



28 mars 2019

## La consommation soutiendra une relance du PIB US au T2

**Un meilleur T2 pour la croissance. L'emploi est la variable clé. Consommation soutenue par la hausse des salaires. La Fed sera inactive. Relance de l'inflation. Prise de profits sur les actions.**

### Points clés

- La croissance reste soutenue aux Etats-Unis
- Hausse du PIB de +2.2% au T4 2018
- Croissance annuelle supérieure à +3%
- Fléchissement probable au T1 2019 à +1.5%
- Accélération attendue au T2 de +2.6%
- La Fed ne touchera plus ses taux en 2019
- Faiblesse persistante des indicateurs avancés
- Les chiffres de l'emploi sont au vert
- La hausse des salaires s'accélère (+3.4%)
- Relance de l'inflation et des taux longs
- La consommation s'affirme encore comme le principal moteur de la croissance
- Perspectives légèrement positives pour le dollar
- Prise de profits sur les actions après un 1<sup>er</sup> trimestre exceptionnel

### La croissance reste soutenue aux Etats-Unis

La croissance du PIB américain au 4<sup>ème</sup> trimestre s'est établie à +2.2% en rythme annuel. Ce résultat est évidemment un petit peu moins solide que ceux enregistrés au 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> (+3.4%) trimestre 2018, mais cette performance est toutefois en ligne avec celle estimée par le consensus des prévisionnistes (+2.2%). L'économie ralentit moins qu'escompté sous l'impulsion de plusieurs facteurs favorables. La consommation a enregistré une progression de +2.5% et contribue largement au résultat positif du PIB. Les dépenses d'investissement ont progressé de +6.2% dans le segment des biens

d'équipements, software et recherche. Les dépenses publiques (+0.4%) et la hausse des inventaires ont aussi contribué positivement (+0.13%) à la croissance du PIB, tandis que le secteur immobilier et le commerce extérieur (-0.22%) ont eu des contributions négatives. L'impact du « shutdown » gouvernemental a finalement été estimé à -0.1% du PIB. Bien que ce résultat soit un peu plus faible, la performance de l'économie reste excellente et supérieure à la moyenne historique. Elle est aussi sensiblement plus élevée que ce que la Fed estime être la croissance potentielle à long terme (+1.9%). Les craintes de récession qui ont secoué les marchés financiers au 4<sup>ème</sup> trimestre apparaissent toujours clairement à la lumière de ce résultat économique comme très largement infondées. L'évolution du PIB en fin d'année (+3.1%) aura ainsi permis à la croissance sur un an de dépasser très légèrement l'objectif de 3% fixé par le président Trump.

### Accélération attendue au 2<sup>ème</sup> trimestre 2019

La vigueur de la consommation privée est réjouissante et conforme aux attentes après une hausse déjà nette de +3.5% au trimestre précédent. Elle ne semble pas avoir été affectée trop nettement par l'incertitude provoquée par la chute des marchés financiers. Elle devrait encore être supportée par un marché de l'emploi solide en 2019. La hausse des inventaires, qui a été plutôt élevée en fin d'année, devrait être suivie d'un tassement au 1<sup>er</sup> trimestre 2019 pouvant affecter la production industrielle et l'emploi manufacturier à court terme. Nous estimons que les perspectives de croissance pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2019 restent très nettement positives, même si un affaiblissement temporaire reste probable avant une relance au second trimestre. Le « shutdown » qui s'est installé durant le premier trimestre aura un impact non négligeable, la persistance des tensions entre la Chine et

les Etats-Unis ont encore pesé sur la confiance globale des ménages et des entreprises et un déclin dans le secteur manufacturier sont quelques éléments qui devraient pénaliser la performance de l'économie en début d'année. Le PIB américain devrait cependant croître de +1.5% au 1<sup>er</sup> trimestre avant de reprendre un rythme plus soutenu de +2.6% ensuite.

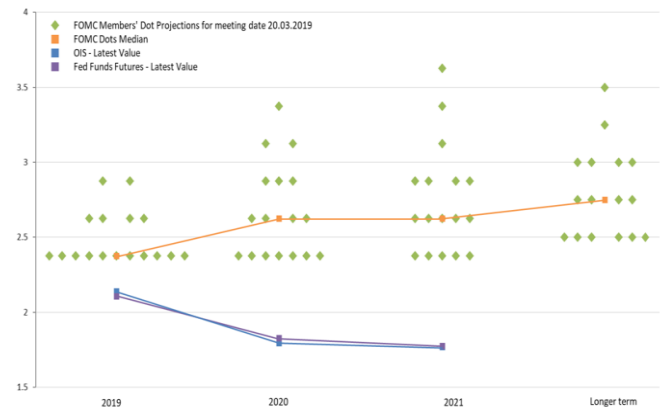
## La Fed ne touchera plus ses taux en 2019

