

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



TENDANCE POSITIVE POUR LES ACTIONS AMERICAINES

Croissance ralentie du PIB au T1. Un « soft landing » se dessine. Déclin des indicateurs avancés. L'emploi se dégrade enfin. Baisse attendue de la consommation. L'inflation glissera en dessous de 5%. La Fed marquera une pause. Affaiblissement du dollar. Opportunités dans les marchés de capitaux. Perspectives positives pour les actions.

Points clés



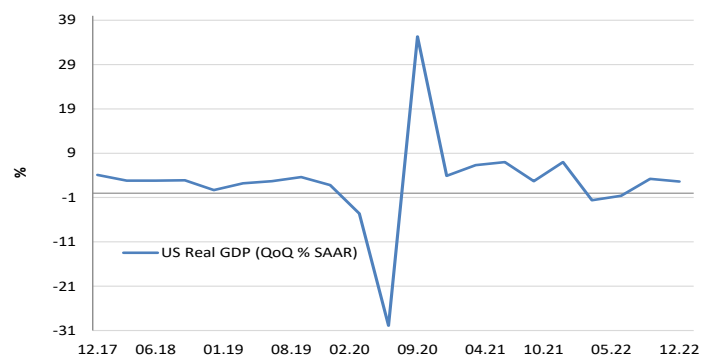
- Une fin d'année solide fera place à un « soft landing »
- Le 1er trimestre 2023 sera encore positif
- Baisse temporaire de la dynamique américaine
- Déclin des indicateurs avancés
- Les statistiques de l'emploi se dégradent enfin
- La Fed devrait marquer une pause
- L'inflation sera en dessous des Fed funds en juin
- Ajustement à la baisse des courbes de rendements
- Poursuite du déclin annoncé du dollar
- Perspectives toujours positives pour les actions

on l'observe déjà dans les chiffres de la production industrielle inchangée en janvier et février. Entre temps, la Réserve fédérale a poursuivi ses hausses de taux directeurs pour contrer l'inflation en provoquant une forte hausse des coûts de financement et une détérioration des conditions du crédit également dans le secteur immobilier et dans le segment industriel. Les réactions ont été assez rapides notamment dans le secteur technologique qui a procédé à des licenciements assez massifs, qui commencent à apparaître maintenant dans les chiffres des nouvelles demandes d'allocations chômage, et à des réductions des investissements. La priorité de la banque centrale reste encore la lutte contre l'inflation malgré l'évolution positive en cours, mais si celle-ci est déjà en phase de décélération nette, il semble également que le durcissement des conditions de crédit soit déjà en train d'affecter les perspectives de croissance des principaux segments de l'économie et très clairement celles de la consommation des ménages, principale composante du PIB américain. Nous estimons qu'un « soft landing » est donc déjà en train de se concrétiser et que le ralentissement sera effectivement sensible dès le 1er trimestre 2023 avec une croissance réduite à environ +1%.

Une fin d'année solide fera place à un « soft landing »

L'économie américaine a terminé l'année 2022 sur une croissance solide du PIB de près de +2.6% annualisée supérieure aux attentes des économistes, bien qu'en léger déclin par rapport à la dynamique du 3ème trimestre. La consommation personnelle a été un grand contributeur à cette évolution positive avec une croissance de +2.1%, mais elle est en fait restée sur une tendance similaire à celle des précédents trimestres. Cette progression masque toutefois certainement quelques difficultés des consommateurs à maintenir leur niveau de dépenses, alors que les salaires n'ont pas progressé au même rythme que l'inflation. Une perte de momentum est temporairement retenue par le recours à l'épargne excédentaire des ménages constituée pendant la période de pandémie. Cette situation devrait se dégrader au cours des prochains mois et peser sur les perspectives de croissance. Il faut aussi relever que la constitution d'inventaires a représenté près de la moitié de la hausse du PIB, ce qui de notre point de vue n'est pas un signe très positif pour les prochains trimestres, car elle suggère plutôt une demande plus faible qu'escomptée par les entreprises. Ces dernières devraient certainement réduire leur production dans les prochains mois pour s'ajuster à celle-ci comme

Croissance trimestrielle du PIB—Etats-Unis

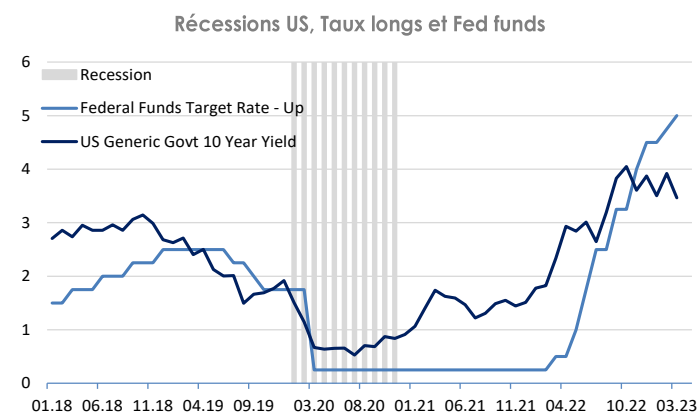


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le 1er trimestre 2023 sera encore positif

La croissance du PIB américain devrait donc être proche de +1% au T1, qui s'avérera certainement le dernier avant un prochain fléchissement plus net de la conjoncture, qui se concrétisera au cours des deux prochains trimestres (+0.2% puis -0.5%), avant une reprise probable en fin d'année.

Les ménages américains ont résisté à la hausse des taux et de l'inflation en ayant recours à leur épargne, mais ils ne pourront pas poursuivre cette stratégie longtemps, même si on estime que la diminution du niveau d'épargne des ménages pourrait théoriquement encore se poursuivre quelques temps avant qu'elle ne s'interrompe grâce aux réserves actuelles de 1.4 trillions pouvant encore être déployées.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

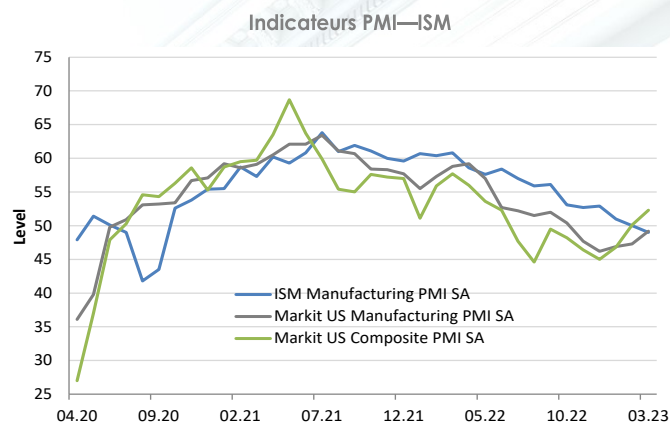
Baisse temporaire de la dynamique américaine

Le scénario de « no landing » de l'économie américaine qui s'était étonnamment imposé en cours de trimestre sur une rebond temporaire de l'inflation et des créations d'emplois, ne résistera pas à la crise bancaire et à ses implications possibles sur l'évolution du crédit. La politique monétaire de la Fed s'ajuste en injectant plus de 500 milliards de liquidités et en envisageant la fin de son cycle de resserrement monétaire engagé en mars 2022. Face à la hausse des taux, le consommateur américain avait largement puisé dans son épargne déjà en 2022 et a maintenu ses dépenses depuis grâce au recours accru au crédit. Nous doutons que celui-ci puisse faire longtemps face à la hausse des conditions de financement avant qu'il ne soit contraint d'ajuster sa consommation. La diminution du pouvoir d'achat est désormais actée et commence à mordre sur la confiance et sur les ventes de détail. Du côté des investissements, les entreprises semblent nettement moins disposées à procéder à des achats de nouveaux équipements dans l'incertitude croissante sur le plan économique. Un ralentissement conjoncturel net semble de plus en plus probable dans les prochains mois. Des développements positifs sur le front de l'inflation devraient pourtant contribuer à abaisser les taux d'intérêt et atténuer les effets récessifs de la crise bancaire. Cet affaissement de la conjoncture devrait cependant rester modéré, nos perspectives pour le 1er semestre sont de +0% à +0.5% et de +0.5% à +1% pour l'ensemble de l'année 2023.

Déclin des indicateurs avancés

Le rebond des indices PMI se poursuit avec le segment manufacturier en reprise en mars (49.2) de ses plus bas de décembre (46.2), mais il reste encore très incertain, alors que l'indice des services, en léger déclin de 53.8 à 52.6 sur le mois, reste très nettement au-dessus du seuil de croissance. L'indice composite glisse légèrement sur le mois, mais reste aussi en zone positive avec un niveau en baisse de 53.3 à 52.3. En mars, les indicateurs ISM s'affaiblissent également nettement de 47.7 à 46.3 pour le secteur manufacturier et de 55.1 à 51.2 pour les services. La composante « nouvelles commandes » enregistre

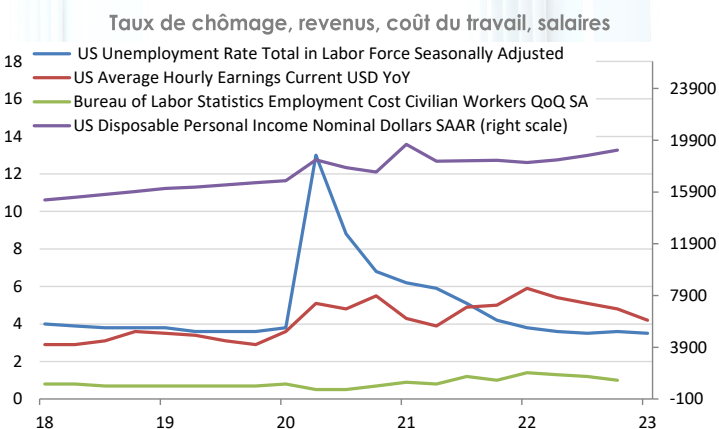
une forte chute de 10 points, de 62.6 à 52.2, annonçant un ralentissement probable dans les prochains mois.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les statistiques de l'emploi se dégradent enfin

Les demandes d'allocations de chômage progressent désormais régulièrement depuis la fin janvier pratiquement chaque semaine et se situent désormais en moyenne à 240'000 nouvelles demandes, sensiblement plus que le point bas de 180'000 de septembre 2022. Cette évolution reflète les annonces de licenciements faites en début d'année, qui se mettent seulement progressivement en place maintenant. Ces éléments confirment que le marché du travail est en train de faiblir avec la baisse de l'activité économique. Les offres d'emplois ont aussi subi une contraction sensible en dessous de 10 millions après avoir atteint un sommet en mars 2022 (12 millions). Ces développements devraient satisfaire la Réserve fédérale qui s'inquiétait encore récemment des risques qu'un marché de l'emploi en tension pouvait faire peser sur l'évolution des salaires et de l'inflation. Nous estimons que les entreprises américaines vont encore poursuivre leurs efforts d'ajustement de leurs coûts par la variable « emploi » afin de protéger leurs marges bénéficiaires et leurs résultats en phase de ralentissement conjoncturel.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Ralentissement inévitable de la consommation

La confiance des ménages reste hésitante, elle s'améliore peut-être grâce au déclin de l'inflation, comme l'indique la progression du sentiment mesuré par le Conference Board, mais elle décline selon le sondage réalisé par l'Université du Michigan sous l'impulsion de la diminution du revenu réel des ménages. Le marché du travail ne sera pas de grand secours

selon nous pour soutenir une nouvelle amélioration du sentiment, qui dépendra plus probablement de la baisse des coûts de financement, des taux d'intérêt et du crédit. La hausse des taux d'intérêt a fini par faire baisser la croissance du crédit à 15.3 Mrds. en février, sensiblement moins que la hausse de 19.5 Mrds de janvier. Dans cet environnement difficile, les consommateurs n'avaient souvent pas eu d'autre choix que de puiser dans leur épargne et d'accroître leur niveau d'endettement en ayant notamment recours plus que d'habitude à leurs cartes de crédits. La hausse des taux de crédit pratiqués sur les cartes de crédit au-dessus de 20% freine désormais l'ardeur des consommateurs à maintenir leur consommation par le recours aux cartes de crédit. Celle-ci ne progresse donc logiquement que de +0.2% en février alors que la consommation personnelle réelle recule de -0.1%.

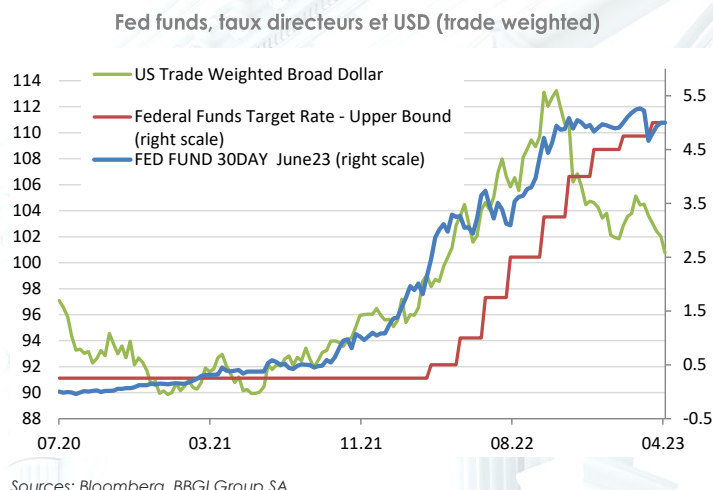
La Fed devrait marquer une pause

La publication d'un rebond de l'inflation aux Etats-Unis en janvier à +0.5%, suivie d'un chiffre extraordinaire de créations d'emplois de 517k largement supérieur aux attentes de 189k, avaient ensemble mis le feu aux poudres. La banque centrale s'était empressée de confirmer que si l'économie devait s'avérer toujours très forte, elle n'hésiterait pas à remonter plus longtemps et plus haut ses taux directeurs. Un changement brutal de scénario apparaissait, et provoquait un ajustement de 100 pdb des taux des Fed funds pour le mois de décembre 2023 à 5.6% notamment et qui était accompagné d'un mouvement similaire sur les rendements à court terme. Toutes les courbes de taux s'étaient alors ajustées à la hausse, sans envisager que ce scénario n'avait finalement que très peu de probabilités de se concrétiser. L'économie américaine était en effet bien moins résistante que ne le laissait entendre les données « lagging » du marché de l'emploi ou des loyers. Alors que le ralentissement conjoncturel semblait pourtant de plus en plus net dans de nombreuses autres statistiques économiques, le sentiment général restait affecté par les anticipations négatives d'une politique monétaire finalement plus durablement restrictive qu'escompté auparavant.

La crise bancaire du début mars a brutalement renforcé l'incertitude ambiante et provoqué un vent de panique de quelques jours faisant craindre qu'une nouvelle situation systémique similaire à celle de 2008 pouvait menacer gravement la pérennité du système financier international. Il aura suffi de quelques jours de panique pour pousser la Fed et le gouvernement américain à adopter une attitude résolument déterminée par laquelle elles réaffirmaient la solidité du système bancaire tout en renversant totalement les politiques affichées jusqu'alors. La Réserve fédérale a rassuré les investisseurs et les épargnants en fournissant notamment toute la liquidité nécessaire à écarter tout risque systémique de contagion de la faillite de la SVB, faisant bondir le bilan de la Fed de 500 milliards, soit environ 6% en quelques jours et en mettant fin ainsi à sa stratégie de QT. Ce dernier épisode de gonflement des risques systémiques est encore loin d'avoir développé tous ses effets à moyen terme, mais à court terme le résultat est clair, les anticipations de taux directeurs se sont massivement réajustées à ce nouvel environnement.

Les taux des Fed funds pour décembre ont chuté de 150 pdb, les Fed funds de juin sont désormais en dessous des taux directeurs actuels de 5%, impliquant une anticipation de baisse des taux de la Fed dans les prochains mois déjà. C'est désormais un nouveau paradigme pour la politique monétaire perçue comme ayant déjà atteint son zénith et proche d'une phase de détente aux Etats-Unis. La Fed devrait désormais s'abstenir de relever ses taux directeurs avant de procéder à

un assouplissement ultérieur, peut-être en fin d'année, si le ralentissement conjoncturel s'avère être plus sévère et plus profond qu'attendu.



L'inflation sera en dessous des Fed funds en juin

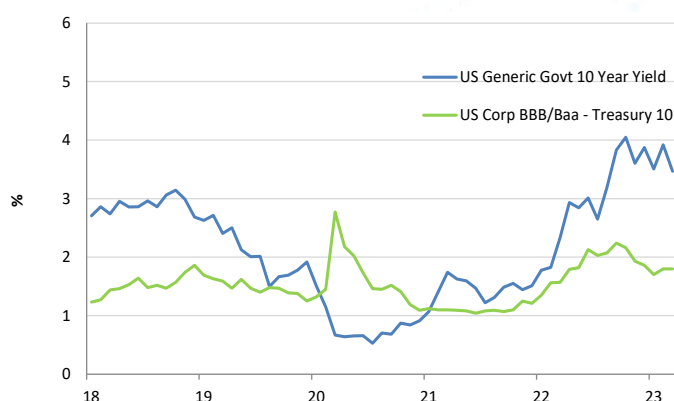
L'inflation publiée pour le mois de mars aux Etats-Unis est tombée de +0.45% en février à seulement +0.1% sur le mois, ce qui implique une chute de +6% pour l'indice CPI annuel en février à +5% en mars. L'inflation recule sensiblement et retrouve un rythme mensuel de plus en plus satisfaisant. L'indice des prix hors alimentation et énergie ne montre pas encore la même dynamique, mais elle reste à +0.4% sur un rythme d'environ +4.8% annuel. Parmi les éléments encore résistants, on trouve presque exclusivement la composante « loyers » qui retient un peu la tendance baissière générale. Cependant, notons une nouvelle fois que cette composante est totalement « lagging », car elle mesure le niveau global de tous les loyers. Il nous semble très probable qu'elle suive la tendance déjà visible de la baisse des prix observée sur le sous-segment des nouveaux loyers. La diminution progressive attendue de l'inflation à un niveau « acceptable » est donc selon nous toujours totalement en marche. Par ailleurs, l'évolution des indices de prix à la production sont déjà en contraction de -0.1% (hors alimentation et énergie). L'inflation semble donc bien suivre la tendance prévue et devrait prochainement repasser en dessous du niveau des Fed funds de juin (5%) et même de ceux de septembre (4.8%).

Ajustement à la baisse des courbes de rendements

Les rendements obligataires aux Etats-Unis se sont extrêmement rapidement ajustés au changement de situation pour l'évolution prochaine de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Les faillites bancaires des dernières semaines ont en effet affecté directement et indirectement les conditions de financement et la psychologie des épargnants. Si le gouvernement et la banque centrale ont assez rapidement réagi en contrôlant la situation et en évitant tout dérapage de type systémique immédiat, tous les effets de cette crise bancaire ne sont pas encore réellement visibles et prendront peut-être du temps à se matérialiser. La banque centrale serait bien inspirée de considérer les risques qu'elle peut encore représenter sur l'accès au financement et sur le durcissement indirect des conditions monétaires et donc sur les risques de choc conjoncturel. Nous estimons que cette situation est propice à la fin du QT et du cycle de hausse de taux directeur et que cela aura un impact significatif sur l'évolution prochaine des courbes de rendements aux

Etats-Unis. Une diminution de l'inflation (CPI) en dessous de +5%/an au 2ème trimestre déjà nous semble très probable et propice à un abaissement des taux du Trésor US en dessous du niveau actuel de 4.7% (12 mois), 4% (2ans), 3.6% (5ans) à court terme. Le ralentissement de la conjoncture et de l'inflation seront les principaux facteurs du changement de perception de la forme et des niveaux des courbes de taux. Très largement inversées il n'y a que quelques semaines seulement, on devrait assister rapidement à un abaissement général des taux sur la partie « courte » contribuant à un aplatissement global des courbes de taux. Les perspectives pour les marchés obligataires en dollars nous semblent donc favorables et suffisamment attrayantes pour soutenir une exposition diversifiée favorisant les obligations « investment grade » d'entreprises offrant à la fois un rendement intéressant et des perspectives de plus value en capital.

Rendements du Trésor US et obligations BBB (Spread)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Poursuite du déclin annoncé du dollar

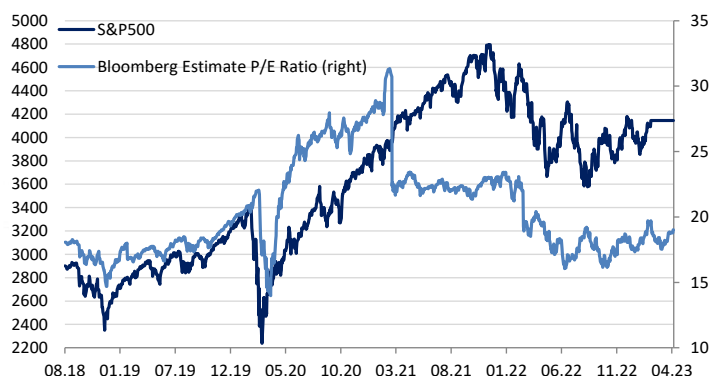
Le dollar a été le grand gagnant de la vague de hausses de taux d'intérêt observée en 2022 et du durcissement de la politique monétaire américaine enclenché avant la plupart des autres banques centrales. Les hausses de taux directeurs de la Fed ont créé une dynamique d'élargissement des écarts de rendements favorable à la devise américaine (+19.3%) jusqu'à l'automne 2022. Depuis lors, une perte de momentum de cette dynamique s'est manifestée avec la diminution des incréments de hausses de la Fed de 0.5% à 0.25% alors que d'autres banques centrales maintenaient leurs hausses de 0.5%. La contraction du différentiel explique en partie une correction déjà significative du dollar trade weighted index (-11.5%) qui devrait se poursuivre au 2ème trimestre 2023. L'inflation américaine repassera en dessous de +5% rapidement, provoquant un abaissement des taux d'intérêt en

dollars. L'intérêt pour les actifs américains restera certainement suffisant pour freiner une tendance à l'effritement du dollar qui devrait progressivement se trouver en perte de vitesse. Cependant, la décision de certains pays du Golfe d'accepter des ventes de pétrole et de gaz en yuans est une nouvelle menace à long terme pour l'évolution de la demande de dollars qui doit être prise en considération.

Perspectives toujours positives pour les actions

Le trimestre s'est avéré volatil dans les marchés actions en raison de la versatilité des scénarios conjoncturels et des changements drastiques de perspectives pour les Fed funds et les taux d'intérêt. Mais avec le retour d'un scénario de « soft landing » et la fin probable du cycle des hausses de taux directeurs, l'environnement macroéconomique du début du 2ème trimestre confirme nos perspectives positives pour les actions américaines. Elles devraient en effet bénéficier d'une certaine normalisation des courbes de taux et d'une baisse des coûts de financement qui accompagneront le déclin de l'inflation annoncé qui se concrétise. Le rebond des indices actions de ces dernières semaines efface la correction de mars liée aux anticipations infondées d'une économie américaine trop forte et d'un durcissement additionnel de politique monétaire. Les valeurs de croissance (+11.04%) surperforment largement les valeurs de substance (+5.77%) conformément à nos attentes fondées notamment sur une normalisation des taux d'intérêt plus favorable aux valeurs technologiques en particulier, favorisées depuis le début de l'année dans notre politique d'investissement. Nous estimons que la croissance attendue des profits pour le S&P500 proche de zéro pour les douze prochains mois est particulièrement conservatrice et maintenons donc une vision positive pour l'évolution prochaine des actions en conservant une surpondération sur les valeurs de croissance.

Actions S&P500 & PE ratio



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41 22 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch