



26 septembre 2019

Risques réels d'une prochaine récession aux USA surestimés

Croissance du PIB de +2.2% en 2019. Baisses de taux nominaux et réels favorables à l'économie. Indicateurs avancés encore indécis. Rebond des taux longs. Attention aux PE.

Points clés

- Excès de pessimisme infondé, mais finalement favorable à la croissance économique
- Les taux nominaux et réels soutiendront la dynamique économique
- La Fed confirme ses attentes de croissance du PIB de +2.2% pour 2019
- L'impact économique de la guerre commerciale est surestimé
- Pourquoi l'inversion de la courbe des taux n'annonce pas de récession prochaine ?
- Après deux baisses préventives la politique monétaire pourrait marquer une pause
- Indicateurs économiques encore indécis
- Conjoncture plus solide qu'il n'y paraît
- La hausse des actions est essentiellement due à l'expansion des PE

Excès de pessimisme infondé, mais finalement favorable à la croissance économique

Depuis douze mois, le scénario macroéconomique qui s'est imposé dans les marchés financiers a été celui exacerbant les risques de ralentissement économique et de récession aux Etats-Unis. Depuis le mois d'octobre, les taux longs n'ont cessé de décliner sous les achats massifs d'investisseurs craignant une récession. La chute des taux longs aux Etats-Unis a été spectaculaire puisque les rendements proches de 3% en septembre 2018 ont été réduit de 50% pour tomber à seulement 1.5% à la fin août 2019. Les craintes de récession ont été alimentées par un nombre finalement assez limité de facteurs au premier rang desquels se place évidemment

la crise sino-américaine. L'inversion de la courbe des taux a été l'autre facteur essentiel soutenant l'argumentaire d'une récession prochaine. Nous reviendrons plus loin sur ces deux éléments de soutien à cette théorie de la récession attendue pour 2019 ou 2020 que nous ne partageons pas pour l'instant. Mais tout d'abord, nous aimerions évoquer quelques éléments importants pour estimer les réels risques de récession qui auront un impact significatif au cours des prochains mois sur l'évolution du scénario économique dominant, ainsi que sur les perspectives associées pour les principales classes d'actifs. En premier lieu, il convient de souligner que la crise sino-américaine n'a pas eu d'effet majeur sur les marchés financiers initialement en 2018 tant il semblait évident que les deux gouvernements avaient un intérêt commun à s'entendre sur la question commerciale. La montée des tensions entre les négociateurs a ensuite progressivement exacerbé les craintes des investisseurs plus inquiets des risques que pouvaient faire peser une guerre commerciale sur l'économie mondiale. Ce facteur est devenu central dans la perception des risques de récession. Il a été partiellement accompagné d'une montée des incertitudes et a profondément affecté le sentiment des décideurs et des directeurs d'achat qui ont logiquement fait preuve de prudence en diminuant notamment les investissements en capital et leurs commandes. Le secteur manufacturier a été beaucoup plus largement touché par ce phénomène que les services et la consommation. Ainsi, la chute des PMI manufacturier et celle de la production industrielle ont été les éléments les plus probants du changement de perception soutenant la prédiction d'une prochaine récession. Aucun accord n'a été trouvé à ce jour entre les deux protagonistes, mais après plus d'un an de négociations infructueuses, l'économie américaine reste solide et ne montre pas de réels signes de récession. Ceux-ci ont pourtant très largement été pris en compte dans le marché des capitaux, comme en témoigne la chute de 50% des taux longs, sans que la confrontation à la réalité ne provoque, pour l'instant tout au moins, d'ajustement de ces anticipations.

Nous estimons que le temps du « reality check » s’approche et qu’il provoquera un renversement de la tendance baissière des taux longs.

Les taux nominaux et réels soutiendront la dynamique économique

Dès lors, il convient de souligner que cette baisse des taux d’intérêt est en fait une excellente nouvelle pour la croissance prochaine puisqu’elle abaisse rapidement les coûts de financement pour tous les agents économiques, individus, PME, multi nationales, entités publiques et gouvernements. La baisse des taux longs repoussera les éventuels risques de récession. Le changement de politique monétaire annoncé dès le mois de juillet par la banque centrale américaine aura également le même type d’effet. Au-delà des baisses de taux nominaux, l’évolution des taux réels devrait aussi apporter un soutien conjoncturel indirect, permettant de renforcer la dynamique économique et le marché immobilier en particulier au cours des prochains mois. Les taux d’intérêt réels, normalement positifs, sont désormais négatifs aux Etats-Unis suite à la baisse des taux longs (10 ans) de 3% à 1.5% et à une inflation hors alimentation et énergie de 2.4%.

