

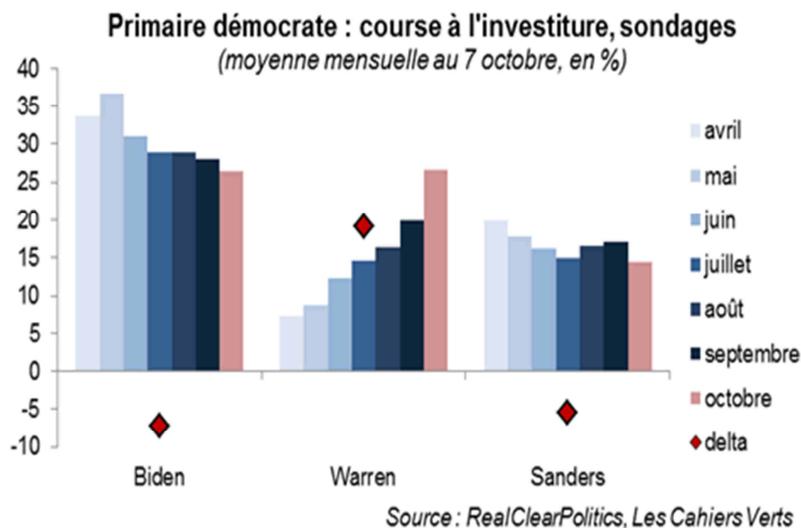


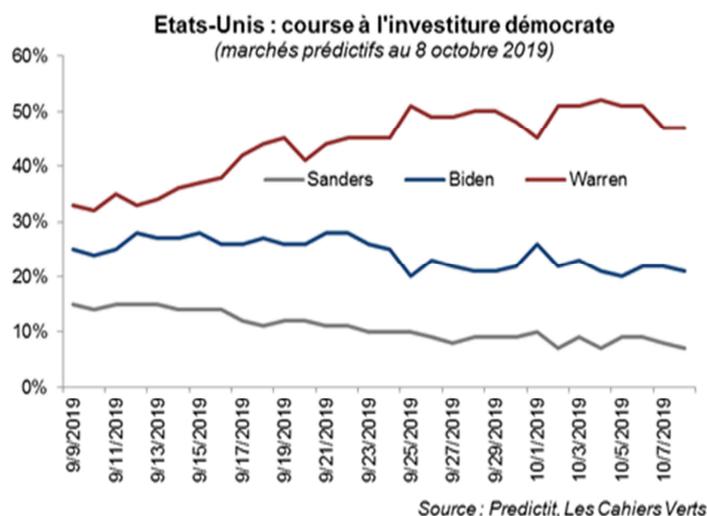
LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire 10 octobre 2019

Le « risque » Warren n'est pas pricé dans les marchés

Comme nous l'évoquons depuis très longtemps, l'évolution de l'économie mondiale et, plus encore, des marchés financiers, va être beaucoup guidée par le risque géopolitique ainsi que par le risque politique américain au cours des prochains trimestres. Sur ce dernier plan, 2 événements majeurs ont émergé lors des dernières semaines. L'ascension politique d'Élisabeth Warren (à partir de la fin août), tant dans les sondages que dans les marchés prédictifs (cf. graphs ci-dessous) et la procédure de destitution à l'encontre de Donald Trump (le 24 septembre).





Sur la base de la plate-forme connue de la candidate démocrate, il n’y a pas de doute pour nous. Le prix d’une élection de Warren¹, toutes choses égales par ailleurs, est celui d’un bear market sur le marché actions américain (ou à tout le moins d’une forte correction) sur la base à la fois d’un impact récessif sur les BPA (hausse du taux d’IS sur les sociétés réalisant plus de 100 millions de profits, doublement du salaire minimum,...) d’un de rating du marché (hausse de la fiscalité sur les hauts revenus, sur les successions et création d’un impôt sur le patrimoine,...) et de la montée de l’aversion au risque (démantèlement des Gafam, retour au Glass Steagall Act, interdiction du fracking, Medicare for All). Et ce même s’il peut y avoir des points positifs pour le moyen terme dans le programme de Warren.

Quant à Monsieur marché, il n’attendra pas le verdict final du 3 novembre 2020. Comme à son habitude, il probabilisera l’hypothèse de cette victoire au cours des prochaines semaines et des prochains mois.

Ce que nous observons aujourd’hui est une assez grande indifférence des investisseurs à l’égard de ce problème. Soit sont-ils encore convaincus que Biden l’emportera au final dans la primaire démocrate. Soit pensent-ils qu’une représentante aussi à gauche sera aisément battue le 3 novembre par le candidat républicain comme le fut G. Mc Govern (face à R. Nixon) en 1972.

Soit estiment-ils qu’il est encore trop tôt pour y voir clair. Plus exactement, les marchés se concentrent sur les risques immédiats (focusing illusion) et ont du mal à se projeter. Le risque se manifestera alors brutalement (heuristique de seuil).

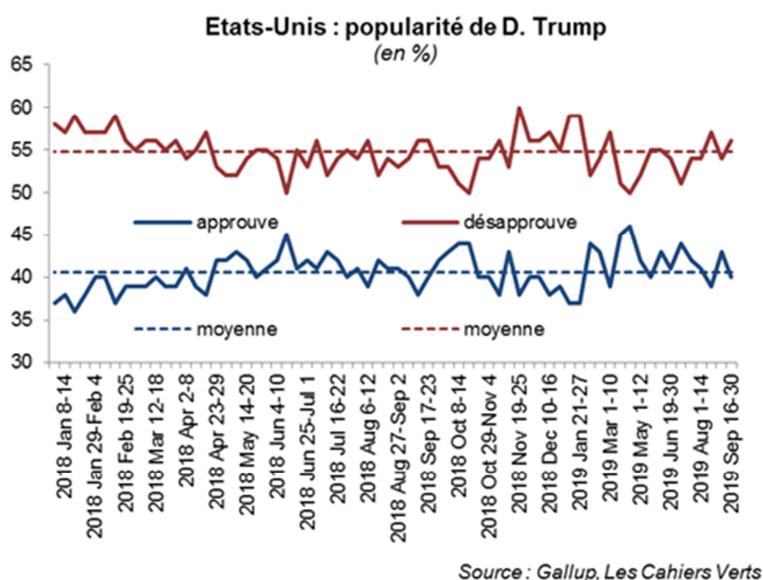
Or, nous aimerions rappeler ici 2 points. D’abord que Biden est affaibli, non seulement par son âge (77 ans), son manque de charisme, mais aussi par l’Ukrainegate. Warren apparaît plus « nouvelle », moins par son âge (70 ans tout de même) que par son caractère néophyte et inattendu dans la vie

¹ Sur son programme, voir notre alerte du 1^{er} octobre « E. Warren Présidente des USA en 2020 : investisseur, as-tu pensé à cette hypothèse ? »

² Voir à ce propos nos chroniques hebdomadaires du 23 août dernier « Une récession en 2020 dans l’Amérique de Trump vraiment ? » et du 26 septembre « Ukrainegate ; un sujet pour les marchés ? »

politique américaine. Sa première réelle responsabilité politique de 1^{er} plan remonte à fin 2012 et son élection en tant que sénatrice du Massachusetts.

Ensuite, nous ne sommes pas en 1972. La thématique de la montée des inégalités, de l'excessive concentration des entreprises, du coût des études supérieures, des difficultés dans l'accès au logement, de la lutte contre le réchauffement... correspondent aujourd'hui à des préoccupations majeures d'une grande partie des américains. La preuve en est que les 3 candidats nettement à gauche du parti démocrate (Warren, Sanders et Harris) représentent environ 50% des intentions de vote. Parallèlement, la popularité de Trump² reste relativement faible (autour de 40%) et vulnérable à tout sentiment d'affaiblissement économique. On sait aussi que le Président sera potentiellement affaibli par la procédure d'impeachment qui a été déclenchée.



Quelles conclusions opérationnelles en tirer ?

Il nous semble évident qu'un pricing de victoire Warren signifierait non seulement un ajustement sensiblement baissier des actions, mais également une sous performance du marché américain, une sous performance des secteurs de l'énergie (interdiction/régulation du fracking), de la banque (retour au Glass Steagall Act), de la santé (Medicare for All), des Gafam (démantèlement).

Or, on n'a pas réellement constaté une telle évolution au cours des dernières semaines quel que soit le point de départ (dépassement de Biden par Warren le 12 août dans les marchés prédictifs, hausse soudaine de popularité de Warren et explosion des requêtes Google au 1^{er} septembre, dépassement le 25 septembre de la barre des 50% par Warren dans les marchés prédictifs).

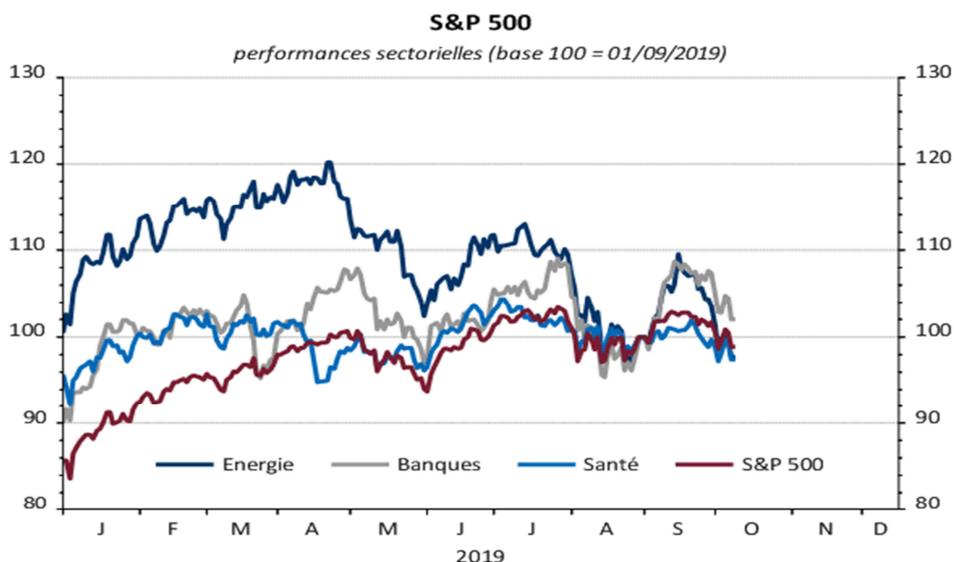
² Voir à ce propos nos chroniques hebdomadaires du 23 août dernier « Une récession en 2020 dans l'Amérique de Trump vraiment ? » et du 26 septembre « Ukrainagate ; un sujet pour les marchés ? »

Il est vrai que dans l'ensemble et quelles que soient les dates choisies, on constate une sous-performance du S&P 500 vs MSCI monde AC et des secteurs sensibles vs le S&P 500. Mais c'est négligeable. Et le « driver » des performances relatives sectorielles a plus été l'aversion au risque lié aux craintes cycliques, à l'impeachment et aux tensions commerciales. Pour l'énergie, le bêta (de l'ordre de 1,3 depuis le début septembre vs S&P 500) est dans la moyenne habituelle lors des chocs réels.

Au total, il n'y a pas d'intégration du « risque démocrate » (cf. tableau et graphes ci-dessous).

	performance depuis le	S&P500 énergie	S&P500 banques	S&P 500 santé	GAFAM	médiane secteurs sensibles + gafam	S&P 500	MSCI Monde AC
predictit (Warren > Biden)	12/08/2019	-4.1%	3.1%	-2.5%	1.6%	-0.5%	0.3%	0.5%
début hausse requêtes Google	01/09/2019	-2.3%	2.0%	-2.6%	0.0%	-1.1%	-1.1%	-0.5%
predictit (Warren > 50% démocrates)	25/09/2019	-7.6%	-4.8%	-2.4%	-1.9%	-3.6%	-3.1%	-2.6%

Source : Bloomberg, Les Cahiers Verts



Notons par ailleurs que l'élection de Warren n'améliorera pas nécessairement la gestion du conflit commercial sino américain. Ses positions sont proches de celles de Trump sur le fond.

Sur le plan macro, la relance budgétaire et fiscale qu'elle préconise serait longue à se concrétiser et n'empêcherait pas au préalable à retournement de marché pour les raisons évoquées supra.

Bien sûr, on nous objectera les points suivants. Warren devra recentrer son discours face à Trump et une fois élue, elle fera face aux contraintes du lobbying et de la Cour suprême (en particulier sur la question de la constitutionnalité de l'ISF américain), voire peut-être même du Congrès si celui-ci ne devenait pas complètement démocrate. Tout ce ceci n'est pas faux mais ne suffira pas selon nous.

Comme nous l'avons déjà dit, l'élection de Warren serait un évènement mondial à portée historique, processus inverse à ce qu'avait représenté l'élection de Ronald Reagan 40 ans auparavant.

L'investisseur doit donc dès aujourd'hui mieux appréhender les enjeux profonds de cette élection sur le plan de l'allocation globale, géographique et sectorielle.