



Economie américaine : surprises positives et accélération au T2

Le ralentissement induit par la vague de froid fait place à une reprise printanière et un frémissement de l'emploi. Le consensus trop pessimiste sera surpris par l'accélération au T2.

Points clés:

- Les conditions climatiques extrêmes expliquent le tassement conjoncturel temporaire
- De nombreuses composantes de la production déclinent en janvier mais la consommation se renforce
- Les statistiques commencent à montrer une image un peu plus favorable en février
- Les derniers chiffres de l'emploi sont encourageants
- L'indicateur de surprise économique a viré au rouge et nous semble refléter une vision trop pessimiste de la conjoncture aux Etats-Unis
- Surprises économiques positives au 2^{ème} trimestre
- Les marchés de taux à nouveau pénalisés, remontée des taux longs US de 3.4% à 3.9%
- Les actions américaines et le dollar devraient sortir gagnants de la prochaine confrontation

Les conditions climatiques extrêmes expliquent le tassement conjoncturel temporaire aux Etats-Unis

L'hiver a effectivement été rude aux Etats-Unis et les températures bien inférieures aux moyennes saisonnières semblent avoir largement eu des effets négatifs sur plusieurs secteurs économiques.

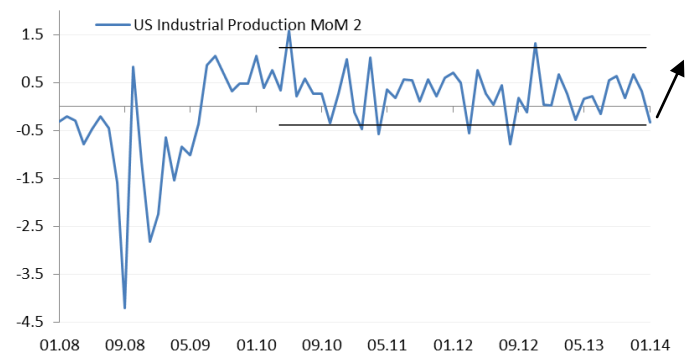
On peut raisonnablement estimer que la chute des températures a effectivement provoqué un tassement de la croissance en fin d'année 2013 et au début du 1^{er} trimestre 2014, en tout cas sur les secteurs de la construction, de la consommation ou des créations d'emploi.

Mais avec le recul de la production, des carnets de commande ou des achats immobiliers, on peut aussi s'interroger sur les risques de rechute de la

croissance américaine au moment où l'on craint peut-être que l'effet de richesse ne marque le pas et peine à développer de nouveaux effets positifs pour relancer la consommation privée. L'économie américaine attend toujours une hausse des salaires réels, qui pourrait venir soutenir une consommation pourtant toujours dynamique. Tandis que du côté des investissements, le cycle n'est qu'à peine enclenché.

Dans ce contexte, la production industrielle s'est en effet contractée de -0.3% en janvier après avoir pourtant progressé de +0.3% en décembre. La production minière a été impactée par les conditions météo et chutait de -0.9% après avoir progressé de +1.8% en décembre. Des températures exceptionnellement froides ont aussi affecté l'extraction de pétrole et de gaz. La production manufacturière suivait le même chemin en glissant de -0.8% alors que la hausse de la demande de chauffage provoquait un bond de la production d'électricité. Le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie (78.5%) chutait logiquement en-dessous de sa moyenne de 1972-2013.

Production industrielle (USA)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

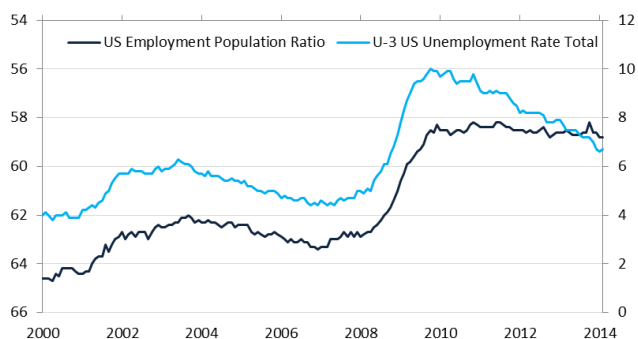
La production de biens de consommation glissait aussi en janvier de -0.5% et enregistrait sa 1^{ère} baisse depuis six mois. Parmi les secteurs non industriels, les matériaux de construction subissaient aussi les mêmes pressions à la baisse. La production de biens durables en baisse de -0.8% a surtout été affectée par la chute de -5% de la production de véhicules. Mais malgré ces chiffres potentiellement inquiétants, sur l'ensemble de l'année 2014, les projections restent positives. La production industrielle devrait avancer de +2.3% après une hausse de +1.8% en 2013.

Après le blizzard... l'horizon s'éclaircit

Et pourtant, les chiffres du chômage publiés le 7 mars semblent démontrer que l'économie américaine commence à surmonter les effets négatifs d'un hiver particulièrement difficile, qui a donc freiné la croissance en début d'année.

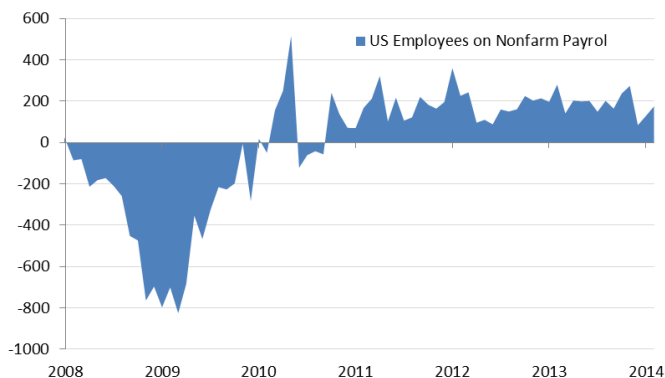
Le taux de chômage se stabilise à 6.7% et la création de 175'000 emplois, après une révision à 129'000 pour le mois précédent, mettent un terme à une période de faiblesse de l'emploi qui avait débuté en décembre (+85'000). Cette reprise relativise la faiblesse récente et confirme certainement que la vision des employeurs reste positive pour 2014.

Chômage et population active



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Créations d'emploi aux Etats-Unis

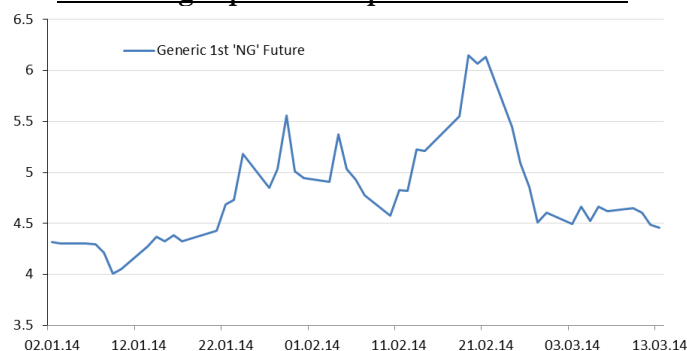


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'impact maximal des conditions météorologiques sur l'économie américaine semble toutefois avoir été atteint en janvier comme le suggèrent plusieurs éléments.

Tout d'abord, les cours du gaz HH (Henry Hub), qui avaient bondi de +50% en quelques semaines pour atteindre 6.5\$ MMBtu, soit leur plus haut niveau depuis mars 2008, ont rapidement corrigé et retrouvé un niveau plus « normal » à 4.4\$ en seulement quatre sessions. Les tensions observées à court terme pour répondre à la demande croissante de chauffage se sont donc récemment calmées, indiquant déjà que les effets de la vague de froid sur la demande ont fortement diminué.

Cours du gaz pendant la période de froid USA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Ensuite, le marché de l'emploi semble aussi avoir touché un creux.

On observait en janvier une diminution historique des heures travaillées par l'ensemble des travailleurs. La chute à 34.2 heures par semaine est le plus bas niveau depuis 2011. Le département du travail indiquait même que près de 7 millions de personnes ont travaillé moins d'une semaine complète à ce moment, ce qui correspond au plus bas niveau pour un mois de février depuis 1978. Par ailleurs, le taux de participation des travailleurs au marché de l'emploi marque récemment une stabilisation voire une très légère reprise en 2014. En chute depuis avril 2000, le taux de participation est passé de 58.6% à 58.8% en février 2014.

Le taux de chômage s'approche donc de plus en plus près du niveau évoqué en 2013 par l'ancien président de la Réserve fédérale. Mais nous ne pensons pas que le niveau de 6.5% soit considéré comme un élément déclencheur d'un changement de politique monétaire en 2014, en raison notamment de l'évolution de la pensée des membres du FOMC telle qu'elle ressort en particulier des minutes de leur dernière réunion.

Une amélioration des conditions du marché de l'emploi devrait donc être favorable à une reprise prochaine de la consommation.

D'autant que les dépenses de consommation ont déjà surpris en janvier en avançant de +0.4% après une stagnation de +0.1% en décembre. La consommation de services enregistre sa plus forte progression depuis douze années.

En ce qui concerne le secteur immobilier, les demandes de financement hypothécaire semblent relancées.

Les demandes de financement progressent, comme l'indique l'indice du MBA (Mortgage Bankers Association), en hausse de +9.4% à la fin février pour les nouveaux achats et de +9.6% pour les demandes de refinancement. Les prix de l'immobilier continuent d'avancer en décembre, l'indice S&P Case-Shiller indique une hausse de +13.4% des prix des maisons dans 20 villes américaines, un léger tassement de la progression annuelle mesurée en novembre.

La croissance américaine a donc certainement fléchi en début d'année 2014 en raison de cette vague de froid historique.

Mais les effets de ces températures exceptionnelles semblent désormais perdre de leur intensité dans les statistiques depuis quelques semaines.

Le sentiment des investisseurs, plutôt positif en début d'année, a largement été influencé en janvier et février par des statistiques considérées comme décevantes, provoquant de fait de nouvelles incertitudes sur la pertinence du scénario consensuel d'accélération de la croissance aux Etats-Unis en 2014.

Si le lien avec les conditions climatiques a souvent été évoqué pour justifier le ralentissement, il n'en reste pas moins que pour beaucoup d'investisseurs, ce fléchissement d'activité a été considéré comme une indication de la dépendance de l'économie au programme d'assouplissement quantitatif et de sa vulnérabilité à toute forme de réduction des mesures de soutien.

Il nous semble au contraire que ce ralentissement temporaire de l'activité est exclusivement dû à la vague de froid.

Il ne devrait donc être que de courte durée et pourrait même provoquer un effet de rattrapage conjoncturel important au second trimestre.

Les taux d'intérêt ont bénéficié de ces incertitudes à court terme pour reculer de quelques points de base, mais il nous semble que ce mouvement est proche de son terme.

Le flux de nouvelles statistiques devrait selon nous démontrer prochainement la bonne tenue de la conjoncture américaine et provoquer des surprises positives favorables aux marchés actions et défavorables aux marchés de taux.

Surprises économiques positives et reprise possible de l'emploi au 2^{ème} trimestre

L'indicateur de surprise économique calculé par Citigroup, qui relève le niveau de surprise entre les statistiques publiées et les attentes ou consensus du marché, est à nouveau profondément négatif (-34.10) en mars après avoir été très élevé en début d'année (+72.70).

La dernière mesure de surprise négative est similaire à celle de juin 2013, qui faisait suite à la hausse des taux longs et à la baisse des marchés actions.

Si les statistiques en fin d'année 2013 ont plutôt surpris favorablement les investisseurs, les chiffres de janvier et de février les ont complètement pris à contre-pieds.

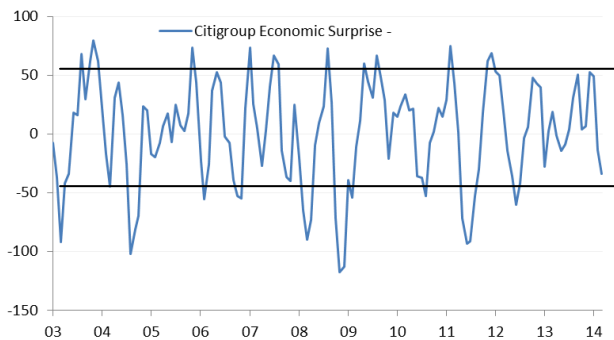
Les révisions de croissance qui ne manquent pas d'intervenir dans ces périodes contribueront à diminuer au cours des prochains mois les attentes du consensus. Ainsi, il nous semble qu'un retour à une croissance normale non affectée par des conditions météorologiques exceptionnelles devrait provoquer une remontée durable de cet indicateur de surprise.

En 2010, un hiver difficile avait pesé sur le PIB et sur l'emploi. La croissance glissait de +3.6% à +1.9% tandis que l'emploi chutait de -50'000 en février avant d'enregistrer ensuite l'une de ses plus fortes progressions sur trois mois (+156'000 mars, +251'000 avril, +516'000 mai).

La reprise de l'emploi du début mars est donc peut être un premier signe d'une accélération à venir de cette statistique d'une grande importance pour l'appréciation de la santé conjoncturelle américaine.

Nous devrions donc assister ces prochaines semaines à un changement de perception des investisseurs qui accompagnera un flux de nouvelles macro-économiques plus optimistes. Ceci profitera aux marchés actions et au dollar au détriment des marchés obligataires américains.

Indicateur de surprise économique Citigroup - USA

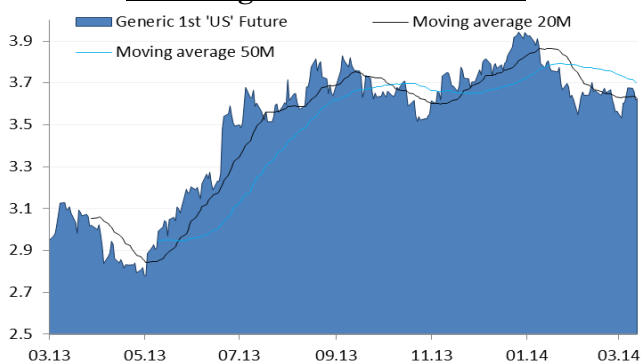


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Retour des tensions sur les marchés de taux

L'ajustement des anticipations de croissance pendant la vague de froid a provoqué une correction des taux longs américains de 3.9% à 3.5% en janvier. Nous pensons qu'au cours des prochains mois, les taux longs américains devraient repartir à la hausse et rester les points hauts de la bande de fluctuation 3.4% à 3.9%.

Taux longs du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Du côté de la politique monétaire, en l'absence de risque inflationniste immédiat, la Réserve fédérale ne prendra pas le risque en 2014 de modifier sa stratégie et limitera son action à la mise en application de sa stratégie de sortie en réduisant progressivement ses injections au cours des six prochains mois. Le resserrement des taux n'interviendra que lorsque le chômage aura nettement reculé et la remontée des taux sera nettement moins rapide que dans les précédentes phases de resserrement des conditions monétaires.

Les actions et le dollar profiteront du changement d'anticipations favorable à la croissance du PIB des Etats-Unis

Les actions américaines avaient déjà bénéficié d'un certain retour des investisseurs en février après les prises de profits provoquées par la faiblesse de la conjoncture en janvier. Si les révisions à la hausse des perspectives économiques affecteront négativement les taux longs, elles devraient par contre influencer positivement les attentes bénéficiaires des sociétés américaines. L'indice S&P 500 a déjà surmonté sa faiblesse de janvier et retrouve sa tendance haussière de 2013 en réalisant de nouvelles progressions en début mars. Malgré une progression des PE, la tendance devrait se poursuivre et soutenir une probable progression de l'indice de 1'860 à 1'950-2'000 points.

La reprise conjoncturelle devrait aussi avoir un effet positif sur le dollar, qui devrait renverser sa tendance baissière à court terme et retrouver des niveaux plus conformes aux conditions macro-économiques aux Etats-Unis. Les différentiels de croissance et de taux d'intérêt resteront en effet des facteurs positifs en faveur du dollar.

Conclusion

Le ralentissement conjoncturel américain est largement dû aux conditions météorologiques extrêmes en début d'année.

Les statistiques redeviennent plus positives en février et les chiffres de l'emploi en mars laissent espérer une accélération de la reprise au 2^{ème} trimestre.

Les marchés de taux ont temporairement profité de la faiblesse économique, mais subiront de nouvelles tensions dans les prochains mois.

Les actions et le dollar profiteront de la révision positive des anticipations de croissance.

Le dollar profitera aussi du différentiel de taux d'intérêt par rapport aux taux euro et CHF notamment.

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
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch