



6 janvier 2020

L'incertitude change de forme en ce début d'année aux USA

Diminution des tensions commerciales. Nouvelle incertitude électorale. Résurgences de risques géopolitiques. Croissance du PIB de +2% en 2020. Valorisation extrême des actions.

Points clés

- Croissance réelle du PIB d'environ +2.2% en 2019 et +2% en 2020
- Risque de polarisation des programmes politiques démocrates et républicains
- Une année électorale qui pourrait s'avérer mouvementée pour les investisseurs
- Croissance en 2020 soutenue par une situation favorable dans les marchés de taux
- Une trêve commerciale devrait s'instaurer
- Courbe de taux US à nouveau « normale »
- Poursuite des injections de liquidités en 2020
- Indicateurs avancés plus optimistes
- Le plein emploi soutient la consommation
- Marchés actions menacés par des valorisations élevées et des risques géopolitiques croissants

Une année électorale qui pourrait s'avérer mouvementée pour les investisseurs

L'année 2020 a été caractérisée sur le plan économique par les incertitudes persistantes liées à l'évolution des relations commerciale entre la Chine et les Etats-Unis. Ce facteur de risque a souvent été décrit comme l'élément essentiel ayant provoqué la chute généralisée de l'activité manufacturière dans le monde, induisant à travers elle des risques possibles de contagion aux autres secteurs économiques et des inquiétudes plus larges sur la croissance économique mondiale. Malgré cela, l'économie américaine s'est avérée solide jusqu'en fin d'année et les chiffres de croissance qui seront prochainement publiés pour le 4^{ème} trimestre devraient

confirmer que la croissance réelle du PIB a été supérieure à +2.2% en 2019. Les risques de récession évoqués régulièrement depuis septembre 2018 ne se sont pas matérialisés et devraient encore être abaissés en 2020 pour diverses raisons dont la baisse probable des tensions commerciales en premier lieu. En effet, dans quelques jours, la phase 1 d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis devrait finalement être signée, ce qui ne sera en fait que le premier pas dans la direction d'un accord plus complet sujet à de nouvelles négociations futures. Cependant, dans le contexte présent de l'élection présidentielle américaine, cette première phase est cruciale pour le président américain et son administration, qui pourront se prévaloir d'avoir été les seuls à avoir fait plier la Chine. Ils chercheront sans doute à profiter le plus possible de cet argument et ne prendront pas le risque de relancer de nouvelles confrontations, au moins jusqu'en novembre.

La principale incertitude de l'année 2019 ayant affecté les perspectives économiques et les marchés financiers n'a donc que peu de probabilité d'être à nouveau le facteur de risque majeur de l'année 2020. Sur le plan économique, la situation semble toujours satisfaisante en ce début d'année aux Etats-Unis et les grandes tendances de fonds devraient perdurer en 2020, alors que les perspectives de croissance du PIB pour 2020 sont de +2%.

Cette année électorale pourrait toutefois s'avérer mouvementée pour les investisseurs et risquée pour les marchés financiers. La campagne électorale ne débutera qu'au 2^{ème} trimestre après l'investiture du parti démocrate, mais c'est sans doute avant cet événement que les risques d'un virage à gauche de la politique américaine pourraient commencer à être envisagés. En 2020, l'affrontement entre les programmes politiques des démocrates et des républicains pourraient bien être plus polarisés qu'au cours de la précédente élection. Au sein du parti démocrates, la tentation de choisir un candidat ou une candidate plus favorable aux classes défavorisées et aux

classes moyennes pourrait grandir et se cristalliser sur le choix de la sénatrice Elisabeth Warren plutôt que sur un candidat plus « centriste » comme le sénateur Jo Biden. Ce dernier reste pourtant celui qui a le plus de chance de battre Donald Trump selon les derniers sondages de janvier 2020. Si celui-ci remporte l'investiture démocrate, la course à la Maison Blanche ne devrait pas constituer un facteur majeur d'incertitude pour les marchés financiers, mais si c'est au contraire Elisabeth Warren qui s'impose, les risques d'un changement radical de cap sur le plan politique auraient un impact rapide sur les marchés financiers. L'année 2020 pourrait dès lors être nettement plus volatile en cas d'investiture surprise de Elisabeth Warren du parti Démocrate.

