

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé &amp; CIO



## FIN DE RECESSION PROBABLE AU T3 DÉJÀ AUX ETATS-UNIS

Récession technique actée au T2. La Fed ne croit toujours pas à une récession. Forte hausse du crédit des ménages. Enclenchement de la décélération de l'inflation. Une reprise déjà au T3. Stabilisation sur les marchés de taux. Rebond des actions.

### Points clés



- L'économie américaine se contracte au T2 pour le 2ème trimestre consécutif et entre en récession
- Sortie de récession déjà envisageable au T3
- Indicateurs avancés plutôt bien orientés
- Hausse du crédit pour compenser la perte de pouvoir d'achat
- La Réserve fédérale ne croit pas à une récession
- La décélération de l'inflation est enfin enclenchée
- Les marchés de taux anticipent aussi un déclin de l'inflation
- Les actions profitent aussi de la baisse des rendements

### L'économie américaine se contracte au T2 pour le 2ème trimestre consécutif et entre en récession

Le PIB américain s'est contracté de -0.9% au deuxième trimestre contre toutes attentes, alors que les investisseurs escomptaient une croissance positive de +0.4%. Ce résultat intervient alors que la dynamique économique marquait déjà le pas au 1er trimestre en plongeant de -1.6%. La croissance recule ainsi pour le deuxième trimestre consécutif, suggérant techniquement une récession de l'économie aux Etats-Unis. Formellement, la détermination officielle d'un cycle économique positif ou négatif aux Etats-Unis doit être estimée et approuvée par un group d'experts du National Bureau of Economic Research, ce qui permet à la Réserve fédérale de ne pas encore considérer que l'économie est réellement entrée en récession. L'indice GDP Now publié par la Fed d'Atlanta fin juin, quelques semaines avant l'annonce du PIB à la fin juillet, suggérait déjà que l'économie était en récession avec une estimation de -2.1%.

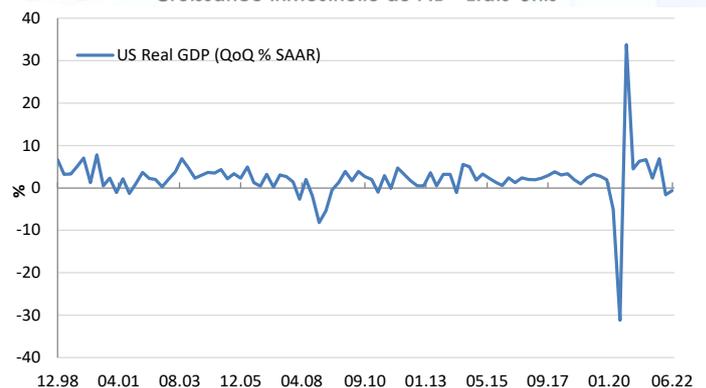
La forte réduction du pouvoir d'achat des ménages en période d'inflation historiquement élevée est l'une des raisons principale du fléchissement de la dynamique économique. L'économie a rapidement perdu de son momentum alors que

les conditions de financement se durcissaient avec la hausse des rendements obligataires et les décisions de politiques monétaires prises dès le mois de mars. La consommation personnelle s'avérait pourtant encore plutôt résistante (+0.7%), alors que les investissements résidentiels et non résidentiels (-2.73%), les inventaires (-2.01%) et les dépenses gouvernementales (-0.33%) apportaient des contributions négatives significatives. Les dépenses dans les services ont assez nettement progressé (+4.1%), mais ont été compensées par un déclin de la consommation de biens durables (-2.6%) et de biens non-durables (-5.5%).

La Réserve fédérale américaine s'est engagée tardivement dans une lutte contre l'inflation en remontant à plusieurs reprises ses taux directeurs. Elle espère maintenant en menant cette politique de resserrement monétaire rapide que l'économie sera suffisamment résistante pour supporter les hausses de taux directeurs imposées et qu'elle ne plongera pas dans une récession plus profonde que celle déjà en cours. L'administration américaine reste convaincue aussi que la vigueur du marché du travail et un taux de chômage au plus bas soutiennent sérieusement la thèse d'une économie toujours en croissance.

La hausse des taux directeurs a déjà eu un impact indirect majeur sur les coûts d'utilisation des cartes de crédits, sur les taux de leasing automobiles et les taux hypothécaires, qui ont pratiquement doublé en quelques semaines. Il semble dès lors difficile d'écarter tous les risques d'une poursuite de l'affaiblissement de la conjoncture américaine au cours des prochains mois dans un tel environnement incertain.

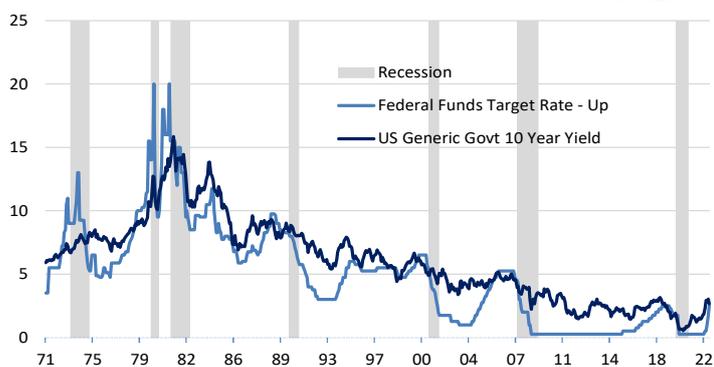
Croissance trimestrielle du PIB—Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Toutefois, nous estimons que les prochains mois pourraient s'avérer un peu meilleurs sur le front de l'inflation, ce qui pourrait avoir un impact favorable sur le comportement des ménages si celle-ci commençait à montrer les signes attendus de déclin pendant l'été. Une baisse des tensions inflationnistes serait alors accompagnée d'une période de détente pour les rendements obligataires qui serait susceptible d'améliorer la confiance des consommateurs et leur comportement. Une relance de la consommation ainsi qu'une reprise de la production industrielle et une phase de reconstitution des inventaires pourraient ensemble soutenir une croissance du PIB en apportant des contributions positives au 3ème trimestre.

Récessions US, Taux longs et fed funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### Sortie de récession déjà envisageable au 3ème trimestre

Après un T1 et un T2 en contraction de  $-1.6\%$  puis  $-0.9\%$ , l'économie américaine est virtuellement entrée en récession technique au 30 juin à la relative surprise de tous les observateurs qui escomptaient plutôt une croissance réelle positive du PIB. Le scénario de récession est désormais largement partagé et pris en compte par les investisseurs, qui ont aussi ajustés à la baisse leurs anticipations pour les rendements obligataires. Les récentes statistiques économiques ne sont pourtant pas aussi claires en ce qui concerne l'évolution de l'économie durant le troisième trimestre en cours. La production industrielle a notamment enregistré une hausse en juillet de  $+0.6\%$  après deux mois de baisse. Une amélioration des conditions de livraison de semiconducteurs semble être à l'origine de la reprise de la production de véhicules ( $+6.6\%$ ). Le taux d'utilisation des capacités s'est aussi accru de  $80\%$  à  $80.3\%$  retouchant ainsi son plus haut niveau de la décennie. Contrastant avec cette dynamique, l'Empire State manufacturing survey du mois d'août montrait une image plus inquiétante pour le secteur industriel avec une forte baisse du sentiment et de l'évolution des commandes.

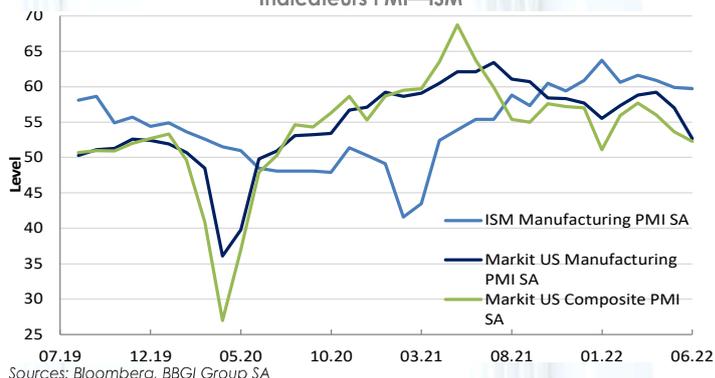
La contraction de l'économie au T2 ouvrait pourtant logiquement la voie à une anticipation de poursuite de la faiblesse conjoncturelle au T3. Le contexte inflationniste tendu réduisant le pouvoir d'achat des ménages et menaçant la consommation, principale composante du PIB américain, et la hausse des taux d'intérêt en fin de trimestre constituaient des facteurs négatifs. L'économie est certes en phase de ralentissement et devrait rester fragile au deuxième semestre, mais les données économiques ne ressemblent pas encore à celles que l'on observe en phase de récession durable. Un atterrissage en douceur de l'économie n'est encore pas exclu, en particulier si le marché du travail s'avère toujours autant dynamique au cours des prochains mois. L'évolution prochaine de l'inflation sera un facteur important pour conforter le scénario de ralentissement, mais de croissance positive du PIB sur l'ensemble de l'année.

Dans un contexte de fléchissement de l'inflation et de stabilisation des taux longs en dessous de  $3\%$ , nous estimons que l'économie américaine pourrait bien déjà enregistrer une nouvelle croissance positive de son PIB au 3ème trimestre de  $+1.5\%$  et de  $+1.4\%$  au dernier trimestre. L'indicateur avancé de la Fed d'Atlanta GDPNow qui avait pointé sur une récession au T2 avant la publication du chiffre officiel est maintenant à nouveau en territoire positif, suggérant une croissance du PIB au T3 de  $+1.8\%$ .

### Indicateurs avancés plutôt bien orientés

Les indicateurs avancés PMI restent encore sous le seuil de croissance en juin. Malgré une amélioration de l'indice des services de  $47$  à  $47.3$  et une stabilisation à  $52.2$  du PMI manufacturier, le PMI composite ne progresse que de  $47.5$  à  $47.7$ . L'indice ISM manufacturier de juin reste relativement solide à  $52.8$  (juin  $53$ ), mais c'est au niveau de l'ISM des services que la reprise semble plus forte. Le bond de  $55.3$  à  $56.7$  en juillet largement au-dessus des attentes ( $53.5$ ) renforce le scénario d'une reprise en cours dans un certain nombre de segment. L'activité a nettement augmenté avec la hausse de la demande de services en début d'été. La composante « nouvelles commandes » progresse de  $4.3$  points à  $59.9$ , tandis que l'amélioration dans le secteur « emploi » reste inférieure à  $50$  en zone de contraction. Le marché de l'emploi reste encore tendu et si certaines entreprises ont réduit ou gelé les emplois, elles ne sont pas prêtes à procéder à des licenciements.

Indicateurs PMI—ISM

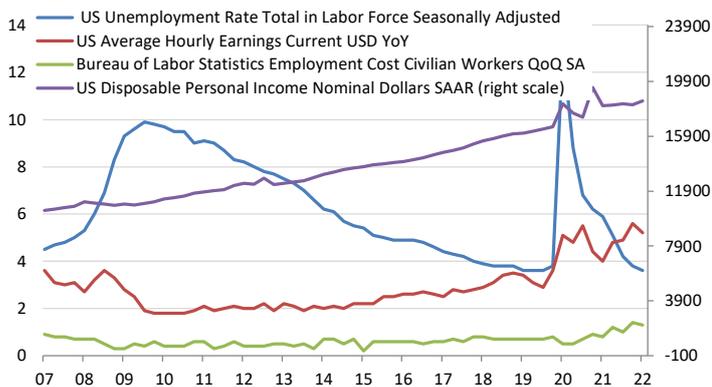


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### Hausse du crédit pour compenser la perte de pouvoir d'achat

La confiance des ménages n'est pas au beau fixe, mais on constate que le sentiment mesuré par l'Université du Michigan est en amélioration sous l'impulsion notamment des ménages de la classe moyenne-inférieure, pourtant la plus touchée par la hausse de l'inflation. Le marché du travail reste particulièrement bien orienté avec des créations d'emplois impressionnantes de  $+528'000$  en juillet, toujours près de  $11$  millions d'offres d'emplois et un taux de chômage qui baisse encore à  $3.5\%$ , retrouvant ainsi son niveau prévalant avant la crise du Covid en février 2020. Le salaire moyen progresse encore en juillet de  $+0.5\%$  et enregistre ainsi une avancée de  $+5.2\%$  sur un an. Malgré cette progression, le pouvoir d'achat des ménages s'est nettement contracté en raison d'une hausse de l'inflation de  $+8.5\%$  sur la même période. Dans cet environnement difficile, les consommateurs n'ont souvent pas eu d'autre choix que de fortement accroître leur niveau d'endettement. En juin, il atteignait un niveau historique mensuel correspondant à  $40$  milliards de nouveaux emprunts/crédits en dollars.

### Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



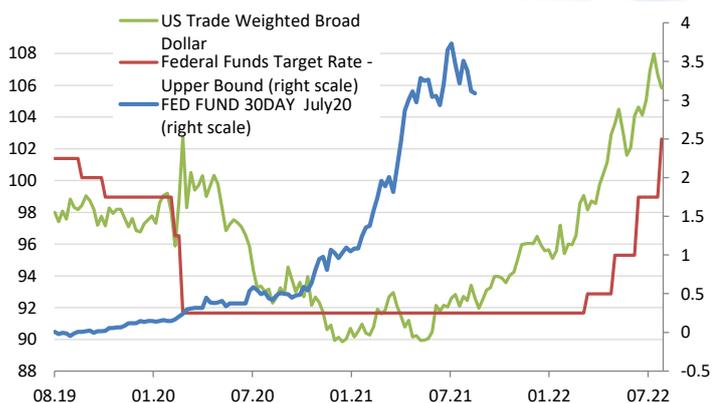
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les ménages ont ainsi eu recours plus fortement aux cartes de crédit, mais aussi aux prêts à la consommation de biens durables (véhicules) et prêts scolaires. Les consommateurs ont ainsi compensé par l'endettement la baisse de leur pouvoir d'achat provoquée par la hausse des prix. La croissance annualisée de l'endettement de +8.7% a ainsi permis à la consommation de s'avérer relativement résiliente jusqu'à présent, en hausse de +1.1% en juillet. La situation positive du marché du travail ne permet cependant pas aux ménages d'envisager l'avenir avec confiance en raison de la baisse du pouvoir d'achat consécutive à la hausse plus rapide des prix. La confiance des ménages est ainsi au plus bas depuis février 2021.

### La Réserve fédérale ne croit pas à une récession

La Réserve fédérale a abaissé sa prévision de croissance économique réelle à +1.7% pour 2022 et 2023. Elle a également ajusté ses nouvelles prévisions pour l'inflation à 4.3% et respectivement 2.7%. Le président de la Fed a indiqué vouloir abaisser à terme l'inflation à son niveau objectif de 2%, ce qui semble compliqué à réaliser dans un délai raisonnable sans monter les taux directeurs significativement et rapidement en prenant le risque de provoquer une récession plus intense et durable. Après avoir longtemps été convaincu du caractère temporaire de l'inflation, la Fed pourrait bien aujourd'hui s'avérer tout autant aveuglée par la conviction qu'elle doit agir énergiquement pour stopper la hausse des prix, quoi qu'il en coûte. Les taux directeurs ont ainsi subi en juillet leur quatrième hausse, portant les Fed funds à 2.5%. D'ici la fin de l'année, la banque centrale devrait encore procéder à de nouvelles hausses les relevant à 3.25% - 3.5%, avant un sommet probablement attendu en mars à 3.75%-4%.

### Fed funds, taux directeurs et USD (trade weighted)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le cycle de resserrement monétaire enclenché par la Fed semble relativement prévisible et ne sera certainement pas affecté par d'éventuelles bonnes nouvelles sur le front de l'inflation au cours des prochains mois. La progression des taux directeurs se poursuivra au rythme évoqué, car la Fed ne considère pas l'économie américaine en récession.

