

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé &amp; CIO



## LA FED DEVRAIT BAISSER SES TAUX EN MARS 2024

Ralentissement conjoncturel plutôt qu'une récession. L'inflation va atteindre l'objectif de +2% au T2 2024. La Fed va devoir baisser ses taux. Poursuite du réajustement des courbes de rendement. Le dollar sous pression. Perspectives positives pour les actions.

### Points clés



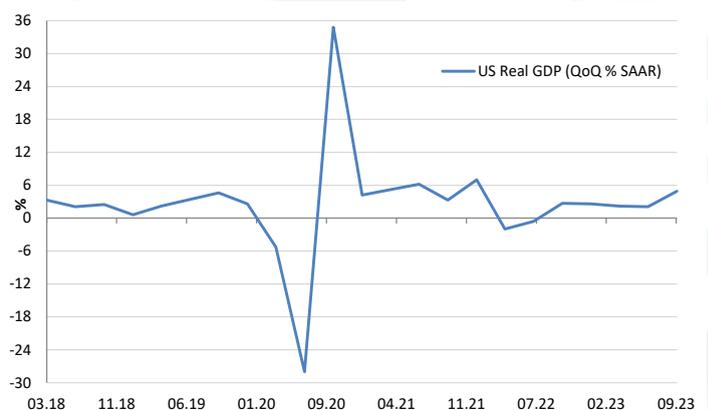
- Ralentissement très sensible après un 3ème trimestre exceptionnel
- Une baisse de la dynamique fera craindre une récession
- Les indicateurs avancés n'annoncent pas de récession
- Résilience relative du marché de l'emploi
- La Réserve fédérale va devoir abaisser ses taux
- L'inflation va atteindre l'objectif de +2% au T2 2024
- Réajustement majeur des courbes de rendement
- Le dollar souffre de l'ajustement des anticipations
- Perspectives positives pour les marchés actions

### Ralentissement probable après un T3 exceptionnel

Malgré une dernière révision du PIB du 3ème trimestre indiquant une croissance un peu moins forte qu'initialement publiée (+5.2%), la croissance de +4.9% du PIB reste l'une des plus remarquables des dernières années. Le ralentissement attendu depuis de nombreux mois ne s'est toujours pas concrétisé malgré un cycle de resserrement monétaire exceptionnellement intense, ainsi qu'une accélération généralisée de la hausse des taux et des coûts de financement pour tous les agents économiques. La résilience de l'économie américaine est effectivement remarquable jusqu'à présent. La consommation personnelle, qui avait nettement glissé au 2ème trimestre et n'affichait plus qu'une hausse de +0.8%, s'est fortement reprise. La progression de +3.1% est en effet très surprenante dans le contexte spécifique du trimestre marqué par un net rebond des taux d'intérêt. La croissance des dépenses des ménages semble avoir été plus forte dans les segments des biens durables (+6.7%) et non durables (+3.9%) que dans les services (+2.2%). On note aussi une très nette progression des dépenses d'investissement privées (+10%). La contribution des dépenses publiques s'est avérée très importante également avec une progression de +5.8% plus élevée qu'aux précédents

trimestres. Les dépenses de consommations personnelles n'ont pas été affectées par la baisse des tensions dans le marché du travail et ont plutôt profité du déclin régulier de l'inflation. Comme aux précédents trimestres, l'économie américaine continue donc de surprendre positivement les observateurs et pourrait encore réserver de nouvelles surprises ces prochains mois. Toutefois, les prévisions de croissance pour le dernier trimestre sont désormais nettement plus faibles, sans pour autant envisager de croissance négative. L'indicateur GDPnow de la Fed d'Atlanta suggère encore un développement positif de +2.7%, un peu supérieur à celui de la Fed de New York, qui semble moins optimiste (+2.2%). Dans les deux cas, l'économie américaine est encore jugée particulièrement résistante en cette fin d'année par ces divers modèles. Les risques de récession ont ainsi diminué depuis le mois de juin lorsqu'ils avaient atteint un sommet de 65%. Ils sont maintenant estimés à 50% pour les douze prochains mois dans un contexte marqué par des conditions monétaires toujours très restrictives. Nous estimons, pour notre part, que la hausse des taux est finalement en train d'affecter plus nettement l'économie et notamment la consommation des ménages. Le PIB du 4ème trimestre sera donc certainement très sensiblement moins solide et montrera une expansion probablement inférieure à +1%. Sur l'ensemble de l'année 2023, l'évolution du PIB devrait montrer une progression de +2.4%, mais le ralentissement se profile et devrait enfin se matérialiser durant l'hiver.

Croissance trimestrielle du PIB — Etats-Unis

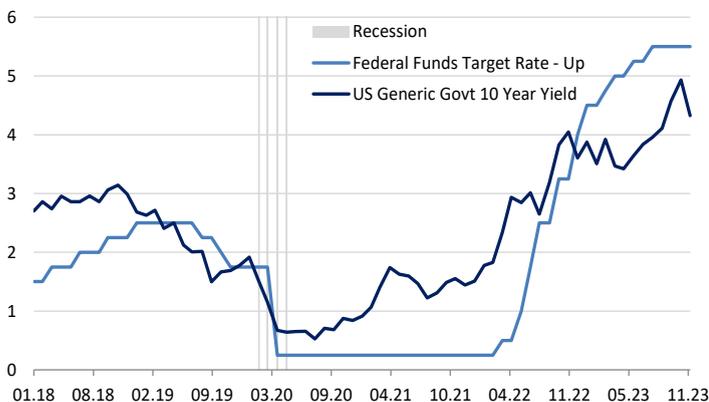


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## Une baisse de la dynamique fera craindre une récession

Le T4 devrait donc être nettement moins résilient avec une croissance réelle annualisée inférieure à +1%. Le fléchissement attendu en fin d'année 2023 et en début 2024 devrait être provoqué par un ajustement de la consommation avant tout et par une diminution des dépenses publiques. Mais la confiance des consommateurs sera peut-être plus sensible à l'évolution particulièrement favorable de l'inflation et au renversement de tendance sur les taux d'intérêt qu'à l'évolution de quelques paramètres moins favorables dans d'autres segments. La baisse des taux aura peut-être un impact plus notable qu'escompté sur le crédit des ménages, qui avait subi une très nette contraction au cours des derniers mois. Le déclin du crédit global (net change) en octobre de 12.25 Mrds. à seulement 5.13 Mrds. pourrait finalement n'être que temporaire. Mais le niveau des taux moyens (22%) appliqués sur les cartes de crédit n'ayant pas été abaissé, malgré la chute des taux dans les marchés de capitaux, nous estimons que ce facteur continuera de peser sur la capacité des ménages à soutenir leur consommation en ayant toujours autant recours à leurs cartes de crédit. Le crédit à la consommation s'est donc effondré et le secteur bancaire confirme clairement cette tendance freinant la demande des ménages. 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 de leurs ventes. 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

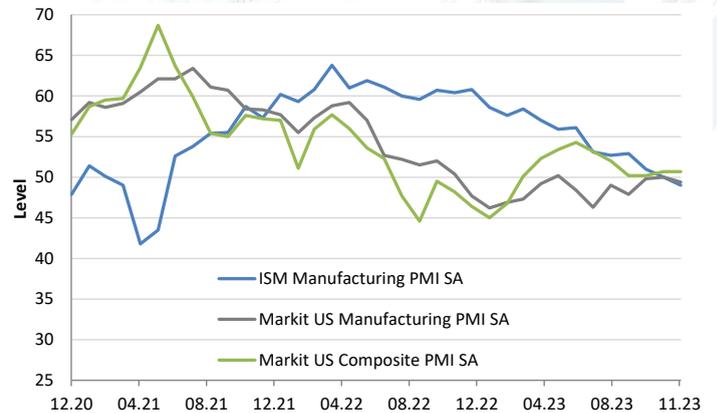
La politique monétaire s'est par ailleurs avérée plus restrictive avec la contraction de près de 14% du bilan de la Fed à ce jour, alors que les taux directeurs restaient élevés malgré une évolution de l'inflation nettement plus favorable que ne l'escomptait la Réserve fédérale. Le 1er trimestre de l'année 2024 devrait dès lors décevoir avec une croissance estimée à moins de +0.5%. Une telle décélération devrait provoquer une hausse des incertitudes et un accroissement des risques de récession au-delà de 50%.

## Les indicateurs avancés n'annoncent pas de récession

Les indices PMI se stabilisent toujours au-dessus du seuil de croissance pour le PMI des services et le PMI global. L'indice PMI préliminaire pour le segment manufacturier (48.2) reste très incertain et glisse à nouveau en décembre. De son côté, l'indice des services s'est un peu stabilisé après un déclin inquiétant pendant l'été et termine l'année en zone plus optimiste. L'indicateur composite est donc en balance à 50.1.

L'incertitude subsiste pour le début d'année 2024 avec des indicateurs avancés pourtant pas encore prêts à confirmer les risques de récession. L'indice de confiance des consommateurs semble plus optimiste en enregistrant un rebond en décembre.

Indicateurs PMI — ISM

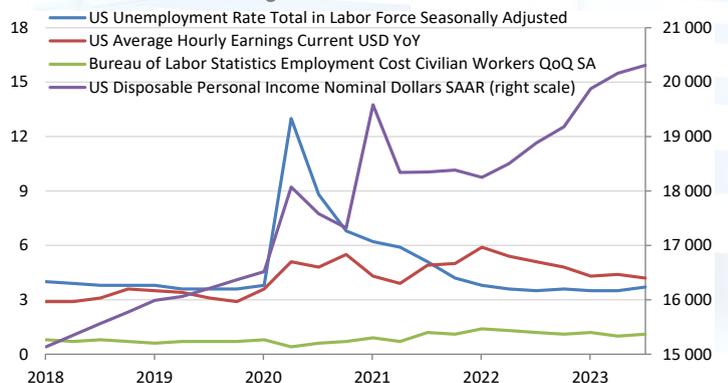


Sources: Bloomberg, BBGI Group

## Résilience relative du marché de l'emploi

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 à nouveau durant l'été. La volatilité des statistiques du dernier trimestre ne change pas l'image fondamentalement: les demandes d'allocations sont toujours proches de leurs plus bas de l'année, à tout juste 205'000 demandes en décembre. Si les licenciements ne s'envolent pas malgré le ralentissement en cours, les offres d'emploi JOLTS poursuivent leur déclin et ont subi une chute à 8.7 millions après avoir atteint un sommet en mars 2022 de 12 millions. La croissance de l'emploi se stabilise à environ 100 mille créations par mois après avoir atteint un pic de 450k en juin. Globalement, les demandes d'allocations chômage ont cependant repris leur tendance haussière et se situent au plus haut de l'année à pratiquement 1'865'000 demandes. La progression annuelle du salaire horaire moyen diminue aussi régulièrement depuis mars 2022 (+6%) à seulement +4.0% en novembre 2023, ce qui est tout de même supérieur à l'inflation (CPI) sur un an (+3.1%). Ces développements sont encore suffisamment incertains pour ne pas modifier la perception 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. Elle devrait donc encore adopter une attitude attentiste en attendant des signes plus nets de baisse de tensions sur ce marché.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

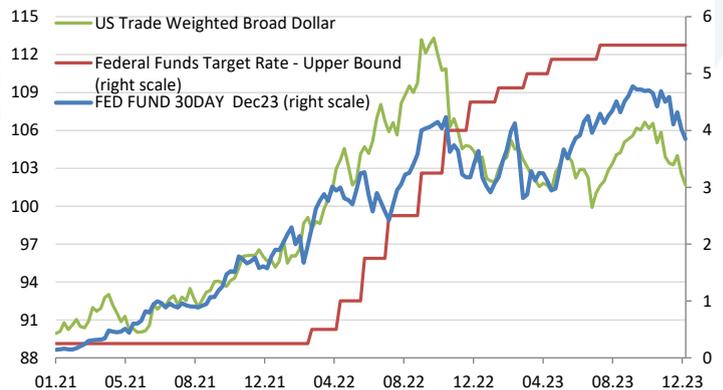
## La Réserve fédérale va devoir abaisser ses taux

La chute des offres et des créations d'emplois, l'augmentation du nombre d'allocations de chômage et le ralentissement constaté dans la hausse des salaires sont déjà des indicateurs positifs mais insuffisants, selon nous, pour conforter la Réserve fédérale sur le fait que les tensions dans le marché de l'emploi ont suffisamment baissé pour soutenir un changement de politique monétaire rapide. Il est toutefois indéniable que les risques de transmission de nouvelles hausses des salaires sur les indices de prix s'amenuisent, ce qui devrait être un facteur positif pour la Réserve fédérale qui peut déjà se satisfaire de la tendance en place du côté de l'évolution des prix. En effet, l'inflation (CPI) est à nouveau en déclin en n'affichant qu'une progression réduite à +3.1% sur un an. Le régime d'inflation mensuelle pour le CPI s'est amélioré nettement en 2023, 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 du 13 décembre le président de la Fed restait prudent sur un changement potentiel de politique monétaire en soulignant toujours que l'institution restait totalement focalisée sur l'objectif d'abaisser l'inflation à 2%.

