

ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE : PERSPECTIVES DE CROISSANCE CONFRONTÉES À DES DÉFIS TEMPORAIRES

Les rendements obligataires s'inscrivent en forte hausse au cours du mois écoulé, retrouvant les niveaux de novembre dernier. La persistance de l'inflation américaine interroge en effet sur la bonne marche du processus désinflationniste et, par-là, sur la capacité de la Fed à ajuster ses taux aussi rapidement que suggéré en mars dernier. Le mantra du « higher for longer » semble donc signer son retour et s'oppose, au moins partiellement, au scénario « boucle-d'or » qui semblait dominer les marchés jusqu'à récemment. Si le ralentissement de l'activité américaine demeure très progressif, le retour de l'inflation à sa cible pourrait être lui plus laborieux et donc un peu plus douloureux. Par ailleurs, les indices actions s'inscrivent en baisse sur le mois écoulé, sans toutefois remettre en cause la progression enregistrée depuis le début de l'année. Du côté de la Zone euro, les membres de la BCE ont rappelé leur indépendance vis-à-vis de la Fed mais demeurent tout de même attentifs aux mouvements de marchés. Si une baisse en juin semble presque assurée, le Conseil des gouverneurs fait preuve de plus de prudence en ce qui concerne la suite.



Alain GUELENNOC,

Président du directoire
Federal Finance Gestion

Conjoncture économique

Pour la première fois depuis longtemps, l'activité surprend à la baisse aux Etats-Unis. Au premier trimestre 2024, le PIB américain affiche une progression de 0,4% (contre 0,6% attendu), la plus faible depuis le troisième trimestre 2022. L'activité souffre, en particulier, d'une moindre progression dans le domaine public des dépenses et de l'investissement, ainsi que d'une forte contribution baissière de la balance commerciale. La dynamique de la demande interne privée reste en revanche encore solide. Les dépenses de consommation des ménages progressent d'ailleurs de 0,6% sur le trimestre. Le marché du travail demeure d'ailleurs bien orienté, comme l'illustre la vigueur des créations d'emplois (environ 300 000 créations d'emplois en mars contre 200 000 attendus). La poursuite de la baisse des emplois vacants et des

indicateurs d'enquête moins bien orientés suggère toutefois que le rééquilibrage du marché du travail se poursuit, même si les salaires continuent de surprendre en conservant un rythme de progression soutenu (+1,1% au 1^{er} trimestre, comme au trimestre précédent).

En mars, l'indice des prix à la consommation enregistre une hausse mensuelle de 0,4%, portant ainsi sa croissance annuelle à 3,5%. En moyenne sur les trois derniers mois, la croissance mensuelle annualisée de l'inflation accélère pour atteindre environ 4,5%, un niveau jugé incompatible avec un retour de l'inflation vers sa cible de 2%. La trajectoire de l'inflation aux Etats-Unis n'est donc pas linéaire et interroge ; ce qui se reflète d'ailleurs dans la tonalité plus restrictive adoptée par les membres de la Réserve fédérale.

Après deux trimestres consécutifs

de léger recul, le PIB de la Zone euro enregistre un rebond au premier trimestre 2024 (+0,3% après -0,1%). Cette dynamique est globalement généralisée sur le vieux continent, à l'image de l'Allemagne (+0,2% après -0,5%), où le redémarrage demeure néanmoins timide après une année très dégradée outre-Rhin. Au final, la première économie européenne reste en contraction par rapport à son niveau de début 2023. Dans les autres grands pays européens, l'accélération de l'activité est également modeste en France (+0,2% après +0,1%) et un peu plus prononcée en Italie (+0,3% après +0,1%). De son côté, l'économie espagnole se distingue de nouveau par son dynamisme (+0,7% après +0,7%).