Malgré la récession technique mesurée par deux trimestre consécutifs de croissance négative, elle estime en effet que l'économie est résiliente et qu'elle repose sur un marché du travail particulièrement robuste, provoquant une hausse toujours solide du coût du travail (+10.8%). La hausse de 528'000 nouveaux emplois en juillet suggère en effet que l'économie reste forte, ce qui confortera la Fed dans la mise en œuvre sans détour de sa politique.

### La décélération de l'inflation est enfin enclenchée

L'été s'avère chaud sur le front des prévisions d'inflation et des résultats effectifs. Le mois de juin a été celui de la déception et des réactions intempestives des marchés financiers, alors que le chiffre publié de l'indice CPI pour le mois de mai (+8.6%) était à peine de trois dixièmes supérieur aux attentes (+8.3%) des prévisionnistes qui espéraient déjà un renversement de tendance, qui ne s'était donc pas concrétisé. Le mois de juillet voyait encore l'inflation progresser à +9.1%, soit à nouveau trois dixième de plus que les estimations (+8.8%), mais cette fois sans que cette surprise négative ne produise d'effet notable.

La publication du CPI pour le mois de juillet (0% sur un mois) aura enfin été celle qui permettait enfin d'espérer le renversement de tendance tant attendu grâce à un résultat en nette baisse à +8.5% sur un an, légèrement en dessous des attentes de +8.7%. L'inflation a ainsi peut-être finalement atteint son zénith en juin, grâce à un impact important de la baisse des prix de l'énergie et des services, ouvrant des perspectives de poursuite de la décélération des prix en août en raison de la baisse des prix de l'essence notamment. Sur le front des salaires, la hausse se maintient sans pouvoir compenser l'évolution des prix. Le pouvoir d'achat des ménages continue ainsi de se contracter. La dynamique inflationniste s'est aussi renversée sur les prix à la production, qui enregistrent leur première baisse de -0.5% sur un mois depuis avril 2020. Si cette tendance se confirme, elle permettra de réduire les pressions sur les prix à la consommation.

Nos prévisions pour l'évolution de l'inflation soutenaient une diminution des tensions et une décélération qui devait se mettre en place durant l'été. Ce début de modération des prix est donc en ligne avec nos estimations. Une poursuite de la tendance amorcée nous semble probable au cours des prochains mois. Les effets de base seront désormais favorables à un déclin graduel des prix.

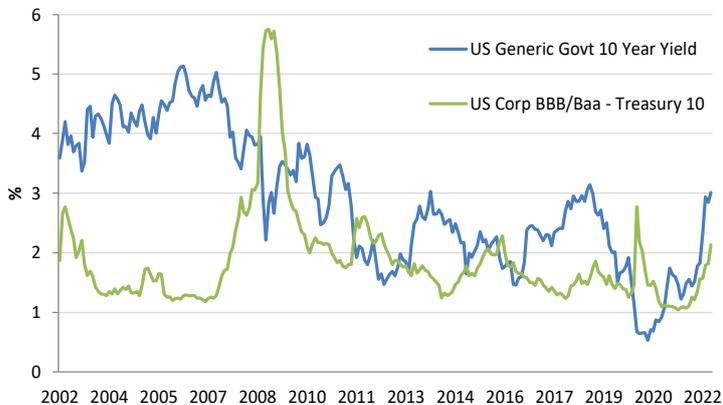
Cependant, même si le contexte s'améliore, nous estimons que la réorganisation en cours des réseaux de production et d'approvisionnement des matières premières liée à l'invasion russe en Ukraine et aux sanctions adoptées à l'encontre de la Russie devrait développer des effets inflationnistes encore longtemps et s'étendre au-delà de 2023. Ces tensions inflationnistes viendront renforcer les tendances 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.

## Les marchés de taux anticipent aussi un déclin de l'inflation

La publication de l'indicateur GDPNow de la Fed d'Atlanta surprenait en indiquant une chute brutale en quelques jours des estimations du PIB américain pour le 2ème trimestre de +0.72% le 28 juin à -2.07% le 1er juillet et s'avérait finalement plutôt juste puisque la publication trois semaines plus tard du PIB faisait état d'une contraction de -0.9% au T2. L'économie américaine était donc bien en récession, malgré des chiffres de l'emploi qui semblaient toujours constituer un facteur décisif dans l'appréciation de la Réserve fédérale de la santé économique du pays. Dans cet environnement, les marchés de taux semblaient déjà vouloir s'inquiéter plus désormais des craintes de récession que des risques inflationnistes pourtant considérés il n'y a que quelques jours comme la principale menace. La publication du CPI YOY de +8.6% le 10 juin avait en effet provoqué une hausse exceptionnelle des taux à dix ans du Trésor US de 2.98% à 3.49% en trois jours et poussé la Réserve fédérale à monter ses taux directeurs de 0.75%. La publication en juillet d'une inflation encore plus importante pour le mois de juin (+9.1%) ne développait aucun impact négatif, alors que la conviction grandissait que ce chiffre marquerait certainement le sommet de l'inflation en 2022. L'inflation publiée en août a confirmé cette appréciation.

Aujourd'hui, le retour des taux à dix ans en-dessous de 3% est le signe que l'inflation n'est plus autant à l'ordre du jour dans le contexte probable d'une économie mondiale déjà en très net déclin. Le « breakeven inflation rate » à 5 ans (USA) a poursuivi sa baisse, alors que les prix de l'énergie semblaient aussi entrés dans une phase d'ajustement aux conditions économiques moins robustes, laissant entrevoir une diminution des tensions inflationnistes prochainement.

Rendements du Trésor US et obligations BBB (Spread)



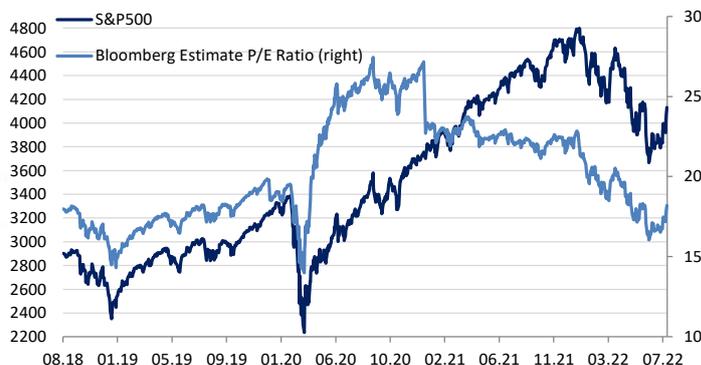
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les taux s'ajustent finalement à une réalité économique clairement plus faible comportant des risques inflationnistes en déclin. Les courbes de taux pourraient encore se déplacer un peu plus bas, notamment au-delà de cinq ans. Sur le plan international, les obligations américaines offrent toujours un avantage comparatif significatif. Les investisseurs européens, japonais et suisses peuvent désormais considérer les placements fixes en dollars avec plus d'intérêt et de confiance.

## Les actions profitent aussi de la baisse des rendements

Le sentiment « bearish » des investisseurs était encore très négatif comme le suggéraient les positions spéculatives nettes « short » sur le S&P500, à leur plus fort niveau des dix dernières années en début juillet. Ce positionnement déjà extrêmement prudent sur l'indice était similaire à celui observé en mars 2020 et se trouvait corroboré par des positions « short » massives sur les titres individuels. Le scénario « bearish » très largement consensuel n'a pas immédiatement été ajusté suite à la baisse des taux d'intérêt, ce qui constituait plutôt une opportunité de repositionnement après une consolidation historique des cours. La baisse des rendements obligataire est intervenue alors que les résultats des entreprises s'avéraient plutôt résistants au T2, en période de contraction de l'économie. Nous avons alors considéré qu'une fenêtre d'opportunité s'était ouverte en juin, celle-ci reste pour l'instant toujours favorable aux actions. Le rebond du mois de juillet devrait se poursuivre avec le déclin probable de l'inflation et des rendements. Les actions profitent de cette nouvelle situation de « risk on », en particulier les valeurs de la technologie et les sociétés de l'innovation présentant des profils de rentabilité très éloignée ou aux valorisations tendues. Nous maintenons notre avis favorable aux actions en recommandant une exposition surpondérée en sociétés américaines.

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 intégrité. 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