

Investments - Flash

M. Alain Freymond - Associé & CIO



LE PROGRAMME DE TRUMP INQUIETE ET PERTURBE LES MARCHES

Risques d'inflation importée, hausse de taux, menaces sur la croissance, retour des incertitudes pour débuter 2025

L'élection présidentielle américaine bouleverse l'appréciation des risques dans les marchés

Le dernier trimestre 2024 a été marqué par les élections américaines et par des changements importants de perception des risques politiques et économiques qui ont dépassé le seul territoire américain. Le retour à la maison blanche de Donald Trump en janvier 2025 a en effet provoqué des changements très importants dans l'appréciation des évolutions possibles en matières de croissance économique, de politiques fiscales, budgétaires et des risques inflationnistes liés notamment à sa volonté clairement affichée de rehausser les barrières douanières par des droits de douanes plus élevés applicables rapidement à la Chine, au Mexique et au Canada, trois pays représentant 45% des importations américaines. Les premières réactions visibles dans les marchés financiers ont tout d'abord été liées aux conséquences positives pour les actions américaines d'une diminution du taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés. Les prévisions de profits pour 2025 ont ainsi été soutenues par cette anticipation et ont permis aux marchés actions de poursuivre leur hausse des neuf premiers mois en rajoutant une progression toutefois réduite de +2.39% pour le S&P500 au 4ème trimestre lui permettant de terminer l'année sur un résultat de +25%.

Les craintes inflationnistes font bondir les taux d'intérêt

Dans le même temps, la crainte des effets inflationnistes dus à la hausse des tarifs douaniers a très rapidement affecté les anticipations de baisses de taux directeurs de la Fed, qui ont été brutalement réduites de six coupes attendues de 0.25% à seulement deux baisses avant juin 2025. Le président de la Fed n'a pas caché son inquiétude vis-à-vis des risques significatifs liés à l'application du programme de Trump en matière d'inflation, suggérant dès lors que la prudence et une pause étaient de mise avant de procéder à de nouvelles baisses de taux. La politique protectionniste de Trump, perçue comme inflationniste, a ainsi fait remonter les taux des Fed Funds de juin 2025 de 3.1% à 4.1% et les taux à dix ans du Trésor de 3.6% à 4.6% en quelques semaines. Les marchés obligataires américains ont chuté entraînant avec eux sans raisons d'autres marchés occidentaux en effaçant la performance positive de la première partie de l'année. Face à la hausse brutale des taux, les indices de l'immobilier titrisé n'ont pas résisté et chutaient également.

Risques indirects sur la croissance économique

Alors que la politique de Trump est souvent décrite comme « pro business », notamment en raison de la baisse des taux d'imposition des entreprises et de sa volonté de réduire les réglementations contraignantes, il n'est pas sûr désormais que sa mise en œuvre soit propice à la croissance américaine. Celle-ci avait déjà du résister à la plus forte remontée des taux de son histoire récente au cours des trois dernières années, avant que la Réserve fédérale ne décide que les risques de ralentissement conjoncturel surpassaient largement les risques d'un rebond de l'inflation, pour enfin débiter une phase d'assouplissement monétaire en septembre 2024. Elle jugeait alors les risques de ralentissement suffisamment importants pour abaisser nettement son taux directeur par 0.5%. Cette décision ouvrait ainsi la voie à un cycle positif de baisses de taux qui devait réduire les taux directeurs de 5.5% à 3% en 2025, dans un contexte où l'inflation avait déjà chuté de +9.1% (juin 2022) à +2.4% (septembre 2024) et s'approchait de l'objectif de +2%.

Le DOGE menace l'emploi, la confiance des ménages et la consommation

Les créations d'emplois étaient au plus bas des dernières années en septembre, comme l'était aussi le niveau de confiance des consommateurs. Les incertitudes s'accroissaient et menaçaient à nouveau l'équilibre des marchés financiers. Mais depuis, la création du DOGE (Department of Government Efficiency) fait craindre des secousses plus importantes pour l'économie américaine et pour le marché du travail. Elon Musk et Vivek Ramaswamy, qui en prendront la tête, ont en effet annoncé que des coupes budgétaires de 2 trillions de dollars seraient nécessaires en suggérant de réduire les agences fédérales de 400 à 100 et en licenciant jusqu'à 75% des employés fédéraux d'ici le 4 juillet 2026. Une diminution aussi drastique ne sera sans doute jamais effectuée, mais la direction est clairement suggérée et pourrait bien être suivie par un parti républicain largement acquis à la cause. Au-delà d'un impact potentiel positif à terme sur le budget et sur la possibilité de voir la dette se réduire par rapport au PIB, ces conséquences seraient potentiellement catastrophiques sur l'emploi et la confiance des ménages et des entreprises.

Le programme Trump repousse les baisses de taux directeurs

L'année 2024 s'est donc terminée sur des perspectives potentiellement inquiétantes de mise sur pieds rapide du programme de Trump, qui auraient donc logiquement des répercussions importantes sur la confiance des ménages, sur leur consommation et sur l'investissement des entreprises à court terme. Dès lors, ce programme a d'autres implications qui devraient être considérées comme plus importantes sur le plan économique pour estimer l'évolution prochaine de la politique monétaire de la Fed que les seuls risques inflationnistes évoqués par J. Powell. Si les marchés considèrent maintenant que l'inflation importée sera suffisamment élevée pour que la Fed modifie sa politique et se retienne d'abaisser ses taux directeurs, la conséquence possible en matière de croissance pourrait être très dommageable.

La croissance estimée par la Fed de New York plonge à +1.8%

Si l'économie montrait déjà des signes de faiblesse suffisants en septembre 2024 pour motiver la Fed à renverser sa politique monétaire, la perte de confiance des ménages face à ces incertitudes ne fera que renforcer le fléchissement de la dynamique économique. La prévision de croissance pour le T4 2024 de la Fed de New York a chuté de +3% à +1.8% et se situe au plus bas des dix-huit derniers mois. La hausse des taux hypothécaire au-dessus de 7% est déjà en train de mordre sur les demandes hypothécaires en baisse pour la quatrième semaine consécutive. Plus généralement, la hausse brutale des coûts de financement observée en décembre ne nous semble pas soutenable pour de nombreux agents économiques suggérant une hausse probable des défauts de paiements et de faillites.

La menace de l'inflation importée doit être raisonnée

Le programme politique et économique de Donald Trump n'est pas une réelle surprise en ce sens qu'il s'inscrit en grande partie dans la poursuite de l'action déjà déclarée pendant la campagne et en partie déjà mise en place lors de son premier mandat. Il aura pourtant fallu attendre l'approche des élections pour que soudainement refasse surface le spectre des effets inflationnistes de la politique protectionniste de Donald Trump. Pourtant, si aujourd'hui encore nul ne sait réellement comment le principe de taxer plus fortement les importations américaines sera appliqué, la perception générale dans les marchés est qu'un impact inflationniste sérieux en sera la conséquence.

S'il est vrai que sur le principe, une hausse des droits de douane, toute chose étant égale par ailleurs, renchérit les coûts d'importations et potentiellement les coûts de production, puis les prix à la consommation, il est difficile d'en mesurer aujourd'hui l'impact probable.

A ce jour, la feuille de route n'est pas connue, tant en ce qui concerne la liste finale des pays, des produits et l'ampleur des hausses concernées.

Quelles leçons tirer de la période 2017-2018?

Si l'analyse historique peut être un guide, rappelons que lors de son premier mandat, les hausses de tarifs décidées ont été progressivement introduites et n'ont pas concerné tous les pays et tous les produits, mais bien une sélection spécifique. Par ailleurs, l'indice CPI est en fait resté relativement stable centré autour de +2% entre 2017 et 2020 avant de chuter au début du Covid. Plus étonnant encore, l'indice des prix à l'importation déjà à +3% (YOY) en début 2017 a progressivement décliné pour passer en territoire négatif en 2019 avant le Covid et tomber à -7% en 2020.

La croissance économique était alors positive en 2017 avant de chuter de +4.6% à +0.6% à la fin 2018 après l'introduction de tarifs plus élevés.

Pendant la 1ère présidence Trump le dollar a de fait chuté dès la première année de -10% ce qui aurait dû contribuer à une hausse plus forte de l'inflation importée. La logique n'a donc pas été aussi simple en 2017 et 2018. Les taux longs avaient initialement baissé pour se poser sur le niveau de l'inflation annuelle entre 2% et 2.5%, avant de remonter à 3% et soutenir un dollar en perte de vitesse en 2017.

Les risques d'inflation importée sont-ils réels ou exagérés ?

Alors que faut-il penser de cette principale source d'incertitude constituée par l'anticipation d'un retour de l'inflation suffisamment important pour totalement remettre en question la politique d'assouplissement monétaire entrepris il y a tout juste trois mois par la Fed?

Est-ce bien raisonnable et justifié de considérer que l'inflation importée pourrait provoquer de telles perturbations sur les prix que la Réserve fédérale doit mettre une pause à sa politique? Les marchés financiers ont décidé ces trois derniers mois de se faire peur en anticipant le pire peut-être pour l'inflation en oubliant de prendre en considération le fait que les taux actuels sont déjà bien plus élevés (200pdb) que l'inflation annuelle.

Les importations américaines représentent 14% du PIB et si les trois principaux pays mentionnés (Chine, Mexique et Canada) en constitue près de la moitié, il est prématuré de considérer que toutes seront frappées de hausses. Finalement, il ne faut pas oublier qu'une hausse des prix importés peut également être compensée aussi bien par une appréciation du dollar que par une amélioration de la productivité des entreprises ou par une diminution de leurs marges. Par conséquent, nous estimons que les craintes actuelles, sans être totalement injustifiées, sont potentiellement excessives, alors que la période 2017-2018 qui pourrait être un proxy des deux prochaines années, ne montre pas une hausse massive de l'inflation importée et des prix à la consommation justifiant une hausse des taux massive. Les craintes inflationniste nous semblent excessives et devront être raisonnées.

Réactions excessives des marchés obligataires

On observe donc globalement que les taux d'intérêt dans la plupart des pays ont subi des ajustements supérieurs à ce qui aurait été justifié par l'évolution récente des prix en fin d'année dans leurs pays respectifs. L'influence de la dynamique des taux américains a ainsi été déterminante dans l'ajustement des anticipations des investisseurs et a exacerbé les tensions dans les autres pays. La corrélation des marchés de taux n'est pas un phénomène nouveau, même si elle conduit à des déconnexions temporaires entre la réalité conjoncturelle spécifique de certains pays et leurs niveaux de taux d'intérêt.

Au cours des prochains mois, nous estimons que l'inflation devrait à nouveau s'améliorer dans la grande majorité de ces pays et soutenir un ajustement des rendements à la baisse. Dans le cas des Etats-Unis, ce n'était selon nous pas le rebond de +0.3% de l'inflation qui provoquait la hausse de 100 pdb des taux longs, mais bien plus l'anticipation des effets inflationnistes potentiels de la hausse des tarifs douaniers. Les prochains mois devraient permettre une nouvelle estimation de ces risques et réduire les craintes et anticipations excessives actuelles. Dans ce contexte, les taux à dix ans américains devraient à nouveau baisser et entraîner avec eux de nouveaux ajustements dans les autres marchés obligataires.

La prudence de la Fed est le principal facteur de hausse de taux

La banque centrale américaine s'était engagée dans un nouveau programme de détente des taux en abaissant pour la première fois depuis 2022 ses taux directeurs en septembre 2024. Elle s'était engagée dans cette voie relativement tardivement en comparaison internationale en repoussant encore sa décision lors de sa réunion de juin 2024 pour finalement agir par une baisse plus nette de 50 pdb en septembre. Elle était alors convaincue sans doute que l'inflation avait suffisamment baissé pour relâcher un peu la bride de sa politique du côté des taux directeurs tout en poursuivant sa politique de réduction de la taille de son bilan.

Au cours des derniers mois, elle avait d'ailleurs sans doute contribué indirectement aux tensions dans le marché obligataires gouvernementaux en ne renouvelant pas des positions détenues en obligations du Trésor arrivant à échéance et en retirant parfois plus de 100 Mrds. de liquidités par mois. Son programme de « Quantitative Tightening » lui a ainsi permis en deux ans de réduire son bilan de 25% et de retrouver le niveau de avril 2020.

Pourtant en quelques semaines, la Réserve fédérale a sensiblement modifié son appréciation de l'évolution potentielle de l'économie américaine face aux déclarations nombreuses de politique de Trump et de son entourage, notamment en matière de droits de douane et de risques de reprise de l'inflation.

En relevant que les incertitudes étaient élevées et que cela suffisait à justifier une approche prudente en matière de baisse de taux, la Fed a certainement encouragé les marchés financiers à considérer qu'elle ferait une pause dans sa stratégie de baisse de taux. Il n'en a pas fallu plus pour que les anticipations s'ajustent en effaçant quatre baisses de programme attendu.

Les prévisions à six mois des taux directeurs sont excessives

Nous estimons que le rebond de 100 pdb des Fed Funds est certainement très excessif et n'est pas basée sur des fondamentaux solides, il en va d'ailleurs de même de la hausse des taux longs.

La Fed devrait rapidement se rendre compte que les anticipations des marchés des dernières semaines sont en train de peser sur la confiance des ménages et des entreprises. Après une courte phase d'euphorie post électorale, on observe clairement une montée des incertitudes et des réactions déjà négatives des agents économiques face à la montée des taux. La Réserve fédérale devrait observer ces facteurs et peut-être réaliser que les risques d'inflation importée ne sont pas si élevés.

En adoptant une position de prudence elle laisse pourtant se développer un sentiment d'incertitude qui pourrait bien impacter plus négativement la consommation dès le début de l'année qu'espéré.

La banque centrale s'est placée dans une position difficile en voulant s'assurer une marge de manœuvre suffisante face aux risques posés par les politiques de Trump. Elle a de facto provoqué un changement excessif des attentes des marchés, qui mettent désormais encore plus concrètement en danger le chemin de croissance de l'économie.

Les risques de ralentissement ont fortement augmenté selon nous et doivent être rapidement contenus par des prises de positions plus engagées de la Fed. Nous estimons que la voie de sortie possible pour cette dernière serait déjà d'annoncer la fin de son QT lors de son prochain meeting du 29 janvier.

Les prises de positions extrêmes de Trump avant l'investiture provoquent incertitudes et sidérations

La dégradation du climat des investissements en fin d'année 2024 est selon nous exclusivement la résultante de la forte progression des incertitudes induites par les prises de positions du futur président des Etats-Unis avant son investiture. Donald Trump n'a en effet pas attendu le 20 janvier 2025 pour annoncer presque chaque jour de nouveaux projets politiques aux accents souvent extrémistes, dont les derniers en date ont déjà provoqué des réactions vives du Canada, du Danemark et du Panama qui n'ont pas l'intention de se laisser annexer sous diverses pressions économiques ou militaires.

Ses prises de positions très médiatisées surprennent à chaque fois les observateurs qui ont évidemment de la peine à déterminer leur réalité concrète et leurs effets possibles. C'est dans un tel contexte très incertain en l'absence d'élément concret permettant d'évaluer plus précisément les effets d'une hausse de taxes douanières que les taux se sont tendus de manière excessive au 4ème trimestre et ont pénalisé la plupart des actifs financiers en fin d'année.

Une amélioration du climat des investissements dépendra des clarifications politiques de Trump et d'une détente des taux

L'investiture de Trump devrait apporter les premières clarifications des intentions politiques et des éléments plus concrets permettant d'évaluer plus précisément leurs impacts sur l'économie, l'inflation, le pouvoir d'achat et la confiance des agents économiques.

Nous estimons que les prochaines semaines devraient déjà donner l'occasion d'évaluer un peu mieux les réels risques inflationnistes et les risques de ralentissement de la dynamique économique. Une amélioration du climat des investissements passera nécessairement par une vision plus claire de la dualité de ces facteurs.

En considérant que les effets inflationnistes immédiats sont aujourd'hui surestimés par les marchés et que les risques de ralentissement sont sous estimés, le prochain réajustement des anticipations devrait avoir un impact positif sur les taux d'intérêt.

La Réserve fédérale américaine devrait annoncer la fin de son QT et poursuivre son programme de baisses de taux pour contrer les risques de ralentissement économique avant que la confiance des consommateurs ne s'effondre et ne plonge l'économie en récession.

Un environnement de taux rapidement plus favorable aurait directement des conséquences positives pour les marchés obligataires et indirectement pour les autres classes d'actifs.

Scenario central

Les craintes inflationnistes devraient se normaliser et permettre aux banques centrales de renouveler leur volonté d'assouplir leurs politiques monétaires. Les marchés financiers effectueraient une nouvelle estimation des trajectoires de baisses de taux directeurs et soutiendraient ainsi un ajustement global des courbes de taux. Si ces développements intervenaient assez rapidement, les risques de ralentissement conjoncturel seraient aussi réévalués à la baisse. Aux niveaux actuels de rendements, les marchés obligataires seraient alors considérés comme très attrayants ce qui permettrait une poursuite des tendances baissières pour les taux. Le contexte serait alors également favorable pour les marchés immobiliers titrisés et évidemment pour les marchés actions.