Le creux d'activité semble ainsi en passe d'être franchi sur le vieux continent. Les perspectives d'activité s'améliorent quelque peu en Zone euro selon l'enquête PMI d'avril. L'activité

du secteur privé montre, en effet, des signes d'accélération après plusieurs mois de contraction. La dynamique demeure très hétérogène : l'embellie du secteur des services contraste avec les difficultés persistantes du secteur manufacturier. Par ailleurs, si l'activité s'améliore quelque peu en Allemagne et se stabilise en France, elle demeure moins dynamique que dans le reste de la Zone euro.

Du côté des prix, le processus de désinflation se poursuit progressivement, malgré la stabilité de l'indice total des prix à la consommation. Avec une croissance annuelle de 2,4%, l'inflation n'est désormais plus très loin de l'objectif de la BCE et l'inflation sous-jacente continue de diminuer (+2,7% après +2,9%). Les tensions sur les prix des services (+3,7%) demeurent toutefois importantes, tandis que les prix des biens manufacturés apparaissent désormais compatibles avec la cible de la BCE.

En Chine, les données publiées au cours des dernières semaines dressent un tableau en demi-teinte de la dynamique de l'activité. S'il est vrai que le PIB affiche, au premier trimestre 2024, une croissance annuelle supérieure aux attentes (5,3% contre 4,8% attendu), les données mensuelles d'activité décrivent, pour leur part, une conjoncture moins bien orientée. En mars, les ventes au détail et la production industrielle affichent une progression annuelle assez nettement inférieure aux attentes, tout comme les flux commerciaux. Par ailleurs, l'évolution des prix sur la même période (stagnation de l'inflation et recul continu des prix à la production) suggère encore une faiblesse de la demande interne ainsi que de probables surcapacités de production. Les données relatives à l'investissement sont, de prime abord, plus encourageantes. Elles cachent toutefois une hétérogénéité marquée : le dynamisme de l'investissement manufacturier et de l'investissement en infrastructure, dans une moindre mesure, masque les difficultés du secteur de l'immobilier. La capacité des dépenses en infrastructure à soutenir l'activité pourrait, en outre, être limitée à l'avenir alors que Pékin resserre la vis autour des dépenses des provinces les plus endettées. Les difficultés budgétaires de la Chine ont d'ailleurs été pointées du doigt par l'agence de notation Fitch, qui a revu à la baisse sa perspective de crédit à « négative ». De son côté, le FMI, qui a publié son nouveau jeu de projection pour l'économie mondiale, table sur une croissance annuelle de 4,6% en 2024, en-dessous de l'objectif de 5% de Pékin.

Marchés monétaires et obligataires

Les rendements obligataires s'inscrivent en nette hausse au cours du mois écoulé. La robustesse de l'emploi et de l'inflation américaine a en effet donné du crédit à un scénario de taux directeurs américains durablement plus élevés, marquant ainsi le retour du mantra du « higher for longer ». Dans ce contexte, il risque d'être plus difficile pour la Fed de maintenir le cap dessiné en mars dernier (trois baisses de taux en 2024 selon la médiane des prévisions des membres du FOMC). Alors qu'il avait plutôt tendance à minimiser les bons chiffres du début d'année, le Président de la Fed, Jerome Powell, a finalement admis qu'il faudra certainement plus de temps pour être convaincu de la bonne marche du processus désinflationniste et donc, de la nécessité d'une baisse de ses taux. Les investisseurs ne tablent désormais plus que sur une à deux baisses de taux sur l'année, à partir de septembre. A presque 5%, le rendement à 2 ans retrouve un plus haut depuis novembre dernier.

La correction des attentes des investisseurs concernant la trajectoire de la Réserve fédérale complique l'équation pour la BCE. Le contexte macroéconomique en Zone euro, largement plus dégradé qu'aux Etats-Unis, demeure plus compatible avec un ajustement des taux. Toutefois, le décalage entre les politiques monétaires américaines et européennes pourrait limiter la portée des baisses de taux de l'autorité monétaire européenne, notamment à travers la variation du change. Si le vice-Président de la BCE estime qu'une baisse des taux directeurs en juin est, à condition que les données continuent d'évoluer conformément au scénario, un « fait accompli », il fait preuve d'un peu plus de prudence en ce qui concerne la suite. Les investisseurs tablent tout de même encore sur trois baisses de 25 pb en 2024, à partir de juin. Les rendements obligataires n'échappent pas au mouvement de hausse et touchent eux aussi des plus hauts depuis novembre dernier.

Marchés actions

La hausse des marchés actions connaît un coup d'arrêt après cinq mois consécutifs de progression. Les craintes des investisseurs quant au durcissement des conditions de financement semblent avoir pénalisé, en particulier, les valeurs technologiques et les plus petites capitalisations. Le Nasdaq enregistre ainsi une baisse de 4,4% sur le mois tandis que le Russell abandonne près

de 5,0%. En parallèle, la volatilité des marchés américains, mesuré par l'indice Vix, a touché un plus haut depuis octobre 2023.

Marché des changes

La perspective d'une politique monétaire américaine durablement plus restrictive profite au dollar. Ce dernier enregistre une nette hausse au cours du mois écoulé et touche un plus haut depuis novembre dernier. Sans surprise, les anticipations de découplage entre les politiques monétaires européennes et américaines se reflètent dans l'évolution de l'euro, qui s'installe sous le seuil de 1,07\$. En Asie, la vigueur du dollar interroge. La dépréciation du Yen (repli de 10% depuis le début de l'année, poussant la devise japonaise à un plus bas depuis 34 ans) et du Won ont ainsi conduit les autorités japonaises et coréennes à consulter les autorités américaines au sujet de ces mouvements de devises, suggérant ainsi de possibles interventions. Enfin, le climat géopolitique toujours tendu soutient le billet vert, qui profite encore et toujours de son statut de valeur refuge.

Énergie et matières premières

Les prix de l'énergie font preuve de volatilité dans un contexte géopolitique toujours tendu, marqué par une situation précaire au Moyen-Orient. Malgré les échanges de tirs entre Iran et Israël, le prix du baril de Brent se maintient pourtant sous la barre de 90\$. La perspective d'un durcissement des sanctions américaines à l'encontre de l'Iran et du Venezuela ne semble pas non plus avoir suffi pour pousser le pétrole à la hausse.

Perspectives et stratégie

Dans ses dernières perspectives économiques mondiales, le FMI a salué la surprenante résistance de l'économie mondiale face à la montée des taux d'intérêt, malgré un contexte géopolitique tendu. Le Fonds monétaire international a toutefois mis en exergue de nombreux risques alors que le monde semble entrer dans la dernière ligne droite du processus désinflationniste. Outre les inquiétudes concernant le secteur immobilier commercial et le secteur bancaire parallèle (le fameux shadow banking), le FMI appelle aussi à plus de discipline budgétaire alors que les ratios d'endettement des Etats apparaissent élevés.



La Banque par Excellence.

Les informations contenues dans cette présentation ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Ce document synthétique est établi uniquement dans un but d'information. Il est confidentiel, à usage strictement privé et destiné uniquement à l'information de la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Federal Finance Gestion. Les destinataires du présent document sont invités à établir leur propre opinion quant à l'intérêt des informations présentées dans ce document. Schelcher Prince Gestion ne saurait être tenu responsable des éventuelles conséquences dommageables résultant de l'utilisation de ce document et de son contenu. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

ARKÉA Banque Privée, structure de FEDERAL FINANCE spécialement dédiée à la gestion patrimoniale
www.arkeabanqueprivée.fr. FEDERAL FINANCE, Siège social : 1, allée Louis Lichou - 29480 LE RELECOQ-KERHUON.
Adresse postale : BP 97 29802 Brest Cedex 9 - SA à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 20 747
030 €. SIREN 318 502747 RCS Brest. Société de courtage d'assurances immatriculée à l'ORIAS sous le numéro
07 001 802. Établissement de crédit agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. TVA : FR 53
318 502 747