

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



LA FED MANQUE DE SOLUTIONS ET INQUIETE LES MARCHES

Accroissement des tensions inflationnistes. Chute de la confiance des ménages. Ralentissement conjoncturel en cours. Politique monétaire plus restrictive. Ajustement brutal des taux. Inversion de la « yield curve ». Marchés actions fragilisés.

Points clés



- Les inventaires surestiment le PIB au 4ème trimestre 2021
- Net ralentissement prévu au 1er trimestre 2022
- Un nouveau fléchissement sensible du PIB attendu pour le 2ème trimestre
- Une forme de stagflation semble désormais probable
- Marché de l'emploi toujours plus en tension
- La confiance des ménages plonge face à l'inflation
- La Fed risque de manquer de solutions en mai
- Les forces inflationnistes s'affirment toujours plus nettement et menacent la croissance
- Regain d'attractivité des obligations et du dollar
- Les actions devraient céder à un ensemble de nouvelles menaces sérieuses

Les inventaires surestiment le PIB au 4ème trimestre 2021

La croissance du PIB américain a terminé l'année 2021 sur un résultat apparemment très fort. La progression annualisée enregistrée de +6.9% a en effet été nettement plus importante que celle du précédent trimestre, en hausse de +2.9% seulement selon les estimations du Département du commerce. C'est la plus forte avancée trimestrielle enregistrée depuis le spectaculaire rebond du 3ème trimestre 2020, lors de la première sortie de crise sanitaire. La composante « inventaires » a ajouté +4.9% à la performance économique du trimestre, enregistrant de ce fait sa deuxième plus forte contribution depuis 1987. Les entreprises ont logiquement voulu reconstituer des inventaires en fin d'année en prévision du renforcement de la dynamique économique attendue pour 2022. Ce phénomène de restockage assez largement distribué a logiquement soutenu la production industrielle et le PIB.

Cette vigueur dans la reconstitution des stocks ne devrait pas pouvoir se maintenir au 1er trimestre 2022 et devrait donc supporter beaucoup moins le PIB. Ce facteur pourrait contribuer à soutenir la croissance si la consommation devait

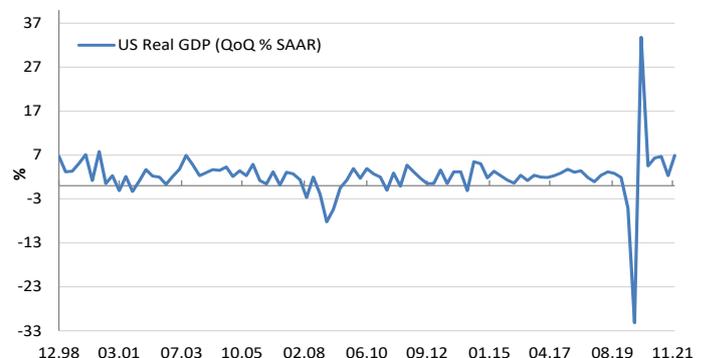
rester très soutenue, ce qui nous semble pourtant une probabilité plus incertaine dans le contexte actuel de début de 2ème trimestre déjà globalement plus faible.

La consommation toujours solide avait pourtant marqué un peu le pas en ne progressant que de +3.3% en fin d'année, un résultat sensiblement moins dynamique qu'en début d'année 2021. L'arrivée du variant Omicron en novembre 2021 avait logiquement pesé un peu sur l'enthousiasme des ménages, qui avaient aussi anticipé un peu leurs achats de fin d'année pour se prémunir des risques de rupture de stocks. Les ménages ont toutefois dépensé globalement plus en services (santé et loisirs) qu'en marchandises pour le deuxième trimestre consécutif en fin d'année.

Cette hausse de +6.9% du PIB apparemment très robuste masque pourtant le fait que deux tiers de la croissance sont donc liés à ce phénomène de restockage, amplifié par une forte progression des importations en prévision des ventes de fin d'année, elles-mêmes pénalisées par le variant Omicron et qui sont donc venues gonfler les niveaux de stocks.

L'économie américaine terminait ainsi l'année sur une croissance sur un an de +5.5%, la plus solide depuis 1984.

Croissance trimestrielle du PIB—Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Net ralentissement prévu au 1er trimestre 2022

Le trimestre qui s'achève devrait logiquement être moins flamboyant et afficher une croissance réduite de +6.9% à

seulement +1.5% en rythme annuel. Les premières semaines semblent avoir été particulièrement difficiles, mais elles ont été suivies d'une reprise sensible ensuite.

La contribution des inventaires pourrait bien se compenser en partie tout au moins ce trimestre et peut-être même devenir négative alors que les consommateurs se sont montrés prudents face à l'explosion de l'inflation et des prix de l'énergie.

La croissance des salaires n'a pas fait le poids contre la progression des incertitudes liées à l'éclatement de la crise géopolitique en Europe de l'est et de ses conséquences sur les prix et la disponibilité des matières premières. Le déclin du Covid a ainsi été remplacé immédiatement par une nouvelle incertitude de taille affectant directement le pouvoir d'achat des ménages et leur confiance dans les perspectives économiques. Les dépenses des consommateurs ont certainement très faiblement progressé au 1er trimestre. Les dépenses ajustées pour l'inflation qui avaient avancé de +3.9% en début de période ont terminé sur un résultat plus faible de +3% sur trois mois.

La consommation ajustée pour l'inflation en février a baissé de -0.4% suggérant que l'un des plus forts impacts de hausse de prix observés sur quelques décennies est en train de peser sur la demande privée. L'indice PCE (personal consumption expenditure) privilégié par la Réserve fédérale pour mesurer l'inflation a ainsi progressé de +0.6% sur le mois et de +6.4% sur un an.

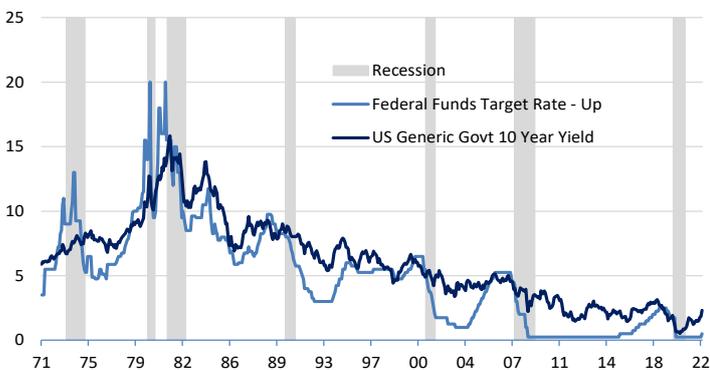
La croissance américaine pourrait ainsi globalement à peine dépasser +1.5% au 1er trimestre 2022.

Un nouveau fléchissement du PIB attendu pour 2ème trimestre

Les dépenses des consommateurs vont encore être pénalisées au cours des prochains mois par l'accélération probable de l'inflation aux Etats-Unis. La crise géopolitique en Europe pose en effet des défis majeurs aux réseaux mondiaux de production et de distribution des matières premières qui auront aussi des effets sur les ménages américains.

Les perturbations sur les prix de l'énergie annoncent une réorganisation difficile et douloureuse de l'approvisionnement en gaz et en pétrole pour de nombreuses économies à commencer par celles de l'Europe. Elle sera l'une des conséquences majeures de ce conflit.

Récessions US, Taux longs et fed funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La transmission de la hausse des cours du pétrole et du gaz aux coûts de production dans l'industrie et à d'autres segments de l'économie mondiale n'en est encore qu'à ses débuts. Les risques d'interruption de livraisons et de productions de marchandises liés à cette nouvelle crise viennent s'ajouter aux

tensions déjà bien présentes dans les chaînes d'approvisionnement et de production qui se sont développées depuis le début de la crise sanitaire.

Ces facteurs ne seront que partiellement visibles sur les résultats économique du 1er trimestre, mais leur influence devrait s'amplifier au 2ème trimestre déjà et freiner très nettement la croissance économique mondiale ensuite.

Une forme de stagflation semble désormais probable

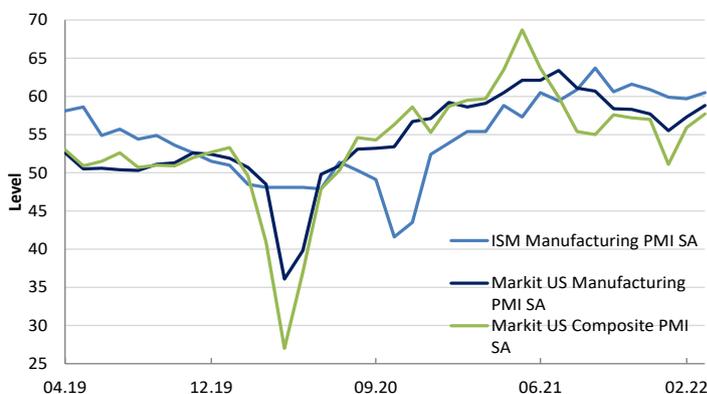
Les indicateurs avancés suggèrent déjà un début de ralentissement conjoncturel affectant la consommation comme la production manufacturière.

L'indice ISM manufacturier de mars glisse de 58.6 à 57.1 et surprend les analystes qui s'attendaient à une hausse. Mais c'est surtout la composante « nouvelles commandes » qui s'effondre de 8 points à 53.8 avec la baisse de la production également en chute de 4 points. Ces deux indicateurs sont à nouveau à leur plus bas niveau depuis 2020 indiquant un ralentissement net de l'activité et de la demande face à la hausse des prix et aux nouvelles incertitudes croissantes.

L'indicateur de prix payés par les producteurs souligne en effet une tendance puissante de hausse des prix dans le sillage de l'invasion russe en Ukraine. De très nombreux secteurs industriels sont touchés par cette tendance dont on observe déjà les effets potentiels sur le niveau d'activité en léger déclin.

L'indice ISM de production baisse logiquement de 58.5 à 54.5 dans ce contexte. Les indicateurs liés à la demande faiblissent alors que l'emploi se consolide.

Indicateurs PMI—ISM



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les commandes industrielles avaient déjà décliné en février de -0.5% tandis que les commandes de bien durable baissaient de -2.1%. Les dépenses personnelles progressaient cependant encore de +0.2% en février, sensiblement moins déjà que les attentes (+0.5%). L'économie américaine est ainsi menacée par des facteurs externes en lien avec les risques de net ralentissement en Europe et en Chine, qui fait à nouveau face à des difficultés sanitaires et de nouveaux confinements de villes importantes pour son économie et pour ses exportations.

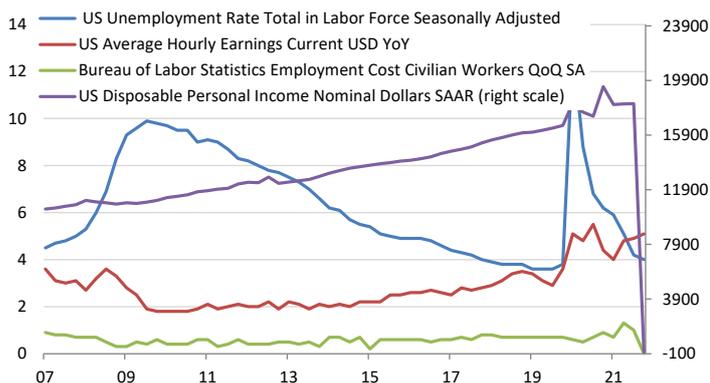
Un ralentissement économique aux Etats-Unis abaissant les perspectives de croissance à +1.5% / +2.5% pour 2022 dans un contexte inflationniste de l'ordre de +8% ferait alors entrer l'économie américaine en stagflation, un environnement particulièrement difficile pour la banque centrale qui n'aura pas de réponse simple à cette problématique nouvelle.

Marché de l'emploi toujours plus en tension

Tout semble indiquer que le marché de l'emploi reste très solide et dynamique à la fin du trimestre dans le contexte pourtant probable de ralentissement conjoncturel déjà en cours. Le retour des travailleurs dans le marché de l'emploi se poursuit à un rythme satisfaisant de 431'000 nouveaux emplois en mars, abaissant le taux de chômage à 3.6%. Le taux de participation a ainsi pu progresser à 62.4%.

La tendance est menée par les secteurs ayant été particulièrement touchés par la pandémie, mais elle semble toujours concerner un large spectre de secteurs économiques.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le retour des chômeurs sur le marché de l'emploi se poursuit et pousse les employeurs à rivaliser de créativité pour attirer leurs nouveaux collaborateurs. La moitié des PME déclarent ne pas pouvoir trouver les collaborateurs dont ils ont besoin. Clairement les tensions dans le marché du travail sont toujours présentes et soutiennent une hausse des salaires en accélération. La croissance des salaires s'intensifie en effet et atteint +5.6%, représentant la plus nette progression sur un an depuis mai 2020.

La conséquence des tensions actuelles du marché de l'emploi dépassent les anticipations des entreprises qui s'attendaient à une hausse probable des salaires d'environ +4% en 2022.

La confiance des ménages plonge face à l'inflation

La confiance des consommateurs est aujourd'hui globalement beaucoup plus affectée par la progression persistante de l'inflation et par la baisse du pouvoir d'achat que par d'autres facteurs. La bonne tenue de l'économie américaine et la situation actuelle positive du marché de l'emploi devraient contribuer à rassurer et à offrir de meilleures perspectives positives aux ménages. Ce n'est pourtant pas le cas, la confiance des ménages a en effet chuté de 110.5 à 107.2 en mars. La hausse des salaires reste en effet inférieure à la hausse des indices de prix, ce qui continue de réduire en 2022 le pouvoir d'achat des ménages. Les nouvelles incertitudes liées à la guerre en Ukraine renforcent les craintes d'une poursuite de cette baisse du pouvoir d'achat.

