



La Fed monte ses taux et annonce un durcissement pour 2019

Croissance déjà en décélération ? Hausse graduelle de l'inflation anticipée. Risque de guerre commerciale. Contraction des marges, des profits et des multiples. Prudence sur le S&P 500.

Points-clés

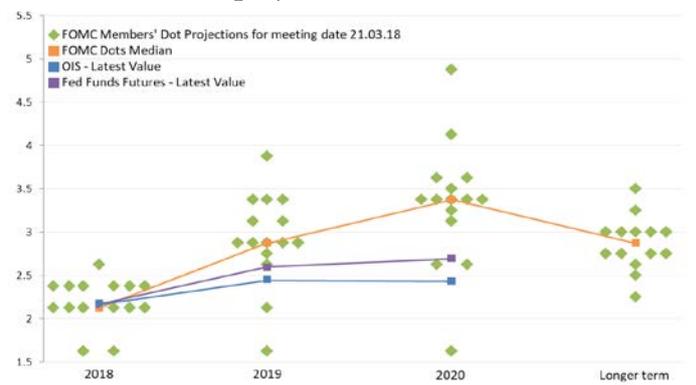
- La Fed annonce encore deux hausses de taux en 2018 et probablement trois en 2019
- Taux directeurs à 2.875% en 2019
- Croissance américaine déjà en décélération ?
- Progression du PIB attendue à +2.7% en 2018 et +2.4% en 2019
- Trump met en œuvre son programme protectionniste
- Nouveaux risques de guerre commerciale
- L'inflation a dépassé l'objectif de la Fed
- Hausse graduelle de l'inflation anticipée
- Taux longs du Trésor US au-dessus de 3%
- La hausse du dollar se fait attendre
- Une contraction des marges, des profits et des multiples menace les marchés actions
- Retour probable de la volatilité
- Prudence sur les actions américaines

La Fed annonce encore deux hausses de taux en 2018 et probablement trois en 2019

La Réserve fédérale a donc annoncé un maintien du rythme prévu de hausses de taux directeurs en 2018, lors du premier meeting du FOMC de l'ère Powell. La continuité semble donc assurée, puisque cette annonce de deux nouvelles hausses de taux directeurs en 2018, après le resserrement opéré hier de 0.25% portant désormais les Fed funds à +1.5%-+1.75%, était prévisible ; la décision a d'ailleurs été prise à l'unanimité sans surprise. Le niveau attendu pour la fin 2018 des taux directeurs est donc de +2.125%, impliquant deux nouvelles hausses de +0.25%. Ce qui l'était moins, c'est l'annonce d'un renforcement de la normalisation en cours pour 2019 avec trois hausses de taux directeurs désormais plus probables.

Le niveau estimé des Fed funds à la fin de l'année 2019 a donc logiquement progressé de +2.688% à +2.875%.

FOMC projection des Fed Funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La banque centrale américaine semble donc de plus en plus à l'aise de communiquer ses conclusions positives sur l'état de l'économie américaine et de leurs implications sur sa politique monétaire. La tendance est à une accélération probable du rythme des hausses de taux en 2019 et 2020 pour ne pas prendre de risques en 2018.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'aplatissement de la courbe des taux devrait dès lors être graduel et adapté au renforcement de l'activité économique.

La réserve fédérale est plus confiante que jamais dans les perspectives de croissance américaine et relève ses prévisions pour 2018 de +2.5% à +2.7%, ainsi que celles pour 2019 de +2.1% à +2.4%.

Dans son analyse des conditions actuelles, elle relève une baisse temporaire de la dynamique au premier trimestre qui ne remet pas en question sa vision pour l'ensemble de l'année. La clé de l'analyse reste centrée sur les conditions du marché du travail qui continuent de montrer une progression des nouveaux emplois et une diminution du taux de chômage (3.9%). Celui-ci pourrait encore glisser à 3.8% en 2018 et même 3.6% en 2019. La vision de la Fed pour l'inflation reste inchangée à la fin du premier trimestre 2018. Une hausse au-dessus de l'objectif de 2% semble probable en 2018, sans risque perçu de dépassement rapide et significatif de cet objectif. La continuité semble donc assurée avec une maîtrise de la communication qui ne laisse que peu de marge de manœuvre aux interprétations et aux développements d'incertitudes importantes sur la future action de la banque centrale américaine. Cependant, il ne nous semble pas que cela soit suffisant, dans le contexte actuel, pour éviter que de nouvelles inquiétudes menaçantes ne resurgissent au sein de la communauté des investisseurs. Le marché obligataire n'a, pour l'heure, pas réagi à l'annonce de cette étape de la politique monétaire. Les taux à 10 ans restent encore dans la bande de fluctuation de +2.8% à +2.95% observée depuis près de deux mois. Du côté de la devise américaine, la situation est un peu moins stable, l'indice du dollar « trade weighted » se retrouvant plutôt dans la partie inférieure de la bande de fluctuation allant de 89.5 à 90.8 enregistrée ces derniers mois.

