

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



APLATISSEMENT DE LA COURBE DES TAUX EN USD

Ralentissement économique modéré. Un CPI à 3% est en vue. Détente dans le marché du travail. Fin du cycle de resserrement monétaire. Plus forte baisse des taux courts. Déclin du dollar. Elargissement de la participation à la hausse des actions.

Points clés



- La dynamique économique américaine reste solide
- Ralentissement modéré au T2 (+1.2%)
- Les indicateurs avancés annoncent un fléchissement
- Détente notable du marché de l'emploi
- La Réserve fédérale devrait se donner du temps
- L'inflation baisse même si certaines composantes ne s'ajustent que lentement
- Volatilité persistante sur les courbes de rendements
- Faiblesse probable du dollar au 2ème semestre
- Surprises positives pour les profits des entreprises

La dynamique économique américaine reste solide

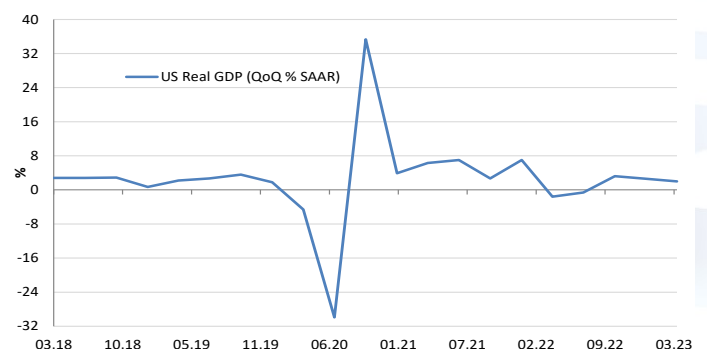
La révision du PIB pour le 1er trimestre 2023 souligne une dynamique économique encore relativement solide aux Etats-Unis. La croissance du PIB révisée est de +2% en rythme annuel après une révision notamment plus favorable de l'évolution des exportations et de la consommation privée. La consommation des ménages a finalement enregistré une progression de +4.2%, qui constitue sa plus forte hausse des vingt-quatre derniers mois, grâce à des ajustements positifs dans le segment des services, soutenus par un marché du travail encore solide, malgré une évolution des salaires plus faible. La croissance des exportations de +7.8% a aussi largement contribué au résultat du trimestre. A contrario, le déclin des dépenses gouvernementales a pesé pour le deuxième trimestre consécutif sur la performance de l'économie américaine. Le secteur immobilier est toujours en difficultés et enregistre un huitième trimestre de déclin, alors que les investissements en biens d'équipement se contractaient pour le deuxième trimestre consécutif. Le début d'année s'avère donc plus robuste qu'attendu par le consensus qui tablait tout de même sur une progression du PIB, mais d'à peine +1.3% au lieu de +2% atteint. Comme au précédent trimestre, l'économie américaine continue de

surprendre positivement les observateurs et pourrait encore réserver de nouvelles surprises ces prochains mois.

Les risques de récession, très souvent évoqués au cours des derniers mois en réaction au fort durcissement des conditions monétaires de la banque centrale mis en œuvre depuis plus d'un an, ne se matérialisent toujours pas. Le spectre d'un « hard landing » semble aussi clairement s'évanouir et les prévisions de croissance tendent désormais à repousser au troisième, voir au quatrième trimestre 2023, la probabilité d'une croissance négative de l'économie. Les récentes statistiques publiées en mai et juin ont plutôt été meilleures qu'escompté, ce qui soutient les anticipations d'un nouveau développement positif du produit intérieur brut américain au deuxième trimestre.

La situation relativement favorable des ménages américains surprend aussi dans le contexte connu de tensions et d'accessibilité au crédit plus difficiles. Elle contribuera certainement à une nouvelle croissance des dépenses des ménages pourtant probablement sensiblement plus faible au T2. Elle est notamment soutenue par un effet de richesse sans doute plus positif que beaucoup d'observateurs ne l'imaginaient. La fortune des ménages américains a en effet progressé de 3 trillions de dollars au cours du 1er trimestre, soit +2.1% pendant la période pour atteindre une valorisation globale de 148 trillions de dollars selon les estimations publiées par la Réserve fédérale. La performance du deuxième trimestre dépendra aussi de la poursuite de l'évolution positive des exportations, de l'investissement et des dépenses publiques.

Croissance trimestrielle du PIB—Etats-Unis

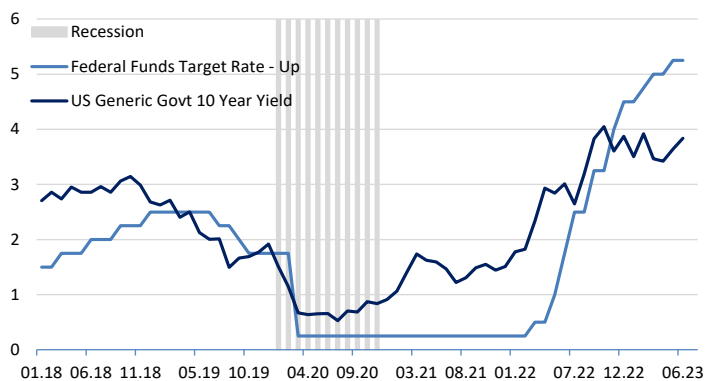


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Ralentissement de la croissance du PIB (+1.2%) pour le T2

L'économie américaine s'avère nettement plus résiliente que ce que craignaient les prévisionnistes et pourrait donc encore terminer le 2ème trimestre sur un résultat positif supérieur aux attentes. L'inflation recule de plus en plus nettement et contribue certainement à l'amélioration de la confiance des consommateurs, désormais sensiblement moins inquiets pour l'évolution de leur pouvoir d'achat. D'autant que les hausses de salaires consenties leur a tout de même permis de réduire l'impact de la hausse des prix sur leur capacité à consommer. Ceux-ci sont aussi rassurés par la résilience du marché de l'emploi et l'absence d'une dégradation pourtant tant espérée de la Réserve fédérale. Le niveau de chômage reste relativement stable et historiquement bas à 3.6%. Les ménages américains ont tout d'abord résisté à la hausse des taux et de l'inflation en ayant recours à leur épargne pour maintenir leur pouvoir d'achat et leur consommation. La hausse des coûts du crédit mettra sans doute un frein à cette tendance, 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.

Récessions US, Taux longs et Fed funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

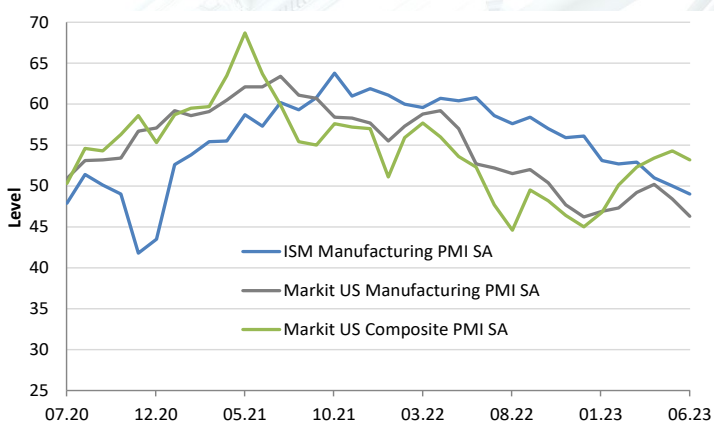
Face aux risques posés par la courte crise bancaire en fin de 1er trimestre, les autorités monétaires avaient rapidement réagi en réinjectant plus de 500 milliards de liquidités. Celles-ci ont pourtant été totalement retirées au cours des derniers mois, provoquant aussi une volatilité sur les marchés de taux et une hausse des coûts de financement. La confiance des consommateurs s'améliore pourtant de 102.3 à 109.7 en juin selon le « Conference Board ». Globalement, les surprises économiques ont plutôt été favorables pendant le 2ème trimestre conduisant à une modification de nos estimations de croissance prudente pour la période se terminant en juin à +1.2% et +2% au plus haut. Le 1er semestre aura donc été selon cette estimation en croissance satisfaisante dans un contexte pourtant particulièrement incertain et tendu. Nos perspectives pour l'année 2023 restent logiquement positives et proche de +1%, alors que les risques de récession s'amenuisent.

Les indicateurs avancés annoncent un fléchissement

Les indices PMI se contractent en juin et retrouvent leur plus bas niveau de 2022 dans le segment manufacturier (46.3). Le rebond d'avril au-dessus du seuil de croissance de 50 n'aura été que de courte durée. L'indice des services est au contraire toujours bien orienté en juin (54.4) et supporte l'indicateur global en baisse à 53.0 qui reste aussi en zone positive. L'indicateur ISM manufacturier en baisse également confirme cette tendance, alors que l'ISM des services (53.9) se renforce

au-dessus du seuil de croissance. La composante « nouvelles commandes » enregistre un rebond de 52.9 à 55.5, suggérant une situation meilleure pour les prochains mois.

Indicateurs PMI—ISM

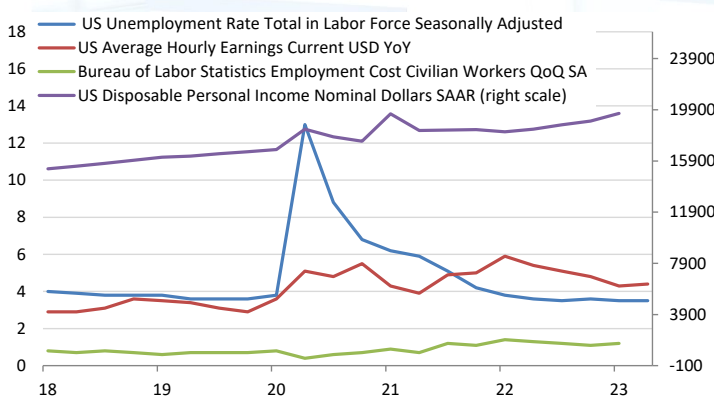


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Détente notable du marché de l'emploi

Les demandes d'allocations de chômage progressent encore régulièrement depuis la fin janvier pratiquement chaque semaine et se situent désormais à 248'000 nouvelles demandes, sensiblement plus que le point bas de 180'000 de septembre 2022. Les créations d'emploi non agricoles sont désormais en chute de 339'000 en mai à seulement 209'000 créations en juin, soit au plus bas depuis décembre 2020. L'emploi dans le secteur privé s'est aussi contracté de 283'000 en mai à 149'000 en juin. Ces éléments confirment que le marché du travail est en train de faiblir avec la baisse de l'activité économique. Les offres d'emplois JOLTS ont aussi subi une chute de 10.1 à 9.8 millions après avoir atteint un sommet en mars 2022 (12 millions). La progression annuelle du salaire horaire moyen diminue régulièrement depuis mars 2022 (+6%) à seulement +4.4% en juin 2023, ce qui est tout de même supérieur à l'inflation (CPI) sur un an qui a chuté à +4% en juin. Malgré un taux de chômage toujours historiquement bas, 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. D'autre part, le déclin de l'inflation devrait également diminuer les prétentions de hausses de salaires et freiner un peu plus encore l'évolution du niveau de salaire horaire moyen.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

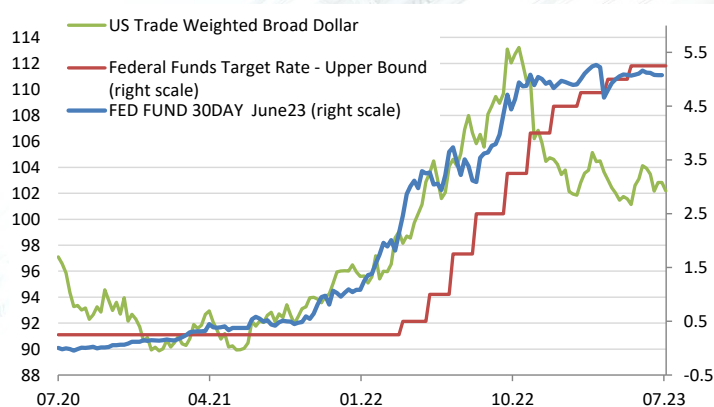
La Réserve fédérale devrait se donner du temps

Le marché du travail enregistre donc quelques meilleurs développements depuis plusieurs mois et semble enfin réagir à la politique monétaire, sans pour autant s'effondrer, ce qui devrait rassurer la banque centrale américaine. Même si l'emploi reste relativement bien orienté, une baisse des tensions et une diminution des risques de transmission de la hausse des salaires sur les indices de prix sont en effet des éléments positifs pour la Réserve fédérale. Du côté de l'évolution des prix, l'inflation (CPI) a déjà chuté à tout juste 4% à la fin mai, en très net déclin du chiffre précédent d'avril (+4.9%), et pourrait même glisser dans les prochains jours à 3% pour la fin juin. Le régime d'inflation mensuelle pour le CPI (+0.2%) s'améliore nettement comme celui des prix à la production, désormais négatifs pour le mois de mai (-0.3%). La Réserve fédérale peut déjà selon nous considérer que l'évolution générale des prix va dans le bon sens, même si l'inflation hors alimentation et énergie est encore en hausse de +5.3% en mai sur un an. Le président de la banque centrale a annoncé une pause dans le processus de hausse de ses taux directeurs après la dernière réunion du FOMC du 14 juin dans l'attente de confirmation des tendances récentes. Nous considérons que malgré les probabilités toujours existantes d'une remontée de 0.25% de son taux directeur le 26 juillet, il nous semble plus probable que le statu quo soit maintenu si l'inflation de juin en rythme annuel glisse effectivement à 3% et si l'inflation hors alimentation et énergie continue de baisser à 5% pour passer en dessous des taux directeurs de 5.25%.

La banque centrale est à nouveau en phase de réduction de la taille de son bilan depuis trois mois. Après une injection massive de 500 milliards de liquidités nécessaire pour apaiser les inquiétudes liées à l'éclatement de la crise bancaire en mars qui avait remonté à 8.7 trillions la taille de son bilan. Elle a depuis retiré près de 500 milliards et fait tomber celui-ci à 8.3 trillions en début juillet. Alors qu'elle remontait ses taux en avril, mai et juin, elle resserrait aussi encore un peu plus sa politique monétaire en retirant des liquidités du système financier. Dans ce contexte à nouveau plus restrictif, nous estimons qu'elle devrait maintenir sa position en juillet. Après avoir trop tôt parié sur un renversement de politique monétaire et des baisses de taux directeurs dès le début de l'été en raison des risques perçus comme élevés de récession, les investisseurs semblent avoir totalement écarté cette éventualité aujourd'hui. La courbe des taux est de plus en plus fortement inversée, alors que les risques de ralentissement sont désormais plus réduits. Notre prévision pour l'évolution des taux directeurs envisage une première phase de statu quo pouvant durer jusqu'au quatrième trimestre 2023 avant d'être suivie d'une nouvelle période de réduction des taux conduisant à un aplatissement de la courbe des taux.

Les taux des Fed funds pour décembre ont aussi largement rebondi de leurs niveaux post crise bancaire de 4% à 5.4%. Ils sont ainsi à nouveau plus haut que les taux directeurs actuels (5.25%) et ne prennent plus du tout en considération un assouplissement possible des conditions monétaires dans les six prochains mois. C'est encore un nouveau changement important de paradigme pour la politique monétaire, qui ne prend selon nous pas en considération les réelles opportunités de baisse de l'inflation à des niveaux proches de l'objectif de la banque centrale et surtout très en dessous de celui des Fed funds. Il nous semble ainsi qu'une inflation annuelle qui passerait déjà à la fin du 1er semestre à seulement 3%, alors que le déflateur du PIB est déjà tombé à 3.9% sont des éléments favorables pour retenir le FOMC de procéder à de nouvelles hausses.

Fed funds, taux directeurs et USD (trade weighted)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation baisse même si certaines composantes ne s'ajustent que lentement

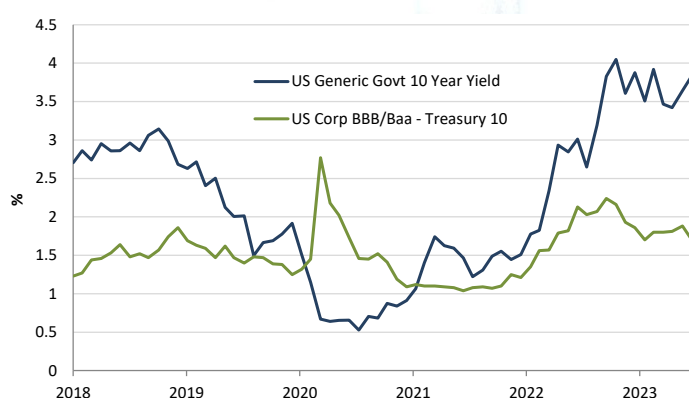
L'inflation publiée pour le mois de mai aux Etats-Unis confirme le nouveau régime qui s'est mis en place depuis douze mois. Elle évolue depuis entre +0.5% et 0% par mois, nettement moins que la hausse de +1.2% enregistrée en juin 2022. Elle n'est plus que de +0.25% en moyenne depuis quatre mois. L'inflation 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 poursuivre son déclin sans de nouvelles mesures restrictives massives de la Fed. D'autant que selon nous la relation de causalité entre le niveau de chômage, la croissance, les taux directeurs et l'inflation n'est pas aussi clair, particulièrement lorsque l'on considère que l'évolution des prix a été plutôt un phénomène lié à des goulots d'étranglement sur l'offre après la pandémie, qu'à un excès de demande.

Volatilité persistante sur les courbes de rendements

Depuis neuf mois la volatilité est restée très présente sur les marchés de taux qui subissaient des fluctuations marquées par de courts cycles de hausses et de baisse des rendements sur la plupart des échéances. Les rendements obligataires du Trésor à dix ans ont ainsi subi cinq phases de hausses et de baisses de 70 pdb, comprises entre 3.3% et 4.25%, la dernière ayant à nouveau dépassé 4% en début juillet. Sur les échéances plus courtes à deux ans, le dernier cycle a poussé les taux à 5%, trop près des Fed funds selon nous et trop haut selon nos estimations d'évolution de l'inflation à moyen terme. Rappelons que les attentes d'inflation à 1 an de l'Université du Michigan ne sont que de 3% et que le « breakeven » des obligations du Trésor à deux ans a chuté de 3.4% en mars à 2.05% à ce jour. Les rendements sur la partie courte de la courbe gouvernementale nous semblent clairement trop

Influencé par les déclarations de politique monétaire de la Fed annonçant encore deux hausses potentielles de taux directeurs si cela devenait nécessaire. Nous avons déjà évoqué nos anticipations pour l'évolution prochaine de la croissance, de l'inflation et des taux directeurs, nous estimons donc que les rendements du Trésor sont actuellement trop élevés sur la partie courte, induisant une pente trop raide non adaptée à la situation. Un aplatissement de la courbe des taux par une correction plus nette de la partie courte, nous semble être désormais le scénario le plus probable. Nous anticipons un abaissement des taux sur les échéances courtes dès que les signes d'une inflation plus proche de 2.5% à 3% seront plus évidents. Cette baisse des taux sera plus marquée sur les échéances entre 2 et 5 ans qui pourraient glisser de 150 à 200 pdb et respectivement 70 à 100 pdb sur les échéances à dix ans du Trésor. 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

Faiblesse probable du dollar au 2ème semestre

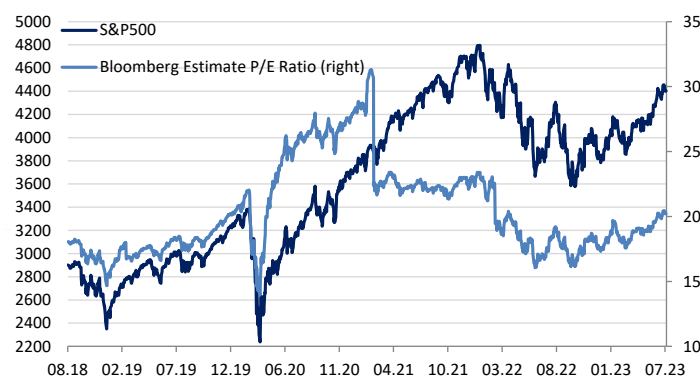
La dynamique des taux s'est avérée finalement plus forte aux Etats-Unis qu'en Europe au cours des trois derniers mois. Avec un bond de 150 pdb, les taux à deux ans en dollars ont plus fortement progressé que les taux en euro (110 pdb). Le dollar avait initialement été le grand gagnant du changement de politique monétaire de la Fed avant de fléchir en fin d'année 2022. La stabilisation en cours depuis six mois dans à de plus bas niveaux dans le contexte de probable dégradation des différentiels de rendements n'est pas très rassurante pour la devise américaine dans la perspective de fin d'année.

Le déclin attendu des rendements en dollars ajoutera une nouvelle pression sur le billet vert qui pourrait bien fléchir à nouveau contre l'euro notamment. 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.

Surprises positives pour les profits des entreprises

Les derniers mois ont montré une excellente résistance des marchés actions dans le contexte pourtant plus tendu en mai et juin sur le front des taux d'intérêt, malgré le récent statu quo de la Fed. L'indice S&P500 a poursuivi sa progression et s'affiche en hausse de +10% depuis le début de l'année. Nos anticipations de relance haussière des marchés actions soutenue par un intérêt retrouvé pour les principales valeurs technologiques se sont concrétisées, à l'image du Nasdaq désormais en hausse de +25% en 2023. Les valeurs de croissance sont à nouveau en vogue, tirées par la vague d'enthousiasme provoquée par les développements technologiques et les perspectives de développement de l'Intelligence Artificielle (IA). La concentration de l'intérêt des investisseurs sur un nombre limité de grandes valeurs peut inquiéter, mais nous estimons que la participation devrait s'accroître dans les prochaines semaines. La hausse des indices ne devrait plus autant être concentrée sur un nombre limité de titres, mais s'élargir progressivement pour soutenir une nouvelle progression des marchés actions. Notre scénario de croissance au T2 renforce le sentiment que les attentes bénéficiaires pour 2023 sont toujours trop pessimistes et réserveront des surprises positives. La croissance attendue des profits pour le S&P500 proche de zéro pour les douze prochains mois est particulièrement conservatrice, nous 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