Un excès de pessimisme infondé a donc conduit à des ajustements de taux d’intérêt nominaux et réels qui seront favorables à une relance conjoncturelle au cours des prochains trimestres.

L’impact économique de la guerre commerciale est surestimé

Les craintes d’une récession motivée ou provoquée par une éventuelle guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis nous semblent tout à fait exagérées pour ne pas dire infondées. En effet, depuis plusieurs trimestres l’attention des médias est totalement centrée sur les chances de succès des négociations et les risques d’un échec. Pourtant, une analyse rationnelle des implications réelles conduit à relativiser les risques pour les économies concernées. Les économies américaine et chinoise créent chaque année environ 20 trillions de dollars US de PIB pour la première et 14 trillions de PIB pour la seconde. Les relations économiques entre les deux pays sont de l’ordre de 550Mrds de dollars, dont l’essentiel (500Mrds) est constitué d’importations américaines de Chine. L’étendue du commerce entre les deux pays ne représente donc pas plus de 2.5% du PIB américain et 0.3% du PIB chinois. Depuis l’éclatement de ce conflit commercial ces données sont connues de tous. Une augmentation des taxes douanières affecterait donc une très faible proportion du PIB des deux pays. Pourtant, l’attention portée à cette problématique est telle, qu’elle laisse supposer à tort, qu’une récession

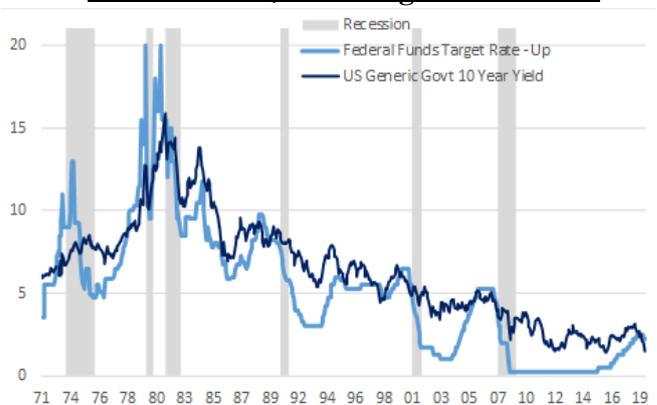
pourrait être provoquée par l’introduction de taxes douanières pénalisant ces échanges.

L’impact d’une hausse des taxes sur les perspectives de croissance est donc selon nous très largement surestimé depuis plusieurs trimestres. Il en va de même des risques de récession induits par ce facteur.

Pourquoi l’inversion de la courbe des taux n’annonce pas de récession prochaine ?

Au cours des précédentes décennies, l’inversion de la courbe des taux provoquée par un resserrement excessif et inapproprié de politique monétaire a effectivement souvent été suivi d’une récession. L’inversion de la courbe des taux était dans ces cas obtenue par la hausse des taux courts (taux directeurs de la Banque centrale) correspondant à la mise en œuvre de politiques monétaires restrictives visant à combattre une inflation excessive et à ralentir le cycle économique. La volatilité des taux courts est en générale plus importante que celle des taux longs notamment en raison de cette activité de banque centrale visant à piloter le niveau d’inflation. La politique monétaire conduisait de ce fait à une remontée des taux courts qui finissait par dépasser le niveau des taux longs pour lutter contre l’inflation.

Récessions US, Taux longs et Fed Funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Une inversion « classique » de la courbe des taux suit donc cette logique qui dépasse souvent l’objectif de ralentissement conjoncturel en provoquant finalement une récession en général de courte durée. Dans un tel contexte il est donc effectivement approprié de craindre une récession prochaine. Cependant, dans le cas d’espèce, l’inversion de la courbe des taux n’a pas été provoquée par une hausse des taux directeurs excessive dépassant le niveau d’équilibre des taux longs. C’est un phénomène inverse qui s’est produit. La politique de normalisation conduite par la Réserve fédérale était plutôt progressive et mesurée dans un environnement de hausse des indices de prix tout à fait attendue et modérée. C’est en fait une très rapide chute des taux longs qui est à l’origine de ce phénomène en 2019.

