



États-Unis : La réforme fiscale de \$5.8 trillions pourrait décevoir

Réforme fiscale enfin annoncée. La croissance économique se renforce. Début de la normalisation du bilan de la Fed. Hausse des taux et du dollar. Risques élevés pour les actions.

Points clés

- L'impôt sera finalement de 20% au lieu de 35% pour les sociétés
- Baisse de la fiscalité sur le revenu, taux maximum réduit de 39.6% à 35%
- La réforme fiscale de Donald Trump pourrait coûter 5.8 trillions de dollars à l'Etat
- La croissance du PIB montre une accélération de la dynamique au 2ème trimestre
- Les indicateurs avancés confirment la bonne tenue de la consommation
- Encore un peu de patience avant de voir l'inflation au-dessus de l'objectif de la Fed
- Relance de la tendance haussière des taux longs
- Contexte favorable au dollar
- La Fed pilote la normalisation de son bilan en douceur et remontera ses taux en décembre
- Le S&P 500 peut-il bénéficier de la réforme fiscale annoncée ? « Buy the Rumor, Sell the News » ?

La réforme fiscale de Donald Trump pourrait coûter 5.8 trillions de dollars à l'Etat

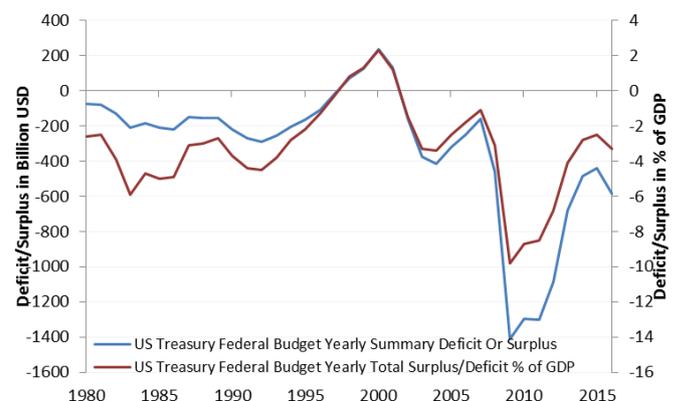
Ce sera finalement 20% au lieu de 35%. Il aura fallu attendre neuf mois après sa prise de pouvoir à la Maison blanche pour que Donald Trump annonce finalement un plan prévoyant une baisse historique des impôts. La politique de relance qui avait été annoncée et qui devait passer par une stimulation de la demande, une baisse des impôts et une hausse des dépenses publiques, semble maintenant limitée à un plan décrit comme très ambitieux, mais qui divise déjà largement le pays depuis quelques jours.

L'objectif de la réforme fiscale était de recréer du pouvoir d'achat et de créer des emplois.

Le plan concocté par un groupe de travail composé exclusivement de six représentants de la Maison-Blanche et du Congrès poursuit deux axes. L'impôt sur les sociétés constitue le premier axe, avec au final un abaissement de 35% à 20% du taux d'imposition, un niveau proche de celui de nombreux autres pays industrialisés. Le deuxième axe est représenté par l'impôt sur le revenu, dont les taux sont abaissés, essentiellement par le biais d'augmentations des abattements fiscaux et d'une diminution des tranches d'imposition, dont la plus élevée serait réduite de 39.6% à 35%. Un taux forfaitaire de 25% est parallèlement introduit pour les entrepreneurs.

Donald Trump a donc annoncé des mesures qui coûteraient environ 5.8 trillions de dollars à l'Etat, sans mentionner de mesures compensatoires. Le déficit américain, sans de telles mesures, augmenterait d'autant la dette du gouvernement.

Déficit budgétaire du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le Comité du budget au Sénat s'était entendu pour une hausse de 1.5 trillions de dollars sur dix ans, ce qui est très éloigné du coût de 5.8 trillions sur vingt ans estimé par le Comité. Pour l'instant, la version officielle donnée par le conseiller économique de la Maison-Blanche explique que

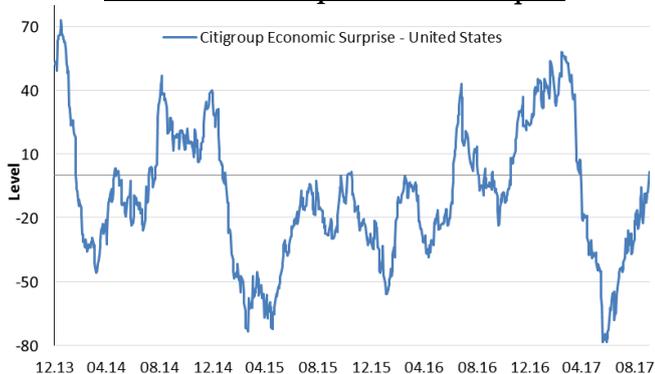
ces allègements fiscaux seraient compensés par le surplus de croissance obtenu grâce à une accélération supérieure à +3%/an du PIB au cours des prochaines années. Gary Cohn affirmait en effet qu'un point de croissance supplémentaire pouvait produire 3 trillions de dollars en dix ans. Un argument qui sera sans doute jugé particulièrement optimiste et qui se heurtera prochainement aux critiques du Congrès américain, même si ce dernier est majoritairement républicain. Depuis l'élection de Donald Trump, malgré la majorité républicaine au Congrès et au Sénat, l'abrogation de l'Obamacare n'a pas été obtenue et aucun projet de loi significatif n'a été passé.

Le projet tant attendu de réforme fiscale divise déjà largement sur les effets économiques et sociaux potentiels de cette réforme, la première depuis la dernière modification du code des impôts en 1986.

La croissance du PIB montre une accélération de la dynamique au 2^{ème} trimestre

Après la croissance décevante du 1^{er} trimestre et la chute de l'indicateur de surprises économiques au cours des mois suivants, nous avons exposé les arguments en faveur d'une relance conjoncturelle au 2^{ème} trimestre qui contredirait alors le sentiment globalement plus incertain qui prévalait à ce moment. L'ajustement des anticipations de croissance s'accompagnait même de nouvelles incertitudes et de risques potentiels d'un retour en récession de l'économie américaine. Nous relevions alors que l'effondrement de l'indicateur de surprises économiques n'annonçait pas une dégradation très importante des conditions économiques aux États-Unis, mais témoignait certainement de l'optimisme peut-être trop important à court terme des prévisionnistes.

Indicateur de surprises économiques



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous attendions donc une relance au 2^{ème} trimestre qui s'est effectivement manifestée sous la forme d'une croissance annualisée sérieuse de +3.1% du PIB. Ce résultat était logiquement supérieur aux attentes du consensus. Grâce à cette croissance, l'activité économique américaine se renforce très sensiblement de

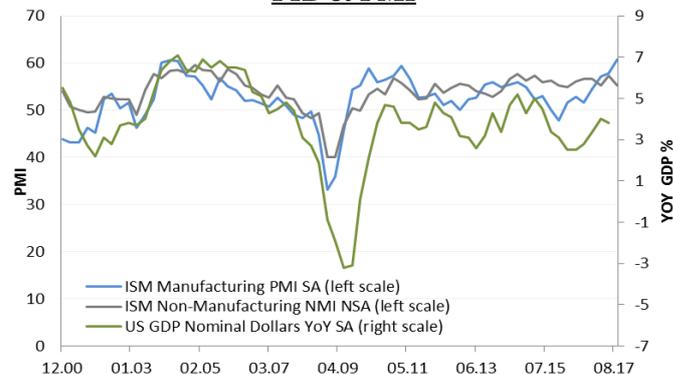
+2.2% sur un an, ce qui constitue le meilleur résultat enregistré depuis le 3^{ème} trimestre 2015. L'objectif de croissance de la Réserve fédérale était de +2.4% en 2017; ce résultat devrait être atteint si la conjoncture s'avère suffisamment solide pour permettre une évolution positive de +2.6% du PIB au second semestre. Sur la période, la croissance est encore tirée par la consommation, qui constitue la plus forte contribution (+2.24%), suivie par les investissements (+0.53%) et les exportations nettes (+0.21%).

Le consommateur américain devrait être conforté par le flux de nouvelles économiques positives au second semestre. Dans ce contexte, nous considérons qu'une croissance du PIB de +2.6% est probable.

Les indicateurs avancés confirment la bonne tenue de la consommation

L'indice Chicago Purchasing Manager s'approche de son plus haut niveau des dix dernières années. L'indicateur ISM manufacturier atteint un nouveau record à 60.8 en septembre, son plus haut niveau depuis dix ans à l'image de l'indicateur concernant les nouvelles commandes (64.6). Du côté des consommateurs, les Américains sont optimistes, les données du Conference Board montrent toujours une confiance élevée des consommateurs en septembre, bien que les perspectives soient jugées légèrement moins favorables. Une image partagée par l'indicateur de sentiment de l'Université du Michigan.

PIB et PMI

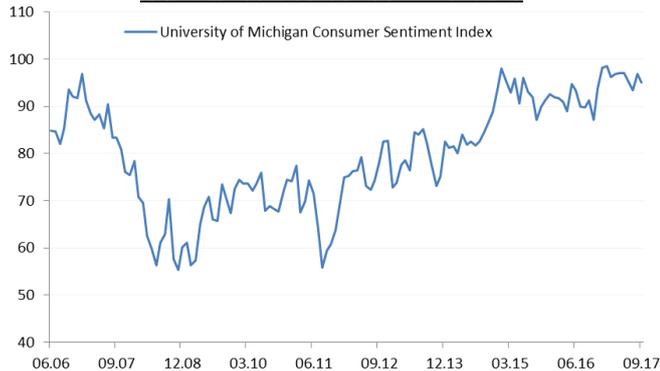


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les indicateurs avancés s'envolent donc et pointent largement vers une intensification de l'activité économique au second semestre.

La progression de +2.8% du revenu personnel a certainement soutenu le renforcement de la consommation des ménages, en hausse de +3.3%. La situation du marché du travail reste bonne et toujours en amélioration avec un taux de chômage proche du niveau de plein-emploi à 4.4%. Le revenu disponible des ménages devrait progresser au cours des prochains trimestres avec le coût du travail.

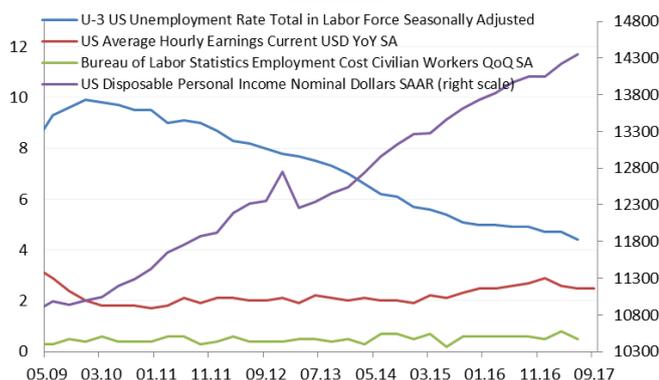
Confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

A court terme, les statistiques de l'emploi ont été quelques peu perturbées par les effets des ouragans, mais la situation du marché de l'emploi est fondamentalement positive. Le taux de chômage s'est stabilisé (4.4%) et se situe encore en-dessous de celui d'avant la crise de 2008, ce qui devrait à terme soutenir plus nettement la progression des salaires et la consommation des ménages.

Chômage, revenu disponible, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'inflation dépassera prochainement l'objectif de la Fed

Les pressions sur les salaires tardent à se concrétiser malgré un marché de l'emploi en constante amélioration. Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont encore faibles, alors que le taux de chômage décline régulièrement et s'approche de 4% et par là même du niveau de plein-emploi. Ces constatations sont de nature à inquiéter les investisseurs et la banque centrale. Mais la Fed reste pourtant de son côté relativement sereine et convaincue que la relation entre emploi et inflation existe toujours, même s'il apparaît que la courbe de Phillips est pour l'instant certainement beaucoup plus plate qu'auparavant.

L'inflation en août (+1.9%) reste ainsi légèrement en dessous de l'objectif de +2%, alors que les prix importés avancement de +2.1% en rythme annuel, sensiblement

moins que la mesure de février, largement impactée par les cours du pétrole. Il est probable que la baisse du dollar du 1^{er} semestre développe quelques effets positifs sur l'inflation importée. Par ailleurs, l'inflation anticipée entre 1 et 10 ans reste proche de +2.7%. L'inflation devrait donc prochainement repasser au-dessus de +2%.

Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Relance de la tendance haussière des taux longs favorable au dollar

Après la consolidation à court terme annoncée des taux longs dans le contexte relativement « soft » du 1^{er} trimestre, nos prévisions pour le 2^{ème} trimestre suggèraient une relance de la tendance haussière soutenue par un flux de statistiques économiques plus solides. Nous relevions notamment que la correction de 2.6% à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor ne semblait pas du tout compatible avec nos perspectives de rebond de l'activité économique de +3.1% et d'une normalisation de la politique monétaire. Nous estimions qu'il était très probable de voir une nouvelle poussée des taux longs se préciser en seconde partie d'année ; c'est désormais en partie le cas avec la remontée des taux longs à 2.6% en fin de trimestre.

Nous ne modifions pas notre prévision et attendons une poursuite de la tendance pouvant porter les taux d'intérêt au-delà de 2.8% d'ici la fin de l'année.

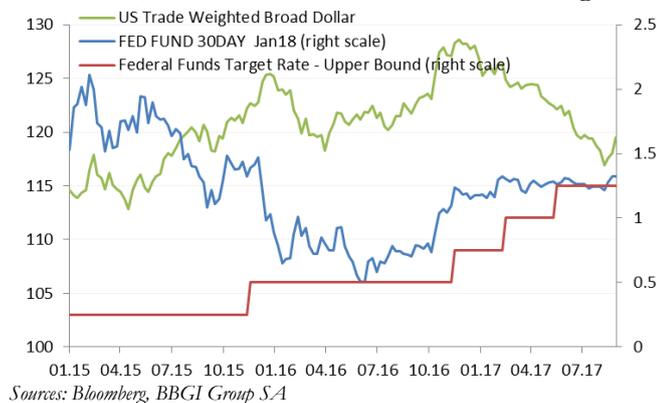
Le contexte macroéconomique justifie certainement de nouvelles tensions sur les taux longs qui devraient aussi être amplifiées par l'annonce de la mise en œuvre du processus de normalisation de la taille du bilan de la Réserve fédérale. Dans ce contexte, la faiblesse enregistrée par le dollar depuis neuf mois ne nous semble pas justifiée. La dépréciation d'environ -8% enregistrée par l'indice « trade weighted USD » contre un panier de monnaies devrait se corriger relativement rapidement, à moins que les perspectives de dégradation des finances publiques liées à la réforme fiscale ne pèsent sur le dollar.

Le dollar devrait retrouver les faveurs des investisseurs et rebondir au-dessus de la parité contre le franc suisse.

La Fed pilote la normalisation de son bilan en douceur et remontera se taux en décembre

La dernière réunion de la Réserve fédérale a été l'occasion de dévoiler la politique de normalisation du bilan qui devrait débiter en octobre. Sans surprise, la Fed a annoncé un programme extrêmement modéré, pour ne pas dire imperceptible, de réduction de la taille de son bilan. En effet, les limites mensuelles initialement fixées à 6 milliards de dollars pour les bons du Trésor et 4 milliards pour les MBS représentent des montants symboliques au regard de la taille actuelle du bilan (4.5 trillions). Ces limites seront toutefois progressivement augmentées pour atteindre des seuils définitifs de 30 et 20 milliards dans un an. Parallèlement, l'objectif de taux directeur (Fed Funds) est resté inchangé à 1-1.25%, une situation qui évoluera certainement en décembre. La banque centrale annonce ainsi le début du deuxième volet de sa politique de normalisation monétaire.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



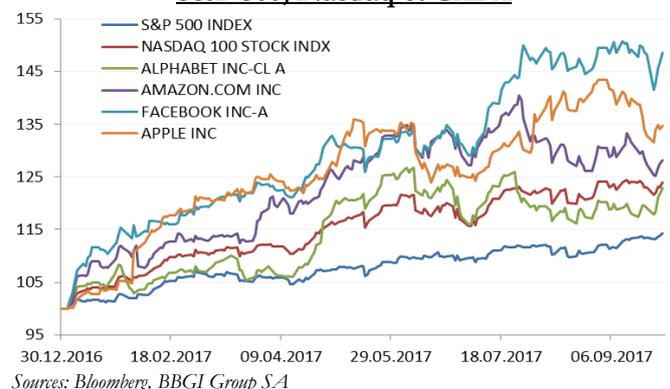
Le S&P 500 peut-il bénéficier de la réforme fiscale annoncée ?

Après neuf mois d'attente et +20% de hausse des valeurs américaines, l'annonce tant attendue de la réforme fiscale est enfin arrivée. Depuis l'élection de Donald Trump, les valeurs américaines avaient bien bénéficié de fondamentaux macroéconomiques et microéconomiques positifs, mais aussi des anticipations de hausse de profits directement espérées et promises par le changement des taux d'imposition.

Les bénéficiaires publiés sont pour l'instant plutôt positifs et pourraient être très largement impactés favorablement en 2018 par ce changement de fiscalité. On évoque souvent à ce propos que les profits importants engrangés par les multinationales américaines à l'étranger, évalués par l'OCDE à 2.6 trillions de dollars, pourraient être rapatriés et distribués aux actionnaires sous la forme de dividendes si cette mesure fiscale était adoptée. De quoi soutenir l'intérêt pour les valeurs américaines a priori, mais est-ce vraiment une aussi bonne nouvelle pour la dynamique boursière ?

Après avoir spéculé près d'une année sur les contours de cette réforme, elle est enfin aujourd'hui publique et peut être analysée. A peine annoncée, elle divise déjà les observateurs et les politiciens avant même d'être présentée au Congrès et au Sénat. Il y a quelques semaines, nous nous inquiétions de l'importance des performances des GAFAM dans le résultat global du S&P500 en 2017. Nous relevions que cet engouement avait poussé les valorisations à des niveaux de multiples probablement insoutenables à court terme, suggérant un prochain tournant dans la psychologie des investisseurs à leur égard et de probables rotations sectorielles. La future progression du S&P 500 devait alors dépendre des perspectives de relance du cycle de croissance des profits.

S&P 500, Nasdaq et GAFAM



La hausse des marchés actions intègre sans doute déjà l'impact favorable d'une réforme fiscale sur les profits. Nous privilégions la prudence au moment où des prises de profits pourraient sanctionner l'annonce de la réforme, en rappelant l'adage « Buy the Rumor, Sell the News ».

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 no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch