

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



LA FED ENVISAGE DES TAUX DIRECTEURS À 3.25% EN 2025

Croissance du PIB encore solide. Un 2ème semestre à peine plus modéré ? Baisse des tensions dans le marché de l'emploi. Le cycle d'assouplissement monétaire est enfin engagé. Six baisses attendues favorables aux actifs en dollars en 2025.

Points clés



- La croissance du PIB semble encore solide
- Le 2ème semestre sera-t-il réellement plus faible ?
- Les indicateurs avancés des services restent favorables
- Baisse des tensions sur le marché de l'emploi
- La Réserve fédérale corrige son inaction de juin
- L'inflation passera en dessous de +2% au T1 2025
- Perspectives séduisantes pour les obligations en USD
- Une politique théoriquement défavorable au USD
- Contexte toujours globalement positif pour les actions

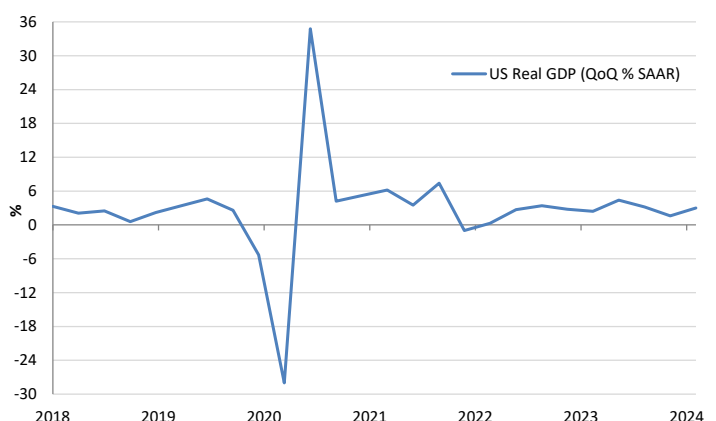
La croissance du PIB semble encore solide

La publication du PIB américain du 2ème trimestre suggérait un trimestre encore particulièrement solide et largement soutenu par une reprise de la consommation des ménages. Le taux de croissance publié à +3% en rythme annualisé témoigne d'une nette reprise par rapport au 1er trimestre 2024, qui avait été plutôt soutenu par les investissements en biens d'équipements et par la consommation personnelle, pourtant plus faible qu'en fin d'année 2023. On retrouve une dynamique similaire à celle du 4ème trimestre en progression de +3.4% enregistré à ce moment. A la fin juin, la consommation s'est avérée forte et en progression de +2.8%. En termes de contribution à la hausse de +3% du PIB, on retrouve la consommation avec une contribution de +1.9% et les variations liées aux inventaires (+1.05%). Les dépenses en investissements fixes (+0.42%) et les dépenses publiques (+0.52%) ont aussi contribué positivement. Seules les exportations nettes (-0.9%) ont tiré à la baisse le PIB. L'économie américaine poursuit un chemin de croissance plutôt solide avant l'été dans un environnement cependant moins marqué par les risques inflationnistes, mais avec une composante DCM de base en hausse tout de même de +2.8% et un indice de prix de +2.5% à la fin juin.

En cette fin de 3ème trimestre 2024, les estimations de croissance pour la période qui s'achève sont encore assez robustes. Si l'on en croit le dernier sondage Bloomberg de 75 économistes, le PIB aurait progressé de +2%, sensiblement moins toutefois que le flash GDP de la Fed d'Atlanta mesuré par l'indice GDPNow qui est à nouveau au-dessus de +3%.

Dans ce contexte, à la fin septembre, la Réserve fédérale a finalement enclenché un nouveau cycle de détente des taux par une baisse relativement inattendue de -0.5% puisque la majorité des observateurs escomptait plutôt un abaissement de -0.25% du taux directeur. Après avoir estimé en fin d'année 2023 que celle-ci procéderait jusqu'à six baisses de taux en 2024, les investisseurs avaient largement révisés leurs attentes et attendaient patiemment un renversement de cycle de politique monétaire. Les statistiques économiques en provenance du marché de l'emploi semblaient toujours solides jusqu'en milieu de trimestre et repoussaient l'échéance de ce changement de positionnement. Mais l'évolution des créations d'emploi en nette diminution en août à son plus bas niveau récent (99'000) a certainement été un élément déclencheur de la décision de la banque centrale. Un niveau de revenu personnel des ménages un peu plus faible, une consommation en perte de vitesse et une stagnation des commandes de biens durables ne sont que quelques exemples de tendances nouvelles suggérant un ralentissement en cours pour le 3ème trimestre. Mais l'image globale de la santé de l'économie américaine reste cependant très difficile à appréhender, car d'autres facteurs continuent de pointer vers une dynamique robuste.

Croissance trimestrielle du PIB — Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le 2ème semestre sera-t-il réellement plus faible ?

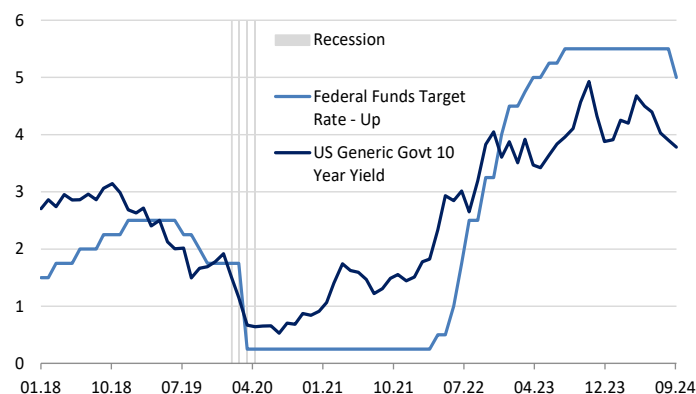
La Réserve fédérale s'est finalement décidée à abaisser ses taux directeurs en donnant un signal de renversement de cycle de politique monétaire alors que l'évolution de l'inflation et quelques statistiques sur l'emploi lui permettaient de le faire. Cela dit, les perspectives économiques restent plutôt positives à en croire les prévisions des économistes et des indices flash de banques centrales tel le GDPnow. Au cours des dernières semaines, les statistiques publiées dans le marché de l'emploi ne pointent pourtant pas toutes nettement vers un affaiblissement net. Les nouvelles demandes d'allocations chômage sont par exemple au plus bas (NSA), alors que les demandes cumulées sont en diminution depuis juillet. Certaines données défilent donc le scénario de ralentissement du marché de l'emploi.

Il en va de même pour le marché immobilier qui n'a pourtant pas encore pu profiter des baisses concrètes de taux de financement à court terme, mais dont les mises en chantier (+9.6%) en août et les permis de construire (+4.9%) par exemple, sont en nettes progressions en fin de trimestre, contrastant avec la contraction des ventes de logements neufs de +10.6% en juillet à -4.7% en août.

La consommation personnelle réelle glissait sur un mois en août de +0.4% à +0.1%, et la consommation des ménages suivait une évolution similaire avec une décélération notable entre juillet (+0.5%) et août (+0.2%), suggérant une poursuite de l'essoufflement de la consommation. 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, était certainement en train de peser un peu plus encore sur leur moral avant la décision de baisse de taux de la Fed. L'indice de confiance du Conference Board chutait ainsi entre juillet et août de 105.6 à 98.7.

Depuis 2022 la croissance du crédit à la consommation suivait une tendance nettement baissière sans signe perceptible de renversement de situation. Après avoir été en hausse de 42 milliards en juin 2022, la contraction sur deux ans avait été extraordinaire. Mais selon la dernière statistique disponible de juillet 2024, le rebond semble clairement avoir été massif avec une hausse de 500% du montant révisé en juin de 5.22 milliards à 25.15 milliards. C'est la plus forte avancée depuis novembre 2022. Les encours de crédit comprenant les cartes de crédit ont augmenté de 10.6 milliards et les crédits non renouvelables ont bondi de 14.8 milliards sur un an. Ce facteur explique en partie l'une de plus fortes progression des ventes au détail. Après une telle hausse il est peu probable que ce facteur soutienne encore la consommation à court terme.

Récessions US, Taux longs et Fed funds

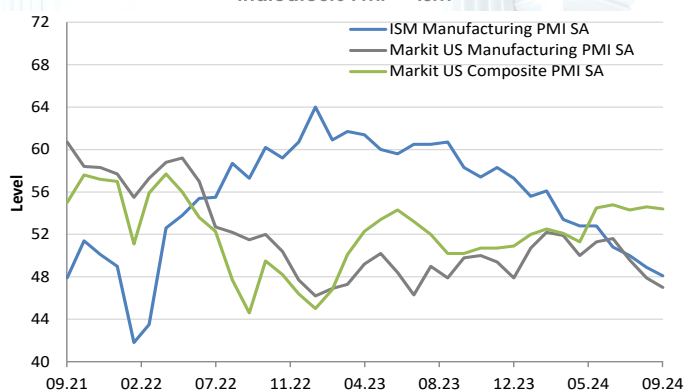


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les indicateurs avancés des services restent favorables

Les indicateurs avancés pointent encore vers une situation toujours délicate dans le secteur manufacturier et des perspectives bien meilleures du côté des services. Du côté des indicateurs ISM, les dernières statistiques concernant les services montraient une amélioration et un net rebond des plus bas de juin (48.8) à un niveau plus encourageant de 51.5 à la fin août. Mais l'ISM manufacturier reste en dessous du seuil de croissance à 47.2 annonçant une faiblesse probable du segment industriel. L'ISM des nouvelles commandes s'enfonce également (46.1), comme celui de l'emploi (43.9). En ce qui concerne les autres indicateurs avancés, le S&P Global PMI manufacturier ne se relève pas et reste en septembre nettement en dessous de 50. Entre le niveau plus optimiste observé en février (51.9) et celui de septembre (47.3), la tendance s'est clairement affirmée. La production industrielle s'est avérée extrêmement volatile pendant cette période enregistrant une chute de -1% en juillet et une reprise de +0.8% en août, mais sans réelle croissance. Du côté des services la tendance reste nettement positive avec un PMI de 55.4 en septembre.

Indicateurs PMI — ISM

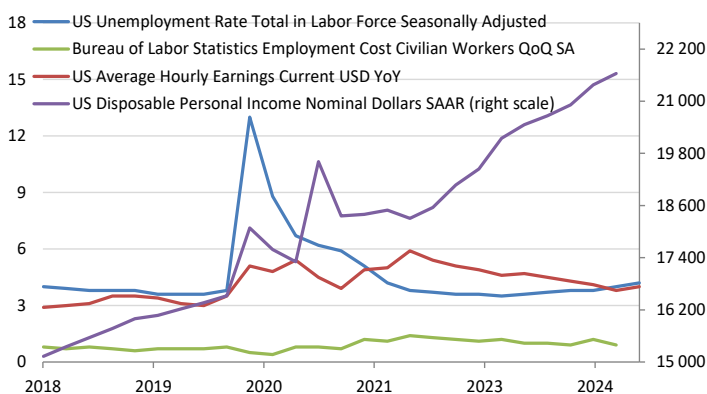


Sources: Bloomberg, BBGI Group

Baisse des tensions sur le marché de l'emploi

Les indicateurs avancés ISM de l'emploi se dégradent et suggèrent aussi une baisse des tensions dans le marché du travail. Du côté des éléments pointant vers un abaissement des tensions, l'évolution des créations d'emploi (ADP) a été l'un des principaux facteurs positif. Nous relevons depuis plusieurs trimestres déjà la tendance lourde de diminution des nouveaux emplois, mais le mois d'août semble avoir marqué un tournant avec une diminution historique à moins de 100'000 nouveaux jobs, le plus bas niveau depuis 2021. La chute a surtout été observée dans le segment des services.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



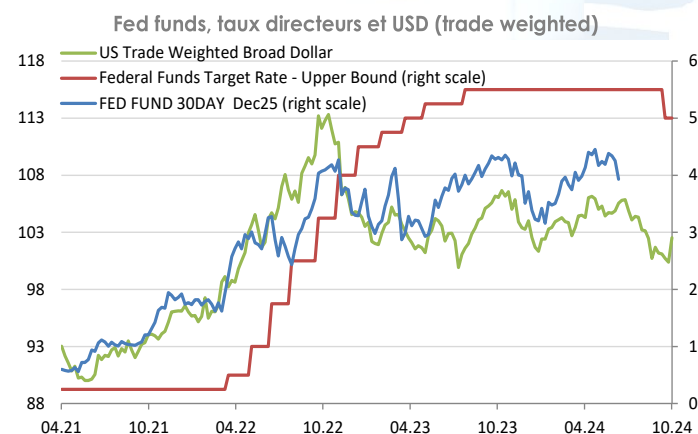
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les demandes d'allocations chômage ont été temporairement plus faibles, mais elles sont à nouveau proches de 230'000 inscriptions. Les offres d'emploi JOLTS (8.04 mios.) sont nettement inférieures à leur pic de mars 2022 (12 mios.) ainsi qu'à leur moyenne récente (9 mios.) et restent toujours en tendance baissière. Globalement le marché de l'emploi, qui a longtemps été une source d'inquiétude pour la Réserve fédérale, est probablement en phase de normalisation, avec un taux de chômage à 4.2% mais en progression depuis janvier 2023.

La Réserve fédérale corrige son inaction de juin

La banque centrale américaine a finalement considéré que le temps était venu d'abaisser ses taux directeurs et d'enclencher le pivot de sa politique en septembre après quelques statistiques finalement meilleures aussi bien sur le front de l'inflation qu'en provenance du marché de l'emploi. 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 essentiellement mis en œuvre en 2022 et pendant le premier semestre 2023, elle semble aujourd'hui prête à envisager qu'elle aurait pu déjà abaisser pour la première fois ses taux directeurs lors de sa réunion de juin. En abaissant ses taux de 50 pnb, elle décide d'effacer ses deux dernières hausses de mai et juillet 2023, mais elle reconnaît selon nous implicitement qu'elle aurait peut-être déjà pu agir en juin par une première baisse de 25pnb. Le cycle d'assouplissement monétaire est donc maintenant engagé et la projection des FOMC Dots median pour la fin 2025 est en conséquence abaissée à 3.375. Cet objectif suggère environ six baisses de taux au cours des quinze prochains mois. Mais du côté des FedFunds, le taux implicite pour la fin décembre 2024 de 4.32% est déjà abaissé à 3.25% pour la fin juin 2025. Sans surprise majeure et en maintenant un scénario de ralentissement modéré de la croissance américaine toujours supérieure à +2% annualisé au cours des trois prochains trimestres, nous estimons que le marché attend déjà six baisses de taux avant juin 2025.

La banque centrale américaine a donc fixé un nouveau cap de baisses de taux en 2025 en direction d'un objectif estimé entre 3.25% et 3.5%. Le président de la Fed avait souligné il y a quelques mois déjà qu'il était prêt à relâcher les rênes de sa politique si l'évolution des paramètres d'inflation le permettait et si le marché de l'emploi montrait des signes de ralentissement, c'est désormais le cas. 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. C'est aussi le cas puisque l'inflation est bien en train de glisser mais n'a pas encore atteint le seuil de +2%.

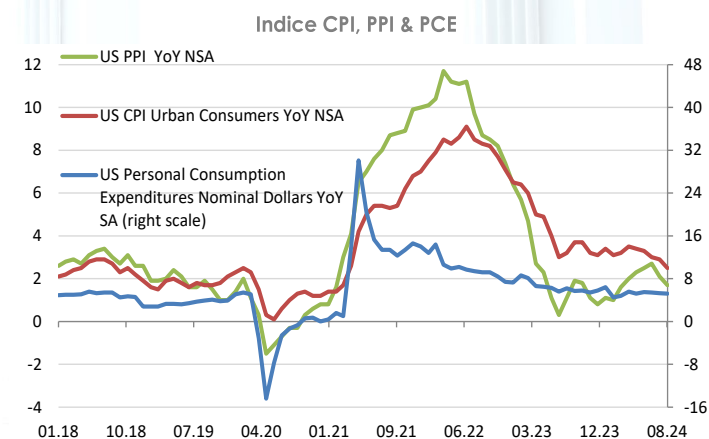


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Aujourd'hui l'inflation a effectivement baissé à +2.5% et +3.2% pour l'indice hors alimentation et énergie, ce qui reste éloigné de son objectif formel. Nous estimons que la Réserve fédérale abaissera le 7 novembre une nouvelle fois ses taux directeurs d'un incrément standard de 0.25% au lendemain des élections présidentielles américaines.

L'inflation passera en dessous de +2% au T1 2025

L'inflation mensuelle pour le mois d'août (+0.2%) s'est avérée identique à celle de juillet (+0.2%), avec une composante de services à nouveau un peu en hausse depuis trois mois, mais avec un impact positif du segment énergie. Au cours des quatre derniers mois, l'inflation est en fait restée plutôt stable en enregistrant une hausse moyenne de 0.075%/mois. Le CPI en glissement annuel est donc tombé à +2.5%, la composante des services restant le seul véritable contributeur et moteur de la hausse des prix à hauteur de +2.9%. Dans cet environnement de ralentissement conjoncturel attendu, l'indicateur privilégié de la Réserve fédérale, l'indice PCE core a poursuivi son déclin en août pour tomber à +2.7% sur un an, tandis que l'indice PCE global chutait aussi à +2.2% et s'approchaient tous deux plus nettement de l'objectif de +2% de la banque centrale. Finalement, les prix à la production sont également à nouveau sous contrôle (+1.7%), tandis que l'indice hors alimentation et énergie s'établit à +2.4%. Il nous semble raisonnable dans le contexte de prix des matières premières relativement sous contrôle et d'une croissance économique modérée d'envisager une poursuite du déclin de l'inflation (PCE global) en dessous de +2% au 1er trimestre 2025.



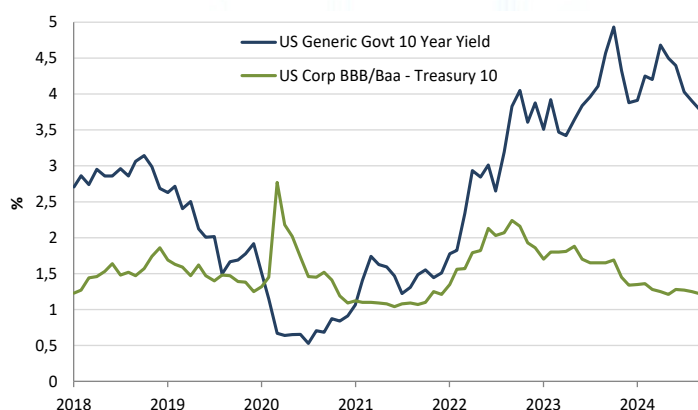
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Perspectives séduisantes pour les obligations en USD

Les derniers chiffres de croissance du PIB ne montrent encore aucun signes réels de tassement conjoncturel, mais si les indicateurs avancés et les statistiques publiées durant l'été confirment un début de ralentissement, les conditions d'une poursuite de la tendance récente d'abaissement des courbes de taux devrait se poursuivre. L'évolution favorable de l'inflation soutient à la fois une dynamique durable de baisses de taux directeurs et l'anticipation d'ajustements des courbes de taux aux nouvelles conditions en matière d'inflation. Depuis quatre mois et quatre annonces successives d'une inflation mensuelle proche de zéro, les taux longs ont particulièrement bien réagi au changement de perception des risques. Encore au-dessus de 4.6% à la fin mai, les taux longs ont rapidement pris un autre chemin, entamant une nouvelle phase de baisse des rendements jusqu'à 3.6% observé à la mi-septembre.

Lorsque l'inflation semblait rebondir en début d'année et provoquait de nouvelles incertitudes dans les marchés financiers, nous relevions que ces éléments ne seraient que temporaires avant qu'une tendance plus durable ne s'installe à nouveau, soutenue également par une diminution des tensions dans le secteur des services. Alors que les taux longs retrouvaient injustement un niveau supérieur à 4.5%, nous rappelions que dans un contexte d'abaissement des risques inflationnistes et de croissance modérée pour l'économie américaine, le niveau théorique probable pour les taux longs ne devrait pas se situer aussi haut. Nos perspectives évoquées pour les prochains trimestres faisaient clairement état d'une vision baissière sur les taux à dix ans qui pouvait les amener à nouveau vers 3.5%. Nous estimons toujours que ce chemin reste valide à court terme et envisageons encore une diminution désormais à 3.25% de ces taux du Trésor à dix ans dans le courant du 1er semestre 2025. Dans ce contexte de simple ralentissement, nous estimons que les taux directeurs (5.5%) devraient être abaissés à 3.5% au 2ème trimestre 2025 et pourraient passer en dessous de 3% si l'inflation poursuit sa glissade actuelle vers l'objectif de la Fed de 2%. Dans un contexte d'aplatissement progressif de la courbe de taux, le niveau des taux à dix ans offre encore un potentiel de baisse de 75 à 100 points de base et représente une séduisante opportunité d'investissement offrant un rendement intéressant et un gain en capital potentiel de +10%.

Rendements du Trésor US et obligations BBB (Spread)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Une politique théoriquement défavorable au USD

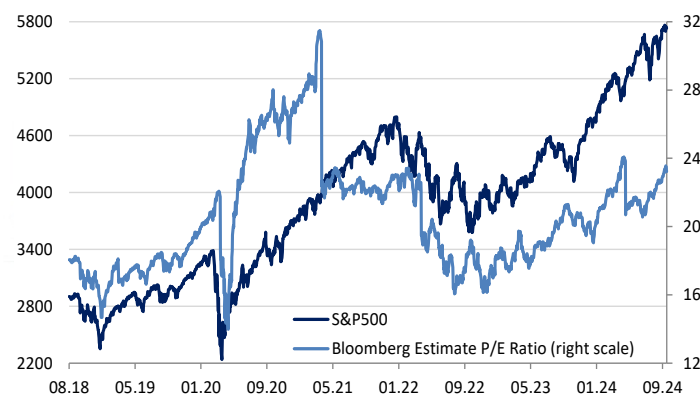
La corrélation du dollar « trade-weighted » avec l'évolution des taux long devrait constituer un facteur négatif pour le billet vert dans le contexte du ralentissement conjoncturel et de la baisse des taux attendus. La baisse des taux de la Fed n'a pourtant pas eu de réel impact à ce jour. Les cycles 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. Les écarts de rendements resteraient relativement stables entre les principales devises, alors que les différentiels d'inflation auraient plus de chances de se réduire. 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 BNS dans sa nouvelle phase de politique monétaire.

Contexte toujours globalement positif pour les actions

Nos anticipations positives de début d'année pour l'évolution des actions semblent renforcées par le début de mise en œuvre par la Fed d'une politique monétaire accommodante favorisant la liquidité. Le cycle de baisse de taux qui débute est un facteur positif, mais il ne faut pas oublier que les marchés ont certainement assez largement anticipé ce changement, comme en témoigne déjà la hausse de +20% du S&P500(YTD). En l'absence de récession, l'environnement actuel devrait rester favorable aux actions. Mais les valorisations des actions américaines pour 2025 de 20.7x les profits attendus peuvent déjà sembler élevées et freiner certains investisseurs. Nous estimons toutefois que le potentiel de hausse des actions américaines reste encore significatif et maintenons une recommandation positive sur la classe d'actifs.

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