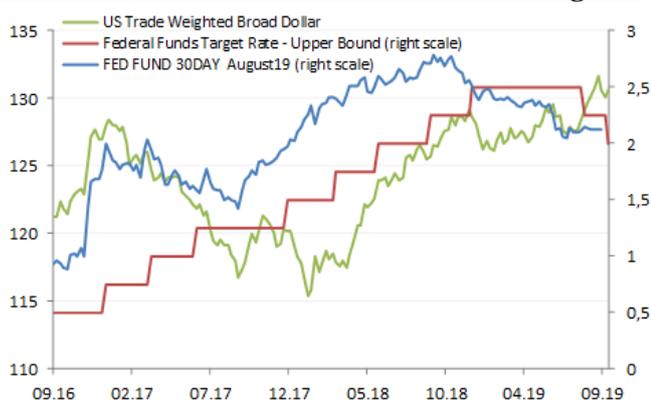
De ce fait l'inversion de la courbe des taux ne peut avoir la même interprétation et le même caractère prédictif d'une future récession qu'elle a souvent pu avoir dans le passé dans d'autres situations. Car ce sont en fait exclusivement les anticipations d'une récession liée à la crise sino-américaine qui ont provoqué un afflux de capitaux dans les marchés obligataires faisant de facto chuter les rendements des taux longs en dessous des taux d'intérêt à court terme.

Un retour à une courbe des taux normale est peut-être déjà en cours suite à la baisse des taux de la Fed et au rebond observé au cours des premières semaines de septembre.

Après deux baisses préventives la politique monétaire pourrait marquer une pause

La banque centrale américaine a donc abaissé ses taux directeurs à deux reprises en juillet et septembre dans un mouvement de politique monétaire qui ressemble plus à une action préventive forcée qu'à une nécessité réelle de soutien conjoncturel. En effet, le PIB au T2 reste en croissance de +2%, soutenu par une forte contribution de la consommation. Les prévisions de la Réserve fédérale pour la croissance du PIB en 2019 est encore de +2.2% et de +2% en 2020. Le PIB réel devrait ensuite croître de +1.9% en termes réels en 2021. L'indice de probabilité de récession avec un horizon temps de 12 mois calculé par la Fed de New-York a pourtant progressé d'environ 15% en septembre 2018 à 37% aujourd'hui. Les risques de récession indiqués par ce modèle augmentent donc pour la fin de l'année 2020.

Fed Funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

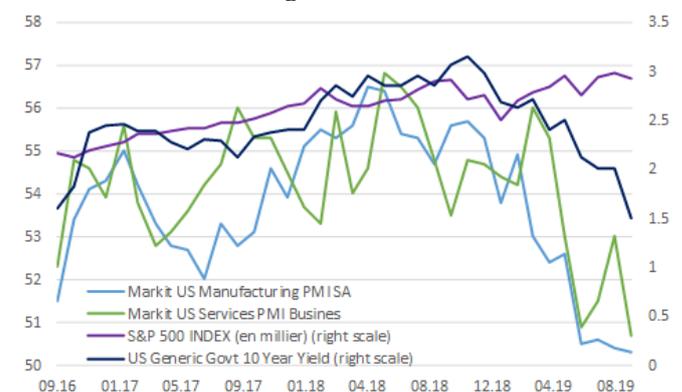
La probabilité d'une nouvelle baisse de taux directeurs en octobre a pourtant chuté de 80 à 50% en 1 mois. La Réserve fédérale a commenté sa décision en indiquant qu'elle prenait en compte la faiblesse de l'investissement et des exportations tout en relevant la vigueur du marché de l'emploi et de la consommation. La Fed a écarté l'idée de taux négatifs en cas de récession, mais a réaffirmé son engagement à mettre en œuvre des

politiques agressives si nécessaire. Les membres du FOMC sont cependant divisés sur la politique à mettre en œuvre pour la fin de l'année entre ceux partisans du statu quo et ceux en faveur de nouvelles baisses.

Indicateurs économiques encore indécis

L'indice PMI manufacturier publié pour le mois de septembre enregistre son premier rebond significatif depuis le début de l'année en progressant de 50.3 à 51 après une petite reprise déjà constatée en août. Une stabilisation de cet indicateur, principal facteur de stress relatif aux risques de récession, est encourageante. Elle intervient alors que la production industrielle rebondit très sensiblement de +0.6% en août, très nettement au-dessus des attentes du consensus de +0.2%. L'amélioration des PMI manufacturiers dans tous les sous-groupes (biens de consommation, équipement, construction, matériaux...) n'est cependant malheureusement encore que très faiblement corroborée par une hausse de l'indice PMI des services de 50.7 à 50.9. Dans l'ensemble, l'indice composite avance tout de même de 50.7 à 51 et s'écarte de la limite de 50. L'indice de l'activité économique calculé par la Fed de Chicago est également repassé au-dessus du seuil de croissance indiquant une activité supérieure à la moyenne en août. Mais les indicateurs de confiance des consommateurs se dégradent logiquement dans le contexte de guerre commerciale et risques médiatisés de récession.

Taux longs, PMI et S&P500



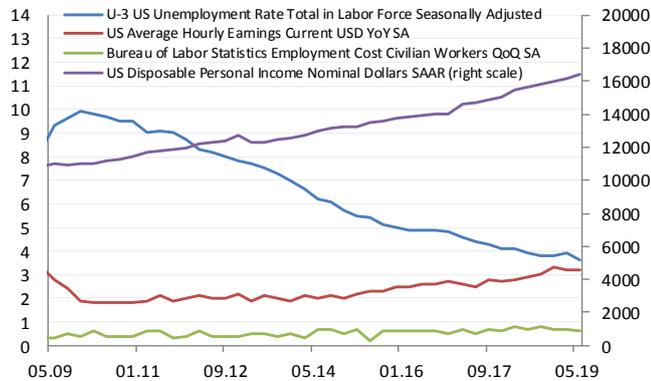
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conjoncture plus solide qu'il n'y paraît

Du côté de l'emploi, l'image reste particulièrement satisfaisante comme le relevait le président de la Fed dans sa conférence de presse suivant la décision d'abaisser les taux directeurs. Les créations d'emploi enregistrent la plus forte progression depuis quatre mois (195'000). 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 (+3.2%) en août est proche des plus hauts niveaux de la décennie.

Chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'indicateur de surprise économique apporte un éclairage intéressant sur la situation actuelle et confirme selon nous que les statistiques publiées en septembre semblent plutôt plus solides qu'attendues. On observe dans le graphique ci-dessous que depuis le mois de juillet, la tendance est nette. Elle s'explique d'une part par la prise en compte croissante des risques de récession et les révisions à la baisse des attentes économiques, et d'autre part, par les résultats réels meilleurs constatés. En d'autres termes, les statistiques publiées depuis trois mois contredisent les anticipations négatives des investisseurs.

Indicateur de surprise économique



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Pour l'instant, le scénario économique dominant dans les marchés de taux est toujours celui du fléchissement de la croissance. Nous estimons cependant probable qu'une remontée des taux à dix ans accompagne de meilleures statistiques économiques au cours des prochains mois.

La hausse des actions est essentiellement due à l'expansion des PE

Le retour des indices actions sur les plus hauts de l'année replace la classe d'actifs dans une zone de risques élevés et accroît la probabilité d'une correction prochaine des cours. Si le ralentissement s'avère réel, les niveaux de valorisation des actions ne résisteront pas à la perspective d'effondrement des profits. Si au contraire, la conjoncture ne fléchit pas, le rebond des taux d'intérêt qui devrait se matérialiser aura un effet négatif sur les multiples. La hausse des PE concomitante à la baisse des taux longs des derniers mois sera remplacée par une contraction logique qui accompagnera le rebond des taux. La procédure de destitution du président Trump finalement activée par les démocrates n'a de son côté que très peu de chances de succès. Elle n'ajoutera que peu d'incertitude et ne devrait pas être un facteur déstabilisant majeur pour les marchés financiers.

Une exposition réduite aux actions semble appropriée dans ce contexte de fait peu enclin à provoquer une nouvelle vague d'appréciation des cours, au-delà de 3000 points sur l'indice S&P500.

S&P 500 & P/E



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