En ce qui concerne le marché américain, si le risque d'une accélération de la hausse des taux en 2018 c'est estompé, les perspectives nouvelles pour 2019 auront tendance à confirmer les inquiétudes soulevées en février. Le marché actions nous semble ainsi toujours très fragile et sujet à de nouvelles prises de bénéfices.

Croissance américaine déjà en décélération ?

L'économie américaine a terminé l'année sur un rythme de croissance annualisée (+2.5%) inférieure à celle du 3^{ème} trimestre (+3.2%). Celle du 1^{er} trimestre devrait rester proche de +2.4%, marquant un peu le pas en ce début d'année, par rapport aux chiffres obtenus en 2017 et aux espoirs d'accélération conjoncturelle pour 2018. Cependant, la Réserve fédérale ne semble pas particulièrement inquiète de ce début d'année encore

« soft », puisqu'elle relevait hier encore son objectif pour 2018 à +2.7%. De notre côté, nous mentionnions dans nos perspectives du début d'année que l'économie américaine n'avait que très rarement été en mesure d'enregistrer deux trimestres consécutifs de croissance annualisée supérieure à +3% depuis l'an 2000. Nous suggérions alors que ce rythme ne serait sans doute pas soutenable en 2018 et que l'on devrait plutôt assister à un tassement du taux de progression du PIB, ce qui semble effectivement se concrétiser depuis deux trimestres. Les indicateurs avancés pointent, de fait, encore vers une intensification de l'activité économique en 2018. En premier lieu, le consommateur américain devrait être conforté par le flux de nouvelles économiques positives et par la situation toujours plus favorable du marché de l'emploi. La progression du revenu personnel devrait encore soutenir plus durablement la consommation des ménages en 2018. Du côté de l'investissement, les développements économiques récents ont affecté les niveaux des capacités de production, ce qui ne manquera pas de provoquer de nouveaux investissements dans un contexte plutôt favorable pour les marges des entreprises.

PIB et PMI



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le PMI manufacturier de mars rebondit à 55.7, après un déclin en février à 55.3, et reste donc élevé alors que l'indice ISM manufacturier atteint un nouveau sommet (60.8) des dix dernières années en février. Léger tassement également pour les indicateurs non-manufacturiers, tel que l'ISM global en baisse de 59.9 à 59.5, qui reste proche de son « top » des dix dernières années, alors que le PMI de mars des services glisse de 55.9 à 54.1. Il semble raisonnable de compter sur une poursuite de la dynamique actuelle au cours des prochains trimestres, soutenue par les facteurs déjà en action, à moins que les risques de guerre commerciale relancés par l'introduction de taxes douanières aux Etats-Unis n'affaiblissent la conjoncture.

Une hausse graduelle des taux devrait avoir des effets limités sur l'évolution du PIB en 2018. Les attentes sont toutefois élevées et ne pourront sans doute être atteintes que si le consommateur américain est au rendez-vous.

