

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



ENVIRONNEMENT POSITIF POUR LES ACTIFS EN USD

Dynamique économique résiliente. Indicateurs avancés encourageants. Risques de récession écartés. Inflation proche de l'objectif de la Fed. 1ère baisse de taux en mai. Environnement positif pour les actifs en USD. Attention aux PE élevés. USD gagnant.

Points clés



- L'économie américaine conserve une bonne dynamique en début d'année 2024
- Pas de récession mais un ralentissement progressif
- Progression régulière des indicateurs avancés
- Baisse de tension dans le marché du travail
- Diminution de 0.25% des taux directeurs en mai ?
- L'inflation s'approche de l'objectif de la Fed
- Environnement favorable pour les obligations en USD
- Le dollar reste une devise gagnante
- Attention aux valorisations boursières généreuses

L'économie américaine conserve une bonne dynamique en début d'année 2024

La croissance du PIB du 3ème trimestre avait déjà été exceptionnelle (+4.9%) et s'affichait comme la meilleure depuis décembre 2021. Les chiffres publiés pour le dernier trimestre 2023 sont encore particulièrement satisfaisants et montrent encore une très bonne dynamique de la conjoncture américaine. Avec une progression du PIB de +3.2%, l'économie américaine fait preuve d'une résilience étonnante au durcissement des conditions monétaires mis en œuvre par la Réserve fédérale pour lutter contre l'inflation depuis mars 2022. L'objectif de la banque centrale était effectivement d'abaisser le niveau d'inflation vers un objectif de +2%/an au risque de devoir freiner la dynamique économique, voire même de provoquer une récession. Deux ans plus tard, on constate que l'inflation est bien sur une tendance baissière significative, mais que ce résultat n'a pas été obtenu au détriment d'un effondrement de la conjoncture. Ainsi, malgré un cycle de resserrement monétaire exceptionnellement intense et une accélération généralisée de la hausse des taux et des coûts de financement pour tous les agents économiques, le PIB fait mieux que résister. La résilience de l'économie américaine est

effectivement remarquable et déjoue les pronostics des prévisionnistes qui attendaient une récession au cours de l'année 2023 et qui ont ensuite repoussé leurs prévisions pour le début d'année 2024. Le PIB aura finalement progressé de +2.5% sur l'année 2023 contre toutes attentes, alors que les perspectives d'assouplissement des conditions monétaires sont de plus en plus encourageantes et réduisent encore plus les risques d'une contraction économique dans les prochains trimestres.

Dans le contexte actuel de début d'année 2024, à quelques semaines de la première baisse de taux directeurs attendue en juin, l'économie ne montre donc toujours pas de signe de fléchissement net. La consommation personnelle s'est avérée toujours solide au T4 en affichant une hausse de +3%, pratiquement au même niveau que le trimestre précédent. La croissance des dépenses des ménages suggère ainsi une sensibilité relativement faible à l'évolution des prix et des taux d'intérêt et reste donc un contributeur important au PIB. Les dépenses gouvernementales (+4.2%) ont aussi soutenu le PIB, tandis que les investissements résidentiels (+2.9%) et non résidentiels (+2.4%) apportaient également leur soutien.

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 début d'année sont désormais un peu plus faibles mais encore très satisfaisantes compte tenu du contexte de politique monétaire. L'indicateur GDPnow de la Fed d'Atlanta suggère

Croissance trimestrielle du PIB — Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

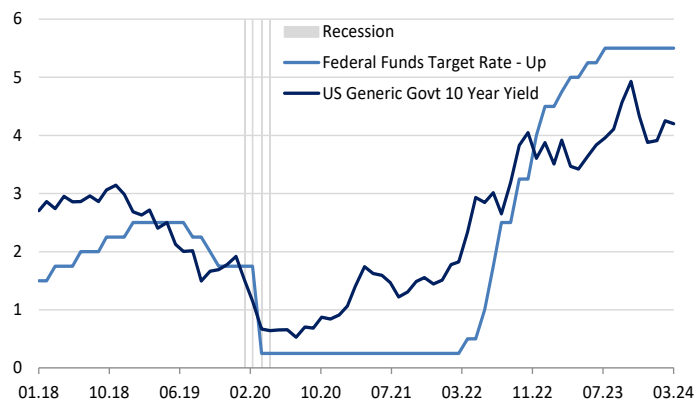
encore un développement positif de +2%, un peu supérieur à celui de la Fed de New York (+1.9%). Nous estimons pour notre part, que la baisse des taux attendue en mai et l'amélioration générale du sentiment des ménages et des investisseurs contribuera aussi au maintien d'une croissance de l'ordre de +2% au cours des deux premiers trimestres de 2024.

Pas de récession mais un ralentissement progressif

Le début d'année 2024 semble donc une nouvelle fois déjouer les pronostics de récession aux Etats-Unis. Nos perspectives confirment également une estimation de croissance aussi bien au T1 qu'au T2, malgré une politique monétaire qui s'est avérée particulièrement restrictive en dépit d'un statu quo sur les taux engagé en août 2023. La persistance de taux directeurs élevés (5.5%) au cours des huit derniers mois n'a pour l'instant eu qu'un impact limité sur la croissance. La contraction du bilan de la Fed de 16% au cours des vingt-quatre derniers mois ne semble pas non plus avoir eu d'effet dramatique sur l'économie des Etats-Unis. L'ajustement anticipé par les économistes sur les dépenses de consommation des ménages et sur les investissements ne s'est pas réellement produit à ce jour et dans le contexte attendu de prochaines baisses de taux, nous estimons plutôt que les risques ont diminué au cours des derniers mois. En ce qui concerne la confiance des consommateurs, la baisse de l'inflation et la perspectives d'assouplissement monétaire au 2ème trimestre, devraient aussi permettre une amélioration de leur perception des risques. Dans un environnement caractérisé par un endettement élevé des ménages, l'effondrement des crédits en décembre a été étonnamment suivi d'un fort rebond en janvier. 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 avant de recourir plus largement au crédit, ce qui semble aujourd'hui encore largement le cas.

En ce début d'année, ils semblent donc encore en mesure de faire face à des taux et des coûts de financement toujours élevés, mais dont les perspectives de baisses sont désormais très importantes. Dans le contexte actuel, les risques de récession ont très fortement diminués et notre scénario centrale privilégie un ralentissement progressif au 2ème semestre. La baisse des taux directeurs et les ajustements attendus également sur les courbes de rendements contribueront aussi en 2ème partie d'année à fortement limiter ces risques. La Réserve fédérale peut dès lors se satisfaire d'avoir réussi à réduire l'inflation en maintenant des conditions favorables à une poursuite de la dynamique conjoncturelle.

Récessions US, Taux longs et Fed funds

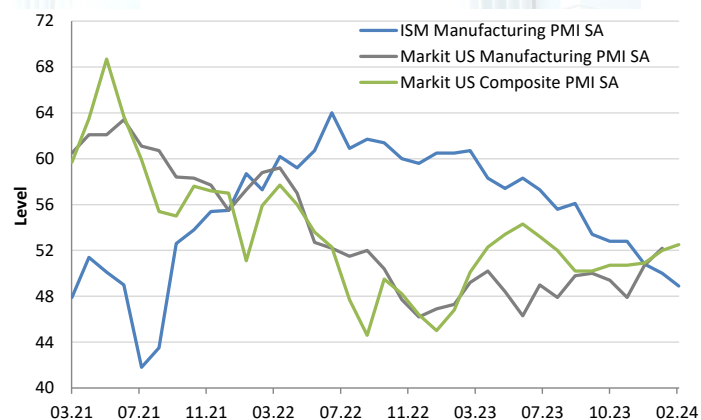


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Progression régulière des indicateurs avancés

Les indices PMI poursuivent leur progression régulière depuis plusieurs mois et se renforcent en mars, suggérant aussi une dynamique positive pour l'économie américaine au cours des prochains mois. L'indicateur Markit US Composite PMI est relativement stable à 52.5 alors que deux tendances distinctes se matérialisent sur le PMI manufacturier et le PMI des services. L'indice PMI pour le segment manufacturier s'améliore plutôt rapidement en passant de 48 en décembre à 52.5 en mars, soulignant une nette reprise dans l'industrie. De son côté, l'indice des services enregistre une légère baisse et glisse à 51.7 tout en affichant un résultat positif pour les perspectives à venir. L'incertitude diminue en début d'année 2024 avec des indicateurs avancés écartant nettement les risques de récession. L'indice de confiance des consommateurs enregistre une légère baisse en mars, en partie due à une dégradation de la variable liée à l'emploi. Malgré un marché de l'emploi résilient, la composante future de l'indice de confiance montre ainsi des signes un peu plus pessimistes. Globalement, l'indicateur écarte le risque de récession, mais montre moins d'optimisme sur le front de l'emploi, suggérant aussi des temps un peu plus incertains pour le niveau de consommation des ménages.

Indicateurs PMI — ISM

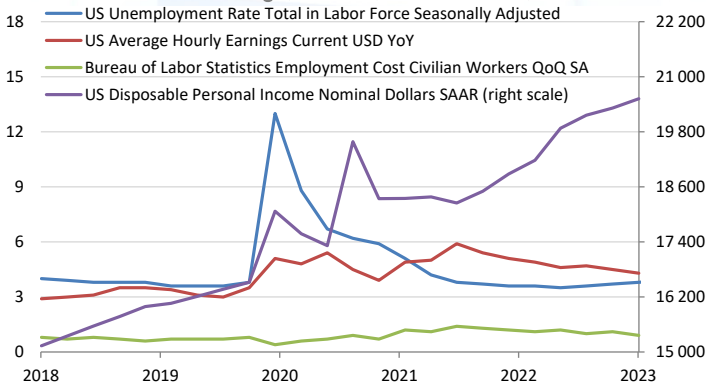


Sources: Bloomberg, BBGI Group

Baisse de tension dans le marché du travail

Les demandes d'allocations de chômage ne montrent toujours pas de dégradation manifeste du marché de l'emploi en début d'année. L'image fondamentale reste similaire, les demandes d'allocations sont toujours proches de leurs plus bas de l'année 2023, à tout juste 210'000 demandes en mars 2024. Si les licenciements ne s'envolent pas malgré le ralentissement en cours, les offres d'emplois JOLTS poursuivent leur déclin et se stabilisent à un niveau d'environ 8.8 millions depuis neuf mois.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La croissance de l'emploi a repris depuis le mois d'octobre et se situe à 223'000 postes dans le secteur privé. Globalement, les demandes d'allocations chômage continues ont cependant repris leur tendance haussière et se situent au-dessus de 1'800'000 demandes. La baisse des tensions dans le marché du travail semble donc en grande partie liée à la diminution de la progression des salaires qui se stabilise à +4.3% sur un an en février. La progression annuelle du salaire horaire moyen diminue aussi régulièrement depuis mars 2022 (+6%) à seulement +1.1% en février.

Diminution de 0.25% des taux directeurs en mai ?

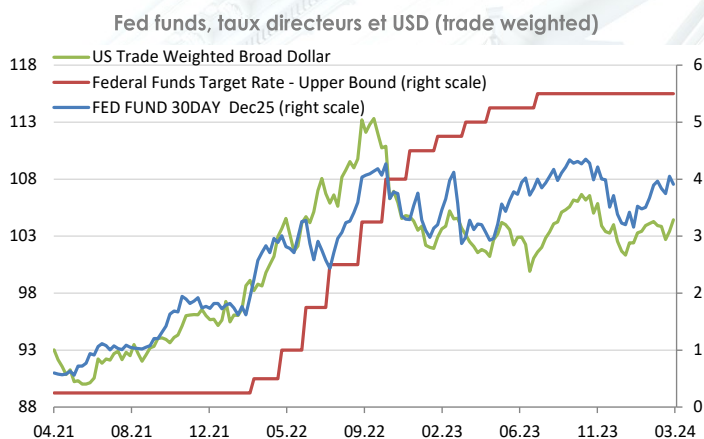
La banque centrale américaine peut se satisfaire aujourd'hui de l'évolution favorable de l'inflation et de la résilience de l'économie. Elle était pourtant prête à accepter initialement les effets négatifs sur la croissance et l'emploi de la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive pour atteindre son but premier de lutte contre l'inflation. Finalement, il semble bien que les risques potentiels et acceptés de récession n'aient désormais que très peu de probabilités de se concrétiser en 2024, compte tenu des données économiques disponibles à ce jour.

Mais si la Fed peut effectivement commencer à montrer une certaine satisfaction à la vue de l'inflation en très nette baisse depuis un an, il lui reste encore à déterminer le « timing » de son changement de politique monétaire. En fin d'année 2023, les anticipations d'une baisse de taux directeurs, pour le mois de mars déjà, semblaient clairement avoir les faveurs du consensus. Mais la performance économique des Etats-Unis, la résilience du marché de l'emploi et un fléchissement du momentum de baisse de l'inflation en début d'année 2024, ont remis en question ces anticipations et apporté une nouvelle incertitude concernant la date du pivot de la Fed. Celle-ci était alors reportée de mars à juin probablement, alors que le nombre de réductions de taux directeurs et leurs amplitudes en 2024 étaient aussi revus à la baisse. Pourtant, le président Powell semble bien prêt à relâcher les rênes de sa politique si l'évolution des paramètres d'inflation le permettent et si le marché de l'emploi montre des signes de ralentissement. Il n'attendra pas de voir l'inflation chuter en dessous de son objectif technique de +2% et mettra en œuvre l'assouplissement attendu. Néanmoins, après déjà huit mois de statu quo sur les taux, la Fed a logiquement décidé de laisser ses taux inchangés une nouvelle fois en mars, repoussant encore la fin du cycle actuel aux prochains meetings du FOMC de mai ou de juin, alors que l'inflation poursuit son déclin et que l'évolution des salaires semble enfin moins inquiétante pour l'évolution prochaine des prix.

En fin d'année 2023, l'optimisme était sans doute à son paroxysme lorsque les taux des Fed funds pour juin 2024 chutaient de 5.33% à 4.65% et que les anticipations de changement de politique envisageaient déjà une première baisse en mars des taux directeurs. Au cours du 1er trimestre 2024, l'ajustement évoqué plus haut les a une nouvelle fois poussés à 5.2%, qui reste le niveau actuel. Ceci implique maintenant une baisse probable en juin de 0.25% des taux de la banque centrale. À plus long terme, le niveau des Fed funds de décembre (4.64%) suggère une baisse modérée et désormais inférieure à 100 pnb des taux directeurs. Cette anticipation est donc très nettement moins optimiste que la baisse escomptée en fin d'année 2023 pour décembre 2024 à 3.8%, qui représentait un déclin de 170 pnb des taux de la Fed.

L'optimisme des investisseurs s'est ainsi fortement dégonflé, pour se rapprocher de la prévision médiane des membres du

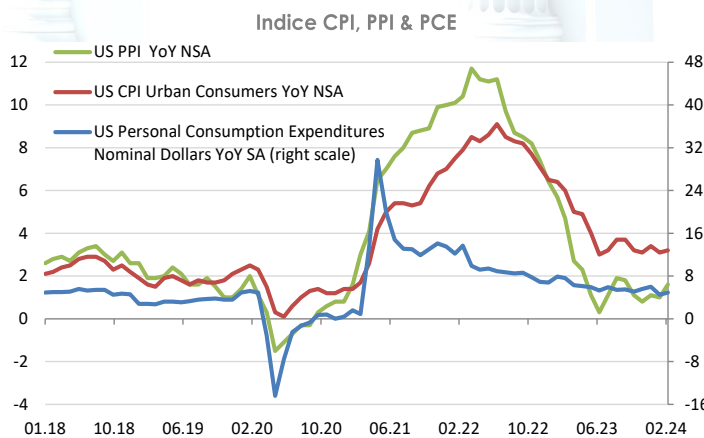
FOMC qui se situe à 4.625%. La situation présente nous semble donc plutôt refléter des anticipations raisonnables qui n'ont que peu de risques d'être déçues par les décisions prochaines de la Fed qui pourrait déjà baisser ses taux en mai.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation s'approche de l'objectif de la Fed

L'inflation mensuelle de février de +0.4% s'est avérée légèrement moins encourageante que les précédentes publications, ce qui s'est traduit par une légère remontée de de l'indice CPI de +3.1% à +3.2% sur un an. Hors alimentation et énergie, l'image est similaire sur le mois (+0.4%) et montre un glissement de +3.9% à +3.8% sur un an. La composante des services reste résistante (+0.279%) et représente l'essentiel de la progression des prix sur le mois et sur l'année (+3.057%). Cette perte de momentum en février pour l'évolution des prix ne remet pas en question la tendance générale positive. Par ailleurs, l'indicateur privilégié de la Réserve fédérale, l'indice PCE core a poursuivi son déclin en janvier pour tomber à +2.8% sur un an, tandis que l'indice PCE global chutait même à +2.4% et s'approchait ainsi déjà fortement de l'objectif de +2% de la banque centrale. Du côté des prix à l'importation, la tendance est également favorable sur un an (-0.8%) et s'avère similaire en ce qui concerne les prix à l'exportation (+1.8%). L'inflation semble donc bien suivre la tendance attendue, ce qui permettra un prochain changement de politique monétaire, peut-être déjà lors de la séance du 1er mai de la banque centrale américaine.



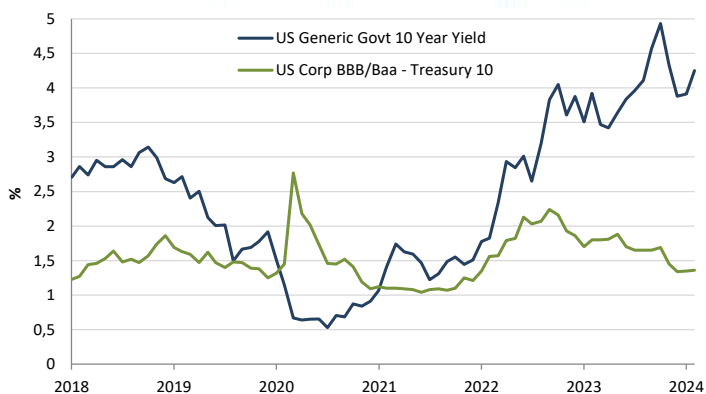
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Environnement favorable pour les obligations en USD

Il y a quelques mois nous annoncions nos perspectives pour l'évolution de l'inflation et les facteurs déterminant l'évolution des taux d'intérêt qui devaient renverser totalement la

2023. Le renversement de tendance annoncé s'est en fait très rapidement produit sur différents points de la courbe de taux et plus particulièrement sur la partie longue. Les taux à dix ans du Trésor ont en effet rapidement chuté de 5% à 3.8% en fin d'année dans un contexte probablement trop optimiste pour l'évolution attendue de la politique monétaire. Le réajustement qui s'est concrétisé au 1er trimestre par un rebond à 4.3% des rendements a essentiellement été soutenu par le report de quelques semaines de la première baisse de taux directs de la Fed désormais attendue pour le mois de juin. La perte de momentum dans le déclin de l'inflation a logiquement été un facteur déterminant de cette hausse de taux que nous considérons comme temporaire. En effet, après avoir été trop optimiste sur la date pivot de la Fed, nous estimons qu'aujourd'hui les anticipations sont certainement un peu trop conventionnelles. De ce fait, le prochain trimestre devrait être mieux orienté pour les marchés obligataires. Nous anticipons à nouveau une phase de déclin des rendements qui pourrait pousser les taux à dix ans vers le niveau de 3.5%. Nous attendons donc une nouvelle phase de baisse de 50 à 70 pb des taux longs. Dès lors, de nouvelles opportunités sont apparues sur les segments obligataires « investment grade » d'entreprises offrant à la fois un rendement intéressant et des perspectives de plus-value en capital, mais aussi sur les autres segments tels que le « high yield ».

Rendements du Trésor US et obligations BBB (Spread)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le dollar reste une devise gagnante

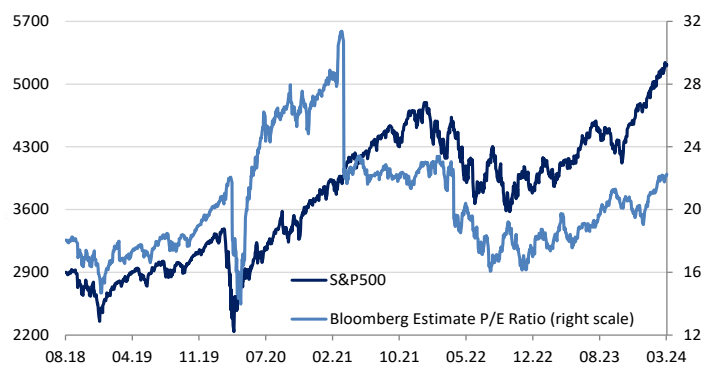
La corrélation du dollar « trade weighed » avec l'évolution des taux long s'est encore avérée relativement élevée au cours des six derniers mois. La prise en compte d'une prochaine fin du cycle de resserrement monétaire américain n'a évidemment pas été un facteur positif, mais le rebond récent des taux a soutenu sa revalorisation. La convergence des changements de politiques monétaires en Europe et aux

Etats-Unis, ainsi qu'un déclin simultané de l'inflation, réduiront certainement la volatilité des taux de change en 2024. Les écarts de rendements pourraient rester relativement stables entre les principales devises alors que les différentiels d'inflation ont plus de chances de se contracter. Dans ce contexte, le différentiel de croissance pourrait suffire à renforcer l'intérêt des investisseurs pour les opportunités d'investissement et pour les actifs américains. Cette tendance soutiendra une demande forte de dollars. Une appréciation générale du dollar nous semble probable en 2024, notamment contre le franc suisse, en partie lâché par la Banque nationale suisse dans sa nouvelle phase de politique monétaire

Attention aux valorisations boursières généreuses

Depuis le top des taux longs à 5%, l'indice S&P500 a progressé de +28% en enregistrant cinq hausses mensuelles consécutives. Malgré la volatilité observée dans le segment obligataires et des rebonds sensibles sur les taux, les actions américaines ont réalisé un parcours exceptionnel, sans une seule période durable de consolidation de cours. Nos anticipations positives pour l'évolution des actions se sont donc concrétisées, comme celles concernant les perspectives pour les valeurs de croissance (+28%) qui ont effectivement surperformé l'indice S&P value (+22.5%). Désormais, cette progression place les valorisations des actions américaines pour 2024 et 2025 à des niveaux assez élevés sur le plan historique avec un PE de 22x et 20x. Nous estimons que le potentiel de hausse des actions américaines reste significatif, mais le niveau de valorisation pousse tout de même à une certaine prudence désormais. La concentration des performances sur un nombre limité de valeurs (« magnificent seven ») doit faire place à un élargissement de la participation à la hausse des indices pour une poursuite de la tendance actuelle. Nous maintenons notre recommandation positive pour les valeurs américaines dans le contexte prochain d'assouplissement de la politique de la Fed.

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