Croissance en 2020 soutenue par une situation favorable dans les marchés de taux

Nous l'avions déjà évoqué à plusieurs reprises en 2019, la baisse des taux directeurs, les injections de liquidités de la Fed et des taux longs à peine plus élevés constituent ensemble un facteur de soutien conjoncturel extrêmement positif qui développera encore plus d'effets en 2020. Depuis plusieurs trimestres, les coûts de financement pour tous les agents économiques, individus, PME, multinationales, entités publiques et gouvernements sont donc plus attractifs, ce qui devrait aussi bien soutenir la consommation que l'investissement dans le contexte conjoncturel finalement bien plus favorable qu'escompté par le consensus des prévisionnistes en 2019. 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 devenus négatifs aux Etats-Unis suite à la baisse des taux longs (10 ans) de 3% à 1.5% (août 2019). Ils restent négatifs en début 2020 malgré la remontée des rendements à dix ans à 1.9% et à une inflation hors alimentation et énergie de 2.3% (inflation globale de 2.1%) toutes deux légèrement au-dessus de l'objectif de la banque centrale. Un excès de pessimisme infondé en 2019 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.

Une trêve commerciale devrait s'instaurer

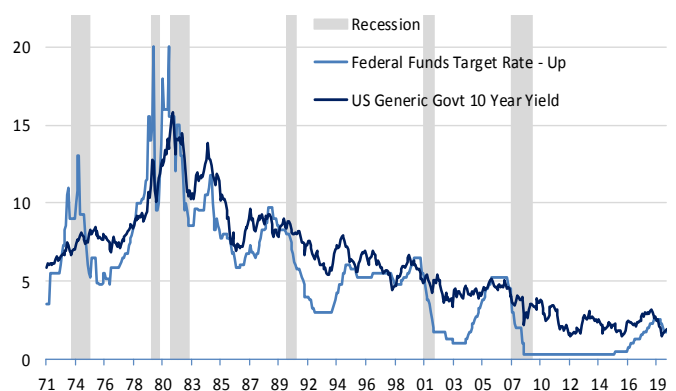
La signature attendue le 15 janvier de la partie 1 de l'accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis marquera sans doute le début d'une trêve bienvenue dans ce dossier épineux qui aura marqué l'année 2019. Il est en effet tout à fait probable que Donald Trump se satisfasse de ce premier succès, sans doute suffisant pour lui permettre de se poser en défenseur des intérêts

du peuple américain face à la menace économique chinoise, et d'en tirer le meilleur parti en campagne électorale. Les craintes d'une récession motivée ou provoquée par une éventuelle guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis ont ainsi été écartées. Elles restent malgré tout un facteur possible de résurgence des risques en 2020, mais nous estimons que ce facteur sera relégué au second plan en raison des intérêts et objectifs de la campagne présidentielle.

La courbe de taux US est à nouveau « normale »

Nous avons déjà évoqué dans ces colonnes les différents processus d'inversion de courbe des taux en rappelant notamment que l'inversion des taux de l'hiver 2018-2019, supposée annonciatrice de récession, ne trouvait aucun fondement dans les bases théoriques classiques. Nous rappelons au contraire que cette dernière avait été provoquée par une chute des taux longs et non pas par un resserrement excessif et inapproprié de politique monétaire, qui a effectivement souvent poussé par le passé l'économie en 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 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

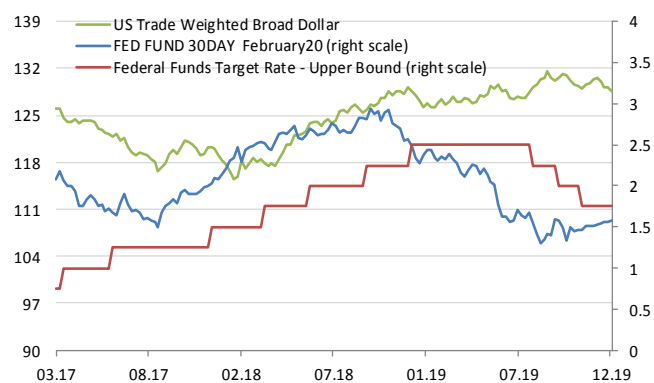
Une inversion « classique » de la courbe des taux suit donc cette logique qui dépasse souvent l'objectif de ralentissement conjoncturel en provoquant finalement une récession, en général de courte durée. Le changement de politique monétaire de la Fed, en abaissant de 0.75% les taux courts au second semestre, a modifié la courbe des taux en abaissant la partie courte. La diminution des risques de récession et des statistiques conjoncturelles toujours relativement solide pour l'économie américaine ont permis aux taux longs de se tendre à nouveau et de remonter d'environ 40 points de base. Désormais, la

« yield curve » est à nouveau « normale », bien que relativement plate puisque les taux à trois mois et ceux à dix ans s'affichent tous les deux à 1.9%. En 2020, bien que les tensions dans le marché du travail devraient avoir un impact sur les marges des entreprises et sur les prix, les pressions inflationnistes devraient un peu s'intensifier et dépasser l'objectif de la Fed. Dans ce contexte, les taux longs à dix ans devraient poursuivre leur phase de réajustement aux conditions économiques plus robustes qu'attendues par le consensus en 2020 et progresser au-delà de 2.5%.

Poursuite des injections de liquidités en 2020

Depuis le mois de juillet, la politique monétaire de la banque centrale américaine est à nouveau accommodante. La Réserve fédérale avait abaissé ses taux directeurs à trois reprises de -0.25% au cours du deuxième semestre dès le mois de juillet et procédé à une relance de son activité de rachat d'actifs à partir du mois de septembre. Le bilan de la banque centrale a bondi en quelques semaines de +11%, de 3'759 milliards en septembre à 4'165 milliards de dollars en décembre, ce qui représente une injection de liquidités de 406 milliards en moins de quatre mois. A titre de comparaison, il lui avait fallu près de douze mois pour réduire d'autant son bilan entre septembre 2018 et septembre 2019. La Fed a donc décidé d'agir en contrant les anticipations de ralentissement conjoncturel, voire de récession, qui avaient cours depuis un an malgré les résultats trimestriels toujours solides enregistrés par l'économie américaine. L'indice de probabilité de récession avec un horizon temps de 12 mois calculé par la Fed de New-York a depuis régressé de 37% à seulement 24% aujourd'hui. En 2020, la Fed devrait maintenir une politique de taux directeurs bas et sans doute inchangée au cours des prochains mois, en particulier si les perspectives de relance conjoncturelle s'affirment. Cependant, elle semble bien se diriger vers le maintien d'une politique d'injections de liquidités par des rachats d'actifs sur un rythme soutenu ensuite.

Fed Funds, taux directeurs et Dollar trade weighted

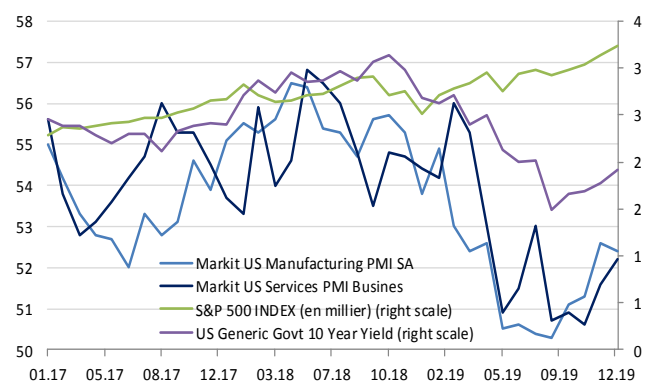


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Indicateurs avancés plus optimistes

L'indice PMI manufacturier publié pour le mois de décembre enregistre un très léger tassement de 52.5 en novembre à 52.4. Il confirme ainsi la tendance à l'amélioration du sentiment observée dans le secteur industriel depuis le mois de septembre. La reprise est désormais nette et témoigne d'un changement en cours des perceptions de directeurs d'achat plus optimistes depuis quatre mois déjà. L'indice ISM (Institute for Supply Management) manufacturier ne confirme malheureusement pas ce résultat et glisse encore de 48.1 à 47.2 en décembre soit son plus bas niveau depuis 2009. La production industrielle a pourtant rebondi également de +1.1% en novembre, effaçant de ce fait la faiblesse du mois précédent. L'indice PMI des services s'est également renforcé en décembre en avançant de 0.6 point à 52.2, un résultat qui reste dans la partie inférieure de sa bande de fluctuation des dernières années, mais qui permet à l'indice composite d'afficher également un meilleur résultat en décembre. La reprise du secteur manufacturier n'est peut-être pas encore notable, mais les signes de « bottoming out » se manifestent plus nettement. Du côté des consommateurs, la confiance reste élevée même si elle faiblit très légèrement en décembre de 126.8 à 126.5 (Conference Board Index). Parallèlement, la mesure du confort des consommateurs publiée par Bloomberg est à son plus haut niveau depuis cinq mois et confirme le bon chiffre annoncé par l'Université du Michigan qui annonce un sentiment des ménages de 99.3 également proche des plus hauts des dix dernières années. La baisse des taux directeurs, un niveau de chômage au plus bas depuis cinquante ans, une croissance du revenu des ménages et un accord prêt à être signé entre la Chine et les Etats-Unis ont certainement été les facteurs soutenant un niveau élevé de confiance des ménages qui devrait poursuivre sur cette lancée en début 2020.