La confiance a donc logiquement chuté dès le mois de février, en particulier chez les consommateurs à plus faibles revenus, plus pénalisés par la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie. On estime à environ 5'000 USD par ménage, l'impact négatif sur la capacité de consommation dû à l'inflation.

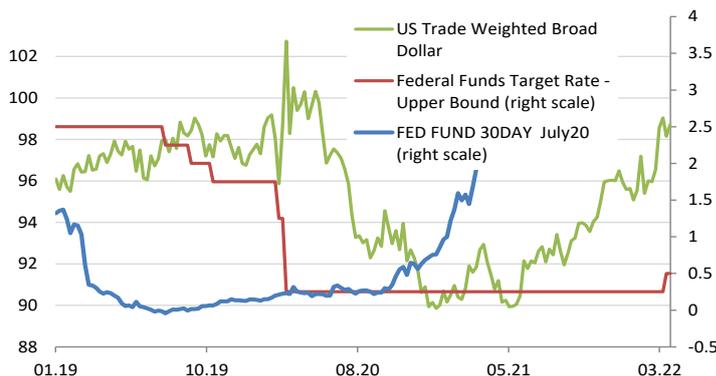
Cette tendance devrait donc se poursuivre et progressivement affecter le niveau de consommation des ménages et la croissance du PIB au 2ème trimestre déjà.

La Fed risque de manquer de solutions en mai

Après une première hausse de taux directeur annoncée en mars, la Réserve fédérale devrait certainement s'inquiéter toujours plus des développements en cours dans le marché du travail et sur le front de l'inflation. La crise en Ukraine a déjà certainement retenu son action en limitant la hausse de taux en mars à seulement 0.25%. Sans cela, elle aurait sans doute été de 0.50%. Si la guerre a immédiatement fait progresser un peu plus les risques inflationnistes, elle a aussi ajouté de nouvelles incertitudes pouvant remettre en question assez sensiblement les perspectives de croissance économique. Compte tenu de la probable poursuite de la vigueur de l'emploi et de l'inflation (PCE à +6.4%) la Fed devrait cette fois remonter ses taux directeurs de 0.5% en mai.

Les nouveaux confinements en Chine ajoutent des tensions aux difficultés actuelles persistantes dans les chaînes de production, renforçant ainsi les tendances inflationnistes déjà croissantes. Mais en même temps, les probabilités de ralentissement en Europe et en Chine augmentent. Il sera dès lors difficile à l'économie américaine de ne pas en subir des effets également sur sa propre dynamique.

Fed funds, taux directeurs et USD (trade weighted)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La Réserve fédérale avait attendu jusqu'en mars 2022 pour débiter la normalisation de sa politique monétaire en remontant pour la première fois ses taux directeurs. Elle devrait faire face à un dilemme particulièrement complexe lors de sa prochaine réunion du mois de mai qui devrait entériner une hausse de 50 points de base. Dans l'environnement présent, si un resserrement monétaire semble justifié par l'évolution de l'inflation, il pourrait suffire à perturber des consommateurs déjà inquiets et pénaliser un peu plus encore la croissance.

Les forces inflationnistes s'affirment toujours plus nettement

Les indices de prix poursuivent leurs progressions en mars sur la plupart des fronts. L'indice CPI avance de +0.8% sur le mois et de +7.9% sur un an. Hors alimentation et énergie, la progression reste impressionnante avec une hausse mensuelle de +0.5% et de +6.4% sur un an. Elles dépassent largement la hausse des salaires et réduisent donc le pouvoir d'achat des ménages. La dynamique inflationniste devrait se poursuivre lorsque les entreprises passeront l'augmentation de leurs coûts de production et d'importation à leurs clients en augmentant leurs prix de vente.

Les prix à la production ont aussi bondi de +10% en février, légèrement moins que les prix importés en hausse de +10.9% sur un an. La réorganisation en cours des réseaux de production et de distribution des matières premières liée à l'invasion russe en Ukraine et aux sanctions adoptées à l'encontre de la Russie devrait développer des effets inflationnistes sévères et durables en 2022. Les hausses de cours déjà observées en février et mars sont appelées à perdurer aussi longtemps que des substitutions d'approvisionnement ne seront pas sécurisées. Ce processus devrait prendre plusieurs trimestres et s'étendre au-delà de 2023.

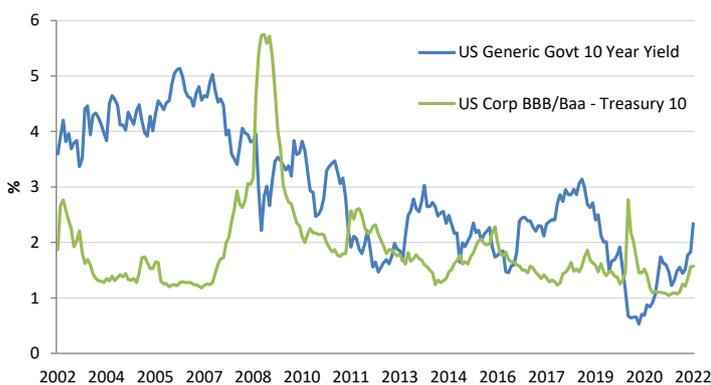
Ces tensions inflationnistes viendront renforcer les tendances déjà existantes en lien avec la synchronisation des cycles conjoncturels post-Covid et aux perturbations persistantes dans les chaînes de production mondiales.

L'inflation a peut-être déjà atteint un pic de momentum mais elle devrait rester élevée au cours des prochains trimestres.

Regain d'attractivité des obligations et du dollar

La remontée des taux longs nous semblait inéluctable dans ce contexte et le réajustement attendu de la courbe des taux s'est donc produit au premier trimestre dans un mouvement presque linéaire d'environ 90-100 points de base.

Rendements du Trésor US et obligations BBB (Spread)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les rendements à dix ans du Trésor ont ainsi bondi de 1.68 à 2.55% et risquent de toucher 3%, tandis que les taux à 2 ans progressaient de 1.25% à 2.5%. Les taux s'ajustent finalement à une réalité économique encore apparemment robuste mais surtout largement inflationniste. Les courbes de taux pourraient encore se déplacer un peu plus haut, mais avec l'apparition de nouveaux risques de ralentissement conjoncturel cette

probabilité est désormais réduite. Sur le plan international, les obligations américaines offrent un havre de sécurité associé à la perspective d'un différentiel de rendement sensiblement plus intéressant. Les investisseurs européens, japonais et suisses peuvent désormais considérer les placements fixes en dollars avec plus d'intérêt et de confiance.

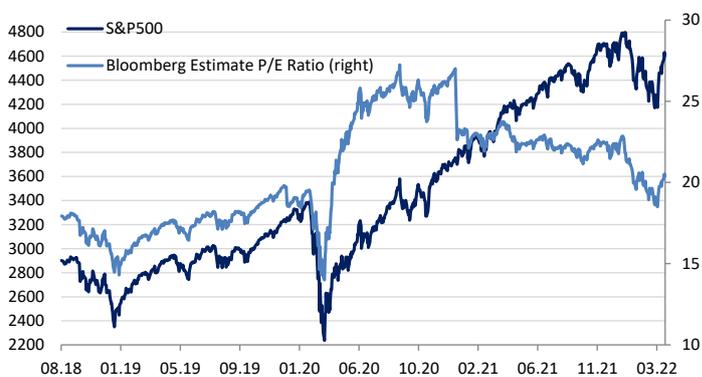
Au-delà de 2.5% de rendement, nous estimons que ce différentiel de taux devrait plutôt se stabiliser sous l'influence de nouveaux flux de fonds. Le dollar devrait bénéficier de cet accroissement du différentiel de rendement en sa faveur, il pourrait s'apprécier de +5% contre le franc suisse.

Les actions devraient céder à un ensemble de menaces

Une nouvelle conjonction de facteurs clairement plus incertains et défavorables se met en place et menace désormais plus sérieusement l'avenir immédiat des actions américaines. En ce début de trimestre, l'équilibre des marchés est en effet menacé par une inflation historique, une baisse de pouvoir d'achat des consommateurs, des risques persistants d'approvisionnement de matières premières et de composants industriels, des tensions sur les coûts de production, des hausses des salaires, une baisse potentielle consécutive des marges, une chute possible de la demande et de la consommation en lien avec la dégradation probable des perspectives économiques et par une banque centrale sur le point de remonter ses taux directeurs de 50 points de base, alors que les conditions monétaires sont déjà plus restrictives suite à la hausse brutale de plus de 100 points de base des « yield curve » en trois mois.

Les marchés actions sont désormais fragilisés par ces facteurs alors que le PE du S&P500 est toujours supérieur à 20x les profits de l'année 2022.

Actions S&P500 & PE ratio



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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

Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch