

L'économie américaine déçoit. « Sell in May and go away? »

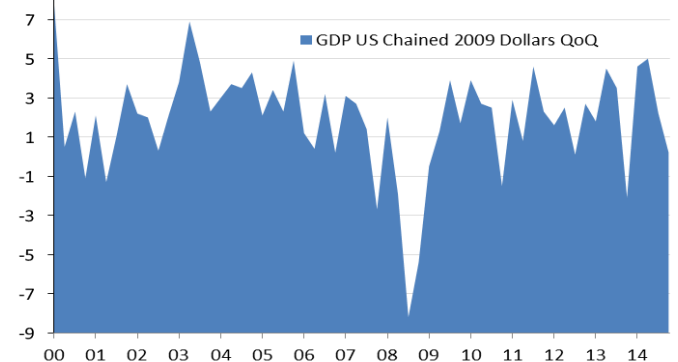
La croissance a-t-elle de réelles chances de reprise au 2^{ème} trimestre ? Les espoirs passent par l'amélioration du marché de l'emploi et la hausse de la consommation.

Points clés

- La croissance américaine du 1^{er} trimestre déçoit
- Hors inventaires, la croissance du PIB est de -0.5%
- La hausse de 25% du dollar en neuf mois pénalise le commerce extérieur et le PIB américain
- Le déficit commercial enregistre la plus forte détérioration depuis 18 ans, à 51.4 mrds de dollars
- La Réserve fédérale en mode « patience »
- Poursuite de l'amélioration du marché de l'emploi
- Offres d'emploi au plus haut depuis 14 ans
- La baisse du chômage affecte les coûts salariaux
- Les espoirs de reprise du PIB au 2^{ème} trimestre reposent sur la consommation
- Les prises de profits à court terme sur les marchés de taux marquent un point d'inflexion à long terme
- Perspectives positives pour les marchés actions

Peut-être un air de déjà-vu, car en 2014, on se souvient que la croissance du 1^{er} trimestre avait finalement plongé en territoire négatif (-2.1%) avant que l'économie américaine ne puisse montrer une nette reprise au second trimestre (+4.6%).

Chute de la croissance du PIB américain au T1



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La croissance de +0.2% du PIB américain au 1^{er} trimestre déçoit

Après avoir progressivement réduit leurs estimations depuis le début de l'année, le consensus des prévisionnistes attendait une croissance d'environ +1% du PIB américain au 1^{er} trimestre.

En sortant à seulement +0.2%, celle-ci a effectivement été très inférieure aux attentes. La décélération de l'économie américaine depuis l'excellente performance enregistrée au 3^{ème} trimestre 2014 est donc manifeste. Alors que les prévisions tablaient sur un renforcement de l'activité aux Etats-Unis en 2015, on assiste finalement à un tassement progressif de la dynamique conjoncturelle. D'une croissance de +5% au 3^{ème} trimestre, celle-ci diminuait à +2.2% au 4^{ème} trimestre pour finir ce trimestre peut-être même en-dessous de zéro, après révision dans les prochaines semaines.

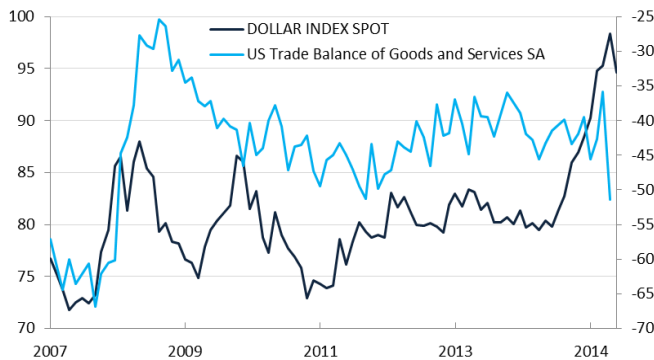
En y regardant de plus près, il faut relever que si la croissance de la consommation a progressé moins rapidement qu'au trimestre précédent (+4.4%), le plus fort depuis 2006, elle enregistre tout de même une avance de +1.9%. Plus précisément, c'est avant tout la croissance des services (+2.8%) et des biens durables (+1.1%) qui soutient ce développement, la croissance des biens non durables ayant même été légèrement négative (-0.3%).

Les investissements ont subi une nette contraction en réaction notamment à la chute des cours du brut et aux décisions de réduction brutale de CAPEX annoncées dans le secteur énergétique. La chute de -3.4% suit une progression de +4.7% au trimestre précédent. La chute des investissements structurels (-23%) et dans le secteur de l'énergie (-48.7% en rythme annualisé) explique l'essentiel de ce déclin significatif.

Mais il faut encore relever à ce point, que cette faible croissance du PIB de +0.2% aurait sans doute été

négative (-0.5%) sans la contribution des inventaires. En effet, les inventaires ont progressé de 110 milliards au 1^{er} trimestre contre seulement 80 milliards de dollars en fin d'année 2014. Cette progression est décomptée dans le calcul du PIB comme une contribution positive. Sans cet effet, le PIB se serait en fait contracté de -0.5%.

Balance commerciale et « trade-weighted dollar »



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La hausse du dollar pénalise le PIB et le commerce extérieur

L'appréciation d'environ +25% du dollar (trade-weighted index) entre juin 2014 et mars 2015 pousse les importations à la hausse et réduit la compétitivité des exportations américaines. Dans un tel contexte, il est normal de constater une poursuite des importations (+1.8%), après une progression de plus de +10% au dernier trimestre. De leur côté, les exportations américaines se sont contractées sous l'effet d'un dollar de plus en plus élevé.

Le déficit commercial a ainsi progressé de 471 milliards à 522 milliards en données annualisées. En mars, le déficit commercial a bondi à son plus haut niveau depuis six ans (-51.4 milliards), alors que les ports de la côte ouest se remettaient en activité.

Il s'agit d'un rebond de +43%, soit la plus forte dégradation depuis 18 ans.

Rappelons que les ports de la côte ouest n'ont pas pu fonctionner normalement en raison de grèves importantes. Sans cela, l'impact aurait pu être plus significatif encore sur le taux de croissance du PIB, car il semble que les importations aient été plus nettement affectées que les exportations.

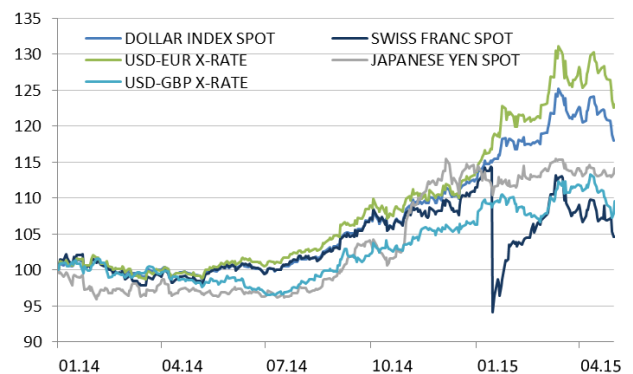
Nous l'avions aussi déjà relevé dans une précédente analyse hebdomadaire, la hausse du dollar semble maintenant clairement avoir un effet sur la performance de l'économie américaine au 1^{er} trimestre. Après une hausse de +25%, l'effet combiné de la perte de

compétitivité sur les exportations et de la hausse du pouvoir d'achat sur les importations est ainsi particulièrement négatif.

Malgré la récente baisse du dollar, ce dernier reste relativement solide en ce début de 2^{ème} trimestre. Il en faudra certainement plus pour freiner ces tendances en place.

Le rythme de dégradation du commerce extérieur des Etats-Unis sera pourtant certainement inférieur dans les prochains mois, mais la tendance devrait se poursuivre et pénaliser la croissance du PIB.

Dollar trade-weighted index et taux de change

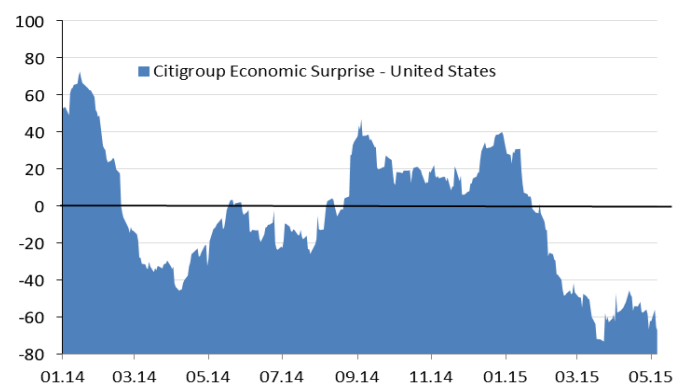


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Un résultat décevant qui repousse les risques de hausse de taux de la FED

La croissance décevante du PIB au 1^{er} trimestre s'inscrit dans la ligne des statistiques ayant plutôt surpris négativement les prévisionnistes depuis le début de l'année.

Citigroup economic surprise index USA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La relative faiblesse de l'économie américaine en ce début d'année n'a évidemment pas échappé à la Réserve fédérale. Le changement de politique monétaire, attendu par certains pour le mois de juin, n'a désormais que très peu de chances de se concrétiser.

Avec une croissance aussi faible, la Fed devrait rester prudente et maintenir sa politique monétaire inchangée jusqu'en septembre.

Mais sa marge de manœuvre est désormais réduite. Pendant quelques temps encore, elle ne pourra qu'observer, commenter et espérer que son appréciation de la situation s'avère correcte et qu'elle conduise à une accélération de la reprise.

La Réserve fédérale juge les perspectives de croissance modérées et le marché de l'emploi en amélioration constante malgré le ralentissement. Elle table sur une diminution progressive des effets négatifs de facteurs « transitoires » et sur l'espoir d'une reprise de la consommation, soutenue par un revenu disponible des ménages en progression.

L'économie américaine ne s'affranchit donc que très progressivement du soutien de la Fed et ne bénéficie pas encore de l'effet positif de la baisse des cours du brut et de l'amélioration de la confiance des consommateurs. Si un grand nombre de statistiques publiées ces dernières semaines ont eu tendance à être inférieures aux attentes, les statistiques de l'emploi sont peut-être celles mettant le plus nettement en évidence le « trou d'air » dans lequel se trouve l'économie américaine à court terme. Nous estimons que ce « trou d'air » devrait être temporaire avant que la dynamique américaine ne puisse être relancée.

L'amélioration du marché de l'emploi est un réel soutien à la croissance par la consommation

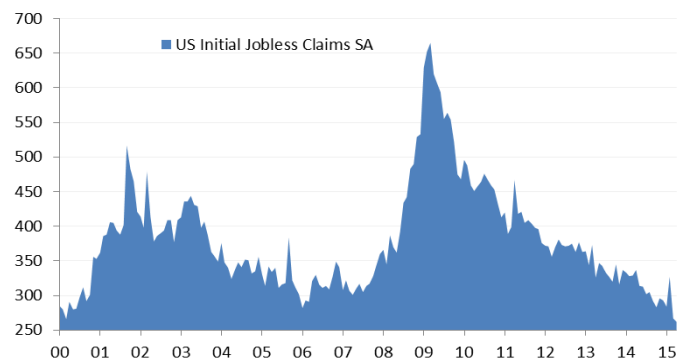
Le taux de chômage poursuit sa tendance baissière et atteint désormais 5.5%. Il se rapproche de son niveau du 31 décembre 2007 de 5% et enregistre déjà une baisse de près de 50% par rapport à son pic de 2009 à 10%.

En fin de trimestre, le marché de l'emploi a produit quelques sources de satisfaction pouvant certainement rassurer la Réserve fédérale sur son interprétation du caractère temporaire du ralentissement du 1^{er} trimestre.

Les demandes d'allocation de chômage ont en effet chuté à leur plus bas niveau depuis 15 ans au 25 avril, à seulement 262'000 demandes selon le département du travail.

Dans le même temps, les offres d'emploi se situaient à leur plus haut niveau depuis 14 ans (5.13 millions), justifiant de fait la vision positive de la Réserve fédérale sur l'amélioration progressive et régulière du marché de l'emploi.

Nouvelles demandes d'allocations chômage USA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

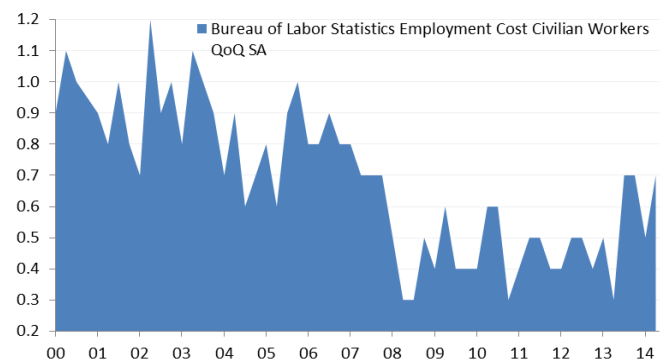
Même si une certaine déception persiste dans les statistiques de création d'emploi, qui restent inférieures aux attentes à seulement 126'000 nouveaux postes en mars, on devrait tout de même assister à une reprise de la dynamique dans les prochains mois.

Parallèlement à l'amélioration de l'emploi, on observe également un changement significatif en matière de coût de la main-d'œuvre.

La hausse de l'indicateur du coût du travail (Employment cost index) - à son plus haut niveau depuis 2008 (+0.7%) - et les coûts unitaires du travail, en progression de +5% par an au premier trimestre, semblent indiquer que la chute du taux de chômage à 5.5% commence à affecter les conditions salariales.

Si ces développements sont négatifs pour les marges des entreprises, ils apportent par contre une contribution très positive à l'argument d'une reprise plus nette de la consommation.

Employment cost index



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le dollar bénéficie toujours de fondamentaux positifs et d'un différentiel de taux d'intérêt favorable, malgré la remontée généralisée des taux longs en différentes devises.

La récente correction du dollar reflète certainement en partie la lassitude d'investisseurs déçus de ne pas pouvoir

clairement obtenir la confirmation du renforcement de la conjoncture aux Etats-Unis. Elle est aussi sans doute le fruit de l'amélioration des conditions en Europe et au Japon en particulier. Nous indiquions dans une précédente analyse hebdomadaire que le dollar était en phase de perte de momentum et qu'il bénéficierait ensuite d'une nouvelle période de hausse. Si ce dernier devait rester aux niveaux actuels ou s'apprécier, il faut souligner que nous assisterions sans doute à une poursuite de la dégradation de la balance commerciale et à un impact négatif sur la croissance du PIB.

Les espoirs de rebond significatif du PIB au 2^{ème} trimestre reposent, à notre avis, essentiellement sur l'amélioration de la confiance des consommateurs, par ailleurs à son second plus haut niveau depuis huit ans, et sur la demande intérieure.

Mais à court terme, il faut bien admettre que les investisseurs sont dubitatifs comme le montrent la chute du dollar, la remontée générale des taux, la hausse du pétrole et la correction de quelques marchés actions. Parmi les certitudes, la Fed ne devrait pas remonter les taux d'intérêt avant sa réunion de septembre. Les quelques statistiques récentes un peu plus rassurantes ne devraient pas changer leur mode de prudence.

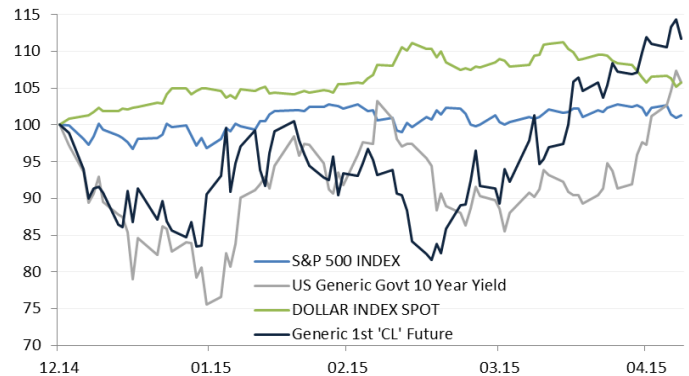
Dès lors, la croissance a-t-elle de réelles chances de reprise ou assisterons-nous à un deuxième trimestre faible ?

“ Sell in May and go away? ”

Dans un premier temps, le flux de statistiques économiques décevantes a pesé sur le marché obligataire américain. Les taux longs ont logiquement glissé en-dessous de 2%, alors qu'en Europe les taux du Bund allemand s'approchaient de 0%. Plus récemment, l'envolée des cours du brut faisait écho à la baisse du dollar dans l'indifférence totale du marché action, mais on observait tout de même une corrélation grandissante entre les marchés de taux et l'évolution des cours du pétrole. La hausse des taux d'intérêt brutale de près de 40 points de base aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, puis encore plus rapidement ensuite en Europe et même en

Suisse, n'est-elle qu'un retour temporaire de la volatilité provoqué par des prises de profits généralisées ou les prémices du renversement de tendance déjà souvent évoqué et qui tarde à se matérialiser ?

S&P500, Dollar, rendement à 10 ans et pétrole



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous pensons que ces prises de profits - notamment dans des marchés de taux dont les rendements étaient proches de zéro - sont effectivement la manifestation de prises de profits massives. Aux Etats-Unis, la hausse des taux longs correspond peut-être au retour d'anticipations un peu plus positives quant à la croissance et à l'inflation. L'amélioration du marché de l'emploi et la confiance des consommateurs devraient permettre un renforcement de la consommation en deuxième partie d'année 2015. Le marché actions américain ne semble pas s'inquiéter de la remontée des taux longs, pas plus qu'il ne s'émeut des risques de contraction des marges des entreprises ou de la baisse des profits des multinationales. La hausse des taux directeurs sera faible et peut-être même inférieure aux 25 points de base souvent évoqués.

Alors, « sell in May and go away? » sera-t-elle la stratégie gagnante pour les prochains mois ?

Les récents développements sur les marchés de taux marquent probablement le point de renversement de la tendance à long terme. Mais dans le contexte actuel de faiblesse conjoncturelle, nous ne pensons pas que ces hausses de taux se poursuivent. Les marchés actions devraient donc prochainement profiter d'un retour des investisseurs et reprendre leur tendance haussière pour quelques temps encore.

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