Nouveaux risques de guerre commerciale

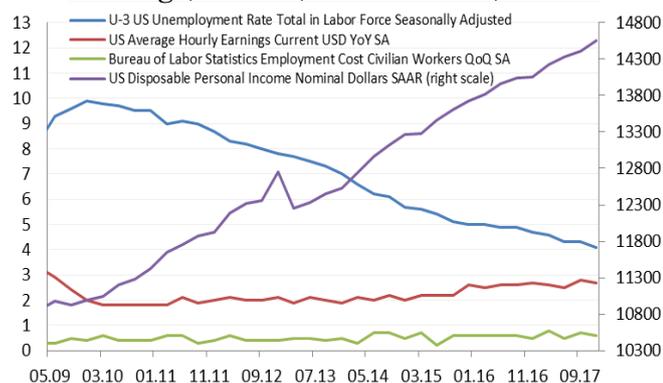
Les risques de déceptions pour les perspectives du PIB américain ne sont pas négligeables et pourraient s'accroître dans le contexte de « guerre » tarifaire déclarée par le président Trump, si le renforcement des tarifs douaniers, évalués à 60 milliards de dollars, était suivi de mesures de rétorsion de la part des partenaires économiques importants des Etats-Unis. Il l'avait promis pendant sa campagne électorale et le met en œuvre de manière incisive, en visant certainement plus la Chine que l'Europe dans sa stratégie. Le spectre d'une éventuelle guerre commerciale mondiale est de retour, avec le virage protectionniste pris ces derniers jours par l'introduction d'une taxe sur les importations d'acier (25%) et d'aluminium (10%). L'Europe a évidemment protesté, en n'excluant pas de contre-mesures, mais c'est la Chine qui monte au créneau et dénonce vigoureusement cette atteinte au libre-échange. Les milieux d'affaires américains s'en inquiètent, mais Donald Trump ne devrait pas s'éloigner de cette stratégie qu'il a toujours voulu mettre en œuvre. En s'adressant plus directement à la Chine, il déclare les hostilités, en listant plus d'une centaine de produits taxables, et promet des restrictions aux investissements aux Etats-Unis.

Donald Trump n'hésite donc pas à ouvrir la boîte de Pandore et exposer l'économie américaine, en pleine relance, à de nouveaux risques à long terme qui commencent déjà à inquiéter plus d'un investisseur.

Hausse graduelle de l'inflation anticipée

Les derniers chiffres publiés pour l'inflation en février (+2.2%) dépassent désormais l'objectif de +2% de la Réserve fédérale. La hausse de l'indice, hors alimentation et énergie (+1.8%) sur un an, était encore en-dessous de 2%. L'objectif est donc atteint et devrait graduellement être dépassé.

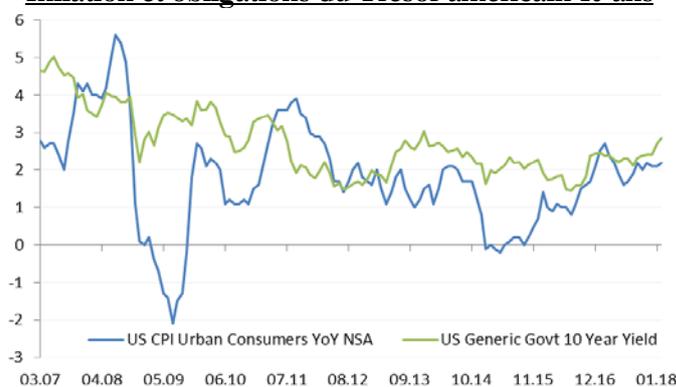
Chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La dynamique de hausse reste modeste, en début d'année, mais les indicateurs avancés et la situation du marché de l'emploi semblent toujours suggérer un renforcement de la tendance au cours des prochains mois. L'inflation attendue sur un an a plus nettement progressé que les chiffres mensuels publiés, puisqu'elle s'établit à +2.9% en mars contre +2.7% en février. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans est aussi plus élevée que celle observée et se situe à +2.5%. Une accélération de cette tendance ne pourra se matérialiser sans une hausse des salaires, qui tarde pourtant à se concrétiser, malgré un marché du travail proche du plein emploi. Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont en effet encore faibles, bien que le taux de chômage se stabilise à 4.1%.

Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'année 2018 pourrait bien être celle des surprises sous l'impulsion de facteurs agissant de concert. En effet, le contexte macro-économique devrait être propice à de nouvelles négociations salariales et à des tensions également sur les cours des matières premières, soutenant une hausse des prix.

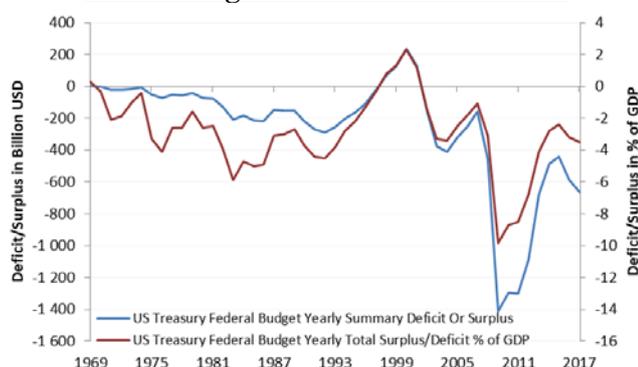
Taux longs du Trésor US au-dessus de 3% ?

Un retour de l'inflation, dans un contexte économique robuste, devrait rapidement conduire ces prochains mois à de nouveaux ajustements de taux nominaux à long terme. Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains ont été les premiers à relancer la tendance. Nous relevons, il y a quelques mois déjà, que la correction à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor n'était pas compatible avec une activité économique soutenue et une normalisation de la politique monétaire régulière de la Fed. Nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées entre-temps, mais dans un contexte de renforcement conjoncturel probable. Toutefois, si nous estimons encore que les taux longs devraient pouvoir dépasser à terme le niveau de 3%, il est tout à fait probable qu'à plus court terme la volatilité, qui s'exprime sur les marchés actions, ainsi que les risques de déception en matière de croissance dans les prochains mois, puissent provoquer une période de consolidation des taux légèrement en-dessous de ce chiffre.

La hausse du dollar se fait attendre

La dynamique économique américaine devrait encore être supérieure à celle des autres économies en 2018. Le différentiel de taux d'intérêt devrait davantage s'élargir sur l'ensemble de la courbe de taux et favoriser le billet vert. Dans ce contexte, la faiblesse reflétée par le dollar semble injustifiée. La dépréciation d'environ -10% enregistrée par l'indice « trade weighted USD » contre un panier de monnaies a effacé près de la moitié de la hausse du billet vert enregistrée entre 2014 et 2015. La valorisation de la devise américaine devrait donc certainement s'ajuster dans les prochains mois, à moins que les perspectives de dégradation des finances publiques liées à la réforme fiscale ne prennent l'ascendant et pénalisent le dollar. Nos perspectives sont finalement positives et soutiennent une hausse au-dessus de 1 franc pour le dollar.

Déficit budgétaire du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Une contraction des marges, des profits et des multiples menace les marchés actions

Avant le mois de février, il semblait que rien n'arrêterait la progression des valeurs américaines. Mais la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation ainsi que les risques de renforcement de la normalisation de la politique monétaire ont finalement eu raison de l'optimisme, jusqu'alors sans faille, des investisseurs. On redécouvre, depuis quelques semaines, les risques posés par la situation du marché de l'emploi sur les marges des entreprises, mais aussi ceux de voir la croissance des profits être insuffisante pour justifier les niveaux de valorisation particulièrement élevés qui prévalaient avant la correction des cours boursiers.

La croissance des profits des multinationales pourrait donc avoir atteint un sommet et, finalement, être moins élevée qu'escompté, en se rapprochant du taux de croissance de l'économie. La réforme fiscale pourrait aussi être moins significative pour les multinationales du S&P 500 que pour les sociétés domestiques de taille moyenne.

S&P 500, Nasdaq et GAFA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais au-delà de la question fondamentale de l'évolution des profits, il faut rappeler que la hausse des actions américaines a surtout été provoquée par une forte phase d'expansion des multiples. Le rebond du mois de mars a regonflé les niveaux de valorisation. Alors que les risques d'affaiblissement de la dynamique augmentent, la fragilité des valeurs américaines resurgit. Le cycle de hausse de taux pourrait ainsi conduire à une nouvelle phase de contractions des PE. Il est en effet probable que, quelle que soit l'évolution des profits des entreprises, la hausse des taux d'intérêt mette un terme à cette phase d'expansion de dix ans. En conclusion, la hausse des marchés actions intègre, sans doute, déjà l'impact favorable attendu par tous de la réforme fiscale sur les profits depuis plus d'un an alors que, comme nous l'avons évoqué, les multinationales seront certainement moins impactées que les autres entreprises.

Après le rebond des titres américains en mars, nous attendons un retour de la volatilité qui offrira de meilleures opportunités d'investissement et des niveaux de valorisation plus raisonnables. Entre temps, nous privilégions une certaine prudence et recommandons encore une sous-exposition aux valeurs américaines.

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 Sigismond Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch