



4 janvier 2019

Marché de l'emploi et cycle économique solides aux Etats-Unis

La Fed garde le cap. Création d'emplois et hausse de salaires records. Fin de la contraction des taux longs. Relance des marchés actions. Attention aux attentes de bénéfices.

Points clés

La Réserve fédérale garde le cap malgré l'inquiétude des marchés

Hausse de 0.25% des taux à 2.5%

La Fed réduit marginalement ses perspectives de croissance à +2.5% pour 2019

Le marché de l'emploi donnera raison à la Fed

Plus forte création d'emploi et hausse de salaires depuis 2008

L'inquiétude est un peu plus perceptible désormais dans les indicateurs avancés

Le PIB profitera d'un climat de consommation positif au 1er semestre

Les Etats-Unis sont loin de profiter de la stratégie de Donald Trump

Stabilisation de l'inflation et des taux longs

Perspectives limitées pour le dollar

Avec seulement 20% d'investisseurs optimistes c'est le moment d'être « contrarian » sur les actions

La Réserve fédérale garde le cap malgré l'inquiétude des marchés

Le dernier rendez-vous de l'année du FOMC s'est tenu dans un contexte politique et économique particulièrement difficile, entre les menaces de « shutdown » gouvernemental, la crise sino-américaine, la chute des bourses et l'éclatement de la bulle spéculative de certaines valeurs du numérique pour n'en nommer que quelques-unes. A quelques semaines de la fin d'année, la marge de manœuvre de la banque centrale américaine semblait compliquée. Elle devait s'efforcer de ne pas renforcer les craintes des investisseurs déjà

prêts à se faire davantage peur et à pousser les cours de presque tous les actifs financiers plus bas encore au moindre accroissement de nouvelles incertitudes ou d'indications confirmant leurs craintes d'une récession prochaine.

Les membres du FOMC devaient soigneusement évaluer la situation économique et apprécier également les risques d'un effondrement de la confiance des investisseurs pour éviter une nouvelle panique boursière. Le climat des investissements s'était, en effet, déjà nettement dégradé après la hausse de 0.25% décidée en septembre, en effaçant la totalité des gains boursiers de l'année écoulée. La stabilisation des cours observée en novembre restait fragile et pouvait être remise en cause en cas de déception.

Car aussi surprenant que cela puisse paraître, à peine quelques jours après la publication (28/11) d'une croissance de +3.5% au 3^{ème} trimestre, la crainte d'une récession se propageait comme une traînée de poudre. Quelques statistiques moins solides et une crainte excessive d'une inversion de la « yield curve » supposée annoncer une prochaine récession, ont suffi à relancer une nouvelle panique et une vague de ventes faisant perdre, à nouveau, -10% aux principaux indices actions dans les quinze premiers jours du mois.

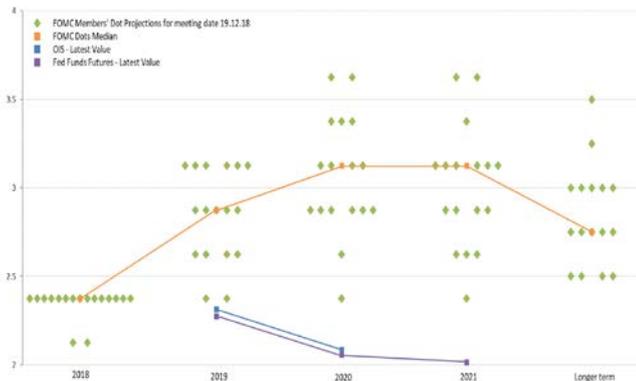
Le message de la Fed (19/12) qui a accompagné la nouvelle hausse des taux de 0.25% à 2.5%, assez largement anticipée, nous a pourtant semblé particulièrement mesuré et de nature à calmer les inquiétudes des investisseurs. En effet, il n'y a pratiquement pas eu de changement dans la perception des conditions économiques pouvant faire craindre un ralentissement net en 2019. Ainsi, les perspectives économiques étaient toujours

considérées comme solides, malgré une très légère diminution (0.1%) des attentes de croissance du PIB pour 2019 à +2.5%.

Les membres du FOMC semblent conscients des inquiétudes des marchés, mais restent convaincus par le rythme de croissance encore soutenu de l'économie américaine. Nous estimons que la Fed fera preuve de la plus grande flexibilité dans le pilotage de sa politique monétaire. L'abaissement des « dot plots » est une indication de la prise en considération des risques liés aux facteurs politiques internationaux, laissant entrevoir une nouvelle prudence dans le processus de hausse des taux directeurs en 2019.

Selon la Réserve fédérale, les Fed Funds devraient ainsi se situer à 2.4% à la fin 2018, 3.1% à la fin 2019, puis 3.4% en 2020.

FOMC projection des Fed Funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Nous pensons que le FOMC s'engage, pour l'instant, sur la voie de deux hausses en 2019 dont la première n'a que peu de chance d'intervenir durant le premier semestre.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La Réserve fédérale restera attentive à ne pas susciter de nouvelles inquiétudes d'une action excessive pouvant provoquer un choc de croissance.

Les conditions économiques actuelles profitent, à notre avis, toujours d'une conjonction de facteurs positifs qui soutiendront la croissance du PIB.

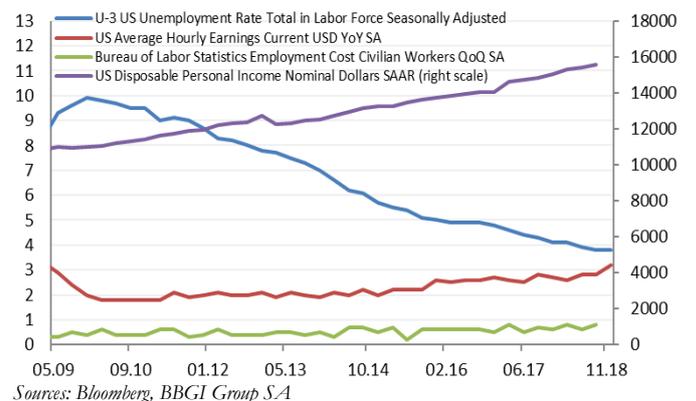
La consommation devrait notamment être renforcée par les développements toujours plus significatifs dans le marché de l'emploi et par la très forte baisse des cours de l'énergie au dernier trimestre.

Le marché de l'emploi donnera raison à la Fed

L'abaissement des « dot plots », dans un contexte conjoncturel solide, donne une marge de manœuvre plus importante à la Réserve fédérale. Ce sera certainement en 2019 l'évolution de l'inflation qui guidera son action. Pour l'instant, il n'y a pas de changement d'appréciation notable sur les perspectives d'inflation. La baisse des cours de l'énergie et de l'essence devrait soutenir une diminution des risques de progression nette des indices de prix au-dessus de l'objectif de la banque centrale.

Cependant, la vigueur du marché du travail s'affirme toujours plus et pourrait être un facteur essentiel, tant pour l'évolution de la dynamique de la consommation et du PIB que pour celle de l'inflation. Si celle-ci est maintenant considérée comme proche de l'objectif, nous estimons qu'une hausse de l'inflation au-dessus de l'objectif de 2 % pourrait se dessiner, lorsque les cours de l'énergie réagiront au changement de perception de la conjoncture internationale. Les risques de récession ont été surestimés ces dernières semaines et ont affecté temporairement de manière très négative les cours du pétrole qui devraient profiter très rapidement d'une normalisation des prévisions de croissance et soutenir la hausse du CPI.

Chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

En ce qui concerne le marché de l'emploi, les dernières statistiques publiées ont montré une dynamique très forte. En décembre, la création d'emplois a été la plus forte depuis le début du cycle économique actuel. En créant 312'000 nouveaux emplois, l'économie américaine démontrait sa vigueur, au moment même où la panique boursière se développait sur la crainte d'une possible

récession en 2019. Le nombre de personnes employées aux Etats-Unis passaient ainsi à 150'263'000 et dépassait, pour la première fois de l'histoire, le chiffre de 150 millions. Les données d'octobre et de novembre étaient révisées à la hausse, dans le même temps, et montraient ainsi une croissance solide des nouveaux emplois supérieure à 250'000 par mois au cours du dernier trimestre. Une situation tout à fait paradoxale dans le climat des investissements des dernières semaines.

La Réserve fédérale sera également intéressée par l'évolution positive des salaires horaires dont le taux de croissance de +3.2% en décembre est le plus élevé depuis avril 2009. La légère hausse du taux de chômage de 3.7% à 3.9% n'est pas un élément négatif, si on le met en relation avec l'accroissement de la participation de la population américaine au marché du travail constaté en décembre. En effet, le taux de participation (63.1%) est passé au-dessus de 63% démontrant aussi que la vigueur de l'économie est en train d'attirer de nouveaux participants, en dehors du marché jusqu'ici.

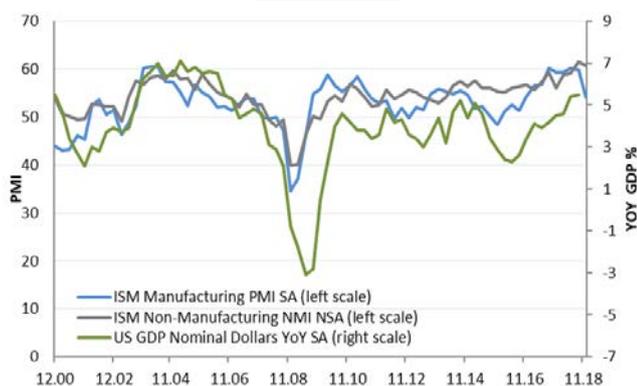
En 2018, l'économie américaine a créé 2.6 millions de nouveaux emplois, soit 400'000 de plus qu'en 2017.

La Fed a certainement eu raison d'anticiper une solide croissance de l'économie et ne pas céder aux pressions de ceux qui souhaitent une baisse des taux prétextant d'une inversion de la « yield curve » potentiellement annonciatrice d'une récession économique prochaine.

L'inquiétude est un peu plus perceptible désormais dans les indicateurs avancés

Les indicateurs avancés restaient positifs pour le secteur manufacturier jusqu'en novembre, avant d'enregistrer un déclin très net de 59.3 à 54.1 en décembre. En effet, L'indice ISM manufacturier semble aujourd'hui refléter l'incertitude persistante liée à l'absence d'une résolution des tensions commerciales entre Washington et Pékin. La chaîne de production de produits manufacturiers semble désormais plus impactée et concernée par les risques inhérents de la politique menée.

PIB et PMI



Sources: Bloomberg, BGGI Group SA

La baisse de décembre constitue le plus fort déclin enregistré depuis octobre 2008. Le segment des nouvelles commandes s'est effondré de 62.1 à 51.1, mais les indices de l'emploi continuent d'être solides, suggérant même, malgré un probable tassement de la production, que les entreprises restent confiantes et prêtes à renforcer leurs équipes. L'indicateur avancé des services s'est stabilisé depuis septembre et termine l'année à 54.4. La plupart des indicateurs continuent de pointer vers une poursuite de l'expansion économique actuelle, mais à un rythme sans doute inférieur.

Le PIB profitera d'un climat de consommation positif au 1^{er} semestre

Dans un contexte pourtant relativement anxiogène, la confiance des consommateurs continue sa progression et s'améliore encore en décembre. Ni la chute des marchés financiers, le « shut down » ou la crise sino-américaine ne semblent avoir d'impact sur la confiance des ménages. Ceux-ci se concentrent, sans doute, sur les éléments concrets actuels qui témoignent toujours d'une économie solide. Les ménages américains sont, en effet, confortés par l'excellente situation du marché du travail, par les hausses de salaires, la baisse des prix de l'énergie, le déclin de l'inflation et, pour finir, par les réductions d'impôts. Tous ces facteurs concourent ainsi à l'amélioration du pouvoir d'achat.

Même si la chute des marchés a été largement relayée dans les médias, les consommateurs sont donc plus influencés par l'évolution positive de leurs revenus. La consommation privée devrait très certainement être un facteur essentiel de développement du PIB au 1^{er} semestre 2019.

Les Etats-Unis sont loin de profiter de la stratégie de Donald Trump

Nous l'avions déjà évoqué à de nombreuses reprises, le principal facteur de risque pour l'économie américaine était, plus que jamais celui provoqué par le président américain lui-même. La trêve n'a pas encore produit de résultat tangible pouvant écarter les incertitudes qui planent toujours dans les marchés. Les multinationales américaines sont, par ailleurs, de plus en plus nombreuses à s'inquiéter des effets possibles sur leurs résultats de ce conflit. Les perspectives bénéficiaires pour 2019 commencent à être touchées plus durement dans certains secteurs, alors que le déficit commercial américain s'enfonce davantage dans le rouge. **Un accord entre les deux superpuissances devrait logiquement être envisagée pour les deux économies ne se concrétise.**

Stabilisation de l'inflation et des taux longs

La chute des cours de l'énergie agit, pour l'instant, comme un frein au développement de l'inflation, mais nous estimons que les perspectives économiques positives devraient rapidement renverser la tendance des cours du pétrole. Dans un premier temps, les risques inflationnistes nous paraissent modérés, mais l'inflation anticipée devrait progressivement remonter, notamment sous l'impulsion longtemps attendue des hausses de salaires (+3.2% en décembre) qui devraient se renforcer en 2019.

Inflation et obligations du Trésor américain à 10 ans



En ce qui concerne les taux longs, la correction de 3.2% à 2.6% observée entre novembre et décembre nous semble à bout de souffle. Elle ne profitera sans doute plus du réinvestissement des liquidités générées par les ventes de titres et des craintes de récession. Les taux longs devraient progressivement remonter à 3%.

Perspectives limitées pour le dollar

Le dollar profite encore de différentiels de rendements attrayants pour la majorité des devises. A l'horizon 2019, les différentiels de rendements devraient être attaqués par la hausse des taux en zone euro et dans d'autres pays développés et émergents. Nous maintenons une prévision haussière pour le dollar/franc suisse pouvant atteindre 1 à 1.05 franc. La devise américaine devrait très progressivement reperdre de son attrait par rapport à l'euro et aux devises émergentes, dans un contexte caractérisé par une amélioration du climat boursier.

Avec seulement 20% d'investisseurs optimiste c'est le moment d'être « contrarian »

Il y a quelques mois, nous relevions que, malgré les convictions personnelles de Donald Trump, les entreprises américaines n'étaient clairement pas immunisées contre les risques induits par une guerre commerciale avec la Chine. Les dernières semaines ont vu jusqu'à quel point la prise en considération des risques de ralentissement conjoncturel international pouvait aussi affecter les actions américaines. Même l'un des plus iconiques titres du marché américain, Apple, n'a pas pu éviter de mentionner les risques liés à ce bras de fer qui pèsent désormais sur ses résultats et qui ont motivé une baisse des perspectives pour 2019. Tim Cook relevait, dans une lettre aux investisseurs, que l'environnement économique en Chine avait déjà affecté son chiffre d'affaire du 4^{ème} trimestre 2018, lequel pourrait chuter de 91 milliards prévus à « seulement » 84 milliards.

S&P 500, Nasdaq et GAFA



Dans ce contexte, la chute des cours des valeurs américaines a logiquement et sensiblement réduit le niveau de valorisation des titres du S&P500. A environ 14x les bénéfices attendus pour 2019 et -13% plus bas que le sommet atteint le 20 septembre, le niveau de valorisation est attrayant. Toutefois, gardons à l'esprit que les analystes n'ont pas encore réduit leurs estimations de bénéfices de manière significative pour 2019. Il conviendra donc de rester attentif à la valorisation réelle du marché au cours des prochains mois, en particulier si celui-ci reprend une tendance haussière et s'approche à nouveau de 2'900 points.

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+4122 5959 611 - F+4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch