

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



FIN DE LA CONSOLIDATION ESTIVALE DES MARCHES US ?

Ralentissement conjoncturel plutôt qu'une récession. L'inflation baisse dans les services. Pause durable de la Fed. Ajustements à la baisse des courbes de taux. Faiblesse du dollar. Perspectives positives pour les obligations et actions.

Points clés



- La croissance économique ralentit peut-être plus qu'il n'y paraît
- Le ralentissement se profile pour la fin de l'année
- Les indicateurs avancés suggèrent un « soft landing »
- Marché de l'emploi toujours très incertain
- La Réserve fédérale marquera une pause durable
- L'inflation baisse désormais aussi dans les services
- Tensions excessives sur les courbes de rendements
- Le dollar profite temporairement de la hausse des taux
- Perspectives positives pour les marchés actions

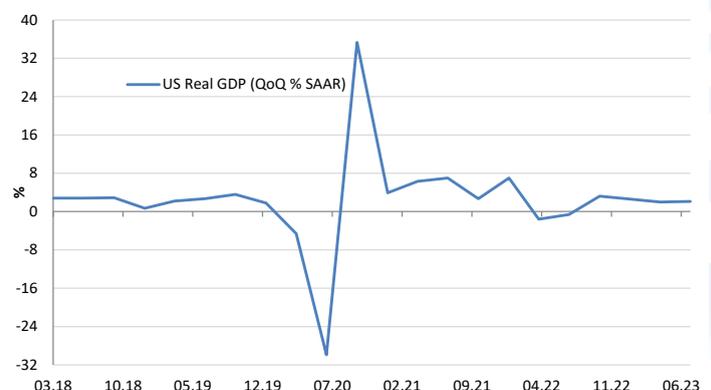
La croissance économique ralentit peut-être plus qu'il n'y paraît

Le PIB du 2ème trimestre révisé de +2.4% à +2.1% suggérait tout de même une résilience de l'activité conjoncturelle aux Etats-Unis surprenante pour beaucoup d'observateurs qui annonçaient depuis plusieurs trimestres une récession en 2023. La croissance réelle annualisée au T2 s'est donc avérée similaire à celle du T1. La consommation personnelle a très nettement glissé au 2ème trimestre et n'affichait plus qu'une hausse de +0.8% après un 1er trimestre en nette progression (+4.2%), qui constituait alors sa plus forte hausse des vingt-quatre derniers mois. La révision du PIB a été affectée par des investissements plus faibles, alors que la consommation était légèrement révisée à la hausse. Un marché du travail toujours robuste bien qu'en phase de détente soutient les dépenses de consommation personnelle et devrait encore permettre une évolution positive du PIB au 3ème trimestre. Les entreprises tempèrent leur ardeur à engager de nouveaux collaborateurs, ce qui permet une certaine détente encore toute relative du marché. Les statistiques de créations d'emploi faiblissent sans que les demandes d'allocations chômage n'enregistrent de progressions massives. Du côté des entreprises, la réduction des stocks devrait représenter un facteur positif pour l'évaluation des perspectives de

production industrielle pour les prochains mois. Notons aussi que la hausse de +3.9% des investissements en bien d'équipement retrouve un peu de vigueur après le déclin de -0.4% du trimestre précédent. La chute de -10.6% des exportations s'est avérée nettement plus forte que la contraction des importations (-7%). En ce qui concerne les dépenses gouvernementales, la croissance s'est réduite de +5% à +3.3%. 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 dix-huit mois, 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 toujours plus loin en 2024, les risques d'une croissance négative de l'économie.

Le consensus semble aujourd'hui prévoir une croissance de +1.8% du PIB au T3 avant un fléchissement de l'activité à +0.4% en fin d'année. La croissance du T3 mesurée par le PIB pourrait toutefois s'avérer encore plus solide et dépasser les attentes du consensus si l'indicateur de la Fed d'Atlanta GDPNow actuellement de +4.8% se vérifie. Mais cette vigueur de l'été pourrait aussi n'être que de courte durée alors que d'autres mesures que le PIB font déjà état d'un fléchissement de l'activité à la fin de l'été.