La neuvième hausse des taux de la réserve fédérale américaine en décembre 2018 semble déjà embarrasser la Fed qui devra adopter une politique particulièrement prudente en 2019 afin d'éviter tout risque de dérapage de l'économie. Les membres du FOMC devront sans doute s'armer de patience avant de procéder à une dixième hausse. Le niveau actuel des taux directeur est désormais qualifié de « neutre » il n'y a donc que très peu de risque de voir la Fed toucher ses taux directeurs dans un contexte de probable fléchissement temporaire de l'activité au 1<sup>er</sup> trimestre. Le président Powell est resté positif sur la situation conjoncturelle américaine lors de la dernière conférence de presse de la Fed, mais il succombe également à la tendance générale d'abaissement des perspectives pour 2019 et recalibre très sensiblement ses projections de politique monétaire en annonçant une hausse de taux directeurs sur un horizon temps de trois ans. La Fed ramène sa prévision de croissance du PIB de +2.3% à +2.1% et celle de l'inflation de +1.9% à +1.8%. Sa prévision pour le taux de chômage reste inchangée à 3.7%. Ce changement d'attitude reflète à notre avis une inquiétude croissante au sujet des implications potentiellement négatives de la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire dans le contexte actuel un peu plus incertain. Cette nouvelle prudence nous semble toutefois cohérente avec notre conviction que la Fed préférera réagir avec retard à une relance future de l'inflation que de mettre en œuvre une politique de normalisation prématurée. La récente baisse des indices de prix depuis les plus hauts niveaux de l'année 2018 confortera la politique attentiste de la Fed. Nous estimons toujours que la Fed fera preuve de la plus grande flexibilité dans le pilotage de sa politique monétaire en 2019 en écartant toutefois pour l'instant la probabilité d'une baisse des taux directeurs comme le suggère pourtant déjà l'évolution récente des « Fed funds » qui donne une probabilité de 50% à la baisse en début 2020.

L'aplatissement de la courbe des taux US suite à la baisse des taux longs, n'annonce pas une récession selon nous dans le contexte actuel comme on l'entend trop souvent, mais cette situation est clairement un facteur tétanisant pour les membres du FOMC, qui ne sont pas prêts à prendre le risque d'agir en l'absence d'une réaccélération de l'économie. Selon la Réserve fédérale, il n'est donc plus nécessaire de resserrer les taux pour prévenir une accélération de l'inflation. Elle a également

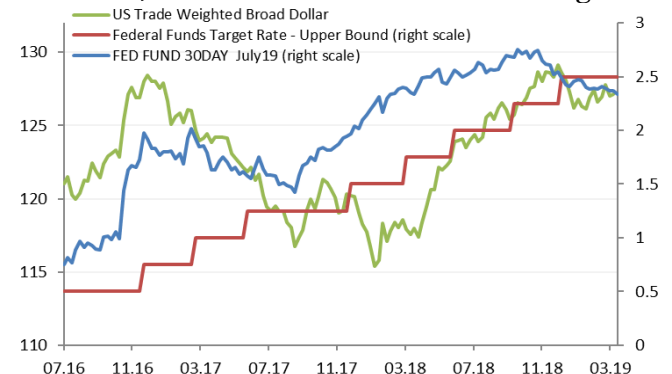
décidé de freiner son processus de réduction de la taille de son bilan en limitant de 30 à 15 milliards par mois son action. Elle est également prête à interrompre tout simplement son action si nécessaire dès le mois de septembre. Ce faisant la banque centrale américaine montre clairement sa volonté de stopper son processus de normalisation pour prendre en compte les risques de ralentissement de la croissance mondiale. L'objectif pour les Fed funds reste de 2.25 à 2.50%.

## FOMC projection des Fed Funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted

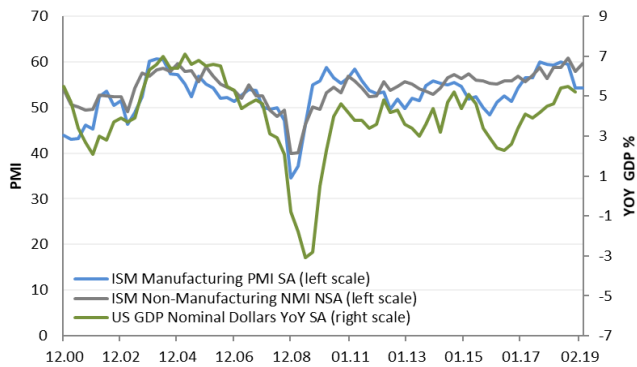


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Faiblesse persistante des indicateurs avancés

Depuis le renversement de tendance qui s'est enclenché en novembre, les indicateurs avancés poursuivent encore en cette fin de trimestre le déclin régulier constaté depuis maintenant cinq mois. L'indice PMI manufacturier s'essouffle encore un peu plus en mars (52.5) par rapport au mois précédent (53) et touche son plus bas niveau depuis 21 mois. Le dernier PMI des services glisse aussi de 56 à 54.8 et ne peut donc pas retenir un nouvel affaïssement de l'indice composite. Cependant, si la confiance ne semble pas encore revenue sur ces indicateurs, il est intéressant de noter quelques signes d'amélioration comme la publication de l'indice manufacturier de la Fed de Philadelphie qui s'est très nettement redressé en passant de -4.1 à +13.7 en mars.

## PIB et PMI

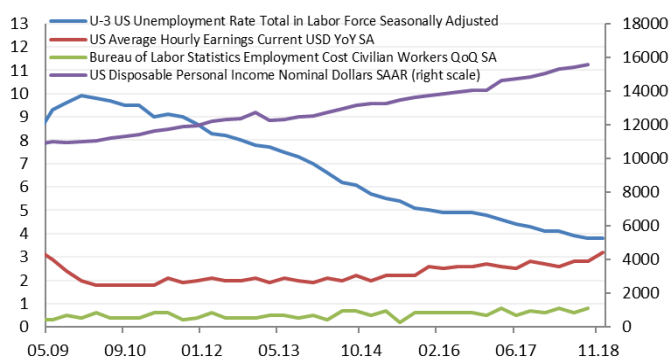


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Les chiffres de l'emploi sont au vert

La vigueur du marché du travail s'affirme toujours plus malgré quelques surprises temporaires et devrait clairement être un facteur essentiel, tant pour l'évolution de la dynamique de la consommation et du PIB que pour celle de l'inflation en 2019. La faiblesse des créations d'emplois du mois de février (20'000) après l'extraordinaire progression de 311'000 nouveaux emplois créés en janvier, devrait être temporaire. La volatilité observée dans l'évolution de cette statistique est notamment liée aux effets du « shutdown » gouvernemental et des conditions climatiques ayant affecté très sensiblement le secteur de la construction (-31'000 emplois). Globalement, le nombre de chômeurs a diminué de 300'000 à 6.2 millions alors que le taux de chômage glissait à nouveau à 3.8%.

## Chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les créations d'emplois pour le mois de mars devraient être solides et s'approcher de 175'000. Les chiffres des demandes d'indemnités de chômage ont chuté à 211'000 indiquant toujours une vigueur persistante du marché de l'emploi. Selon l'indicateur de tension du marché de l'emploi, calculant le nombre de demandeurs d'emploi par job offert, le ratio de 0.86 suggère toujours une offre supérieure à la demande, synonyme d'un marché de l'emploi vigoureux. Il y a désormais 7.581 millions de postes de travail offerts, soit +4.7% de plus que le mois

précédent. Le rythme des nouveaux engagements a lui aussi progressé de +3.8% à +3.9% sur un mois.

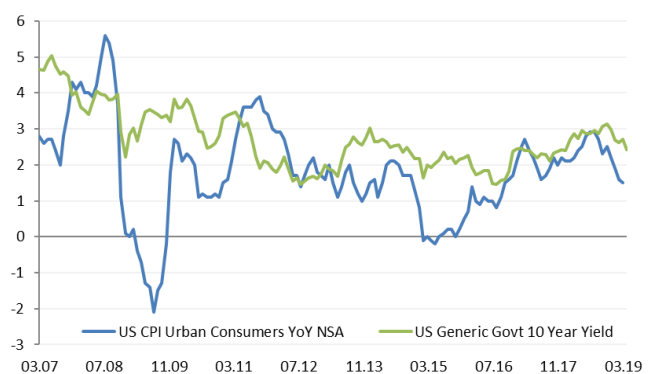
## La hausse des salaires s'accélère

Dans un contexte de marché de l'emploi relativement tendu, la croissance des salaires se poursuit logiquement aux Etats-Unis et continue de renforcer les perspectives de la consommation privée, qui reste le principal moteur de croissance de l'économie. La croissance du salaire horaire moyen en février a bondi de +3.4% sur un an, ce qui constitue la plus forte progression depuis 2008. Corrigé de l'inflation, le revenu hebdomadaire réel a progressé de +1.6% pour une hausse parallèle de +1.9% du salaire horaire réel, augmentant ainsi très nettement le pouvoir d'achat des ménages américains. Il s'agit de la plus forte croissance du revenu horaire réel depuis novembre 2015 (+2%). La réalité du marché du travail ne semble donc pas être affectée par la montée de l'incertitude souvent évoquée par les médias. Le quasi plein-emploi actuel produira encore des effets en 2019 sur l'évolution des salaires. Les pressions ne nous semblent en effet qu'à leur début, pour autant que les créations d'emplois restent supérieures à l'évolution du marché de l'emploi. La Réserve fédérale sera sans doute très attentive à l'évolution des paramètres de l'emploi malgré sa récente prise de position suggérant un statu quo de politique monétaire pour 2019. Elle reste selon nous convaincue, malgré son récent changement de position, que la vigueur du marché de l'emploi attendue aura deux effets essentiels pour l'évolution de sa politique monétaire. Le premier effet sera de renforcer assez rapidement les perspectives de la consommation et le second aura un impact moins immédiat sur la hausse des indices de prix.

## Relance de l'inflation et des taux longs

L'affaiblissement de l'inflation des derniers mois est encore essentiellement lié à la chute des cours de l'énergie et ne sera que temporaire. Nous estimons en début d'année que les perspectives économiques positives devaient rapidement renverser la tendance des cours du pétrole et relever à nouveau les indices de prix globaux.

## Inflation et obligations du Trésor américain à 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis le 1er janvier, la hausse des cours du brut a atteint +33% et devrait donc commencer à affecter la mesure de l'inflation. La hausse du revenu des ménages augmente le pouvoir d'achat et la capacité des entreprises à augmenter leurs prix de vente, poussant ainsi à la hausse les pressions inflationnistes. Nous pensons que l'inflation dépassera prochainement à nouveau l'objectif mentionné par la Fed, sans que celle-ci ne réagisse pour autant. L'inflation des salaires est ainsi un facteur clé pour l'évolution des indices de prix en 2019, qui pourrait être plus rapidement visible dans le secteur des services.

Pour l'instant, le scénario économique dominant dans les marchés de taux semble encore être celui du fléchissement de la croissance. Les perspectives pour le 1<sup>er</sup> trimestre sont certes légèrement en retrait (+1.5%), mais la reprise attendue pour le second trimestre (+2.6%) pourrait être soutenue par l'annonce d'une solution au conflit opposant toujours américains et chinois sur le commerce. La correction des taux longs de 3.2% à 2.6% observée entre novembre et décembre s'est encore amplifiée dans les derniers jours du mois de mars. Cette baisse des taux longs nous semble désormais excessive dans le contexte économique actuel. Nous estimons probable qu'une remontée des taux à dix ans accompagne de meilleures statistiques économiques avant l'été.

### La consommation s'affirme encore comme le principal moteur de la croissance

Les perspectives pour la consommation seront encore liées à l'évolution du revenu disponible des ménages, à l'accès au crédit et à la confiance des consommateurs. La situation du marché de l'emploi contribue à améliorer la confiance des ménages, mais un changement de sentiment concernant la situation économique américaine et notamment les incertitudes qui pèsent toujours sur le commerce international pourraient avoir un impact additionnel très significatif sur la propension à consommer des américains. Les consommateurs américains sont confiants ; la baisse de l'indicateur de sentiment publié en mars ne devrait être que temporaire. La consommation privée devrait très certainement être un facteur essentiel de développement du PIB au 1<sup>er</sup> semestre 2019.

### Perspectives légèrement positives pour le dollar

Le dollar profite encore de différentiels de croissance et de taux attractifs, notamment contre le franc suisse et l'euro. Cette situation devrait perdurer et même s'affirmer au cours des prochains mois, à moins d'une surprise majeure. A plus long terme cependant, les écarts de rendements devraient être attaqués par la hausse des taux qui interviendra 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 économique.

### Prise de profits sur les actions

Dans notre note de début d'année, nous évoquions les perspectives positives pour les actions américaines pour 2019 en relevant toutefois qu'un retour vers le niveau de 2'900 points sur le S&P500 provoquerait probablement de nouvelles questions de valorisation. Les actions américaines terminent le trimestre en hausse de près de +14%, ce qui constitue le meilleur résultat obtenu sur un trimestre depuis mars 2013 (+14.14%), mais aussi la cinquième meilleure performance depuis l'an 2000. Le contexte n'est pas négatif pour les actions, mais nous recommandons toutefois de ne pas oublier de prendre quelques profits après une progression aussi importante réalisée en à peine un trimestre.

**S&P 500, Nasdaq et GAFA**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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