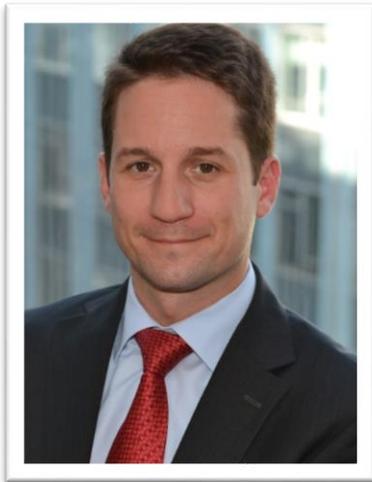


## « It's the economy stupid! »

Keynote speech by Vincent Juvyns, Belgian Financial Forum Antwerp,  
10 November 2017



**Vincent Juvyns, JP Morgan Asset Management**

« It's the economy stupid! » Cette célèbre phrase prononcée par James Carville, conseiller de Bill Clinton, lors de la campagne présidentielle victorieuse du parti démocrate en 1992 face à George Bush, doit aujourd'hui hanter les conseillers de Hillary Clinton, car ils se sont fait prendre au même piège que leurs prédécesseurs avaient, jadis, tendu au camp républicain. En effet, de la même manière que Bill Clinton avait pris le contrepied de George Bush, en concentrant sa campagne sur l'économie, alors que son adversaire s'enorgueillissait de son bilan en politique étrangère, Donald Trump a su s'approprier les thèmes populaires, comme l'économie, pour l'emporter face à sa rivale.

La situation économique de 2016 n'a certes rien à voir avec celle de 1992 puisque les États-Unis viennent d'enregistrer une croissance de 3,2% au 3<sup>ème</sup> trimestre et affichent un taux de chômage à 4,6% alors qu'en 1992 le pays était en pleine récession et affichait un taux de chômage de 7%. Malgré cet héritage économique favorable, Donald Trump a réussi à exploiter dans sa campagne les « ratés » de la reprise économique, à l'instar des inégalités croissantes, de la baisse de la productivité et de la désindustrialisation du pays. En devenant le 45<sup>ème</sup> président des États-Unis, Donald Trump a non seulement déjoué tous les sondages mais également surpris la plupart des observateurs dont les investisseurs qui ont, en outre, dû faire face à des mouvements de marchés, que peu avaient anticipé. En effet, alors que le consensus prévoyait qu'une victoire de Trump entraînerait une hausse de la volatilité, une baisse des taux et une correction des marchés d'actions, c'est le contraire qui s'est produit puisque le volatilité a baissé de 30%, les taux US à 10 ans sont remontés de plus 0,8% et le S&P 500 a atteint de nouveaux records. La question est maintenant de savoir si ces mouvements sont le fruit d'une forme de folie collective ou, au contraire, d'une réévaluation rationnelle par les marchés de l'influence qu'aura Trump sur la direction de l'économie américaine et de ses marchés financiers.



Cette seconde option est la plus probable car bien que la victoire de Trump engendre nombre d'incertitudes, notamment en termes géopolitiques et de commerce international, une large part de son programme économique pourrait néanmoins s'avérer positif pour l'économie US et ses marchés. En effet, Donald Trump a pour ambition de faire repasser la croissance du PIB au-delà de 4% et de créer des millions emplois et même si ces objectifs paraissent, à ce stade, irréalistes, il semble bien vouloir se donner les moyens de ses ambitions. Il souhaite ainsi investir 1.000 milliards de dollars dans les infrastructures des États-Unis et, bien que ce montant soit inférieur aux 3.600 milliards estimés nécessaires par l'association américaine des ingénieurs civils<sup>1</sup>, chaque « dollar » investi en infrastructure devrait, à terme, rapporter plus que ce « dollar » à l'économie américaine. L'amélioration de la qualité des infrastructures permettra en effet aux États-Unis d'augmenter leur potentiel de croissance en dopant la productivité, qui stagne depuis de nombreuses années. Le lien entre infrastructures et productivité peut parfois sembler abstrait mais certains projets concrets, validés récemment, permettent de l'établir clairement. C'est le cas du projet de rénovation de la ligne ferroviaire entre Boston et Washington, pour laquelle 28 nouveaux trains à grande vitesse ont été commandés à la société Alstom pour un montant de 1,8 milliards d'euros. Ces nouveaux trains devraient pouvoir transporter 35% de passagers en plus et atteindre, à terme, la vitesse de 300 km par heure, ce qui fera graduellement diminuer le temps de voyage, qui est actuellement de 2h45 pour effectuer les 350 kilomètres qui séparent New-York et Washington, alors qu'il n'est que de 1h55 pour effectuer les 425 kilomètres qui séparent Paris et Lyon. Transporter plus de voyageurs, plus vite et dans une région avec un poids économique aussi important que la côte Est devrait sans conteste stimuler la productivité et conduire à la création de nombreux emplois locaux.

Le « problème » est que le cycle d'expansion économique américain arrive à maturité et que les États-Unis se trouvent déjà en situation de quasi plein-emploi. Depuis 2010, plus de 15 millions d'emplois y ont en effet été créés et le taux de chômage est retombé à 4,6%, soit largement sous sa moyenne à 50 ans et sous le niveau NAIRU<sup>2</sup>, à partir duquel les salaires commencent à augmenter et à induire des pressions inflationnistes. Dans ce contexte, le plan de relance de Donald Trump pourrait certes créer des emplois mais surtout de l'inflation.

L'augmentation des attentes inflationnistes, observée notamment sur les « break even rates » des obligations liées à l'inflation, est d'ailleurs la principale cause de la remontée des taux US et du dollar puisque qu'elle oblige la Fed à accélérer son rythme de hausses de taux en 2017. L'autre facteur qui a poussé les taux à la hausse est que l'augmentation des dépenses publiques prévue par Trump devrait fragiliser la situation bilantaire des États-Unis qui affichent déjà un déficit budgétaire de 3,3% du PIB et un endettement de près de 80% du PIB et pourraient se voir retirer leur rating AAA par les agences de notation Moodys et Fitch. Les marchés obligataires se sont toutefois montrés peu sensibles aux baisses de notation ces dernières années et même si les taux à long terme devraient continuer à remonter en 2017, leur progression devrait être freinée par la politique monétaire accommodante

---

<sup>1</sup> The American Society of Civil Engineers

<sup>2</sup> Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment

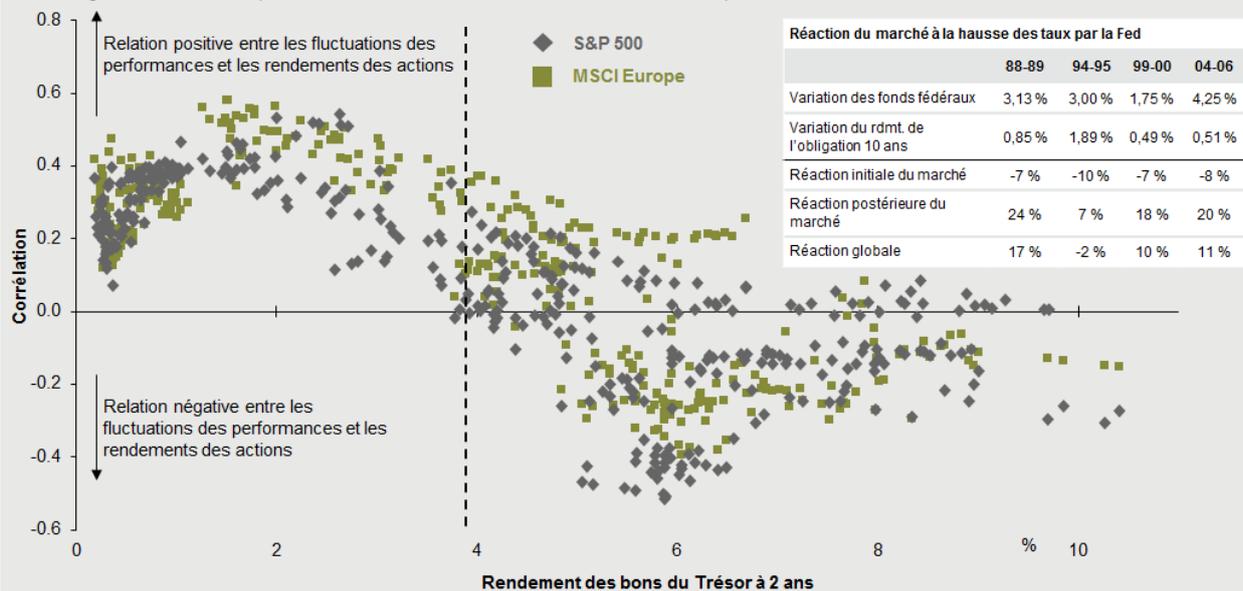
que pratiquent encore la plupart des banques centrales hors des États-Unis. Actuellement, les bons du trésor américain à 10 ans affichent en effet un rendement de 2,6%, ce qui est plus élevé que 90% des taux sur les obligations souveraines dans le monde et suscite dès lors l'intérêt des investisseurs internationaux. Au mois de décembre, le Japon est ainsi repassé devant la Chine, comme premier détenteur de bons du trésor américain, car même après s'être acquittés de frais de couverture de change, pourtant élevés de 2%, les investisseurs japonais conservent un rendement de 0.6% en yens, soit 55 points de base de plus que sur les obligations souveraines japonaises de maturité équivalente. Dans ce contexte, bien qu'il faille se préparer à une hausse des taux graduelle aux États-Unis, nous estimons que ceux-ci devraient rester inférieurs à 3% dans les prochains mois.

Si les marchés obligataires devraient souffrir de la politique de relance de Trump et du resserrement monétaire de la Fed, ce ne devrait pas être le cas des marchés d'actions. Historiquement, tant que les taux à 2 ans sont inférieurs à 4%, tel qu'observé actuellement et attendu pour les prochains mois, les marchés boursiers ont généralement continué à progresser (cf. Graphique 1). Nous continuons par conséquent à privilégier les marchés d'actions américains qui nous semblent le meilleur vecteur pour profiter de la politique de reflation de Donald Trump. Cependant, si la croissance à deux chiffres des bénéfices, anticipée par la plupart des analystes, devrait permettre au marché de progresser sans se renchérir en 2017, il conviendra néanmoins de gérer son exposition au marché US de manière active.

Taux d'intérêt et actions

**Corrélations entre les rendements hebdomadaires des actions et les fluctuations des taux d'intérêt**

Corrélation glissante sur 2 ans des performances hebdomadaires des indices S&P 500 et MSCI Europe et du rendement des bons du Trésor à 2 ans, entre 1983 et 2016



Source : MSCI, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Les performances sont basées sur l'indice des prix uniquement et n'incluent pas les dividendes. Données pour chaque hausse de taux : « 88-89 » désigne la période de mars 1988 à juin 1989, « 94-95 » désigne la période de février 1994 à février 1995, « 99-00 » désigne la période de juin 1999 à mai 2000 et « 04-06 » désigne la période de juin 2004 à juin 2006. Guide des marchés - Europe. Données au 30 septembre 2016.

Graphique 1



Certains secteurs défensifs pourraient en effet souffrir de leur relative cherté et de la hausse des taux et du dollar tandis que les secteurs cycliques et singulièrement les banques devraient profiter de la remontée des taux d'intérêts, qui pourrait faire augmenter leurs revenus d'intérêts de plusieurs milliards de dollars.

De manière générale, ce sont les entreprises les plus exposées à l'économie domestique américaine qui devraient performer le mieux, à l'instar des petites et moyennes capitalisations. Les PME devraient en effet profiter de la relance des dépenses publiques et de la vigueur de la consommation des ménages américains soutenue par les baisses d'impôts visant la classe moyenne. En outre les PME ont-elles-même un taux d'imposition effectif élevé et elles devraient donc davantage profiter de la réduction de l'impôt des sociétés, qui pourrait passer de 35% actuellement à 15%, que les grandes capitalisations qui bénéficient déjà d'un taux d'imposition effectif inférieur (28%) grâce à leur recours plus fréquent à l'ingénierie fiscale. Enfin, Donald Trump entend obliger ces grandes entreprises à rapatrier les centaines de milliards de dollars de profits qu'elles maintiennent à l'étranger, ce qui pourrait alimenter une nouvelle vague de fusions et acquisitions dont les PME seront les premières bénéficiaires.

Si notre préférence va aux marchés d'actions, nous continuons également à privilégier certains pans des marchés obligataires, à l'instar de la dette d'entreprises avec une notation de crédit inférieure à BBB (High Yield). Ces obligations affichent en effet une corrélation nulle avec les taux longs, grâce à l'impact conjugué d'une faible durée (4 ans) et d'un rendement actuellement supérieur à 6%, tandis que les taux de défauts devraient rester contenus grâce à la croissance de l'économie et à la remontée des prix du pétrole.

En conclusion, bien que les changements de politique budgétaire et monétaires aux États-Unis génèrent nombre d'incertitudes pour 2017, nous estimons néanmoins que le meilleur moyen de s'en protéger et de profiter du thème de la reflation, c'est de parier sur l'économie américaine et de privilégier « corporate america » dans son portefeuille tant dans sa poche « actions » que dans celle des « obligations ».

*Dit is een document voor informatieve doeleinden. De visies hierin moeten dan ook niet worden beschouwd als advies of aanbeveling om beleggingen of belangen te kopen of te verkopen. Alle research in deze publicatie is verkregen door J.P. Morgan Asset Management, die op basis daarvan voor eigen doeleinden actie kan hebben ondernomen. Alle voorspellingen, cijfers, opinies, verklaringen van financiële marktontwikkelingen en beleggingstechnieken en –strategieën zijn, tenzij anders weergegeven, die van J.P. Morgan Asset Management per datum van publicatie van dit document. Ze worden geacht nauwkeurig te zijn op het moment van schrijven. Ze kunnen zonder verwijzing of kennisgeving aan u worden gewijzigd. Prestaties en rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor toekomstige resultaten. Houd er rekening mee dat de waarde van beleggingen en het inkomen daaruit kan fluctueren naargelang de marktomstandigheden. Er is geen garantie dat voorspellingen ook daadwerkelijk uitkomen.*

*Gepubliceerd door J.P. Morgan Asset Management (Europa), vennootschap met beperkte aansprakelijkheid.*