



27 juin 2017

## L'économie US a déçu mais la croissance devrait s'accélérer

**Ajustements des anticipations économiques. Inflation modérée. Reprise des taux longs. La Fed suit son plan. Le consommateur reste confiant. Le S&P 500 est trop dépendant des GAFAs.**

### Points clés

- Croissance réduite du PIB (+1.4%) au T1
- Le 2<sup>ème</sup> trimestre devrait être plus fort (+3.1%)
- Surprises économiques négatives
- Les indicateurs avancés sèment le doute
- Marché du travail en tension
- Donald Trump ne fait rien pour l'économie
- Baisse temporaire de l'inflation en dessous de l'objectif de la Fed de +2%
- Anticipations inflationnistes : +2.6%
- Vers une prochaine hausse des taux longs ?
- La normalisation de la politique monétaire américaine sera prudente
- Attention, le S&P 500 est à bout de souffle
- Amende record de 2.4 milliards d'euros pour Google
- Changement de perception sur les GAFAs
- Rotation sectorielle en cours
- Risques plus élevés de correction au 3<sup>ème</sup> trimestre

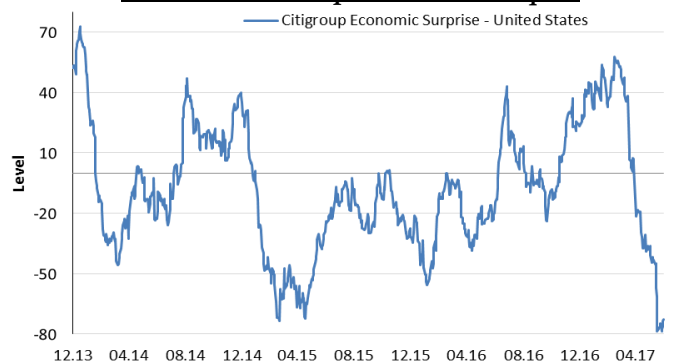
**Le 1<sup>er</sup> trimestre a été décevant, le second devrait être plus fort pour relancer des perspectives positives au 2<sup>ème</sup> semestre**

La croissance révisée du PIB a été de +1.4% au 1<sup>er</sup> trimestre et de +2% sur un an, des résultats bien en dessous de ceux attendus par les prévisionnistes. Cette déception initiale sur la croissance de l'économie s'est ensuite poursuivie au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre et s'est même intensifiée avec les publications de statistiques macro-économiques souvent moins positives qu'escompté. Le sentiment des investisseurs a donc évolué au cours des derniers mois conduisant ainsi à un ajustement progressif des anticipations. L'optimisme affiché en début d'année s'est donc effacé pour faire place à un retour des incertitudes.

**Ainsi, si les anticipations de croissance pour le 2<sup>ème</sup> trimestre sont encore à ce jour d'environ +3.1%, certains économistes relèvent les risques existants d'un retour en récession pour l'économie américaine.**

L'effondrement de l'indicateur de surprises économiques publié par Citigroup n'est sans doute pas étranger à l'évolution de ces perceptions négatives. Il est vrai que la chute des deux derniers mois de cet indice est tout à fait impressionnante en comparaison historique et peut suggérer une dégradation très importante des conditions économiques aux Etats-Unis. Après avoir progressé régulièrement entre mars 2015 et mars 2017, cet indice a chuté de 60 à -76 en quelques semaines seulement. Un tel déclin avait déjà été observé au deuxième trimestre 2011, alors que la croissance du PIB devenait temporairement négative (-1.5%) avant de se reprendre (+2.9%). Une situation similaire s'était aussi produite en 2012 lorsque la croissance du PIB avait atteint un pic à +4.6% et décliné de +2.7% à 0% en l'espace de quatre trimestres.

