



La Réserve fédérale révisé ses anticipations et reste optimiste

Perspectives de croissance du PIB de +2% pour le T1 et pour 2016. Le marché de l'emploi s'affirme. L'immobilier reste bien orienté. Le marché des actions hésite à nouveau.

Points clés

- Le FOMC revoit ses prévisions et n'envisage plus que deux hausses de taux directeurs en 2016
- La Fed maintient une vision positive de la dynamique économique américaine (PIB +2%)
- Modification des anticipations inflationnistes (+2.7%) depuis le « bottom » des cours du brut
- L'emploi reste au centre du scénario économique
- Taux de chômage à 4.9%
- Créations d'emplois à un rythme soutenu de +220'000 par mois en moyenne
- Immobilier toujours bien orienté, hausse de +0.3% des prix en janvier et de +6% sur un an
- Perspectives limitées pour les actions américaines à l'approche du niveau de 2'100 points sur l'indice S&P500, valorisation à nouveau élevée (PE 17.1x)
- Confirmation d'accélération conjoncturelle nécessaire pour une nouvelle relance haussière

La Réserve fédérale américaine pourrait ainsi monter deux fois de suite les taux directeurs de 0.25%. L'argument évoqué pour justifier cette décision est à nouveau exogène. En effet, la présidente du FOMC a relevé que la faiblesse de l'économie mondiale était encore une menace potentielle pour la croissance américaine et par conséquent une raison suffisante pour adopter une approche plus prudente de normalisation de ses taux directeurs. C'est donc sans surprise que le FOMC a décidé de laisser ses taux inchangés lors de sa réunion du mois de mars. Mais Janet Yellen reste pourtant relativement optimiste sur les perspectives de l'économie américaine, particulièrement en raison de sa faible réaction et de sa résistance de ces derniers mois aux troubles constatés sur les marchés financiers.

Il est donc intéressant de relever que son appréciation de l'état de l'économie américaine reste positive et relativement inchangée depuis plusieurs mois. Par contre, si les projections économiques restent stables, la politique monétaire sera plus accommodante que prévu en 2016. Un élément particulièrement positif pour les marchés financiers qui a permis un retour des indices à des niveaux proches de ceux de fin d'année.

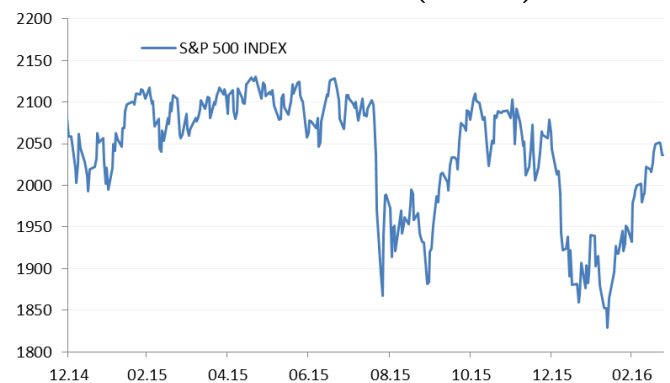
Le FOMC revoit ses prévisions de hausse de taux directeurs pour 2016

La Réserve fédérale américaine a annoncé qu'elle réduisait ses projections de hausses de taux directeurs pour l'année en cours, pour 2017 et 2018.

Par rapport aux prévisions présentées en décembre, le FOMC a donc réduit de moitié le nombre de hausses de taux directeurs prévues pour 2016. De quatre initialement prévues, elle n'envisage désormais plus que deux hausses. La prédiction médiane de l'évolution du taux directeur principal pour la fin 2016 est ainsi réduite à 0.875% et à 1.875% pour 2017, respectivement 3% pour 2018.

Nous estimons de notre côté qu'une première hausse pourrait intervenir en 2016 juste avant l'été.

Actions américaines (S&P500)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

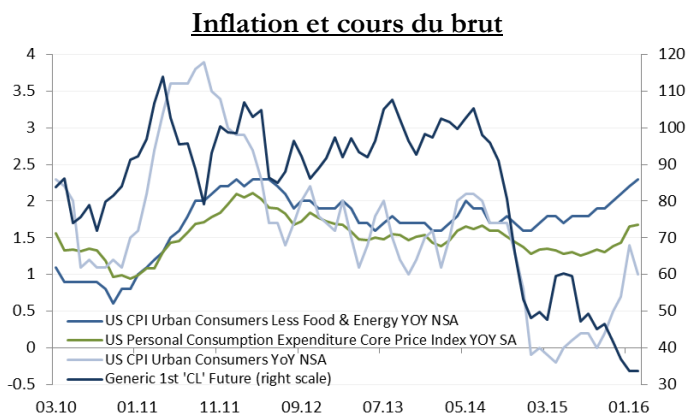
L'indice S&P 500 a en effet rebondi de +12% depuis son point bas du 11 février et se situe à nouveau à 2050 points et donc très proche de son niveau du 31 décembre 2015 (2043 points).

Pour notre part, en fin d'année 2015, nous estimions déjà la perspective de quatre hausses de taux directeurs comme certainement excessive. Nous attendions deux incréments de taux au mieux en 2016, qui devaient intervenir avant l'été et peut-être, ensuite seulement, au 4^{ème} trimestre. Dans le contexte actuel, cette perspective nous semble toujours la plus réaliste à ce jour.

Nous relevions dans notre analyse hebdomadaire du 15 février les raisons qui justifiaient une relance des marchés actions à la hausse, parmi lesquelles figuraient la question de l'impuissance présumée des banques centrales, celle des risques surestimés de récession aux Etats-Unis et la chute brutale du brut. Clairement, les nouvelles anticipations de la Réserve fédérale démontrent une certaine confiance dans le scénario de reprise de la croissance en 2016 et dans l'apparition progressive des premières tensions inflationnistes liées à la bonne tenue du marché de l'emploi notamment. La croissance américaine devrait s'établir à +2.2% en 2016, bien loin des craintes du début d'année d'une entrée en récession. Nos anticipations d'un rebond des cours du brut de leurs plus bas (26.5\$) vers un niveau moyen d'environ 50\$ en deuxième partie d'année sont en voie de concrétisation et développeront aussi prochainement quelques effets haussiers sur les indices de prix.

Nouvelles anticipations inflationnistes

La corrélation entre l'indice CPI global aux Etats-Unis et les cours du brut est évidemment très élevée comme le suggère le graphique ci-dessous. Le rebond des dernières semaines des cours du pétrole aura sans aucun doute un impact sur l'inflation du mois de mars et sur la deuxième moitié de l'année, si le renversement de tendance des cours du pétrole se confirme.

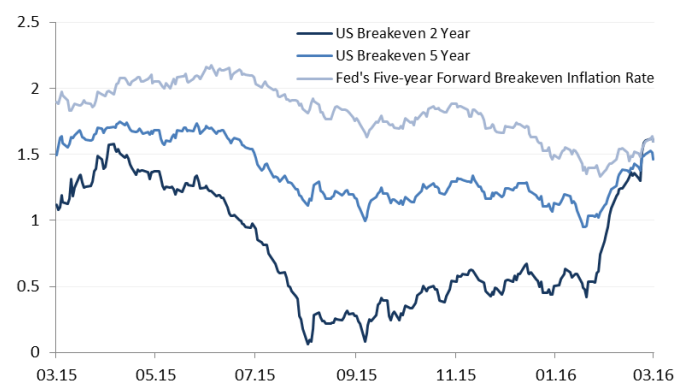


Sources: Bloomberg, BBGi Group S.A

Du côté de l'inflation hors alimentation et énergie, on enregistre pour la première fois depuis 2001 deux hausses consécutives de +0.3% en janvier et février. Du point de vue de la Réserve fédérale, cela suggère sans doute que l'économie est suffisamment forte pour commencer à développer des effets sur les indices de prix, d'autant que ce phénomène semble toucher de nombreux secteurs incluant les loyers, la santé, ou encore l'automobile. Sur un an, l'inflation a progressé de +2.3%, ce qui constitue la plus forte progression depuis 2012. Une autre mesure favorite de la Fed, produite par le département du commerce, montre aussi une nette hausse de l'inflation (+1.7%), encore légèrement en-dessous de son objectif de 2%.

L'inflation attendue sur un an calculée par l'université du Michigan est de son côté en hausse de +2.5% à +2.7% en mars. Mais on observe aussi un mouvement très net d'ajustement des anticipations inflationnistes depuis le mois de février 2016, qui coïncide avec le « double bottom » possible des prix du pétrole à 26.5\$.

Inflation attendue



Sources: Bloomberg, BBGi Group S.A

La Fed retient son action de normalisation

D'aucuns pourraient déjà considérer que les chiffres de janvier et de février étaient suffisamment solides pour justifier une hausse des taux directeurs lors du FOMC du 16 mars. Le FOMC en a décidé autrement, préférant tenir compte à nouveau de facteurs externes. Nous pensons que les anticipations de la Réserve fédérale basées sur sa vision du marché de l'emploi sont cependant très certainement fondées et que les prochains mois apporteront la preuve du changement de paradigme en ce qui concerne l'emploi et peut-être aussi l'inflation aux Etats-Unis. Cela dit, la Réserve fédérale devrait certainement préférer retenir son action et ne pas courir le risque d'une intervention prématurée.

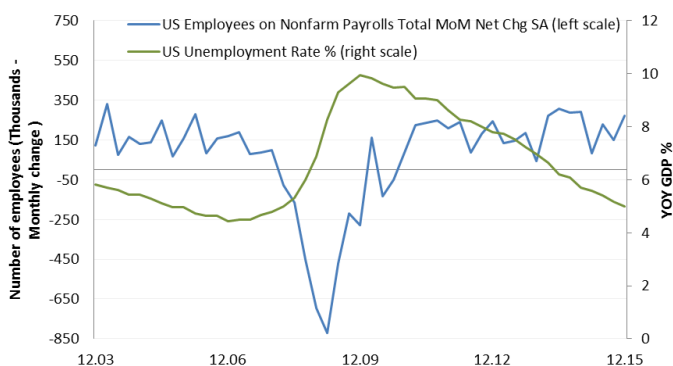
La bonne nouvelle est donc que la Réserve fédérale préférera sans doute maintenir une politique

accommodante en ne relevant qu'en dernier recours ses taux directeurs, malgré un probable renforcement du faisceau de données positives en matière de croissance et d'inflation ces prochains mois.

L'emploi toujours au centre du scénario

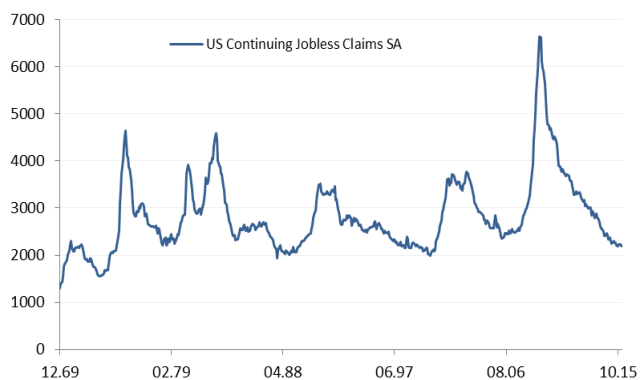
La problématique de la Réserve fédérale est effectivement de maximiser le niveau de l'emploi en maintenant une inflation à un niveau inférieur à 2% et des taux d'intérêt bas le plus longtemps possible pour pérenniser la reprise économique en cours. Le marché de l'emploi offre toujours une image positive avec un taux de chômage de 4.9%. Le nombre d'emplois offerts a encore progressé de +4.9% sur le mois de janvier et se situe maintenant à 5.5 millions. Cette statistique suggère encore que l'économie continue de créer des emplois à un rythme soutenu, contrairement aux inquiétudes de nombreux analystes. Le niveau des allocations de chômage initiales est à nouveau pratiquement à son plus bas niveau depuis 1974, alors que le nombre de chômeurs recevant des allocations de chômage a chuté de 66% depuis le plus fort de la crise en 2009 (6.6 millions) et n'est plus que de 2.2 millions de personnes.

Taux de chômage et création d'emploi



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Demandes d'emploi



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

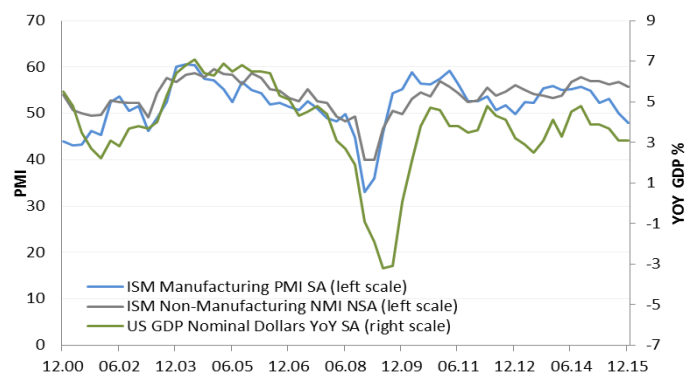
Cette dynamique suggère que la croissance de l'économie est suffisante pour recréer des emplois à un rythme moyen de plus de 220'000 nouveaux emplois/mois.

Ce qui ne manquera certainement pas d'avoir des effets positifs sur le pouvoir d'achat des ménages américains et sur leur niveau de consommation...et finalement sur le niveau des prix. Mais si au contraire le revenu disponible des ménages et les salaires n'accélèrent pas et que l'inflation ne montre pas non plus de signe de reprise, il sera bien difficile à la Réserve fédérale de mettre en œuvre la prochaine étape de normalisation de taux directeurs.

Croissance économique à +2.2% en 2016

La Réserve fédérale a réduit ses perspectives de croissance du PIB pour 2016 de +2.4% à +2.2% et à +2.1% pour 2017. La confiance affichée par la banque centrale tranche tout de même un peu avec les derniers indicateurs avancés qui suggèrent au contraire un tassement conjoncturel en cours. Les indicateurs PMI composite montrent toujours une économie en croissance (hausse de 50 en février à 51.1 en mars), mais le rebond de mars n'efface pas encore l'effritement observé depuis plusieurs mois.