Croissance trimestrielle du PIB—Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le ralentissement se profile pour la fin de l'année

Le T3 sera certainement encore solide, mais cette poussée de croissance du PIB pourrait rapidement fléchir en fin d'année. La résistance actuelle de la consommation peut en effet être attribuée à l'utilisation de ce qu'il reste d'excédent d'épargne accumulée pendant la pandémie, alors que la hausse des taux d'intérêt mord de plus en plus sur la capacité d'emprunt des ménages et des entreprises. Le crédit à la consommation s'est effondré et le secteur bancaire confirme clairement cette tendance freinant la demande des ménages et des entreprises. Le secteur immobilier est également fortement affecté par la hausse des coûts de financement, alors que les détaillants font face aussi à une progression des incertitudes quant à l'évolution des ventes pour les fêtes de fin d'année. L'inflation recule de plus en plus nettement et contribue certainement positivement au sentiment des ménages, mais l'évolution des coûts de financement affecte plus encore négativement le niveau de confiance des consommateurs qui se dégrade. Le fléchissement très graduel du marché de l'emploi, ainsi qu'une légère remontée du taux de chômage devraient contribuer à un tassement de la consommation. 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, mais la hausse des coûts du crédit mettra sans doute un frein à cette évolution.

Récessions US, Taux longs et Fed funds



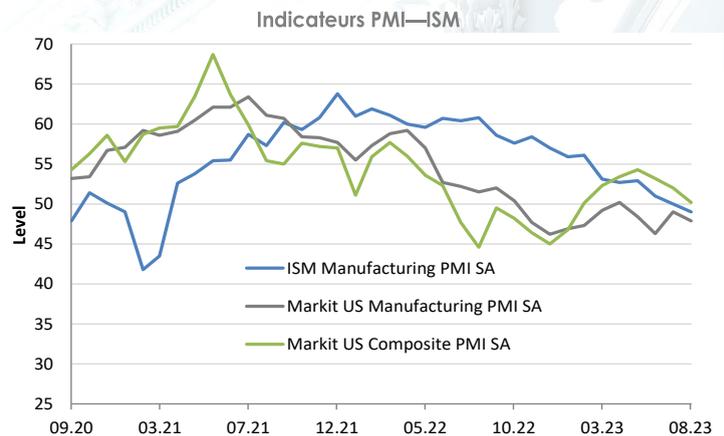
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La politique monétaire s'est par ailleurs avérée plus restrictive avec la contraction de près de 10% du bilan de la Fed concomitante à la hausse des taux directeurs jusqu'à la fin du trimestre. Celle-ci devrait peser en fin d'année plus fortement sur la croissance et confirmer un scénario de « soft landing » probablement de plus en plus perceptible. Nos perspectives pour l'année 2023 restent positives et s'approchent désormais de +2% avec un dernier trimestre plutôt faible.

Les indicateurs avancés suggèrent un « soft landing »

Les indices PMI se stabilisent depuis peu à des niveaux proches du seuil de croissance. L'indice PMI préliminaire pour le segment manufacturier (48.9) se reprend légèrement en septembre (+1) mais reste en dessous du seuil de croissance de 50. Alors que le segment manufacturier se stabilise, l'indice des services est au contraire en plus net déclin de 50.5 à 50.2, faiblissant même un peu plus qu'attendu. Le secteur des services, longtemps très résilient, et plus important dans l'appréciation de la tendance conjoncturelle globale, commence maintenant à subir lui aussi les effets de la politique monétaire restrictive. L'indicateur composite est donc en balance à 50.1 hésitant à pointer plus nettement vers le ralentissement annoncé. L'incertitude s'intensifie donc à la fin

du 3ème trimestre avec des indicateurs avancés de plus en plus enclins à pencher vers un ralentissement « ordonné » de l'activité. L'indice de confiance des consommateurs décline encore en septembre, il en va de même des indicateurs de l'activité nationale mesurés par diverses Fed (Chicago Fed, Dallas Fed, Philadelphia Fed), comme de l'indice des conditions des affaires de la Richmond Fed.

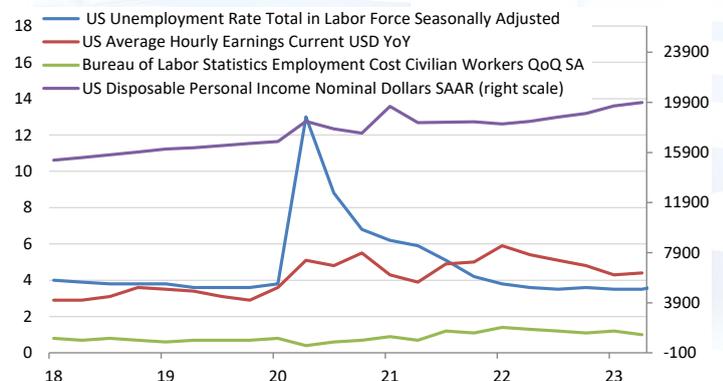


Sources: Bloomberg, BBGI Group

Marché de l'emploi toujours très incertain

Les demandes d'allocations de chômage avaient progressé régulièrement depuis la fin janvier pratiquement chaque semaine et se situaient à près de 265'000 nouvelles demandes, avant de fléchir sensiblement ces dernières semaines et plonger à seulement 201'000 demandes à la fin septembre, son plus bas niveau depuis janvier. Les demandes continues baissent parallèlement depuis avril pour tomber de 1'863'000 à 1'662'000. Le marché du travail est encore loin de s'effondrer et si les créations d'emplois s'avèrent plus faible, les licenciements ne s'envolent pas malgré la baisse de l'activité économique. Les offres d'emploi JOLTS poursuivent leur déclin et sont maintenant passées en dessous de la barre de 9 millions, subissant une chute à 8.8 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 +4.3% en août 2023, ce qui est tout de même supérieur à l'inflation (CPI) sur un an qui a chuté à +3.6%. Avec un léger rebond de 3.5% à 3.8% du taux de chômage ces développements sont encore suffisamment incertains pour justifier un certain attentisme de 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.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

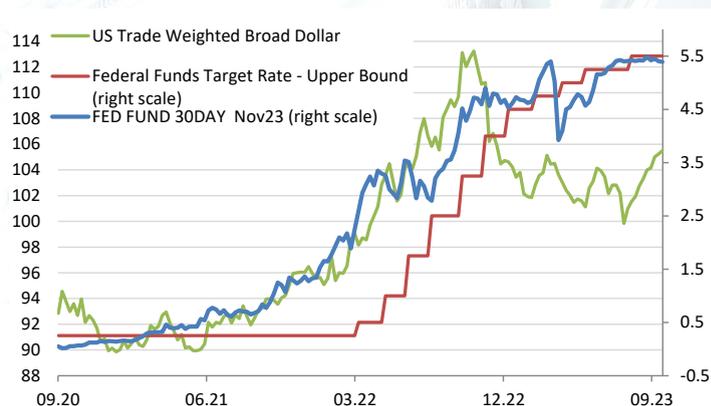
La Réserve fédérale marquera une pause durable

Le marché du travail a enregistré 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 3.7% à la fin août alors que l'indice hors alimentation et énergie tombait à +4.3%. Le régime d'inflation mensuelle pour le CPI (+0.2%) s'améliore nettement comme celui des prix à la production. La Réserve fédérale peut déjà selon nous considérer que l'évolution générale des prix va dans le bon sens, même si lors de la dernière intervention publique du président de la Fed, l'annonce d'une pause dans la politique monétaire était accompagnée de mises en garde.