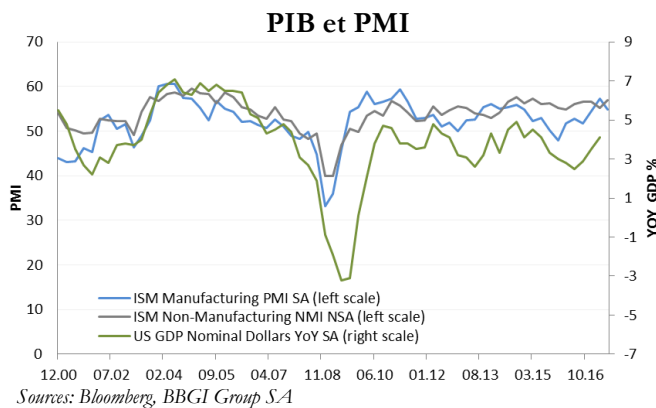
### Indicateur de surprises économiques



Nous ne pensons toutefois pas que la situation actuelle soit de même nature et attendons également une relance du PIB au 2<sup>ème</sup> trimestre pour soutenir la thèse d'une relance au second semestre. La progression du PIB devrait notamment être soutenue par une consommation des ménages plus solide.

## Les indicateurs avancés sèment le doute

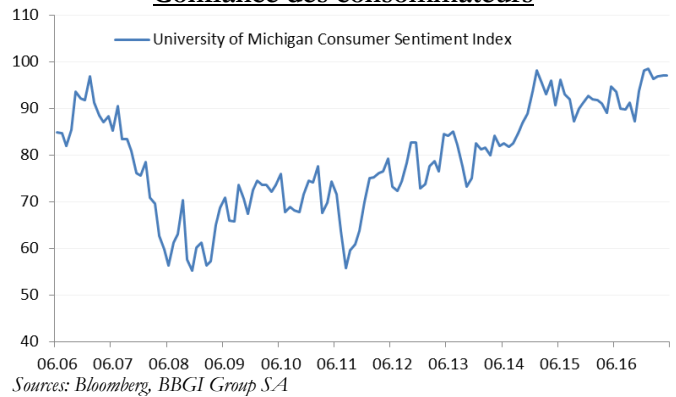
La dernière révision du PIB de +1.2% à +1.4% révèle une meilleure tenue des dépenses d'assurance, de santé et de services financiers, ainsi que de meilleurs chiffres pour les exportations. La consommation des ménages a progressé dans le domaine des services essentiellement, mais la croissance de leurs dépenses s'est en fait avérée la plus faible depuis 2013, en partie en raison de la chute des ventes de véhicules. L'administration Trump affiche toujours une grande confiance et prédit une accélération de la croissance. De son côté, la Réserve fédérale reste prudente, à juste titre si l'on en croit le fléchissement observé sur de nombreux indicateurs ces dernières semaines. Elle a pourtant relevé ses taux directeurs de 0.25% en juin, dans un contexte finalement assez incertain sur plusieurs plans, mais plutôt solide en matière d'emploi. La Fed est sans doute toujours convaincue que la situation du marché du travail est en constante voie d'amélioration avec un taux de chômage proche du niveau de plein-emploi. Le revenu disponible des ménages est un facteur important de soutien de la consommation ; sa progression de +1.7% est un signe positif justifiant une anticipation d'accélération des dépenses au 2<sup>ème</sup> trimestre 2017.



Les indicateurs avancés sèment le doute en enregistrant plutôt des signes de faiblesse à l'image des indices PMI composite qui ont encore glissé en juin, reflétant un repli des indices manufacturiers et services. L'indice du Conference Board reste relativement stable, tandis que l'indicateur ISM non manufacturier recule de 57.5 à 56.9.

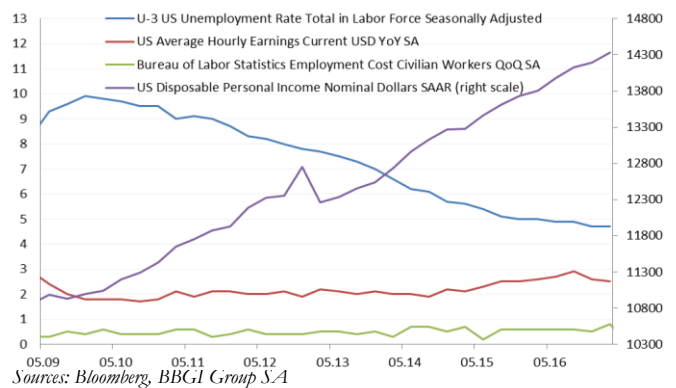
Du côté des consommateurs, les Américains semblent plus inquiets pour leurs finances, selon la mesure publiée par Bloomberg. Les données du Conference Board montrent cependant encore une confiance élevée des consommateurs en juin, bien que les perspectives soient jugées légèrement moins favorables. Une image partagée par l'indicateur de sentiment de l'Université du Michigan. La situation du marché de l'emploi est pourtant toujours plus positive, il semble notamment qu'il soit de plus en plus difficile pour les entreprises de trouver des collaborateurs qualifiés.

## Confiance des consommateurs



Le taux de chômage (4.3%) est désormais inférieur à celui d'avant la crise de 2008, ce qui soutient la progression régulière des salaires horaires (+2.5%) sur un an. Le taux de participation de la population au marché de l'emploi est en légère progression après plusieurs années de baisse, mais il reste inférieur à 63%.

## Chômage, revenu disponible, coût du travail, salaires



Le sentiment des consommateurs est certainement affecté par l'absence totale de mesure politique de la part de l'administration Trump. Aucun véritable programme n'a été annoncé permettant de confirmer les espérances de changement et de réformes, aussi bien sur le plan fiscal que budgétaire.

## Donald Trump ne fait rien pour l'économie

Presque six mois après sa prise de pouvoir à la Maison blanche, force est de constater que rien n'a véritablement été entrepris sur le plan économique ou fiscal par le nouveau président. La politique de relance qui avait été annoncée et qui devait passer par une stimulation de la demande, une baisse des impôts et une hausse des dépenses publiques, n'est pas développée. Les anticipations sont pourtant élevées et les risques de déception à la mesure de celles-ci. Les investisseurs ont anticipé depuis novembre 2016 les effets positifs de cette politique sans en voir même les prémices six mois plus tard. L'heure du « reality check » est peut-être proche, d'autant que les risques d'affaiblissement conjoncturel restent également présents. Donald Trump n'a donc

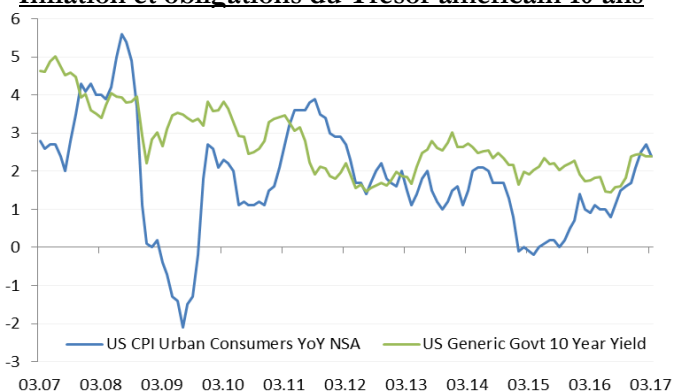
encore rien fait de concret et de mesurable pour l'économie américaine en six mois. Il espère peut-être que l'annonce d'un « deal » insolite avec l'Arabie Saoudite constitue une preuve de l'efficacité et du succès de sa politique. Le retrait des accords de Paris, comme les autres décisions présidentielles des derniers mois, n'aura pas l'effet annoncé sur l'économie américaine. Il en faudra donc certainement plus pour convaincre les investisseurs que Donald Trump est véritablement aux commandes du pays. Difficile probablement d'en faire plus pour un président autant assidu à exercer son « drive » sur les terrains de golf (31 visites à ses terrains de golf personnels en 180 jours) et qui détiendra donc certainement à la fin de son mandat le record historique du nombre de jours passés à jouer au golf pendant une présidence.

**Il est heureusement probable que la dynamique économique en cours se suffise à elle-même et ne nécessite aucune intervention politique spécifique pour poursuivre sa tendance positive.**

### Baisse temporaire de l'inflation en dessous de l'objectif de la Fed

La banque centrale américaine a récemment décrypté la baisse de l'inflation en mai comme un événement temporaire et largement induit par la chute des prix des services de téléphonie mobile. Malgré un taux de chômage très bas, les pressions inflationnistes ont eu de la peine à s'intensifier ces dernières semaines en raison certainement aussi de la baisse des cours du brut. La Fed reste sereine et convaincue que la relation entre emploi et inflation existe toujours, même s'il apparaît pour l'instant que la courbe de Phillips est certainement beaucoup plus plate qu'auparavant.

#### Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La correction du dollar qui s'est produite pendant la période de surprises économiques négatives devait développer des effets positifs sur l'inflation importée hors prix pétroliers. Ce fut effectivement le cas, ce qui laisse aussi entrevoir désormais une transmission indirecte aux prix à la consommation. Le rebond

probable des cours du brut au-dessus de 50, à 55\$, soutiendra également une future hausse du CPI. Mais pour l'instant, l'inflation (+1.9%) est temporairement à nouveau en dessous de l'objectif de la Fed (+2%), alors que l'inflation anticipée entre 1 et 10 ans est de +2.6%.

### Vers une nouvelle hausse des taux longs

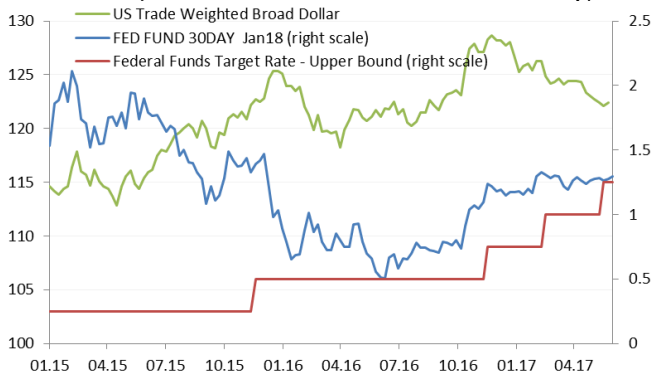
Après avoir espéré une accélération de la croissance économique grâce au programme du président Trump, les investisseurs constatent l'absence de mesures concrètes et réajustent leurs anticipations de taux d'intérêt. Nous indiquions déjà dans nos précédents commentaires qu'une consolidation des taux longs interviendrait rapidement après la première phase de hausse du 4<sup>ème</sup> trimestre 2016, avant qu'une nouvelle poussée haussière ne se concrétise plus tard. Il nous semble clair aujourd'hui que la correction de 2.6% à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor reflète désormais largement le changement de perception des investisseurs sur le rythme de croissance de l'économie américaine et de l'inflation. La chute des rendements a en effet accompagné la chute vertigineuse de l'indicateur de surprises économiques. Dans ce contexte, il faut toutefois souligner que les rendements actuels ne semblent pas compatibles avec la perspective d'une relance de l'activité économique de +3.1% au 2<sup>ème</sup> trimestre et d'une normalisation de la politique monétaire. Les marchés de taux sont pour l'instant encore influencés par le flux de données plus faibles ; les risques de correction s'avèrent donc plus importants dans cette perspective. Nous estimons très probable de voir une nouvelle poussée des taux longs se préciser en seconde partie d'année, à moins que la déception ne soit au rendez-vous le 28 juillet, à l'annonce du chiffre de croissance du PIB pour le 2<sup>ème</sup> trimestre.

### La normalisation de la politique monétaire américaine sera prudente

La Réserve fédérale a relevé de 0.25% son objectif de taux directeur lors de son dernier rendez-vous du FOMC en juin. Elle semble déterminée à poursuivre sa normalisation des taux mais elle ne peut pas encore s'appuyer sur une véritable relance durable de l'inflation, soutenue par les facteurs domestiques qu'elle souhaiterait. En d'autres termes, sans une hausse plus nette des pressions salariales et des prix à la consommation, il est selon nous peu probable que la Fed remonte ses taux directeurs. Une progression du PIB de +3.1% au 2<sup>ème</sup> trimestre ne sera ainsi pas suffisante pour motiver la banque centrale à donner un tour de vis supplémentaire à sa politique monétaire, à moins que ce résultat ne soit accompagné d'une hausse supérieure à +2% du CPI. En janvier 2015, la Réserve fédérale américaine stoppait l'expansion de son bilan et annonçait une normalisation de son action. Entre septembre 2008 et janvier 2015, le bilan de la Fed avait progressé de 900 milliards de dollars

à 4.5 trillions de dollars. Près de 3.5 trillions de dollars avaient ainsi été injectés dans l'économie. Au cours des deux dernières années, la taille de son bilan n'a été que marginalement réduite (environ 50 milliards). Mais sur le front des taux d'intérêt, la normalisation ne s'est concrétisée qu'en décembre 2015. Depuis 2008, la cible haute pour les Fed funds était de 0.25%, avant de subir une première hausse à 0.5% en décembre 2015. Elle est désormais de 1.25% et sera certainement de 1.5% en fin d'année 2017.

### Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

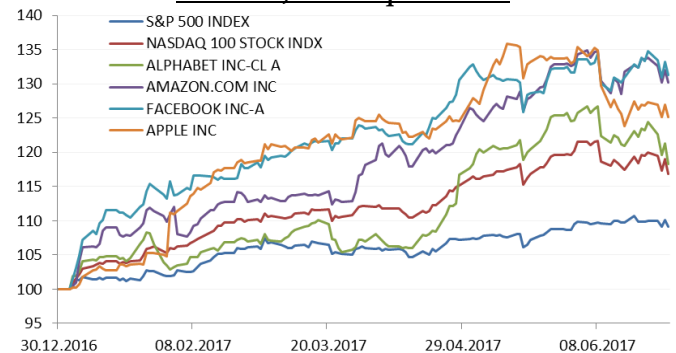
**Le différentiel de taux d'intérêt favorise le dollar, mais son appréciation restera limitée en 2017.**

### Attention, le S&P 500 est à bout de souffle

Depuis l'élection de Donald Trump les valeurs américaines ont largement bénéficié de fondamentaux macroéconomiques et microéconomiques positifs. L'optimisme provoqué par les attentes de baisses d'impôts et d'investissements massifs dans les infrastructures se heurte pourtant aujourd'hui à une réalité quelque peu différente. Six mois après son arrivée à la Maison-Blanche, Donald Trump n'a pas été en mesure de proposer une feuille de route crédible alors que la conjoncture montrait quelques signes de faiblesse au 1<sup>er</sup> trimestre.

Les sociétés américaines ont enregistré une évolution réjouissante de leurs bénéfices, malgré un second trimestre moins impressionnant, mais la reprise de l'inflation pose problème aux sociétés américaines qui semblent avoir des difficultés à augmenter leur prix de vente dans un environnement toujours très concurrentiel, même après plusieurs années d'expansion. Les entreprises perdant du « pricing power » semblent plus nombreuses que celles en mesure d'augmenter leurs prix de vente. Signe inquiétant en cette fin de trimestre, la progression du S&P 500 depuis le début de l'année semble largement due à la hausse des GAFAs, quatre valeurs de l'économie numérique dont les capitalisations boursières ont bondi en six mois, créant près de 500 milliards de valeur. Les modèles d'affaires et les perspectives de ces titres (Google, Amazon, Facebook et Apple) séduisent, mais l'engouement a poussé les valorisations à des niveaux de multiples probablement insoutenables à court terme.

### S&P 500, Nasdaq et GAFAs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En fin de trimestre, l'amende de 2.4 milliards d'euros infligée par la Commission européenne pour abus de position dominante à Google constituait la plus forte amende jamais infligée. Elle pourrait constituer un tournant dans la psychologie des investisseurs à l'égard des GAFAs et peut-être plus largement des valeurs de croissance.

**Nous modifions nos perspectives pour le marché américain des actions qui nous semble aujourd'hui un peu à bout de souffle. La future progression du S&P 500 dépendra des perspectives de relance du cycle de croissance des profits, mais le niveau de valorisation et le retour des incertitudes devraient provoquer quelques prises de profits à court terme.**

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