PIB, PMI et taux d'utilisation des capacités



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

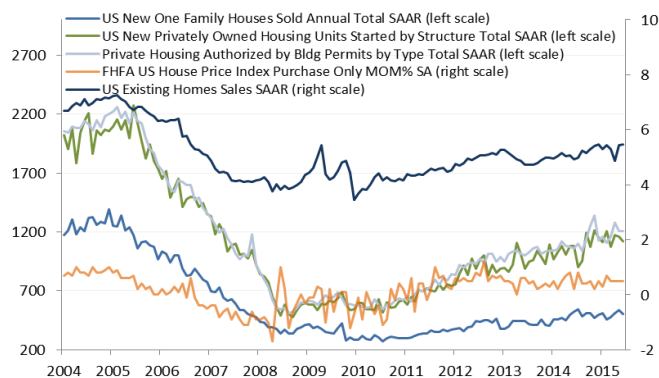
La bonne tenue du marché de l'emploi ne se transmet pas suffisamment pour l'instant dans la consommation, malgré une hausse de +0.4% des dépenses personnelles. Les estimations des dépenses de consommation des ménages américains pour le 1^{er} trimestre 2016 restent toutefois élevées (+3%) et soutiennent celle du PIB attendu en hausse de +2%. La production industrielle souffre cependant toujours des difficultés des secteurs miniers et producteurs d'énergie. La chute des investissements dans le secteur énergie affecte naturellement la croissance et la production industrielle. En excluant ces deux secteurs, la production manufacturière a cependant légèrement surpris favorablement par une hausse de +1.8% sur un an en février. Le taux d'utilisation des capacités est

naturellement en déclin dans ce contexte (de 77.1% à 76.7%) et ne suggère pas de relance prochaine des investissements. La croissance sera donc à nouveau très dépendante de l'évolution de la consommation.

L'immobilier toujours bien orienté

Les nouveaux permis de construire sur le mois de février se maintiennent à des niveaux élevés (1'167'000) et les nouvelles constructions progressent sur la même période de +5.2% à 1'178'000 nouvelles unités. Les ventes de nouvelles maisons ont aussi avancé en février de +2% (512'000 unités en rythme annuel). La croissance de l'emploi, la progression des revenus et les taux hypothécaires bas renforcent les perspectives du marché de l'immobilier. Le secteur immobilier reste donc bien orienté et devrait encore contribuer favorablement à la croissance, même si son poids économique relatif reste inférieur à 5%. La contribution du secteur à la croissance du PIB de +2.4% en 2015 était effectivement de +0.28%. Selon la FHFA (Federal Housing Finance Agency) les prix de l'immobilier ont progressé de +0.5% en janvier pour une hausse de +6% sur un an.

Permis de construire, nouvelles constructions, ventes de nouvelles maisons et prix



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Perspectives limitées pour les actions US

En novembre 2015, à l'approche des précédents sommets sur les indices actions aux Etats-Unis (S&P500 2'100 points à nouveau), nous rappelions qu'il était légitime de souhaiter un peu plus de soutien global des statistiques macro-économiques pour conforter le retour durable d'un sentiment plus positif sur les marchés actions, d'autant qu'à cette date, le dollar s'approchait de son niveau de valorisation extrême. Nous relevions également qu'il nous semblait plus probable que l'on assiste à quelques prises de profits. Nous attendions une phase de consolidation des actions américaines, qui s'est matérialisée dans le climat boursier incertain de ce début d'année. A la mi-février, nous considérons à nouveau que la correction des valeurs présentait une nouvelle opportunité d'achat. Mais la hausse de +10% des dernières semaines replace selon nous les actions américaines à nouveau dans un contexte incertain à court terme.

Il nous semble en effet toujours improbable d'assister à une nouvelle phase de revalorisation des titres américains au-delà de 2'100 points pour l'indice S&P500 sans une meilleure visibilité en matière conjoncturelle, alors que le ratio cours/bénéfice est à nouveau de 17.1x les bénéfices 2016.

Conclusion

La Réserve fédérale reste relativement optimiste dans ses anticipations de croissance du PIB pour 2016.

Le marché de l'emploi reste la clé de l'accélération conjoncturelle.

Un changement des anticipations inflationnistes semble voir le jour avec le rebond des cours du brut.

La politique monétaire restera cependant plus accommodante plus longtemps que prévu.

Perspectives limitées pour les actions américaines qui se traitent à 17.1x les bénéfices 2016 et qui devront certainement attendre de meilleurs résultats économiques pour une relance haussière.

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