Taux longs, PMI et S&P500



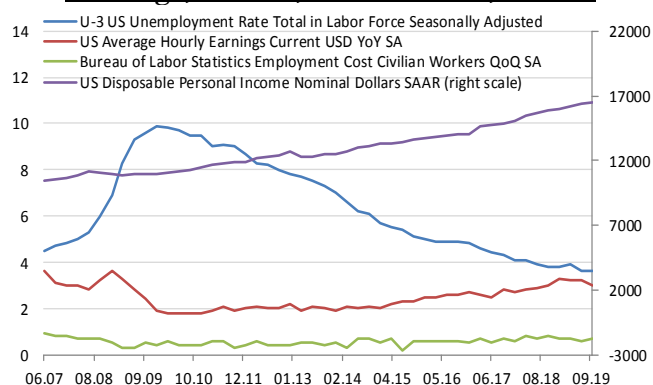
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le plein emploi soutient la consommation

Le marché de l'emploi montre toujours plus de signes de vigueur alors que l'économie enregistre sa plus longue

phase d'expansion. Il continue de créer des emplois à un rythme soutenu d'environ 180'000 à 200'000 nouveaux jobs par mois, soit près de deux fois plus que la croissance des nouveaux travailleurs arrivant sur le marché. Dans cet environnement, le taux de chômage devrait dès lors encore glisser en dessous de 3.3% en 2020. Les pressions salariales augmentent (hausse du salaire horaire de +3.1% en novembre) et avec la hausse des revenus disponibles, la consommation devrait rester soutenue et pousser les indices de prix à la hausse.

Chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

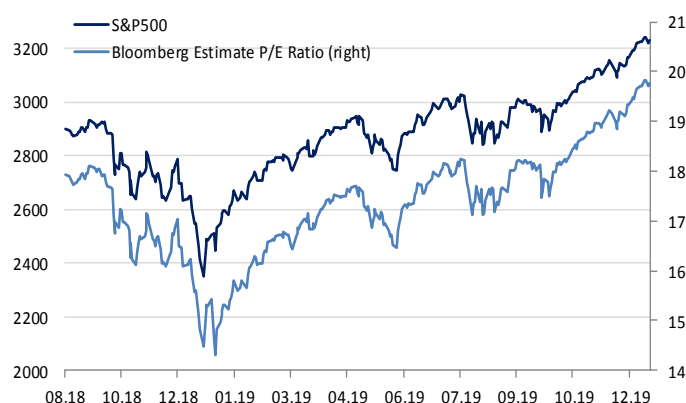
Un ralentissement de la dynamique conjoncturelle en 2020 reste le scénario privilégié, mais celle-ci pourrait bien surprendre positivement grâce à une demande intérieure solide.

Marchés actions menacés par des valorisations élevées et des risques géopolitiques croissants

Le dernier trimestre 2019 a vu une nouvelle envolée des actions américaines, qui ont enregistré de nouveaux sommets dans une phase d'accélération essentiellement poussée par l'afflux de liquidités injectées par la Réserve fédérale américaine et par la dynamique observée sur quelques valeurs de la technologie. La hausse du S&P500 de +8.5% sur le trimestre, dont +2.86% sur le seul mois de décembre, porte à +28.9% la performance de l'année 2019, ce qui constitue la deuxième meilleure performance depuis 1998. Une hausse étonnante si on considère qu'en 2019, les résultats des sociétés américaines vont enregistrer une baisse estimée à environ -5%. Dès lors, la hausse des actions américaines

est essentiellement due à l'expansion du ratio Cours/Bénéfice liée aux baisses de taux de la Fed et aux injections rapides de liquidités en fin d'année. La progression du ratio Cours/Bénéfice de 14x à 19x en 2019 dans ce contexte est peu rationnelle et devrait donc être inquiétante, même s'il est vrai que dans d'autres phases d'expansion de PE par le passé ce ratio a dépassé 20x pour l'indice S&P500 avant d'être suivi d'une correction des cours. Nous maintenons notre analyse qu'en début 2020 le facteur émotionnel pousse irrrationnellement plus haut les cours des actions à des niveaux extrêmes généralement annonciateurs de correction boursière significative. L'indice Fear&Greed montre aujourd'hui un niveau de 96/100 rarement atteint, alors que le niveau des indices s'est éloigné de plus de 2 écarts types de leur tendance, signe également d'une probabilité élevée d'interruption de tendance. La dernière fois que le marché actions a atteint la valorisation actuelle de 2.4x les ventes (« Price to sales »), ce fut avant le crash de l'année 2000 des « dot.com ». D'autres mesures comme l'« Entreprise value/EBITDA » sont à leur zénith également et suggèrent que la situation actuelle constitue un découplage historiquement ravageur à moyen terme. Une hausse pourrait cependant encore être soutenue par une poursuite de l'action récente menée par la banque centrale, mais les risques géopolitiques qui ont brutalement surgi en début 2020 au Moyen-Orient pourraient bien dégénérer rapidement en une nouvelle situation de crise aux effets négatifs sur les cours du brut et sur la psychologie des investisseurs pouvant provoquer un ajustement des anticipations et une correction sensible des marchés.

S&P 500 & P/E



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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