La Fed a logiquement décidé de laisser ses taux inchangés pour la 3ème fois consécutive, ce qui est probablement déjà un signe de fin de cycle. Si les membres du FOMC semblent prêts à envisager un renversement du cycle, il ne faut cependant pas s'attendre à une action trop rapide de leur part. Selon leurs commentaires, les indicateurs récents suggèrent bien un ralentissement de l'activité économique et une diminution de l'inflation, qui reste selon la Fed trop élevée. Mais, ils soulignent aussi que le resserrement des conditions financières sur le crédit pèsera sur l'économie, l'emploi et l'inflation. Lors de ce dernier meeting, la Fed nous semble cependant avoir donné un signal plus clair de fin de cycle, en particulier lors des commentaires apportés par le président Powell qui semblait avoir de la peine à se réjouir d'avoir gagné la bataille contre l'inflation sans plonger l'économie en récession et à réfuter la probabilité croissante d'un prochain abaissement des taux directeurs. L'ensemble des membres du FOMC nous semble maintenant plus convaincu que la politique a été suffisamment restrictive et qu'aucune nouvelle hausse n'est à envisager. Il est aussi intéressant de constater que J. Powell a mentionné que la première baisse de taux interviendra avant que l'inflation n'atteigne l'objectif de 2%. Dès lors, il est possible que celle-ci intervienne déjà à la fin mars, lorsque l'inflation de base (supercore) annualisée du PCE sur six mois atteindra +2.2%. Notre prévision pour l'évolution des taux directeurs envisageait 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. Cette prévision de pause est désormais confirmée par la Fed et nous estimons maintenant que la probabilité d'une première baisse de taux intervenant dès le début du 2ème trimestre 2024 est de plus en plus crédible dans le contexte économique actuel et au regard de l'évolution de l'appréciation de la situation par le FOMC. Les taux des Fed funds pour mars 2024 suggèrent déjà un fléchissement à 5.21% du niveau actuel de 5.33%. Pour le mois de juin, le taux des Fed funds est même sensiblement plus bas à 4.64%, ce qui suggère une anticipation de baisse de taux très nette par rapport au taux actuel de 5.25% à 5.5%. Les anticipations actuelles du marché ne nous semblent pas excessives et rejoignent en fait notre propre estimation d'un changement de politique monétaire concernant les taux directeur qui interviendra dans un horizon temps de trois à quatre mois. Pour la fin de l'année 2024, le FOMC prévoit une diminution du niveau des Fed funds à 4.3%, soit un peu plus

que notre propre estimation de 4%. L'année 2024 débutera dans un climat totalement différent en matière de politique monétaire avec des attentes de diminution de taux d'environ 125pb. L'assouplissement est donc attendu, il ne lui reste plus qu'à être confirmé par des statistiques économiques soutenant cette nouvelle politique.

Fed funds, taux directeurs et USD (trade weighted)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## L'inflation va atteindre l'objectif de +2% au T2 2024

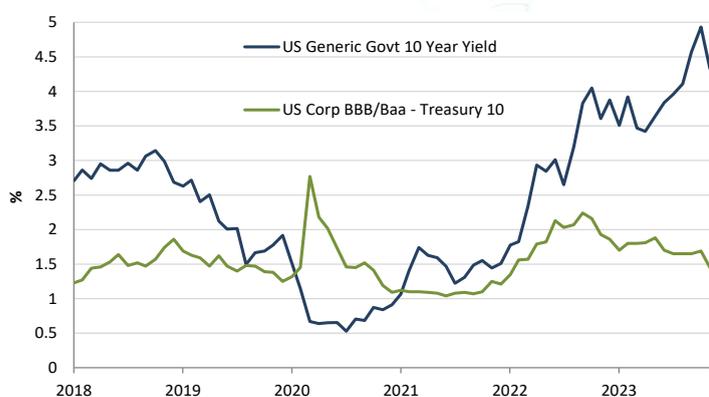
L'inflation publiée pour le mois de novembre aux Etats-Unis confirme le nouveau régime qui s'est mis en place depuis quinze mois. Le CPI de +0.1% fait suite à une stagnation des prix (0%) en octobre et permet à la mesure sur un an de glisser à +3.1%. L'inflation recule sensiblement et retrouve un rythme 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% pour une progression annuelle encore un peu élevée de +4%. 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 plus nette. Plus important encore pour la Réserve fédérale, son principal indicateur, l'indice PCE général, a glissé de -0.1% en novembre, abaissant son niveau sur un an à +2.7%, alors que l'indice PCE de base chutait de +3.5% à +3.1%. 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 et une hausse réduite à +2% sur un an. L'inflation semble donc bien suivre la tendance prévue et poursuivre son déclin sans que de nouvelles mesures restrictives 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, ce que la Fed semble de plus en plus prête à accepter. Nous estimons que l'inflation ne sera plus un facteur pénalisant en 2024 et que l'objectif de +2% sera atteint au T2 plus rapidement que ne l'escompte la Réserve fédérale.

## Réajustement majeur des courbes de rendements

Le réajustement des courbes de taux que nous annonçons s'est mis en place en novembre et s'est accéléré en décembre avec l'évidence croissante que la politique de la

Fed était désormais proche d'un renversement de cycle. Nos anticipations pour l'évolution de la croissance et de l'inflation soutenaient déjà, il y a quelques mois, un prochain changement de politique monétaire. Nous estimions que les rendements du Trésor étaient clairement trop élevés non seulement sur la partie courte, mais aussi sur la partie longue de la courbe de taux, ce qui devait appeler un ajustement majeur à la baisse lorsque les signes d'un renversement de politique de la Fed apparaîtraient plus nets. C'est désormais clairement le cas et la chute de plus de 110 pbd des taux à dix ans du Trésor en est le principal témoin. Les perspectives pour les marchés obligataires en dollars nous semblaient alors très favorables 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. En ce début d'année 2024, les probabilités croissantes d'un retour de l'inflation à +2% et de baisses de taux directeurs dès le T2 n'ont sans doute pas encore développé tous les effets positifs potentiels sur les courbes de rendement en dollars. Nous maintenons donc notre vision positive sur l'évolution prochaine des taux et des perspectives pour les marchés obligataires américains.

Rendements du Trésor US et obligations BBB (Spread)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## Le dollar souffre de l'ajustement des anticipations

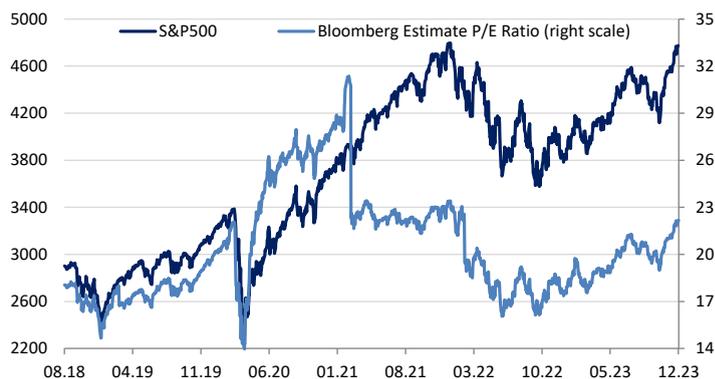
Le changement de perspectives qui s'est mis en place au cours du dernier trimestre, prenant en considération la fin du cycle de resserrement monétaire américain, n'a évidemment pas été un facteur positif pour le dollar. L'indice « trade weighted dollar » a logiquement subi l'impact de ces nouvelles perspectives de taux en chutant de -6% pendant le trimestre après une hausse de +5% au T3. Nous annonçons en début de T4 que ce rebond serait 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 qui s'est donc matérialisé a ainsi provoqué la faiblesse annoncée du billet vert. L'intérêt pour les actifs américains et les ajustements qui ne manqueront pas de se produire dans d'autres pays enregistrant des baisses notables de l'inflation contribueront à limiter le déclin du dollar, anticipant ainsi une reprise probable en 2024.

## Perspectives positives pour les marchés actions

Les tensions sur les taux d'intérêt du T3 avaient eu raison de la dynamique positive des six premiers mois. L'indice S&P500 avait 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'avait pas été plus marquée sur les valeurs technologiques, l'indice Nasdaq glissant de -8% dans le même temps. En début de T4, notre scénario pour la croissance de l'économie et l'évolution des taux soutenait l'intérêt pour les valeurs américaines qui devaient bénéficier d'un changement positif du climat des investissements essentiellement porté par de nouvelles perspectives positives en matières de politique monétaire. La consolidation des marchés actions nous semblait temporaire et proche de son terme. Nous adoptons alors une vision positive pour l'évolution prochaine des indices actions en conservant une surpondération sur les valeurs de croissance. En cette fin d'année 2023, la hausse du S&P500 d'environ +10% sur le trimestre s'est avérée conforme à nos attentes. Nous estimons que le potentiel de revalorisation des actions américaines reste très significatif pour le début 2024 dans un contexte de renversement de politique monétaire et confirmons nos perspectives haussières. La concentration des performances sur un nombre limité de valeurs devrait faire place à un élargissement de la participation à la hausse des indices.

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 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