La Fed a décidé de ne pas toucher ses taux directeurs le 20 septembre et débute ainsi selon nous une longue phase de stabilité qui apparaîtra bientôt comme la fin de l'un des plus rapides et sévères cycles de resserrement monétaire de son histoire récente. Entre ce que le président de la Fed ne peut pas dire, ce qu'il voudrait réellement dire, ce qu'il pensait devoir dire, ce qu'il a vraiment dit, ce que les marchés financiers ont entendus, ce qu'ils ont cru que le président voulait dire, ce qu'ils ont probablement cru comprendre et ce qu'ils en ont déduit en matière de perspectives pour l'évolution des taux d'intérêt, ces derniers jours ont sans doute été particulièrement confus pour beaucoup. Le marché obligataire n'a finalement pas beaucoup réagi alors que les marchés actions enregistraient une performance négative sur la semaine dans le désordre et la confusion. La Fed a laissé entendre que les taux devraient rester hauts plus longtemps pour assurer le contrôle de l'inflation, ce qui a été initialement considéré comme un facteur négatif, mais nous estimons qu'elle est en fait en train de se satisfaire secrètement d'avoir mis en œuvre un « soft landing » qui s'accompagne d'un déclin de l'inflation sur tous les fronts y compris dans le segment « lagging » des services. Parallèlement à sa politique de hausse de taux, la Réserve fédérale a également réduit la taille de son bilan depuis plusieurs mois en vendant des obligations du Trésor au risque de faire remonter les taux longs par ses ventes. Alors que le Trésor augmentait ses émissions de dette, la Fed n'a pas hésité à accroître l'offre d'obligations, ce qui a renforcé sa politique monétaire restrictive. Dans ce contexte, alors que les indicateurs pointent de plus en plus sur une faiblesse de l'activité économique, nous doutons fortement qu'elle ait réellement l'intention de procéder à de nouvelles hausses. Les prochains mois devraient donc voir une stabilisation des taux directeurs et un fléchissement probable des courbes de rendement. 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 mars 2024 ont aussi largement rebondi de leurs niveaux post crise bancaire de 4% à 5.45%. Ils sont ainsi légèrement en dessous de la limite supérieure de 5.5% actuelle des taux directeurs 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 besoins potentiels de normalisation de la stratégie de la Fed au T2 2024, lorsque le scénario de ralentissement se sera plus nettement matérialisé et que le niveau d'inflation sera stabilisé proche de 3%.

Fed funds, taux directeurs et USD (trade weighted)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation baisse désormais aussi dans les services

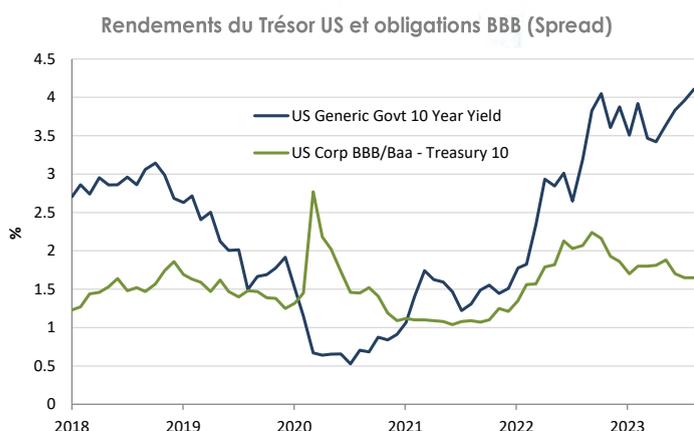
L'inflation publiée pour le mois d'août aux Etats-Unis confirme le nouveau régime qui s'est mis en place depuis douze mois. Elle évolue depuis entre +0.6% et 0% par mois, nettement moins que la hausse de +1.2% enregistrée en juin 2022. Elle n'était plus que de +0.25% en moyenne depuis plusieurs mois avant le rebond d'août tiré par les prix de l'énergie. L'inflation recule sensiblement et retrouve un rythme mensuel de plus en plus satisfaisant. L'indice des prix hors alimentation et énergie a rejoint cette tendance avec une progression réduite à +0.3% sur le mois en août. Parmi les éléments encore résistants, on trouve presque exclusivement la composante « loyers » qui retient un peu la tendance baissière générale, mais on observe tout de même que les services ont une contribution réduite depuis quelques mois. La diminution progressive attendue de l'inflation à un niveau « acceptable » est donc selon nous une tendance toujours valide. Par ailleurs, l'évolution des indices de prix à la production (hors alimentation et énergie) s'inscrit dans une phase de stabilisation depuis un an avec une évolution de +0.2%/mois en moyenne. L'inflation semble donc bien suivre la tendance prévue et poursuivre son déclin sans que de nouvelles mesures restrictives massives de la Fed doivent être mises en œuvre. 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 claire, 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.

Tensions excessives sur les courbes de rendements

Malgré le déclin déjà très significatif de l'inflation aux Etats-Unis, les courbes de taux qui auraient du fléchir se sont au contraire plutôt déplacées vers le haut au cours des derniers mois. Sur l'échéance à dix ans du Trésor les taux ont désormais atteint un plus haut de l'année dans un contexte pourtant clairement conjoncturel. L'évolution récente des taux a donc été moins sensible à l'évolution de l'inflation et des perspectives de croissance qu'à d'autres facteurs. La réduction du bilan de la

Réserve fédérale couplée aux besoins importants et concentrés ces derniers mois de financement du Trésor américain ont accru l'offre d'obligations, mais le marché obligataire a aussi été encore largement influencé par les déclarations de politique monétaire de la Fed suggérant que les taux devraient rester haut longtemps pour permettre un contrôle de l'inflation.

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 non seulement sur la partie courte, mais aussi sur la partie longue de la courbe de taux. Nous anticipons désormais un abaissement des taux sur l'ensemble de la « yield curve ». 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.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le dollar profite temporairement de la hausse des taux

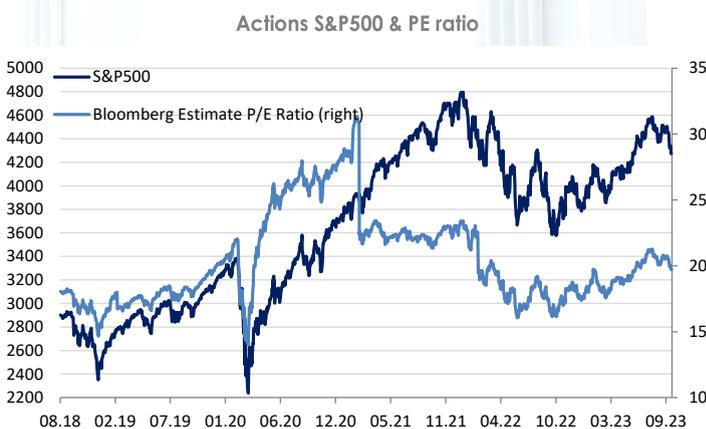
La dynamique des taux s'est avérée finalement plus forte aux Etats-Unis que dans la plupart des autres régions. L'indice « trade weighted dollar » a profité de la hausse des rendements en dollars pour progresser de +7% depuis son point bas du 15 juillet, retrouvant ainsi son niveau de la mi-novembre 2022. Le dollar avait initialement été le grand gagnant du changement de politique monétaire de la Fed avant de fléchir ensuite. Le rebond récent devrait cependant être de courte durée dans le contexte probable d'une normalisation progressive de la politique monétaire et de l'ajustement à la baisse des courbes de rendements en dollars.

Le déclin attendu des rendements en dollars devrait provoquer une nouvelle faiblesse du billet vert. L'intérêt pour les actifs américains restera certainement suffisant pour freiner une chute du dollar qui devrait plutôt se matérialiser par un effritement du dollar.

Perspectives positives pour les marchés actions

Les tensions sur les taux d'intérêt n'ont pas été sans effet sur les marchés actions au cours des derniers mois. Après avoir montré une excellente résistance dans le contexte pourtant plus tendu en mai, juin et juillet, la dernière phase de hausse de taux qui a porté les rendements à dix ans de 4% à 4.5% a été plus difficile à digérer. L'indice S&P500 a finalement succombé à cet environnement négatif en enregistrant une consolidation de -7%, inversement proportionnelle à la hausse du dollar. La consolidation de l'été des marchés actions n'a pas été plus marquée sur les valeurs technologiques, l'indice Nasdaq glissant de -8% dans le même temps.

La hausse du dollar est certes un facteur négatif pour l'évaluation des profits en dollars des sociétés américaines exportatrices, mais ce n'est pas le premier facteur ayant provoqué la correction à court terme des marchés actions. Les tensions sur les taux ont en effet été le principal déterminant de la baisse. Notre scénario pour la croissance de l'économie et l'évolution des taux devrait à nouveau soutenir l'intérêt pour les valeurs américaines. La consolidation des marchés actions nous semble temporaire et proche de son terme. Nous adoptons une vision positive pour l'évolution prochaine des indices actions en conservant une surpondération sur les valeurs de croissance.



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 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 modifications 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: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch