



18 juin 2018

La Fed ne fera pas dérailler une économie en pleine expansion

Accélération du PIB au 2^{ème} trimestre à +3.4%. Révision des perspectives pour le PIB et l'inflation. Contraction des marges, des profits et des multiples. Prudence sur le S&P 500.

Points-clés

- La banque centrale américaine monte, sans surprise, de +0.25% ses taux directeurs
- Septième hausse depuis 2015
- Le dernier message de la Fed est clair, la politique monétaire ne fera pas dérailler une économie en pleine expansion
- La Réserve fédérale remonte ses perspectives de croissance du PIB (+2.8%)
- Sérénité de la Fed et des marchés financiers ?
- Inévitable décélération de la croissance
- Relativiser les risques de guerre commerciale
- Hausse des salaires, de l'inflation et des taux
- L'inflation passe nettement au-dessus de 2%
- Stabilisation des taux longs proche de 3%
- La hausse du dollar est enfin en place
- Le dollar « trade weighted » progresse de +7%
- La contraction des marges menace le S&P500
- Le rebond de mai et juin remonte les niveaux de valorisation à 17.4x les bénéfices

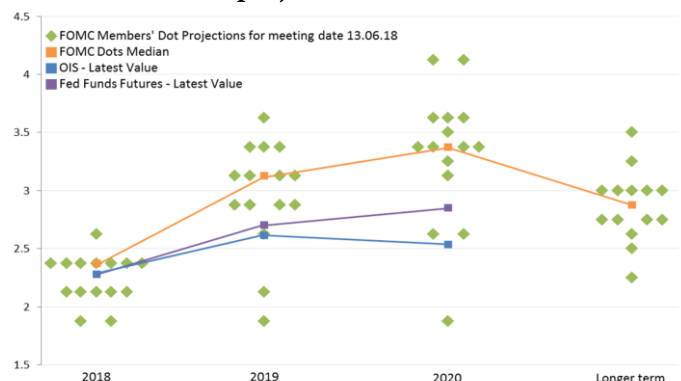
Le dernier message de la Fed est clair, la politique monétaire ne fera pas dérailler une économie en pleine expansion

La Réserve fédérale a encore voulu rassurer les investisseurs potentiellement inquiets du rythme de hausse de taux directeurs qu'elle entend suivre. La Fed s'engage très clairement à piloter sa politique monétaire de manière graduelle et sans risque pour la croissance économique en cours. Rappelons que ces inquiétudes interviennent alors que l'économie américaine est en train de vivre sa deuxième plus longue phase d'expansion et que l'inflation semble évoluer plus rapidement qu'attendu. La position de la Fed sur la question de la remontée des taux directeurs doit donc rassurer les investisseurs.

Le 13 juin, la Fed a donc remonté une seconde fois ses taux directeurs en 2018 de 0.25% dans un contexte de croissance solide et de perspectives particulièrement positives également pour l'économie américaine. Le taux d'escompte est ainsi passé de 2% à 2.25% et l'objectif pour les taux des Fed Funds s'est aussi déplacé de 0.25%, les objectifs bas et haut sont désormais de 1.75% et 2%.

Cette septième hausse depuis le changement de politique monétaire, décidée à l'unanimité, était largement escomptée et n'a donc pas surpris les marchés. Elle ne devrait donc pas avoir d'effet majeur sur le climat des investissements. Les risques portaient plutôt sur l'analyse et l'appréciation de la Fed concernant la situation économique du pays et sur les éventuels changements de politique monétaire à venir. Sur ce point, on notera le fait que l'on peut désormais attendre quatre hausses de taux en 2018 au lieu de trois hausses anticipées jusqu'à présent par les marchés.

FOMC projection des Fed Funds



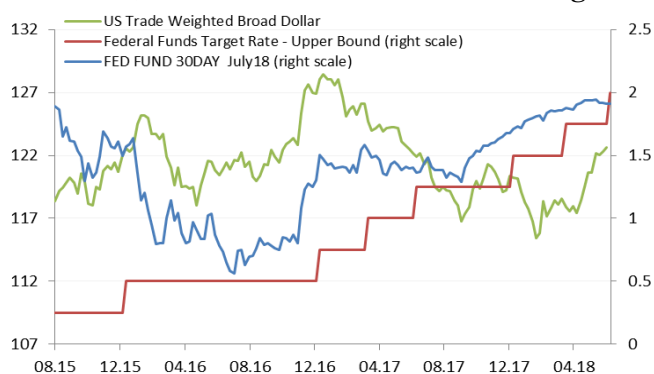
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cette progression du nombre attendu d'interventions de la Fed en 2018 ne doit toutefois pas être surestimée, car elle résulte en fait d'une progression de sept à huit

membres désormais en faveur de deux nouvelles hausses de 0.25% au cours du deuxième semestre 2018. Cette évolution peut donner le sentiment d'un durcissement de politique monétaire futur, mais elle dépendra encore de l'évolution des conditions économiques en fin d'année, la dernière hausse potentielle en décembre n'est donc de loin pas certaine. Par ailleurs, les prévisions pour 2019 restent inchangées à trois nouvelles hausses de taux de 0.25%. Les membres du comité de banque centrale seront certainement de plus en plus enclins au cours des prochains mois à considérer que l'accélération de la conjoncture américaine justifie une action régulière mais mesurée sur les taux directeurs. Malgré tout, ils ne changent pas leur prévision de Fed Funds à 3.4% pour la fin de l'année 2020.

La Fed sera particulièrement attentive aux risques de déraillement de la croissance actuelle. Nous estimons dans ce contexte qu'elle ne réagira, par exemple, pas de manière excessive à une éventuelle accélération de l'inflation si celle-ci devait se produire ou à un renforcement de la croissance économique temporaire. Le niveau estimé des Fed funds (progression médiane) à la fin de l'année 2018 a donc progressé à 2.375% et à 3.125% pour la fin 2019.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Sérénité de la Fed et des marchés financiers ?

La banque centrale américaine a exposé son appréciation des conditions économiques actuelles et semble donc de plus en plus à l'aise de communiquer ses conclusions positives sur l'état de l'économie américaine. La réserve fédérale est plus confiante que jamais dans les perspectives de croissance américaine et relève une nouvelle fois ses prévisions pour 2018 de +2.7% à +2.8%, mais elle laisse inchangée celle pour 2019 à +2.4%. La croissance américaine est désormais considérée comme « solide » après avoir été jugée « modérée ». La baisse temporaire de la dynamique au premier trimestre, fait place à une perspective bien meilleure dès le second trimestre. En ce qui concerne le marché du travail, la Réserve fédérale a révisé ses

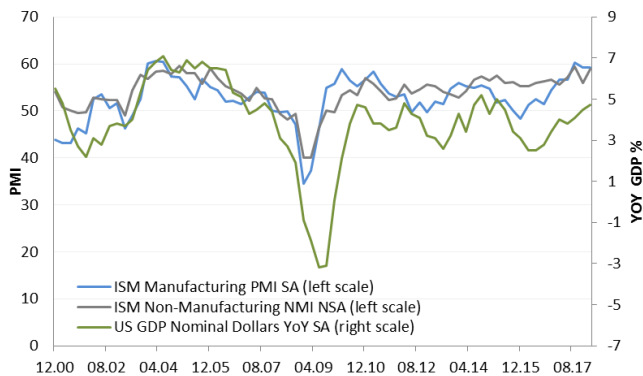
projections sur la base de meilleures perspectives de croissance pour 2018. La clé de l'analyse reste centrée sur les conditions du marché du travail qui continuent de montrer une progression des nouveaux emplois et une diminution du taux de chômage (3.8%). La prévision de l'institution est de 3.6% pour 2018 et 3.5% pour 2019. La vision de la Fed pour l'inflation reste relativement inchangée. Une hausse au-dessus de l'objectif de 2% (2.1%) semble probable en 2018, sans risque perçu de dépassement rapide et significatif de cet objectif. La banque centrale ne crie pas encore victoire sur l'évolution de l'inflation en rappelant que les attentes inflationnistes sont relativement stables. Pour l'heure, le marché obligataire n'a pas eu de réaction spécifique à l'annonce de cette étape de la politique monétaire. Les taux à 10 ans ont à peine touché le niveau de 3% avant de se stabiliser légèrement en-dessous de cette marque et n'ont pas profité de cette information pour se rapprocher du sommet atteint le 18 mai 2018 à 3.12%. Du côté de la devise américaine, la situation est un peu moins stable, l'indice du dollar « trade weighted » a bondi de près de +2% pour revenir à son plus haut niveau du 29 mai 2018. En ce qui concerne le marché américain, l'heure est encore à l'expectative puisque l'indice S&P500 reste sur ses niveaux de la semaine à environ 2785 points.

Inévitable décélération de la croissance

Nous l'avons relevé, il serait sans doute très difficile pour l'économie américaine de maintenir un rythme de croissance supérieur à +3% en début 2018. Le 3^{ème} trimestre (+3.2%) 2017 sera un point de référence qui pourrait tout de même être une nouvelle fois atteint au 2^{ème} trimestre. Nous relevons il y a quelques mois que l'on devrait plutôt assister à un tassement du taux de progression du PIB, mais nos perspectives, après le résultat plutôt « soft » du 1^{er} trimestre sont à nouveau un peu plus optimistes. Le cycle économique est désormais l'un des plus longs de l'histoire moderne, mais en touchant sa dixième année, il ne présente toujours pas les caractéristiques classiques de fin de cycle. En effet, on n'observe toujours pas les pressions souhaitées sur les salaires et l'inflation est à peine en train d'atteindre l'objectif de 2% défini par la Fed, réduisant de ce fait les probabilités de hausses significatives de taux directeurs et de taux d'intérêt à long terme. En cette fin de 2^{ème} trimestre, nous constatons que les probabilités d'enregistrer un taux de croissance supérieur à +3% sont à nouveau plus élevées. Le consommateur américain est bien présent et soutien très largement une dynamique supérieure dans un contexte de plus en plus favorable pour l'évolution du revenu personnel et du pouvoir d'achat. Les perspectives s'améliorent aussi plus nettement pour l'investissement et la politique fiscale devrait commencer à montrer quelques effets, sans doute temporaires, mais qui permettront d'enregistrer une accélération de la croissance. Les prochains trimestres pourraient donc bien être les plus forts du cycle actuel

avec un résultat proche de +3.4% à la fin juin déjà. 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.

PIB et PMI



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le PMI manufacturier de mai (56.4) est au plus haut depuis 2014, le PMI des services présente une configuration identique (56.8), le PMI composite est donc logiquement aussi à son plus haut niveau de la période (56.6). L'ISM non manufacturier avait atteint un sommet de la décennie en janvier (59.9), il se stabilise en mai à 58.6 sur les plus hauts niveaux de la décennie. L'ISM manufacturier montre la même tendance et s'affiche à 58.7. La dynamique actuelle devrait rester solide au 3^{ème} trimestre, 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.

Relativiser les risques de guerre commerciale

Les risques pour la croissance américaine sont désormais plus politiques que jamais et liés aux effets des mesures unilatérales prises par le président Trump en matière de tarifs et taxes d'importation. L'introduction de taxes sur les importations d'aluminium et d'acier sera certainement suivie de hausse de tarifs d'importations pour d'autres marchandises et les véhicules automobiles par exemple. Le spectre d'une éventuelle guerre commerciale mondiale est donc de retour, avec le virage protectionniste pris par Donald Trump. Les partenaires économiques des Etats-Unis ont réagi et déclarent tous d'une même voix qu'ils ne se laisseront pas imposer des mesures contraires aux traités commerciaux et accords internationaux signés. Par ailleurs, il faut tout de même relever que les décisions prises par le président américain sont loin d'être inattaquables sur le plan juridique et constitutionnel. En effet, comme l'a relevé

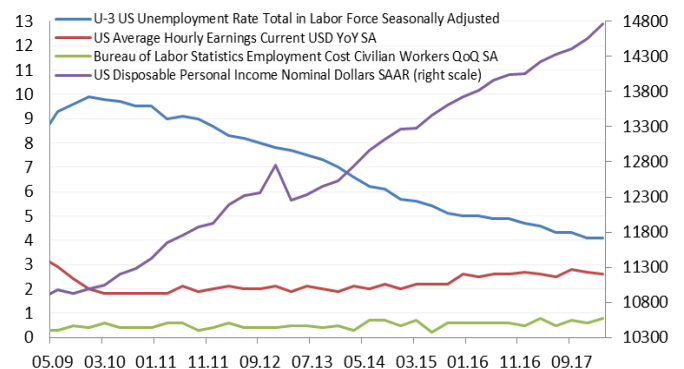
le président républicain de la Commission des Finances à la Chambre des représentants au Congrès, « la Honda Accord n'est pas une menace à notre sécurité nationale », et c'est en effet un argument essentiel car le président Trump justifie son action d'introduire une surtaxe sur le fait que les prix trop bas de l'acier et de l'aluminium importés menacent les intérêts de sécurité nationale. Une estimation des effets de l'introduction de telles barrières douanières suggère que la création de 92'000 emplois pourrait être accompagnée d'une destruction de 250'000 autres emplois.

Les importations américaines d'acier et d'aluminium européens ne représentent que 0.5% des biens importés, soit à peine 2 milliards de \$ sur un total de 256 milliards de \$. L'impact sur l'économie allemande ou chinoise est estimé à environ 0.04 point de PIB. Il est encore tôt selon nous pour envisager que le président américain s'engage sur le terrain d'une guerre commerciale totale, qui n'aurait sans doute pas les effets qu'il escompte.

Hausse des salaires, de l'inflation et des taux

L'indice des prix à la consommation (CPI YoY) atteint +2.8% en mai et l'indice « core » s'établit à +2.2%. L'inflation semble accélérer également pour les prix à la production, confirmant les attentes de la Fed. L'indice PPI de la demande finale est aussi à son niveau le plus haut depuis 2011. La dynamique reste modeste mais au-dessus de l'objectif de la Fed. L'inflation attendue sur un an nettement progressé et s'établit à +2.9% en mai. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans est aussi plus élevée que celle observée et se situe à +2.6%.

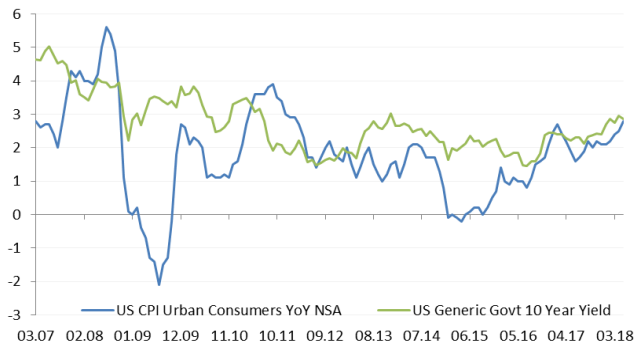
Chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 et un taux de chômage à 3.8%. Mais la reprise de l'inflation se renforcera en raison des pressions salariales et des hausses de prix de vente, qui interviendront pour préserver les marges des entreprises.

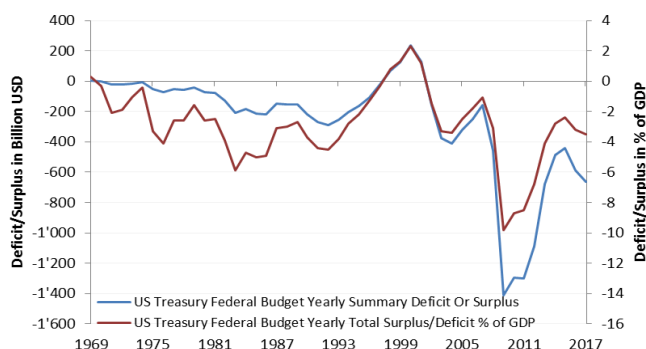
Inflation et obligations du Trésor américain à 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains ont été les premiers à relancer la tendance. Nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées. Toutefois, si nous estimons encore que les taux longs devraient pouvoir dépasser à terme ce niveau, il est probable qu'à plus court terme, la volatilité qui s'exprime sur les marchés actions, puisse soutenir une phase de stabilisation temporaire.

Déficit budgétaire du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La hausse du dollar est enfin en place

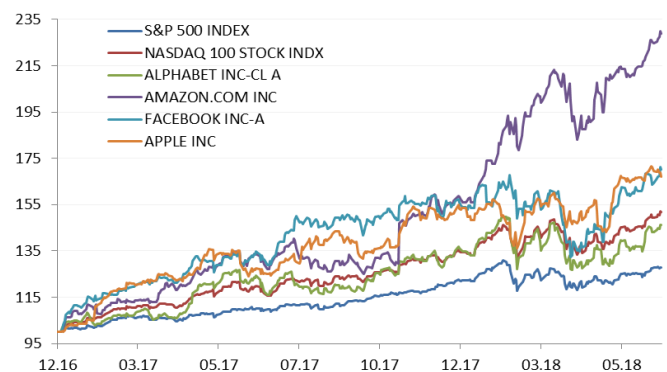
Nous annonçons il y a quelques mois que la dynamique économique américaine supérieure devait soutenir un différentiel de taux d'intérêt en faveur du billet vert, c'est désormais une tendance en place qui semble se renforcer. Dans ce contexte, la faiblesse reflétée par le dollar semble injustifiée. L'ajustement de la valorisation du dollar est en marche.

Le dollar « trade weighted » a regagné tout le terrain perdu entre novembre 2017 et février 2018. Nos perspectives positives se concrétisent avec un taux de change contre le franc à nouveau proche de la parité.

La contraction des marges menace le S&P500

La correction des cours en février-mars était annoncée et provoquait de nouvelles opportunités de répositionnement grâce à des niveaux de valorisation plus attractifs. Les risques subsistent après le rebond de mai et juin, de voir la croissance des profits être insuffisante pour justifier les niveaux de valorisation à nouveau plus élevés et désormais proches de ceux qui prévalaient avant la correction des cours boursiers. La croissance des profits des multinationales pourrait en effet souffrir sous l'impulsion de pressions sur les marges.

S&P 500, Nasdaq et GAFA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Ces dernières années, la hausse des actions a surtout été provoquée par une forte phase d'expansion des multiples, logique dans le contexte de baisse de taux. Le cycle de hausse de taux pourrait donc conduire à des ajustements et à une phase de contraction 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.

Après le rebond des titres américains des dernières semaines, nous recommandons à nouveau une certaine prudence.

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