

Economie

Focus US
N° 2020 - 05

US : tous les risques ont-ils vraiment disparu ?

Vendredi 07 Février 2020

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

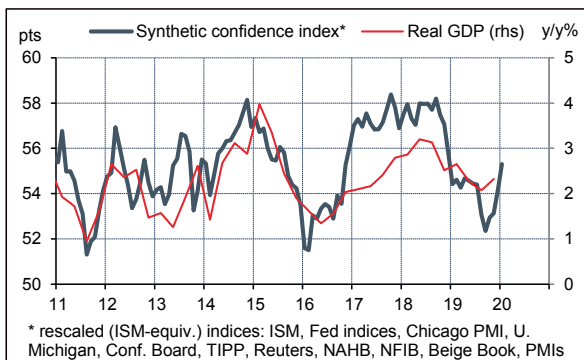
L'été dernier, la courbe des taux était inversée et c'était la panique au sujet des perspectives de l'économie américaine. Après être revenue en position normale, la courbe s'est à nouveau retournée dernièrement... mais l'optimisme domine. Pourquoi ? D'abord, les tensions commerciales ont reflué. Ensuite, tout est bon pour se convaincre que la Fed va maintenir une politique accommodante, voire même l'assouplir si besoin (la dernière raison étant l'incertitude liée à l'épidémie de coronavirus). Enfin, la vigueur des dépenses des ménages en consommation et en immobilier fait oublier la faiblesse du côté des entreprises.

Le focus de la semaine

En janvier 2020, la quasi-totalité des indices de confiance économique ont progressé, ou poursuivi leur progression. Notre indice agrégé gagne 1.1pt à 55.3, vs un seuil critique à 50, et s'établit au plus haut depuis décembre 2018. Son niveau est associé à un rythme de croissance du PIB d'environ 2.5% par an (graphe de gauche). A première vue, cela signale une légère accélération. Dans le détail, la confiance dépasse sa moyenne post-crise dans le secteur de la construction et chez les consommateurs. Elle est proche de la normale dans les services. Elle reste faible dans l'industrie mais tend à se redresser (tableau de droite). Quand l'humeur est positive presque partout de quel côté faut-il se garder ? Il y a un certain nombre de risques à surveiller.

- Boeing - L'arrêt de la production du 737 MAX risque d'avoir un impact significatif sur le chiffre de croissance au T1, via les effets d'inventaires. La durée du choc et ses répercussions sur les sous-traitants sont inconnues à ce stade. Le poids de la filière aéronautique est toutefois faible (2.7% de la production industrielle).
- Coronavirus – La fermeture partielle de l'économie chinoise a toute chance de réduire la demande adressée aux firmes américaines et peut-être de perturber la chaîne de production. Là encore, l'exposition directe paraît faible : les exportations vers la Chine et les importations de biens chinois (hors biens de consommation) représentent respectivement 0.8% et 1.1% du PIB.
- Politique – Les développements récents (voir p.2) favorisent Donald Trump, ce qui a des bons et des mauvais côtés pour l'économie (bon : une tonalité pro-marchés, mauvais : une politique économique erratique et dictée par des considérations de très court terme). Cela dit, la campagne ne fait que débiter et le candidat qui sera finalement investi par les démocrates pourrait bien inquiéter les marchés.
- Fed – Convaincue que le risque de surchauffe est faible, la Fed entend conserver des conditions monétaires extrêmement souples. S'il y a un biais, il pointe vers un assouplissement, non un durcissement. Mais est-ce tenable si l'économie se met à accélérer et cela ne risque-t-il pas d'accentuer certains excès financiers ?

US : indice de confiance synthétique



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Odco BHF Securities

US : indices de confiance par secteurs

		Jan.2020	Change		Average
		points	over 3 months	over 12 months	2012-to-date
Manufacturing	ISM	50.9	2.4	-4.6	53.8
	PMI	51.9	0.6	-3.0	53.7
	Others	53.9	1.7	-0.7	54.9
Services	ISM	55.5	1.1	-0.5	56.1
	PMI	53.4	2.8	-0.8	54.6
	Others	54.4	-0.4	2.2	55.9
Consumer		57.4	5.0	3.9	56.0
Construction		61.9	0.6	2.8	57.7
Beige book		54.3	0.8	-0.6	55.1

all indices are normalised on an ISM-equivalent basis (50 as threshold)

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



Economie

- Selon la première estimation des comptes nationaux, le PIB réel a augmenté de 2.1% t/t en rythme annualisé au **T4 2019**. En ligne avec les ventes au détail, la consommation des ménages a ralenti à 1.8% après deux trimestres dynamiques (3.1% au T3 et 4.6% au T2). Les dépenses d'investissement résidentiel se sont encore affermies, à +5.8%, à rebours de ce qu'on observe dans l'investissement des entreprises, en repli pour le troisième trimestre à la file. L'indice du coût du travail continue d'évoluer sur une pente régulière depuis deux ans (+2.7% sur un an). La phase d'expansion se poursuit donc, sans surchauffe apparente.
- En **décembre**, les dépenses de construction ont presque stagné (-0.2% m/m). Les différents segments prolongent les tendances récentes : accélération dans le résidentiel (+5.5% sur l'an), stagnation voire léger déclin dans le non-résidentiel privé (-0.1%) et forte hausse des dépenses publiques (+11.5%).
- En **janvier**, l'indice ISM-manufacturier a nettement rebondi (+3.1 points à 50.9), sortant de la zone critique où il était tombé cet été au pire moment des tensions tarifaires entre les États-Unis et la Chine. Ce n'est sans doute pas un hasard si le rebond suit un apaisement des relations entre les deux pays.

Politique monétaire, budgétaire et commerciale

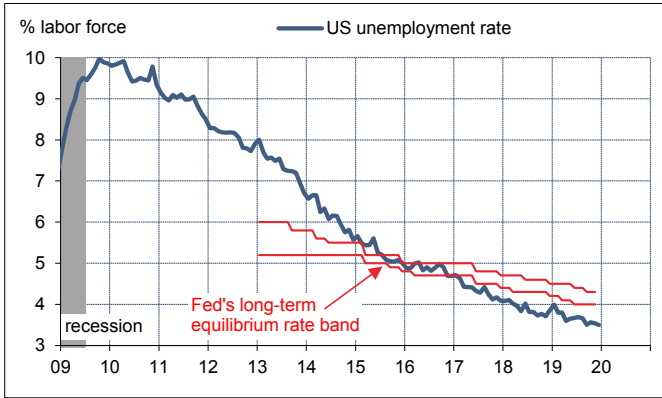
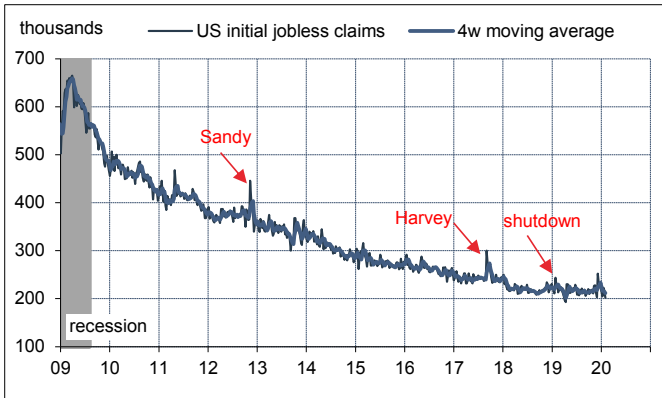
- Par suite des mesures de confinement prises par le gouvernement chinois pour endiguer l'épidémie de coronavirus, la Chine se retrouve en partie isolée du reste de l'économie mondiale. Une partie des transports étant provisoirement à l'arrêt, les entreprises chinoises ne peuvent plus commercer de manière normale (Voir *Flash éco* du 6 février : "Isoler la Chine – Trump en a rêvé, le virus l'a fait"). Au terme de l'accord commercial partiel signé avec les États-Unis le **15 janvier**, la Chine s'est engagée à augmenter ses achats de produits américains. L'objectif, qui paraissait déjà hors d'atteinte en temps normal (+80Md\$ environ en 2020), s'éloigne un peu plus. Pour faciliter la remise en route de l'activité, le Ministère des Finance chinois a annoncé le **6 février** une réduction de moitié des droits de douane, actuellement à 10% ou 5%, sur 75Md\$ de produits américains.
- En **janvier**, l'enquête de la Fed sur les standards de prêts montre un secteur bancaire prudent. Pour les entreprises, les conditions de crédit sont stables face à une demande en légère baisse. Pour les crédits immobiliers commerciaux, les banques se montrent restrictives en moyenne, mais moins qu'il y a un an, et le repli de la demande de prêts ralentit, s'approchant d'une phase de stabilisation. Dans le segment résidentiel, les standards de prêts sont stables tandis que la demande, qui a connu une forte accélération ces derniers mois, tend à se modérer. Les conditions des crédits à la consommation sont un peu resserrées pour une demande qui est stable.
- Neuf mois nous séparent des élections, et le début de la campagne électorale se révèle déjà hors normes. La semaine écoulée n'a pas été propice au camp démocrate. Le **3 février**, le caucus de l'Iowa, première étape de sélection du candidat, a viré à la confusion complète à cause d'un bug dans l'application censée compiler les résultats. Trois jours plus tard, les résultats restent disputés. Pete Buttigieg et Bernie Sanders ont viré en tête au coude à coude avec 26% des délégués chacun, devant Elizabeth Warren (18%) et Joe Biden (16%). Sanders est favori pour la prochaine primaire dans le New Hampshire (le **11**). Biden se doit de redresser la barre pour maintenir son image de favori à l'échelon national. Par ailleurs, le président Trump a été acquitté dans son procès d'*impeachment* pour les deux chefs d'inculpation, abus de pouvoir (52 voix contre 48) et obstruction du Congrès (53 vs 47).

A suivre la semaine prochaine

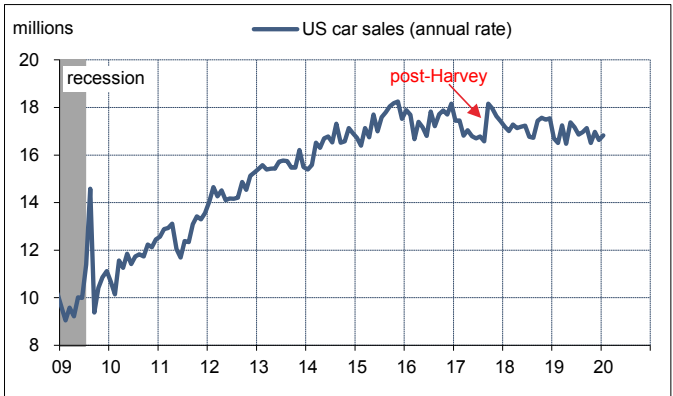
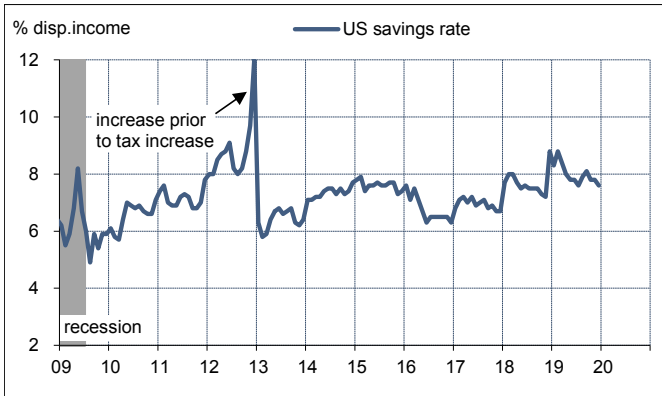
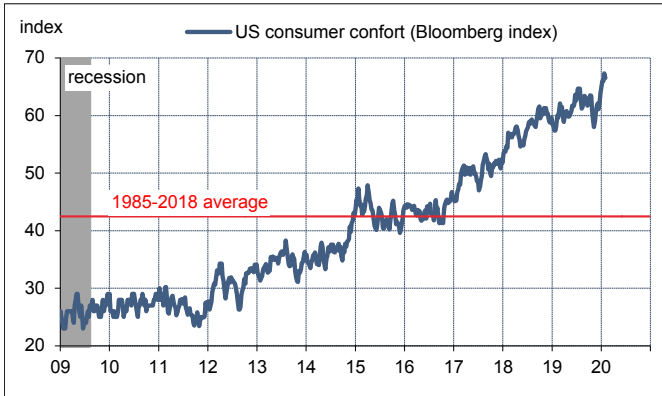
- L'inflation CPI en janvier (publiée le **13**) sera boostée par un effet de base positif et pourrait atteindre 2.5% sur un an. La Fed est d'ordinaire plus attentive à l'indice sous-jacent qui pourrait freiner de 2.3% à 2.2%. Rappelons que l'inflation CPI dépasse d'un bon demi-point l'indice PCE qui a la prédilection de la Fed. Bref, toujours pas d'inquiétude sur le front de l'inflation.
- Les premiers chiffres d'activité en janvier seront publiés le **14** avec les ventes au détail et la production industrielle. Les premières indications sur la consommation sont encourageantes avec une confiance des ménages élevée et un léger rebond des ventes de voitures. Les ventes au détail sont anticipées à +0.3% m/m, la production industrielle à -0.3%. On cherchera dans cette publication la première estimation de l'impact de l'arrêt de la production du 737MAX.



Annexe 1 - Marché du travail



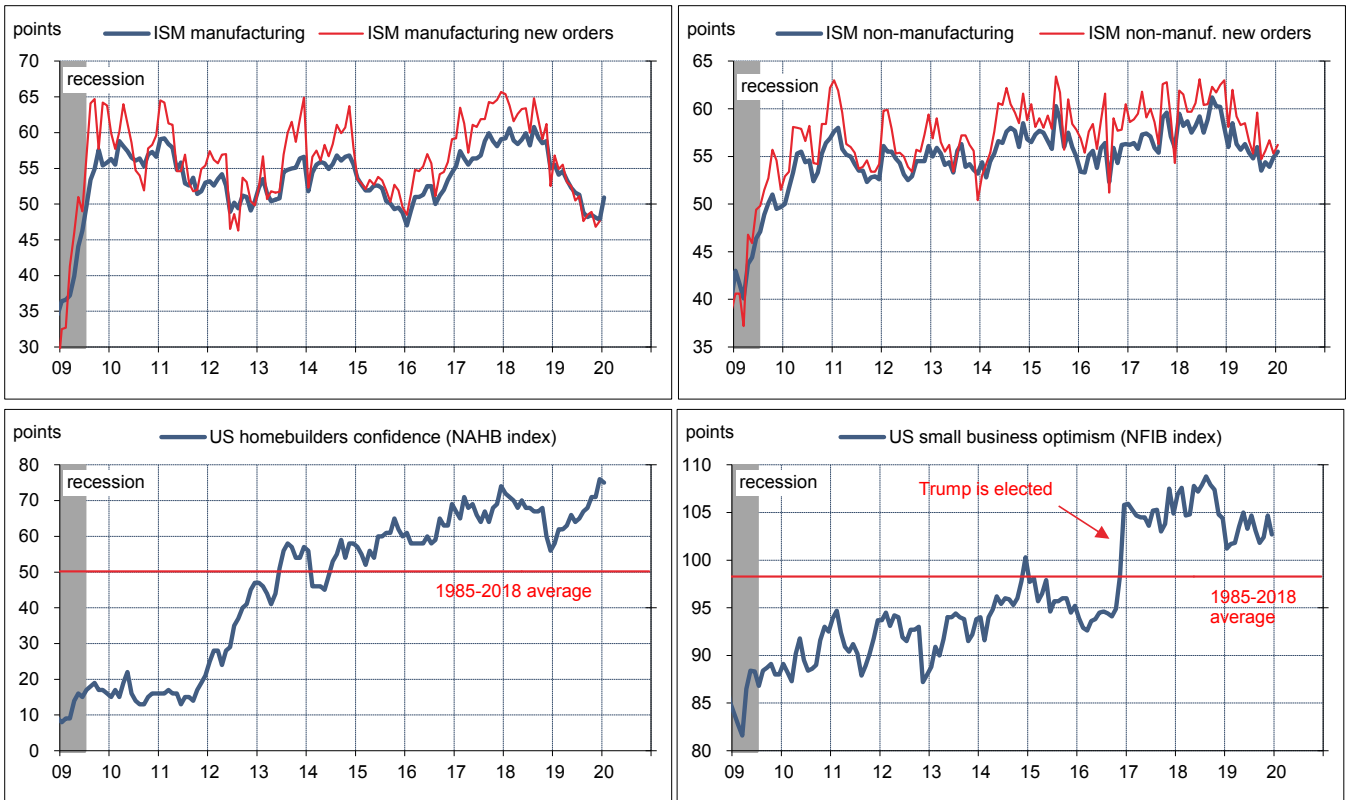
Annexe 2 - Consommateur



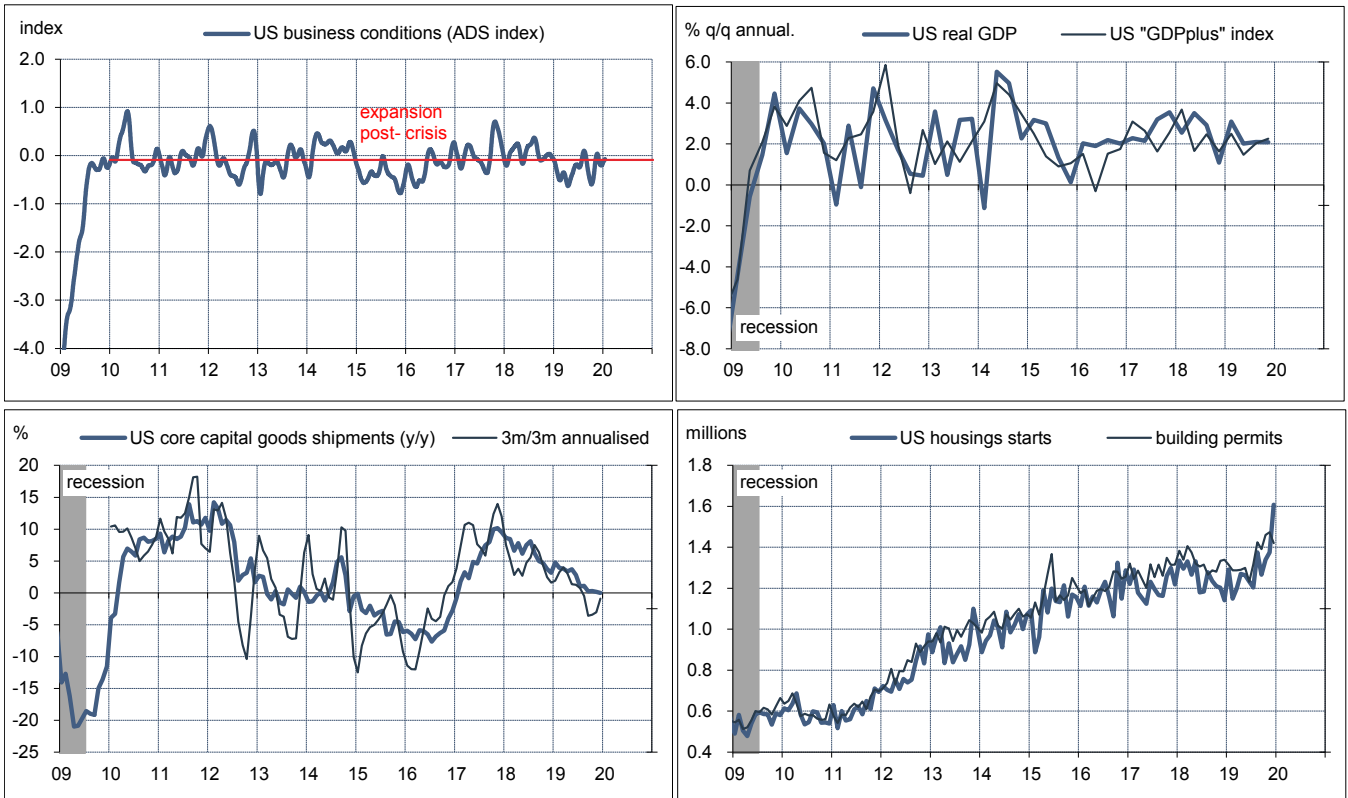
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



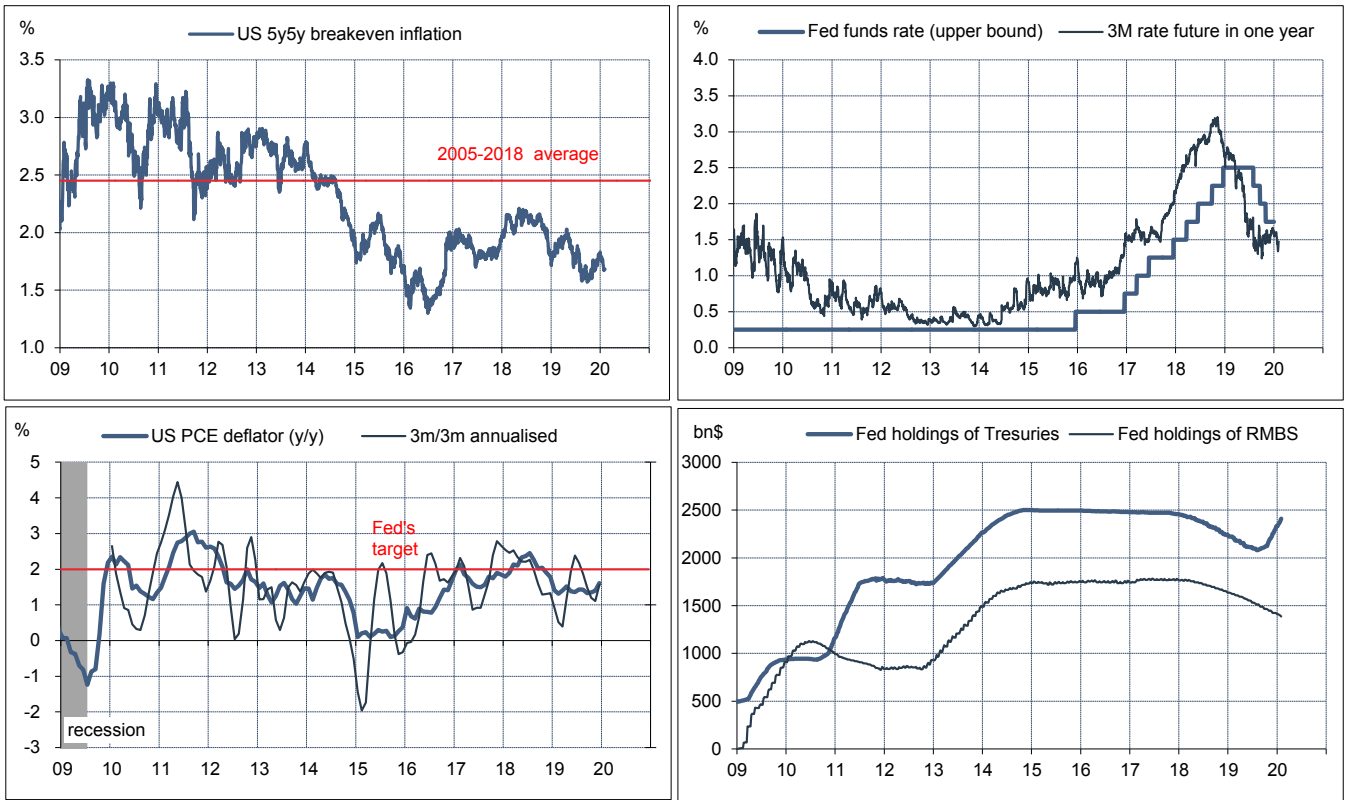
Annexe 4 - Conditions d'activité



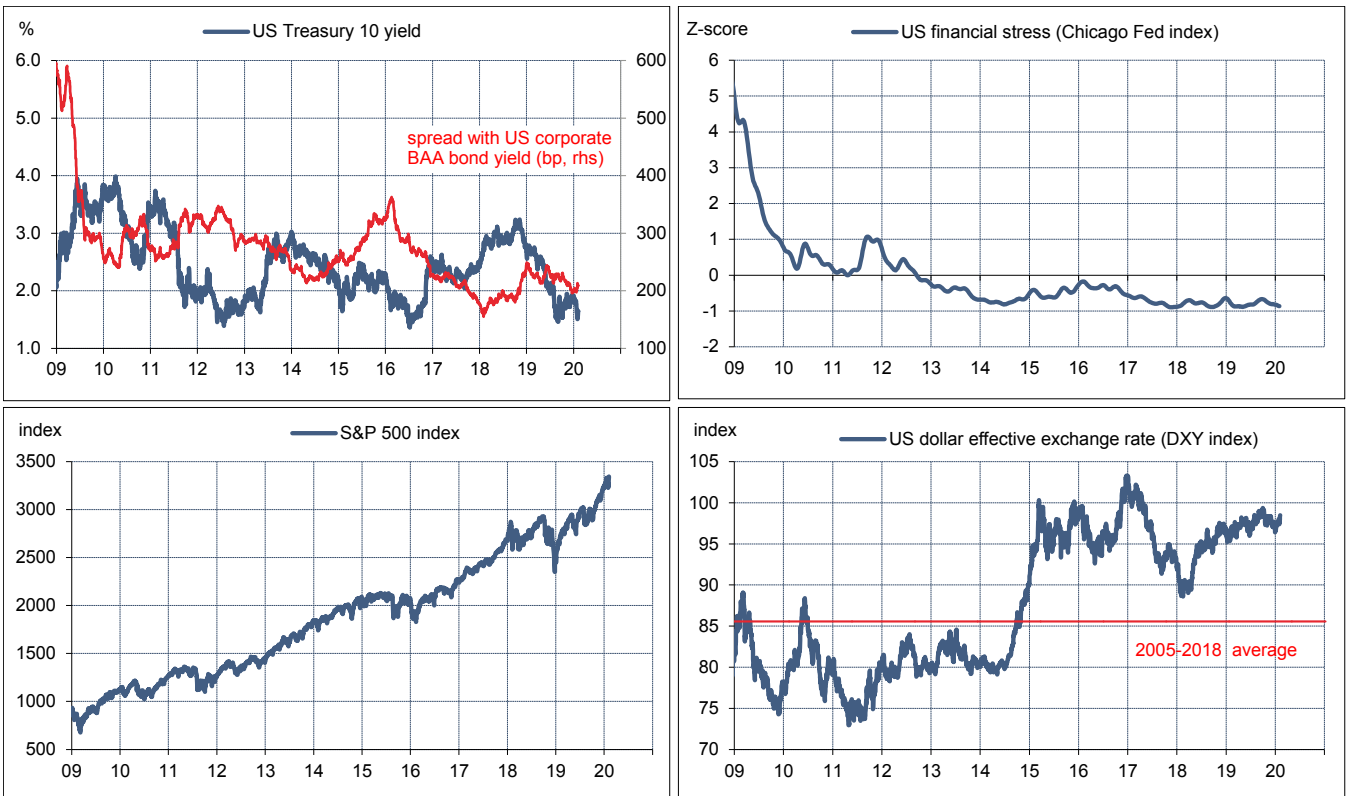
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 5 - Inflation et politique monétaire



Annexe 6 - Marchés financiers



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Odco BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclairville, Président (pbouclairville@oddone.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo & cie.