

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

## Marchés : Creux de cycle conjoncturel aux USA

12 juillet 2012



### Focus : Chute du pétrole, reports fiscaux et nouveau QE au secours du PIB

#### Points clés:

- La conjoncture américaine est touchée par les ralentissements européens et asiatiques
- Indicateurs conjoncturels momentanément mixtes
- Risques d'un « fiscal cliff » surestimé
- Reprise attendue pour le second semestre
- Révisions de bénéfices à la baisse aux USA
- Potentiel de surprise positive

**Le marché américain des actions peut poursuivre sa tendance haussière.**

#### Chute des matières premières et une nouvelle annonce de QE3 ?

Alors que la conjoncture européenne est clairement orientée à la baisse avec des risques croissants de récession durable, la conjoncture économique aux Etats-Unis et en Asie présente depuis quelques semaines une image plus contrastée. Les risques de contagion à l'économie américaine de la faiblesse conjoncturelle européenne sont réels mais ne devraient pas être surestimés.

La perte de vitalité de l'économie américaine est claire, mais il n'y a pourtant pas de raison de craindre un effondrement conjoncturel.

La chute des cours du pétrole et des matières premières constitue à elle-seule une forme de QE qui devrait montrer des effets positifs sur le revenu disponible des ménages et sur la consommation aux USA dans les prochains mois.

Mais à quelques mois des élections américaines la Réserve Fédérale semble aussi plus sensible à de nouvelles mesures de soutien non conventionnelles et un QE3 formel pourrait être décidé pour contrer tout risque de faiblesse dans un contexte international

**pourtant moins tendu depuis la fin juin et mieux soutenu par les politiques gouvernementales.**

Les pays émergents ont encore récemment montrés qu'ils avaient la volonté de ne pas laisser leur cycle conjoncturel s'affaiblir en adoptant des mesures de soutien. La dernière décision de la Banque Centrale de Chine d'abaisser ses taux d'intérêt témoigne de cette volonté.

En Europe, le dernier sommet du 28-29 juin a aussi favorablement surpris les investisseurs en proposant quelques mesures favorables à la croissance et la Banque Centrale Européenne a ensuite logiquement apporté sa contribution à l'amélioration du sentiment général en réduisant ses taux directeurs. La Banque d'Angleterre a aussi annoncé une hausse de 50 milliards de GBP à 375 milliards de ses opérations de rachat de titres.

Tout le monde semble donc y avoir mis du sien ces derniers jours pour contrer le pessimisme ambiant et réunir les conditions d'une relance, reste à la Réserve Fédérale d'apporter sa touche finale qui soutiendra un rebond estival dans les marchés financiers.

Cette dernière avait déjà annoncé un renouvellement de ses opérations de rachat de dette du Trésor à long terme et de ventes de positions courtes. **Le prolongement de ce programme « Operation Twist » pourrait dès lors être complété par de nouvelles opérations d'achat de titres (QE3) qui pourraient être annoncées lors de la prochaine réunion de la Réserve Fédérale qui aura lieu en début août.**

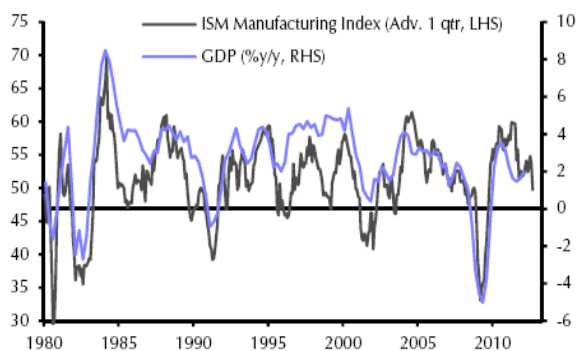
#### Conjoncture américaine encore hésitante en juin : pas de panique

Parmi les derniers chiffres publiés ces dernières semaines, les résultats des enquêtes ISM ont effectivement laissé craindre un tassement de l'activité économique, notamment visible dans le secteur

manufacturier en particulier. Une chute (49.7) en-dessous du niveau de 50 pour la première fois depuis la sortie de la récession en 2009 de cet indicateur était bien entendu de nature à perturber l'analyse de la situation. La sensibilité de cet indicateur à la conjoncture internationale est importante et les risques de baisse de la demande en Europe et en Asie l'ont naturellement largement affecté. Attention tout de même à ne pas donner une importance trop élevée à cet indicateur, dont l'ISM lui-même indique qu'un niveau sensiblement plus bas que 50 constitue le point réel d'inflexion entre croissance et récession.

L'image est heureusement différente pour le segment non-manufacturier plus corrélé à l'activité domestique et qui semble lui plus résistant en juin.

### Croissance US et indice ISM



Source – Thomson Datastream

Par ailleurs les indicateurs coïncidents semblent toujours montrer une économie américaine en phase de croissance et ne suggèrent pas d'augmentation très nette des risques d'effondrement conjoncturel.



Source – Thomson Datastream

**Faut-il dès lors craindre une poursuite de la phase d'affaiblissement conjoncturel actuelle qui conduirait l'économie américaine vers une récession ?**

Paramètre important dans l'évaluation de la situation : la santé des consommateurs reste mitigée comme le souligne l'indicateur de confiance de l'Université du

Michigan qui est resté stable en juillet, alors que celui mesuré par l'enquête Bloomberg s'est à peine tassé et reste sur une tendance horizontale depuis plusieurs semaines. D'autres mesures indiquent pourtant une amélioration plus perceptible du climat de consommation. Les ventes de véhicules se sont reprises et témoignent d'un retour de la confiance par une progression de +22% en rythme annuel à la fin juin.

Les commandes à l'industrie ont progressé en mai de +0.7% pour la première fois depuis trois mois, alors que les commandes de biens durables avançaient aussi de +1.3% et surprenaient les observateurs comme l'évolution plus positive des commandes de biens d'équipement (+2.1%). Le secteur de la construction apportait aussi une contribution positive grâce à une progression de +0.9% des dépenses de construction en mai, soit l'une des plus nettes progressions depuis plusieurs années.

Le marché de l'emploi reste pourtant décevant depuis quelques mois malgré quelques meilleurs chiffres publiés la semaine passée. Les nouvelles demandes d'allocation chômage sont repassées en dessous de la barre des 375'000 inscriptions au 30 juin ce qui constitue plutôt un signe positif. Parallèlement, on observait une remontée des engagements dans le secteur privé confirmée par l'ADP Research Institute et le Conference Board. L'emploi progresse donc aux USA mais à un rythme bien inférieur qu'au premier trimestre. Après avoir créé environ 226'000 postes par mois en janvier, février et mars, l'économie américaine perd de sa dynamique et n'a pu en créer que 68'000, 77'000 et 80'000 au deuxième trimestre. Ce changement de rythme est probablement dû au ralentissement conjoncturel international plutôt qu'à des facteurs temporaires ou saisonniers domestiques.

### Marché de l'emploi aux USA



Source : Sarasin

**L'affaiblissement actuel de la dynamique économique américaine est effectivement une source de préoccupation, mais elle n'a que peu de chance selon nous de se muter en récession. Il ne s'agit**

vraisemblablement que d'un creux conjoncturel temporaire.

### US PMI et croissance économique



Source : Datastream, Julius Bear

### **Incertitudes fiscales aux USA : craintes infondées**

Au 1<sup>er</sup> janvier 2013, doivent intervenir une série de mesures visant à contrôler et réduire les déficits du gouvernement américain. Ces mesures sont notamment liées aux engagements précédents pris par le Congrès américain de réduire le déficit budgétaire dès 2013. Ces mesures d'économies sont estimées par le Congressional Budget Office (CBO) à plus de 600 milliards de dollars. Elles devraient théoriquement être constituées par de nouvelles taxes, par l'arrivée à son terme d'exonérations fiscales déjà décidées par l'administration Bush et par des diminutions de dépenses budgétaires. Si rien ne devait changer d'ici la fin de l'année, on estime à environ 4% l'impact possible de ces mesures sur la croissance économique américaine. **La croissance du PIB américain pourrait donc être proche de zéro voir même négative en 2013 si ces mesures intervenaient automatiquement.** Dans le cas contraire, si une intervention politique remettait en question ces coupes automatiques, la croissance pourrait être largement supérieure en 2013 à celle attendue pour 2012 et atteindre aisément +4%.

**Il nous semble qu'en cette phase de ralentissement conjoncturel probablement momentané, les démocrates comme les républicains sont conscients des risques de dérapages induits par ces mesures automatiques.**

**Le vainqueur des élections présidentielles, démocrate ou républicain, sera motivé par la nécessité de maintenir la croissance économique américaine sur des rails solides.**

La crédibilité des décideurs ne sera pas remise en question par un report partiel ou total de ces mesures dans le temps.

Cette incertitude fiscale ne nous semble donc pas si importante même si aujourd'hui il est probable qu'elle affecte encore les marchés financiers en augmentant la prime de risque sur les marchés actions et obligataires.

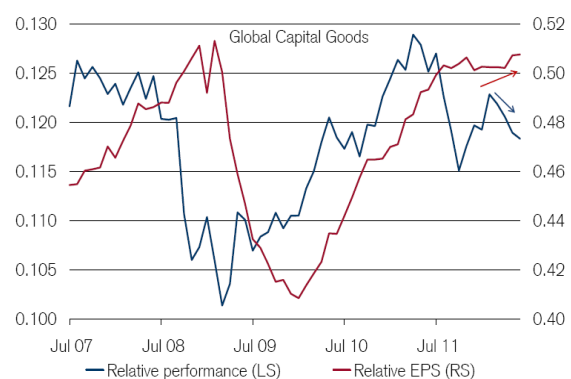
Les investisseurs devraient progressivement se faire à l'idée que les politiciens américains trouveront un arrangement pour reporter l'introduction de mesures de réduction des déficits à des temps meilleurs.

**Il est probable que les enquêtes de sentiments récentes soient influencées par cette incertitude et sous estiment dès lors les vraies opportunités de renforcement de la croissance en 2013.**

Bien entendu, selon les résultats des élections, les solutions politiques proposées seront différentes et affecteront de manières diverses les secteurs de l'économie américaine. Ainsi, l'incertitude actuelle pèse peut-être beaucoup trop sur des secteurs très dépendants du cycle conjoncturel et qui en 2012 pourtant ont pu montrer de bonnes progressions de revenus et de bénéfices.

**Les segments cycliques en général devraient être favorisés par une diminution de ces incertitudes dans les prochains mois.**

### Performance relative du secteur des biens d'équipements



Source : Datastream, IBES, Credit Suisse

### **Croissance économique en baisse, bénéfiques en hausse**

L'affaiblissement du cycle conjoncturel américain à court terme a naturellement pesé sur l'évolution des actions américaines, mais celles-ci ont tout de même été capables de réaliser une performance positive de

6.67% depuis le début de l'année. Les nouvelles incertitudes du printemps 2012 ont logiquement initié quelques prises de profits à court terme, mais après une progression de six mois, ces prises de profit sur fonds d'incertitudes en Europe et de craintes d'affaiblissement de la conjoncture étaient compréhensibles. Depuis la fin mai pourtant, les investisseurs se sont laissé rassurer par les mesures prises par les politiques en Europe et par les banques centrales, ils ont ainsi retrouvé un peu plus de confiance dans la capacité de l'économie américaine de relever les challenges à court terme.

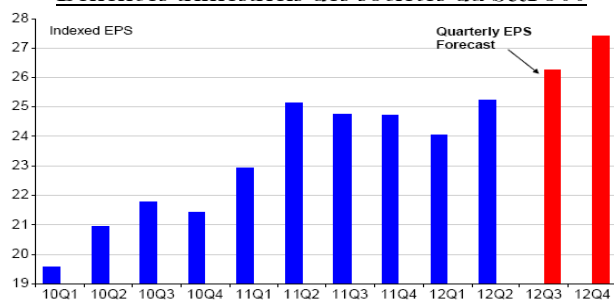
### Evolution du S&P 500



Source : Bloomberg

Les premiers résultats de sociétés pour le second trimestre devraient être publiés dès cette semaine aux USA. 72% des sociétés du S&P 500 devraient annoncer leurs résultats en juillet, puis 24% en août et finalement seulement 4% en septembre. En ce qui concerne les attentes pour la fin de l'année, les bénéfices trimestriels estimés pour l'ensemble des titres du S&P500 sont de 26\$ et respectivement 27\$ pour le 3<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> trimestre 2012.

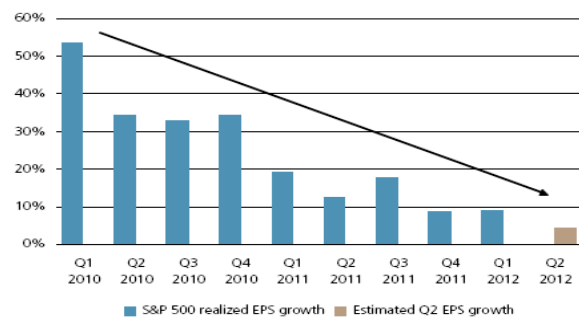
### Bénéfices trimestriels des sociétés du S&P500



Source : NBF, Bloomberg

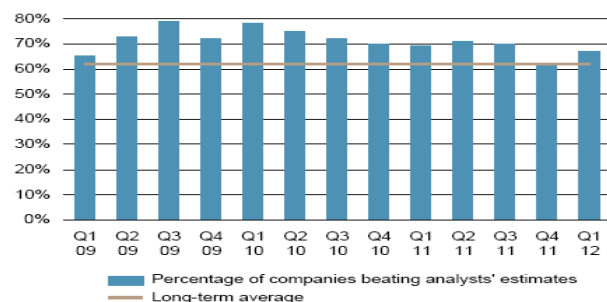
Dans ce contexte de croissance économique sous pression, les analystes ont ajustés à la baisse leurs attentes de bénéfices pour les prochains trimestres. **De nouvelles surprises positives sont donc possibles en juillet et août compte tenu de l'historique récent. Elles soutiendront un climat plus favorable et plus optimiste.**

### Croissance des bénéfices (EPS growth voy)



Source: Thomson Reuters IB/E/S, UBS CIO, as of 6 July 2012

### Surprises positives (EPS growth voy)



Source: Thomson Reuters IB/E/S, UBS CIO

**Les actions américaines pourraient encore bénéficier au cours des six prochains mois d'une normalisation des anticipations des investisseurs et peuvent donc poursuivre leur progression actuelle et revenir toucher leurs plus hauts niveaux atteints en mars.**

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