

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



LE PIVOT DE LA FED INTERVIENDRA BIEN AVANT DECEMBRE

Perte de momentum de l'économie. Les indicateurs avancés ISM pointent à la baisse. La normalisation se poursuit dans le marché du travail. L'inflation des services chute enfin. La Fed est en retard et devra agir. Privilégier les actifs en USD.

Points clés



- L'économie américaine perd du momentum
- Le ralentissement économique se précise au T2
- Les indicateurs avancés ISM virent à la baisse
- Baisse des tensions dans le marché du travail
- La Réserve fédérale est-elle à nouveau en retard?
- L'inflation s'approche de l'objectif de la Fed
- Environnement favorable pour les obligations en USD
- Les investisseurs vont encore privilégier les actifs en USD
- Contexte toujours globalement positif pour les actions

L'économie américaine perd du momentum

La 1ère publication à la fin avril de la croissance économique du 1er trimestre 2024 avait largement déçu en affichant un résultat de +1.6% très inférieur à la hausse de +2.5% attendue par les prévisionnistes. La dynamique du dernier trimestre 2023 ne parvenait pas à se maintenir et chutait assez nettement du niveau de +3.4% enregistré à ce moment. La révision fin mai de la croissance montrait même une évolution plus faible de seulement +1.3%/an. Le cycle de resserrement monétaire exceptionnellement intense, l'accélération généralisée de la hausse des taux et celle des coûts de financement pour tous les agents économiques, semblent finalement avoir eu un impact en début d'année sur la résilience de l'économie américaine. Les investissements fixes en hausse de +0.9% ont apporté la plus forte contribution à la croissance du trimestre, suivis de près par la consommation des ménages (+0.98%) et par les dépenses gouvernementales (+0.31%). Les exportations nettes ont tiré à la baisse le PIB de -0.65%, alors que les inventaires baissaient de -0.42%. Deux des cinq segments contribuaient donc négativement au PIB pour la première fois depuis septembre 2022.

L'économie américaine a ainsi débuté l'année sur une note clairement moins solide qu'escompté et dans un

environnement inflationniste un peu plus marqué que souhaité. Le mois d'avril cristallisait pourtant d'une certaine manière les anticipations de croissance soutenue et suffisamment intense pour empêcher l'inflation de décliner, au risque même d'observer une relance de la hausse des prix de nature à pousser la Réserve fédérale à monter une nouvelle fois ses taux directeurs. Quelques semaines plus tard, ce scénario semble avoir été écarté par les nombreuses données économiques, qui suggèrent de plus en plus un ralentissement de la croissance américaine au 2ème trimestre. La révision à la baisse des dépenses personnelles et des ventes de détail, un marché du travail enfin un peu plus faible, une situation également moins dynamique du segment immobilier, soulignent désormais le fonctionnement de l'économie à plus bas rythme. Le premier semestre sera donc certainement très inférieur au précédent.

Après deux années de politique monétaire progressivement de plus en plus restrictive, l'économie montre finalement des signes de faiblesse. Douze mois de taux directeurs bloqués à 5.5% et une hausse des coûts de financement ayant porté les taux hypothécaires à 7% et les taux sur les cartes de crédit à 24.8%, la consommation et l'investissement sont finalement en phase de ralentissement. Les inscriptions récurrentes au chômage atteignent leur plus haut niveau depuis la fin 2021, les commandes de biens en capital sont en baisse en mai, alors que le déficit commercial atteint 100 milliards de dollars.

Croissance trimestrielle du PIB — Etats-Unis

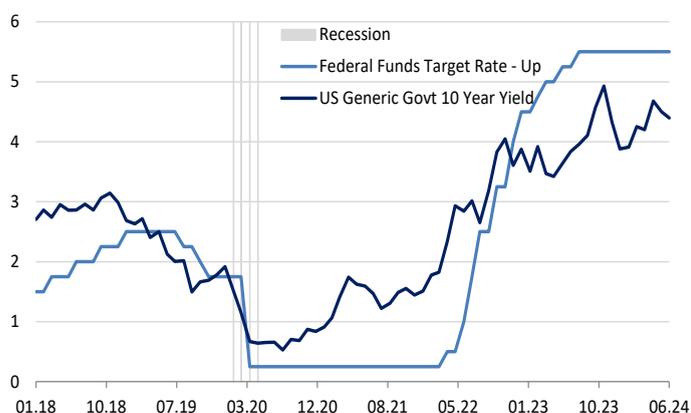


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le ralentissement économique se précise au T2

Notre scénario central privilégiait en début d'année un ralentissement progressif de l'économie américaine qui est bel et bien en train de se concrétiser. Alors que la BCE et la BNS ont déjà procédé à leurs premières baisses de taux, le consensus des prévisionnistes estime toujours que celle-ci n'interviendra qu'en décembre aux Etats-Unis. Si effectivement la politique monétaire américaine devait rester restrictive avec des taux inchangés pendant encore six mois, le risque d'un ralentissement plus net et potentiellement plus profond de l'économie serait clairement plus élevé. Après neuf mois de stabilisation à environ 1'800'000 demandes continues d'allocations de chômage, un bond de +3% a été enregistré au cours des deux derniers mois. La consommation des ménages a aussi logiquement réagi par une diminution de moitié de son niveau de croissance mensuel entre mars (+0.6672%) et mai (0.248%), malgré une hausse de +0.5% du revenu personnel. En ce qui concerne la confiance des consommateurs, le maintien à un niveau élevé des coûts de financement dans un contexte d'endettement important des ménages, est certainement en train de peser sur leur moral. Depuis 2022 la croissance du crédit à la consommation suit une tendance nettement baissière sans signe de renversement de situation. Après avoir été en hausse de 42 milliards en juin 2022, la contraction sur deux ans a été extraordinaire. La croissance du crédit en avril ne représente plus qu'environ 15% de ce montant (6.4 milliards). 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, jusqu'à ce que cela ne devienne plus supportable. Le solde des cartes de crédit a ainsi diminué pour la première fois en trois ans indiquant justement que les ménages sont désormais obligés de contrôler le solde de leurs cartes de crédits en raison des taux d'intérêt élevés. Par ailleurs les défauts de paiements se sont normalisés après avoir atteint des niveaux historiquement bas, suggérant un retour possible des ratios de défauts au-dessus de la moyenne. Nous estimons que ce phénomène peut durer et s'intensifier au risque de pénaliser l'évolution de la consommation des ménages dans les prochains mois.

Récessions US, Taux longs et Fed funds



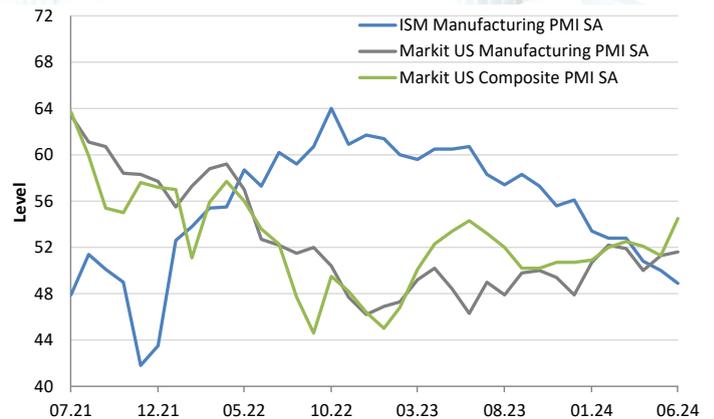
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les indicateurs avancés ISM virent à la baisse

Les surprises économiques ont plutôt été négatives au cours des derniers mois, en partie en raison de la faiblesse du marché immobilier suggérant que les anticipations de croissance sont peut-être trop optimistes. Du côté des indicateurs ISM, les dernières statistiques concernant les services ont tourné à la baisse notamment avec une chute de 53.8 à 48.8 de l'ISM

Services. L'indicateur ISM de l'emploi déjà négatif glisse encore de 47.1 à 46.1 en juin. Le déclin est assez généralisé parmi les segments en dépit du début de la saison estivale, ce qui suggère clairement que la dynamique économique est bien en train de ralentir. L'indice global est en contraction, ce qui est un élément relativement rare dans l'histoire de cet indicateur. Aussi bien l'activité économique présente, que la composante des nouvelles commandes, en chute de 54.1 à 47.3 en un seul mois, sont désormais en contraction pour la première fois depuis 2020 et 2022. Les indices PMI ne confirment toutefois pas encore ce coup d'arrêt potentiel de la croissance américaine et montrent encore une image relativement sereine de l'activité prochaine. L'indice PMI global progresse même de 54.6 à 54.8, sous l'impulsion du PMI des services toujours élevé (55.3), malgré un indice PMI manufacturier légèrement en baisse à 51.6. L'indice de confiance des consommateurs est en baisse depuis le mois de février et glisse encore en juin de 102 à 100.4 suggérant aussi un tassement prochain de la consommation pessimiste.

Indicateurs PMI — ISM

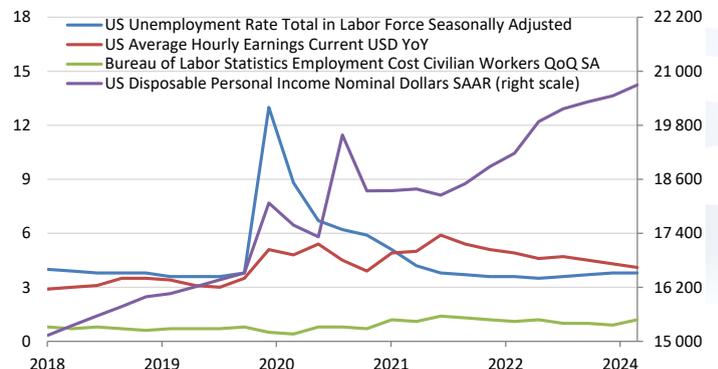


Sources: Bloomberg, BBGI Group

Baisse des tensions dans le marché du travail

Après plusieurs mois de demandes d'allocations chômage plus faibles autour de 200'000 inscriptions, le mois de juin a enregistré à nouveau des demandes supérieures plutôt proches de 235'000 inscriptions par semaine. Cette tendance est également observable dans la statistique des créations d'emploi (ADP), qui ont à nouveau pris le chemin de la baisse au cours des quatre derniers mois, glissant progressivement d'environ 200'000 nouveaux emplois à seulement 150'000 en juin. Les prochaines publications du Département du travail devraient également montrer une diminution des engagements hors secteur agricole de 272'000 en mai à environ 180'000 en juin. Les annonces de licenciements en comparaison annuelle ont aussi progressé de +19.8% en juin indiquant certainement une baisse des tensions dans le marché du travail.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

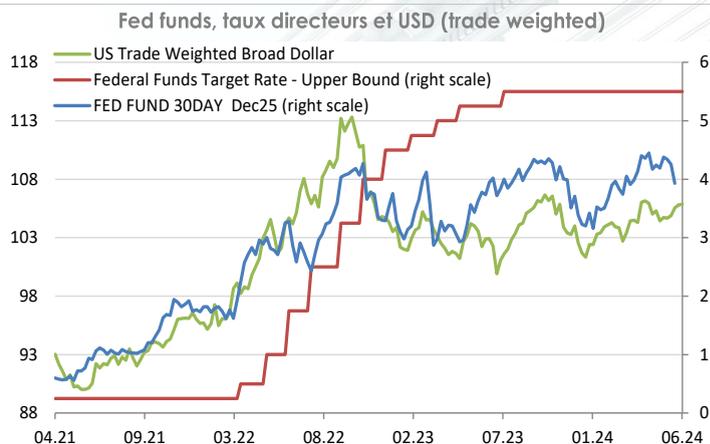
Les offres d'emploi JOLTS sont nettement inférieures à leur moyenne récente et se situent à 8.14 millions toujours en tendance baissière. La progression des salaires devrait légèrement décliner et passer en dessous de +4% en juin. Globalement le marché de l'emploi, qui a longtemps été une source d'inquiétude pour la Réserve fédérale, devrait progressivement rassurer les membres du comité de politique monétaire et soutenir un prochain pivot de politique.

La Réserve fédérale est-elle à nouveau en retard?

La banque centrale américaine semble encore aujourd'hui peu encline à ajuster sa politique monétaire, malgré le flux croissant de données statistiques pointant vers un ralentissement conjoncturel. Après avoir craint, probablement de manière excessive, que l'économie américaine ne réagirait pas à la hausse de taux et au durcissement des conditions monétaires, lorsque les statistiques de l'emploi et l'inflation se stabilisaient en avril, la Fed semble maintenant encore piégée par son positionnement attentiste. Pourtant, en soulignant souvent que sa politique monétaire évoluerait en fonction des statistiques publiées (« data dependant policy »), il semble aujourd'hui qu'elle reste encore positionnée sur un biais « neutre », alors que les signes de ralentissement se matérialisent pourtant de plus en plus nettement. Bien que les données économiques surprennent donc plutôt à la baisse et que les signes de fléchissement de l'inflation s'accroissent, la Fed ne semble pas prête à agir. Selon les prévisions des membres du comité de politique monétaire, le taux cible implicite des fed funds pour la fin 2024 est encore de 5.125% et de 4% pour la fin 2025. Le taux observé aujourd'hui dans le marché pour décembre 2024 est légèrement inférieur à 4.96%. Il est encore de 5.24% pour les fed funds de septembre. A ce jour le taux effectif des fed funds est de 5.33. Nous pouvons donc estimer à la lecture des « dot plot » de juin, que les responsables de la Réserve fédérale n'ont prévu qu'une seule baisse de taux directeurs d'ici la fin de l'année. Celle-ci devrait dès lors intervenir tardivement en décembre.

La Fed est encore extrêmement prudente et rappelle qu'il lui semble encore trop tôt pour dire si l'évolution récente de l'inflation et le ralentissement de l'économie sont durables et peuvent justifier une baisse des taux directeurs.

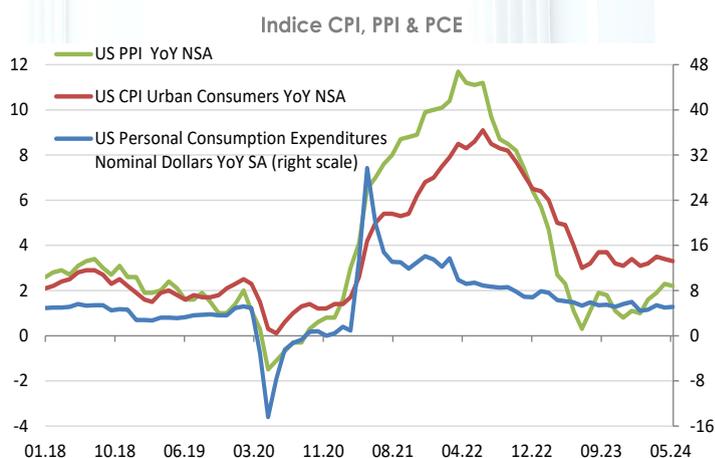
Nous estimons une nouvelle fois qu'à son habitude la banque centrale américaine est certainement déjà en retard sur l'évolution de l'économie américaine. Nous considérons que le flux de statistiques présent est déjà suffisant pour constater le ralentissement en cours, notamment si l'on considère que les éléments « lagging » ou « sticky », qui freinaient une poursuite de la baisse de l'inflation, sont désormais en train de glisser et de contribuer positivement à la baisse des mesures d'inflation. La Fed devrait réévaluer ses positions pour ajuster sa politique sans attendre une dégradation ultérieure, qui pourrait se produire si elle décide de maintenir sa position attentiste jusqu'en décembre. Le président de la Fed avait pourtant souligné qu'il était prêt à relâcher les rênes de sa politique si l'évolution des paramètres d'inflation le permettaient et si le marché de l'emploi montrait des signes de ralentissement. Il mentionnait également qu'il n'attendrait pas de voir l'inflation chuter en dessous de son objectif technique de +2% et mettrait dans ce cas en œuvre l'assouplissement attendu. Aujourd'hui l'inflation a chuté à +2.56% (PCE et PCE de base) sous l'impulsion d'une baisse dans le segment des services. Les conditions nous semblent donc réunies pour la mise en œuvre du pivot tant attendu de la Fed. Nous estimons une probable baisse en septembre, sans exclure une surprise positive le 31 juillet, si l'inflation poursuit sa tendance baissière en juin.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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

L'inflation mensuelle de mai s'est avérée meilleure qu'attendu en affichant une progression de seulement +0.006%. C'est désormais la 3ème baisse mensuelle consécutive du niveau de progression de l'inflation, qui est maintenant clairement inférieure aux données qui avaient inquiété les marchés en février (+0.4%). Le chiffre de mai voit ainsi l'inflation à son plus bas niveau mensuel depuis mai 2020 (-0.1%). Le CPI en glissement annuel est donc tombé à +3.3%, soit +3.4% pour l'indice hors alimentation et énergie. La composante des services, qui contribuait encore négativement au CPI en janvier par une progression de +0.4%, a régulièrement décliné au cours des quatre derniers mois pour ne représenter plus qu'une contribution de +0.134% en mai. Dans cet environnement de ralentissement conjoncturel observable, l'indicateur privilégié de la Réserve fédérale, l'indice PCE core a poursuivi son déclin en mai pour tomber à +2.56% sur un an, tandis que l'indice PCE global chutait aussi à +2.56% et s'approchaient tous deux plus nettement de l'objectif de +2% de la banque centrale.

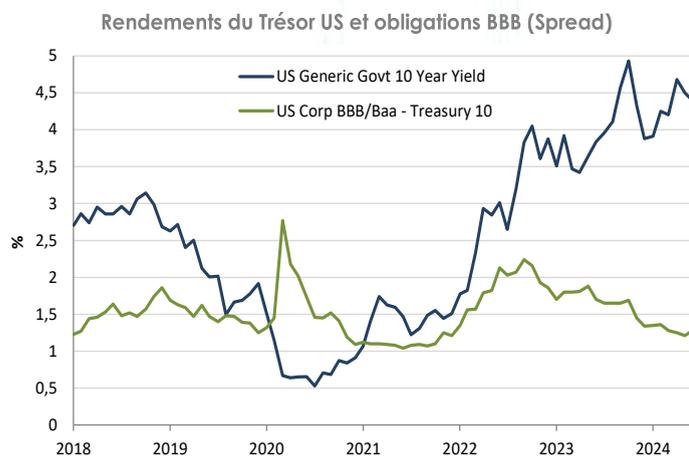


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Environnement favorable pour les obligations en USD

Le ralentissement économique en cours aux Etats-Unis et l'évolution favorable de l'inflation créent désormais les conditions positives pour une intervention de la Réserve fédérale plus rapidement qu'estimé aujourd'hui par le consensus. Les marchés obligataires n'ont finalement que très récemment commencé à prendre en considération un peu plus nettement les risques croissants de diminution de l'activité économique. A la fin avril, le sentiment général privilégiait encore la perspective d'une inflation encore non maîtrisée qui

pouvait même, par sa persistance, provoquer un nouveau resserrement de politique monétaire. L'incertitude sur ce plan et les commentaires toujours extrêmement prudents de la Réserve fédérale avaient ensemble maintenu un climat d'incertitude dans les marchés de capitaux. De l'extrême optimisme constaté en décembre, qui escomptait six baisses de taux en 2024, le consensus s'est révisé en adoptant une position selon nous extrêmement pessimiste. Le rebond des taux à dix ans de 3.8% à la fin décembre a poussé les rendements du Trésor US à 4.7% en avril et 4.61% encore à la fin mai. Il semble que les investisseurs restent particulièrement indécis malgré le flux de surprises économiques négatives, puisqu'à la fin juin, les rendements à dix ans étaient encore de 4.4%. La banque centrale américaine devra ajuster sa position et n'attendra pas, selon nous, le mois de décembre pour abaisser pour la première fois ses taux directeurs. L'été devrait apporter un peu plus de clarté sur la santé de l'économie et des consommateurs, mais aussi sur la date probable du prochain pivot de la Fed. Nous estimons que dans un contexte économique plus faible et d'une inflation se dirigeant vers +2%, les taux longs peuvent une nouvelle fois toucher le seuil de 3.8%, déjà atteint en décembre. Dès lors, les niveaux actuels des taux d'intérêt présentent des opportunités autant dans le segment « investment grade » d'entreprises, mais aussi pour le secteur « high yield ».



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

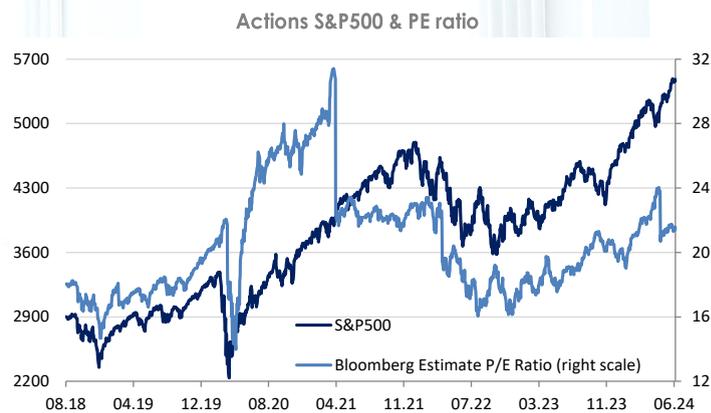
Les investisseurs vont encore privilégier les actifs en USD

La corrélation du dollar « trade-weighted » avec l'évolution des taux long devrait constituer un facteur négatif pour le billet vert dans le contexte du ralentissement conjoncturel et de la baisse des taux attendus. Le prochain pivot de la Fed pourrait être considéré comme un élément affaiblissant le dollar, mais les cycles de baisses de taux enclenchés par les autres banques centrales devraient en fait avoir des effets similaires sur les taux

des autres devises avec comme conséquence un maintien des différentiels de rendement. La convergence des changements de politiques monétaires en Europe et aux Etats-Unis, ainsi qu'un déclin simultané de l'inflation, réduiront donc probablement la volatilité des taux de change au 2ème semestre. Les écarts de rendements resteraient relativement stables entre les principales devises, alors que les différentiels d'inflation auraient 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 les actifs américains. Cependant, ce seront certainement davantage les perspectives de plus-values en obligations américaines et en actions qui soutiendront une demande forte de dollars. Une appréciation générale du dollar nous semble ainsi encore probable, notamment contre le franc suisse, en partie lâché par la Banque nationale suisse dans sa nouvelle phase de politique monétaire.

Contexte toujours globalement positif pour les actions

Depuis le top des taux longs à 5%, l'indice S&P500 a progressé de +28% avant la correction d'avril et a ensuite repris une trajectoire positive portant désormais sa hausse à près de +35% à la fin juin. Malgré la volatilité observée dans le segment obligataires et des rebonds sensibles sur les taux, les actions américaines ont réalisé un parcours exceptionnel, fortement influencé par les sept principales valeurs du Nasdaq. Nos anticipations positives de début d'année pour l'évolution des actions se sont donc concrétisées, comme celles concernant les perspectives supérieures des valeurs de croissance (+26.7%) qui ont effectivement surperformé l'indice S&P value (+5.5%) pendant le 1er semestre encore. 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 encore significatif, mais le niveau de valorisation pousse tout de même à une certaine prudence.



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