

## L'économie US approche le plein emploi – nouveau paradigme

**Le Brexit est un « non event ». Perspectives de croissance du PIB de +2% pour 2016. Le marché de l'emploi s'affirme. Politique monétaire en « hold ». « New highs » pour le S&P500.**

### Points clés

- Le Brexit n'aura pas d'impact aux Etats-Unis
- La prudence du FOMC devrait être favorable aux marchés financiers pendant l'été
- La Fed revoit à la baisse son cycle de normalisation des taux directeurs
- Taux de chômage à 4.7%
- L'économie s'approche du plein-emploi et ouvre de nouvelles perspectives
- Hausse attendue du revenu disponible des ménages et de la consommation
- Réduction des attentes de croissance à +2%
- Bonnes perspectives pour l'immobilier
- Inflation attendue supérieure à l'objectif de la Fed
- Les taux longs profitent des effets de repositionnement sur des actifs sûrs
- Conditions monétaires et économiques favorables
- Prochains « new highs » pour le S&P500

### Le Brexit n'aura pas d'impact aux Etats-Unis

Les effets potentiels d'un Brexit sur l'économie mondiale ne nous semblent pas significatifs et n'ont que peu de risques d'affecter concrètement la conjoncture aux Etats-Unis. Après un premier effet de surprise et une augmentation des incertitudes, les marchés devraient probablement considérer que les répercussions de ce vote ne seront en tout cas pas immédiates. Le processus de sortie prendra du temps et les effets ne se matérialiseront que progressivement. Il est d'ailleurs tout à fait envisageable que ce processus ne soit même pas engagé formellement comme l'exige l'article 50 du traité de l'Union européenne avant la fin de l'année. Quoi qu'il en soit, la Réserve fédérale américaine a annoncé qu'elle prenait en considération les risques de ralentissement en Europe dans sa décision de ne

pas remonter ses taux directeurs en juin. Peut-être même que le Brexit constituera l'excuse principale pour ne pas agir avant le quatrième trimestre 2016.

### La prudence du FOMC devrait être favorable aux marchés financiers pendant l'été

La FED a donc revu à la baisse son cycle de normalisation des taux directeurs juste avant la date du référendum en laissant même entendre qu'en cas de Brexit elle ne monterait peut-être même plus ses taux avant la fin de l'année. La stratégie de la banque centrale américaine est donc résolument prudente en raison de facteurs internationaux, mais elle reste positive sur son analyse de la situation domestique.

Cette dernière est en effet relativement bonne et ne mérite pas d'ajustement spécifique. Le scénario de croissance est maintenu et même conforté par les bonnes statistiques économiques qui pointent sur une accélération probable du cycle dès le 2<sup>ème</sup> trimestre. La présidente de la Réserve fédérale semble convaincue que le tassement observé en avril dans les statistiques de l'emploi sont temporaires, elle parie donc sur une poursuite de la tendance de fond d'une amélioration régulière des conditions dans le marché du travail. Son scénario principal sur l'inflation est également soutenu par le rebond des matières premières et quelques signes encourageants du côté des anticipations inflationnistes certainement liés à l'amélioration du pouvoir d'achat des consommateurs et de leur degré de confiance.

On s'achemine donc étonnamment, en comparaison avec la situation de décembre 2015 qui prévoyait quatre hausse de taux en 2016, vers une absence d'intervention de la Fed jusqu'en décembre.

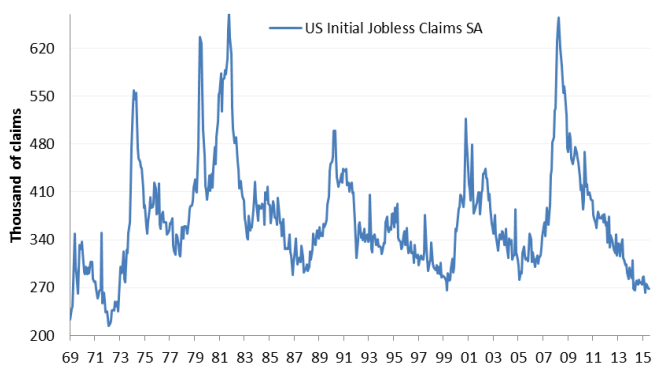
Une bonne surprise finalement pour les marchés financiers, qui peuvent profiter d'une accélération

possible de la conjoncture sans risques immédiats de resserrement monétaire. La prudence est donc de mise au début de l'été au sein du FOMC. Nous ne voyons que peu de risques de changement de stratégie avant les élections américaines, ce qui devrait constituer un environnement plutôt positif pour les marchés financiers.

## L'économie s'approche du plein emploi et ouvre de nouvelles perspectives

La Réserve fédérale fait toujours face au même challenge consistant à maximiser le niveau de l'emploi en maintenant une inflation inférieure à 2% et des taux d'intérêt bas aussi longtemps que possible pour assurer la reprise économique. Elle semble être en mesure d'atteindre cet objectif si l'on considère que le marché de l'emploi s'approche sans doute du plein-emploi avec un taux de chômage désormais à 4.7%.

### Demandes d'emploi



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

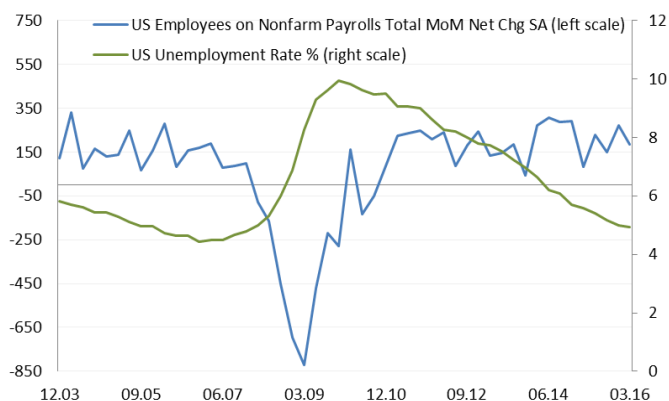
Il est cependant étonnant de constater que la régularité de la baisse du taux de chômage depuis son sommet à 10% ne suffit pas à convaincre les investisseurs, qui doutent régulièrement encore de la trajectoire suivie par l'économie américaine. Après huit années de croissance modeste, la conjoncture américaine semble pourtant suffisamment solide pour atteindre un tournant significatif dont le marché du travail sera l'élément déclencheur. Il est évidemment difficile de dire quel est le niveau précis du plein emploi, mais lorsque celui-ci sera atteint, c'est peut-être déjà le cas d'ailleurs, on observera progressivement des changements significatifs aux conséquences importantes en matière d'inflation, de taux d'intérêt ou de rentabilité des entreprises.

**Mais plus clairement encore, on devrait assister à une très nette progression de la confiance générale des agents économiques.**

Le nombre d'emplois offerts a encore progressé de 118'000 sur le dernier mois d'avril et se situe maintenant

à 5.79 millions, atteignant à nouveau le record de l'année 2000. 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 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 2.095 millions de personnes.

### Taux de chômage et création d'emploi



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'évolution à la baisse des demandes d'allocation chômage en-dessous de 260'000 à la fin juin démontre la bonne santé du marché de l'emploi et efface les craintes de faiblesse évoquées en avril. Le nombre d'Américains recevant une allocation chômage a encore diminué à 2.14 millions. Le rythme de croissance de l'emploi devrait selon nous augmenter en deuxième partie d'année. Cette dynamique suggère que la croissance de l'économie est suffisante pour recréer des emplois à un rythme moyen supérieur à 200'000 nouveaux emplois/mois, malgré la faiblesse observée en mai (38'000).

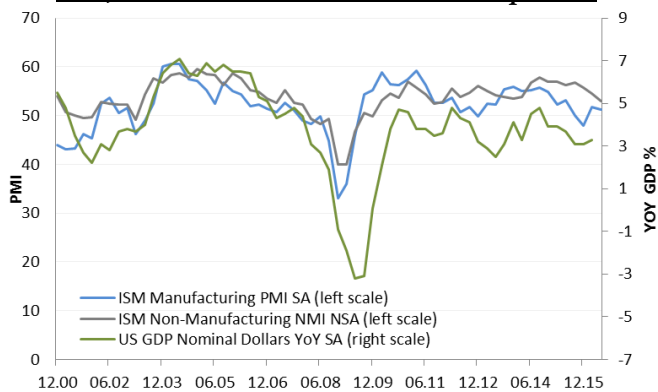
## La hausse du revenu disponible des ménages soutiendra la consommation et la croissance

La solidité du marché du travail n'est pas étrangère à l'évolution positive du revenu disponible des ménages, en hausse de +0.2% en mai, après un bond de +0.5% en avril. Les dépenses des ménages se renforcent aussi assez logiquement au 2<sup>ème</sup> trimestre (+1.5% en deux mois) et confirment l'amélioration du sentiment des consommateurs, rassurés par les meilleures perspectives économiques et la hausse encore modérée il est vrai des salaires. La confiance des consommateurs reste très élevée (hausse de 92 à 98 en juin) et montre un optimisme grandissant pour le futur.

## Réduction des perspectives de croissance économique à +2% en 2016

Après une révision positive du PIB du premier trimestre à +1.1% en termes annualisés, les dernières statistiques économiques laissent espérer un deuxième trimestre plus solide et un second semestre plus serein. Le bon niveau de la consommation annonce une possible accélération dans les prochains mois. La dernière publication des indices Flash Composite PMI en juin montre une amélioration de 50.9 à 51.2, mais les niveaux actuels sont encore en-dessous de ceux de 2015. Les indicateurs avancés ne soutiennent donc pas vraiment l'optimisme affiché par la Réserve fédérale, qui a toutefois réduit ses perspectives de croissance du PIB pour 2016 de +2.2% à +2% et celles pour 2017 de +2.1% à +2% également.

### PIB, PMI et taux d'utilisation des capacités



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

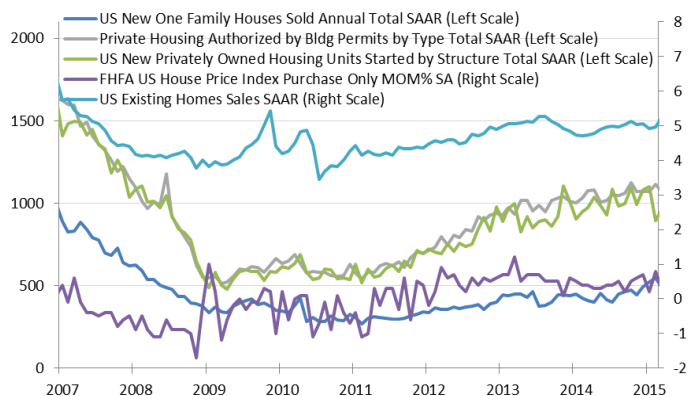
La bonne tenue du marché de l'emploi ne se transmet toujours pas suffisamment pour l'instant à la consommation, malgré une hausse de +0.4% des dépenses personnelles en mai. La production industrielle décline en mai (-0.4%) après une hausse sensible en avril (+0.7%) notamment en raison du secteur des transports. Les Etats-Unis sont par ailleurs devenus plus dépendants du secteur pétrolier au cours des dernières années. Les difficultés rencontrées dans ce secteur en 2015 et 2016 ont eu un impact sur le PIB qui a ainsi subi les effets de la chute des cours du pétrole et l'effondrement des investissements des entreprises du secteur. On estime à près de 1.5% du PIB l'impact négatif du ralentissement de l'activité de ce segment sur la croissance globale des Etats-Unis. La croissance dépend donc pour l'heure de l'évolution de la consommation, mais le rebond des cours du brut pourrait permettre à terme d'observer une relance du secteur et une meilleure contribution au PIB. Cet effet ne devrait toutefois pas être attendu trop rapidement. Nous estimons qu'il faudra patienter jusqu'en 2017 pour voir un redressement de l'activité dans le secteur énergétique aux Etats-Unis suffisamment solide pour

affecter significativement et positivement les chiffres du PIB.

## Bonnes perspectives pour l'immobilier au second semestre

Les nouveaux permis de construire sur le mois de mai se maintiennent à des niveaux élevés (1'138'000), en croissance de +4.9% et les nouvelles constructions sont relativement stables sur la même période à 1'164'000 nouvelles unités/an, un rythme inchangé depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre 2015. Les ventes de nouvelles maisons avaient connu une forte hausse en avril, les chiffres de mai sont donc normalement un peu inférieurs (551'000 unités en rythme annuel), mais la tendance reste positive depuis septembre 2015. 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%. Selon la FHFA (Federal Housing Finance Agency) les prix de l'immobilier se sont encore bien tenus et avançaient de +0.2% en avril pour une hausse de +5.9% sur un an.

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



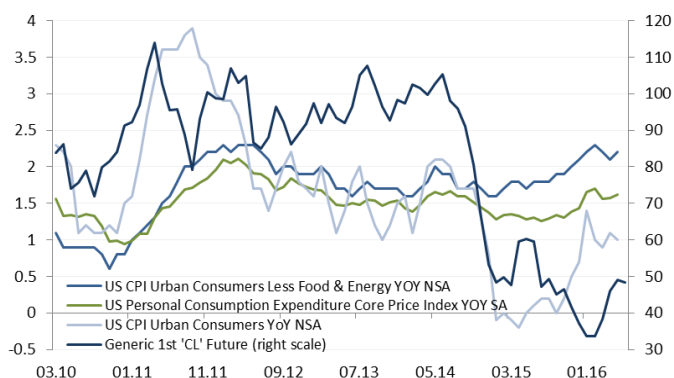
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Taux d'intérêt et anticipations inflationnistes

L'inflation sous-jacente a progressé en mai de +2.2% sur un an. La hausse des prix est plus nette dans le segment des services, qui retrouve son plus haut niveau depuis 2008. Le segment des biens de consommation est lui encore en déflation. 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 derniers mois des cours du pétrole aura sans aucun doute un impact sur l'inflation sur la deuxième moitié de l'année, si les cours du brut se maintiennent aux niveaux actuels.



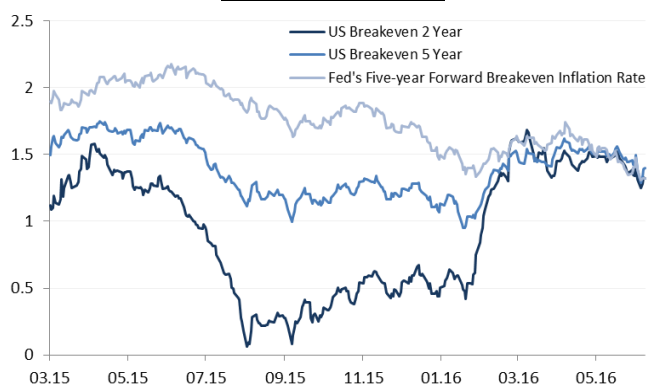
### Inflation et cours du brut



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les prix de gros reflètent déjà une hausse des prix à l'importation, directement liée à la faiblesse récente du dollar et surtout à la hausse du pétrole. Les pressions inflationnistes devraient donc se mettre en place plus nettement avec une intensification des hausses de salaires. La Réserve fédérale devrait être confortée dans son appréciation de l'économie américaine comme suffisamment forte pour que son objectif d'inflation soit atteint. L'inflation attendue sur un an calculée par l'université du Michigan (+2.6%) est toujours supérieure à l'objectif de la Fed. Cette dernière devrait donc être rassurée sur sa politique de normalisation des taux directeurs, même si nous estimons toujours qu'elle marquera une pause encore jusqu'au 4<sup>ème</sup> trimestre.

### Inflation attendue



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Du côté des taux à dix ans, il nous semble que la baisse du mois de juin de 1.8% à 1.4% trouve essentiellement son explication dans les incertitudes du Brexit et dans le processus de réallocation de positions obligataires en faveur du dollar. Si cette baisse n'est pas justifiée par une conjoncture plutôt solide aux Etats-Unis, elle aura cependant des effets favorables sur les perspectives de croissance du PIB en contribuant à maintenir des conditions monétaires beaucoup plus souples que prévu.

### Prochains « new highs » pour le S&P500

Le marché américain est entré dans une phase de consolidation depuis l'été 2015 caractérisée par une hausse de la volatilité. Nous avons à trois reprises mentionné, à l'approche du niveau de 2'100 points sur l'indice S&P500, qu'il était légitime de souhaiter un peu plus de support des statistiques macroéconomiques pour permettre une nouvelle hausse. Les prises de profits attendues sur ces niveaux sont intervenues à plusieurs reprises et en particulier à l'annonce du Brexit.

### Actions américaines (S&P500)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Il nous semble aujourd'hui pourtant plus probable d'assister à une nouvelle phase de revalorisation des titres américains au-delà des sommets évoqués plus haut en raison des développements macroéconomiques selon nous plus positifs pour le deuxième semestre.

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