réserve fédérale sera sans doute cruciale pour l'avenir immédiat des marchés financiers qui comptent sur un renversement de la politique de normalisation en faveur d'une politique de soutien conjoncturel. La situation présente dans les marchés financiers est en effet tout à

fait spécifique et particulièrement fragile. Les taux d'intérêt américains à dix ans ont en effet chuté de 120 points de base entre le mois d'octobre 2018 (3.2%) et juin 2019 (2%) sur l'anticipation d'un ralentissement économique marqué aux Etats-Unis et une baisse de l'inflation. Pendant la même période, les marchés actions ont connu une forte volatilité marquée par une première période de correction des cours de près de -20% suivie d'une reprise éclatante de six mois au cours desquels le S&P500 retrouvait les sommets atteints en septembre 2018, mais dans un contexte politique tout autant incertain (persistance des tensions commerciales) et des perspectives économiques en déclin au point qu'une baisse de taux en juillet semble être le facteur principal de rebond des cours observé en juin.

L'absence d'une baisse de taux le 31 juillet aura dans un tel contexte un impact significatif sur les marchés financiers, qui dépendra des évidences macro-économiques disponibles à ce moment.

Si la décision de la Fed peut être justifiée par une série de données économiques encourageantes, on assistera certainement à un ajustement des taux longs à la hausse. Il n'est de loin pas certain que dans ce cas, les marchés actions ne réagissent pas négativement eux aussi à cette hausse des taux longs. On pourrait alors assister à une correction des marchés obligataires et actions simultanée potentiellement favorable aux cours de l'or. Si au contraire la décision de la Fed est fondée sur la nécessité d'attendre jusqu'en septembre pour disposer d'une meilleure visibilité sur l'évolution de l'économie, les taux pourraient encore glisser mais la correction des marchés actions pourrait alors être aussi brutale que celle enregistrée en décembre 2018.

Taux longs, PMI manufacturier et S&P500



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Quel scénario semble le plus probable ?

Le déclin des indicateurs avancés PMI manufacturiers constaté au 4^{ème} trimestre 2018 ne devait être que temporaire car essentiellement lié à l'incertitude des négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis après la trêve annoncée le 1^{er} décembre. Les espoirs

d'une résolution concrète avant la date butoir de mars 2019 avaient ensuite dominé les marchés actions sans vraiment convaincre les marchés de taux qui se stabilisaient au niveau de 2.6% de rendement sur les taux gouvernementaux à dix ans. Ces espoirs ont été brutalement réduits à néant par le durcissement du ton entre les négociateurs en mai provoquant une nouvelle baisse conjointe des taux et des marchés actions, mais aussi des anticipations de croissance à l'image des indicateurs PMI en chute libre en mai. Le mois de juin s'est bouclé sur une stabilisation de ces indicateurs avancés et des taux longs.

L'apaisement relatif affiché entre les deux super puissances à l'issue du G20 pourra-t-il déjà suffire à améliorer le sentiment des agents économiques et écarter les perspectives de ralentissement économique mondial au second semestre ?

La banque centrale américaine pourrait alors bien décider de maintenir sa politique de normalisation des taux inchangée jusqu'en septembre, en particulier si la croissance économique se montrait suffisamment solide au 2^{ème} trimestre. Car le dilemme pour la Fed est bien aujourd'hui de traverser cette période de turbulence en adoptant la politique la plus appropriée à long terme et la plus fidèle à ses convictions. Une baisse des taux directeurs en juillet pourrait apparaître comme un signe de faiblesse et de dépendance vis-à-vis des pressions politiques exercées par la Maison blanche, en particulier si la Fed reste convaincue que la tendance de fond reste positive pour l'économie américaine comme pourraient le suggérer les indicateurs de sentiment et de confiance des consommateurs toujours très élevés. Dans cette éventualité, on assisterait alors à un rebond des taux longs provoquant une correction simultanée des marchés de taux et des indices actions pendant l'été. A contrario, une baisse pourrait aussi être contre-productive car elle pourrait renforcer le scénario d'une prochaine récession. Il sera en effet sans doute difficile pour la Fed de baisser ses taux directeurs de manière « préventive » sans conforter un peu plus les anticipations macro-économiques déjà négatives.

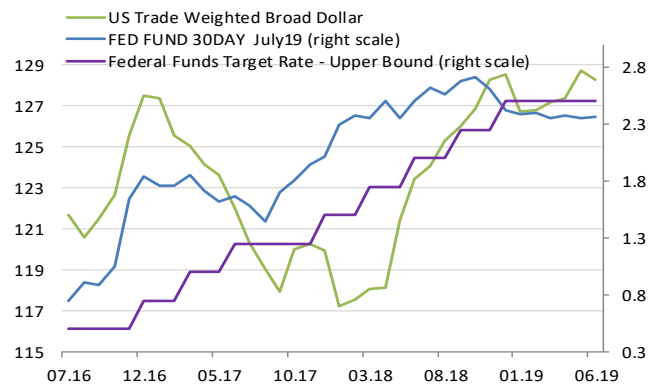
Dans sa dernière conférence de presse de juin la Fed a maintenu sa prévision de croissance du PIB de +2.1% et abaissé ses attentes pour le taux de chômage de 3.7% à 3.6%. La Fed s'est déclarée toujours prête à faire preuve de la plus grande flexibilité dans le pilotage de sa politique monétaire en 2019. Elle a annoncé ne pas écarter la possibilité d'une baisse des taux directeurs si cela devait s'avérer nécessaire. Mais nous estimons que les probabilités d'une baisse de taux en juillet, qui avoisinaient les 85% en juin, sont certainement exagérées, notamment après le G20, la stabilisation actuelle des indicateurs PMI et la bonne tenue de la consommation.

FOMC projection des Fed Funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted

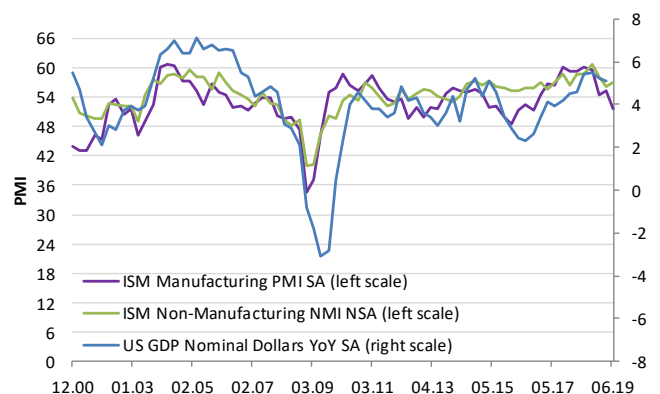


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Indicateurs avancés au seuil de la croissance

Le mois de mai aura été particulièrement négatif pour la confiance des directeurs d'achat. Le regain de tension entre Washington et Pékin a en effet largement influencé leur perception des risques et des opportunités économiques.

PIB et PMI



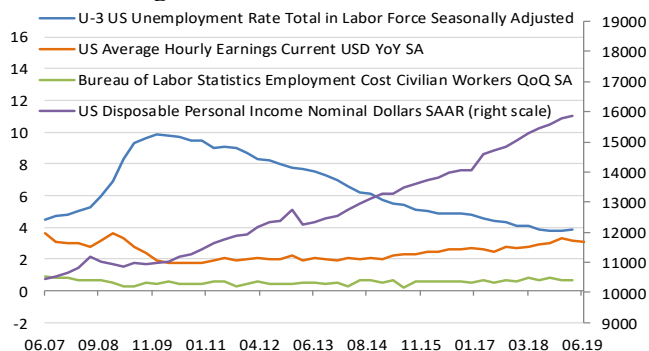
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les PMI manufacturiers ont à nouveau plongé de 52.6 en avril à 50.5 en mai pour s'approcher rapidement du seuil de décroissance. Les PMI des services plus résistants jusqu'en mars, ont aussi chuté de 55.3 à 50.9.

Plein emploi, inflation et taux d'intérêt

La statistique des créations d'emploi a largement déçu en mai. Les chiffres publiés montrent un revers inattendu des créations d'emploi, 75'000 au lieu de 175'000 estimés. Le taux de chômage a pourtant décliné pour atteindre 3.6%, l'économie américaine s'approche ainsi toujours un peu plus du plein emploi. Les pressions salariales augmentent et avec la hausse des revenus disponibles, la consommation devrait rester soutenue et pousser les indices de prix à la hausse. Dans un contexte de marché de l'emploi relativement tendu, la croissance des salaires se poursuit logiquement aux Etats-Unis et continue de renforcer les perspectives de la consommation privée, qui reste le principal moteur de croissance de l'économie. Dans ce contexte, la croissance du salaire horaire moyen en mai a légèrement décliné à +3.1% ce qui reste élevé en comparaison statistique des dix dernières années. Si la croissance du revenu des ménages n'est pas interrompue par les questions géopolitiques et par l'incertitude de la guerre commerciale, la croissance économique devrait rester sur une tendance positive soutenue et proche de +2% au 2^{ème} trimestre et au second semestre.

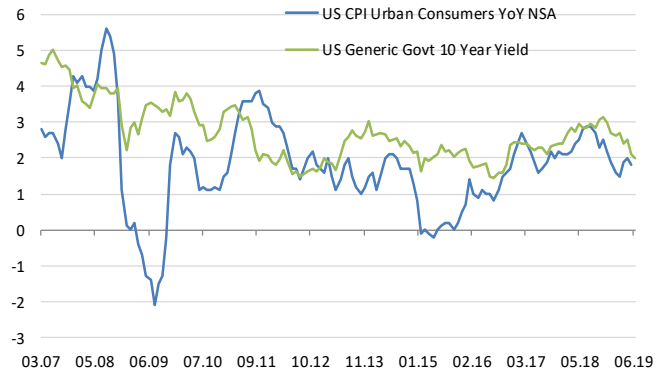
Chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'inflation se stabilise en mai (+1.8%) juste en dessous de l'objectif de la Fed (2%) malgré la forte volatilité observée sur les prix de l'énergie au 2^{ème} trimestre. Pour l'instant, le scénario économique dominant dans les marchés de taux est toujours celui du fléchissement de la croissance dans l'attente de meilleurs indicateurs avancés. Nous estimons cependant probable qu'une remontée des taux à dix ans accompagne de meilleures statistiques économiques pendant l'été.

Inflation et obligations du Trésor américain à 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Réduire l'exposition aux actions américaines

La hausse du mois de juin des indices actions replace la classe d'actifs dans une zone de risques élevés et accroît la probabilité d'une correction prochaine des cours dans les deux scénarios envisagés. Si le ralentissement s'avère réel, les niveaux de valorisation des actions ne résisteront pas à la perspective d'effondrement des profits même en cas de baisse de taux directeurs en juillet de la Fed. Dans le cas contraire, si la croissance s'avère résistante et les perspectives toujours relativement solides, les attentes de baisse de taux directeurs s'évanouiront et laisseront place à une remontée des taux longs. Les marchés actions devraient également être pénalisés par ce phénomène. Nous recommandons à nouveau de réduire l'exposition aux actions dans ce contexte peu enclin à provoquer une nouvelle vague d'appréciation des cours.

S&P 500, Nasdaq et GAFA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 2
1201 Genève - Suisse
T+4122 5959 611 - F+4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch