

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PERSPECTIVES POSITIVES POUR LES ACTIFS US EN 2023

Fléchissement du PIB au T1 2023. Dégradation des indicateurs avancés. Récession inéluctable au S2 2023 ? Ralentissement de la consommation. Inflation sous contrôle ? La fin du resserrement monétaire se profile. Affaiblissement du dollar. Opportunités dans les marchés de capitaux. Perspectives positives pour les actions.

Points clés



- PIB solide au T3 avant un fléchissement en fin d'année
- La récession est-elle inéluctable en 2023?
- Ralentissement et récession modérée au S2
- Les indicateurs avancés se dégradent encore
- Ralentissement inévitable de la consommation
- La fin du resserrement monétaire se profile
- L'inflation est enfin sous contrôle ?
- Opportunités dans les marchés des capitaux
- Affaiblissement programmé du dollar
- Perspectives positives en 2023 pour les actions

PIB solide au T3 avant un fléchissement en fin d'année

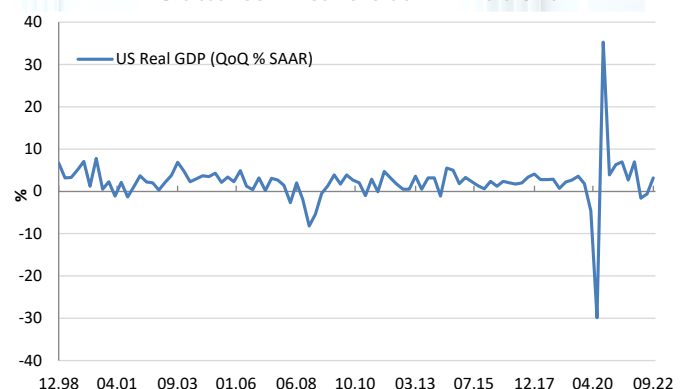
A quelques jours de la fin de l'année, l'économie US semble avoir connu une récession technique entre le T1 (-1.6%) et le T2 (-0.9%), mais elle pourrait bien terminer l'année sur un résultat global finalement très positif. La croissance réelle au T3 de +3.2% s'est avérée plus forte que prévue initialement (+2.9%) en raison essentiellement d'une meilleure tenue de la consommation et des dépenses d'investissement. Malgré l'évolution de l'inflation et les hausses de taux d'intérêt, la consommation personnelle s'est avérée résistante et en hausse de +2.3% grâce aux services. L'état du marché du travail restait solide au T3 en dépit d'un indice PCE (Personal Consumption Expenditures) en hausse de +4.7%. Cette évolution est pourtant relativement conforme avec nos prévisions d'une reprise assez nette de l'activité économique à la fin septembre qui devrait pourtant fléchir au dernier trimestre. Les perspectives de croissance du PIB au cours du T4 ont été révisées et suggèrent désormais une nouvelle progression pour l'économie américaine de l'ordre de +1%. Si cette prévision se confirme, les Etats-Unis pourraient finalement profiter d'une croissance de près de +2% sur l'ensemble de l'année 2022. Ce résultat suffira à contenter la Réserve fédérale qui estimait que la vigueur de l'économie lui

permettrait aisément de supporter le resserrement monétaire mis en œuvre par la banque centrale en 2022.

Si techniquement les Etats-Unis sont bien rentrés en récession au 1er semestre, le débat sur l'émergence ou non d'une récession en 2022 se bouclera sans doute par les experts sur une constatation différente.

Depuis le début du resserrement monétaire de mars 2022, les craintes d'un « hard landing » ont pratiquement tout le temps pesé comme une épée de Damoclès sur le sentiment des investisseurs. Pourtant, force est de constater à ce jour que ces risques sont encore loin d'être confortés par les statistiques économiques disponibles. L'atterrissage en douceur de l'économie, qui était notre scénario principal pour 2022 et le début 2023, semble pour l'instant s'imposer.

Croissance trimestrielle du PIB—Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La récession est-elle inévitable en 2023?

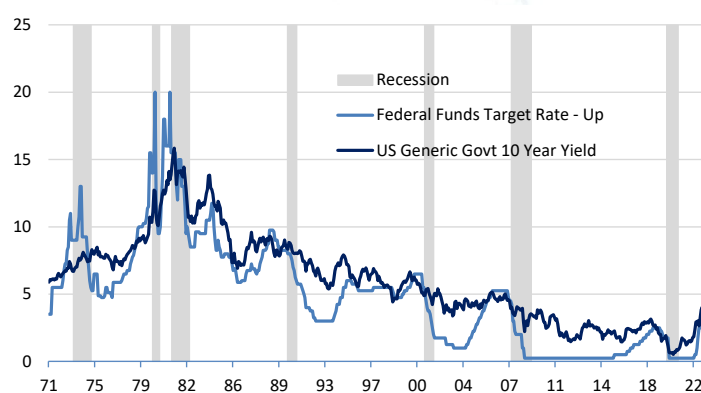
Le resserrement monétaire effectué par la Fed en 2022 a été l'un des plus rapides et les plus vigoureux de l'histoire. Une progression des taux directeurs aussi massive pourrait-elle ne pas avoir d'impact notable, même différé, sur l'économie?

Nous avons vu en 2022 que la hausse de l'inflation avait provoqué un ajustement massif des rendements obligataires et des « yield curves » en anticipation notamment d'un durcissement probable des politiques monétaires. Une remontée plus nette des rendements sur les parties courtes des courbes de taux ont assez rapidement provoqué des

inversions de courbes de rendement synonymes en général de futures récessions. Mais ce phénomène s'est surtout amplifié avec les hausses récentes de taux directeurs et les anticipations de prochains mouvements en début 2023 poussant les Fed funds à 5%. Une poursuite de la politique monétaire de la Fed jusqu'à 5% devrait alors inverser plus nettement ces courbes au 1er semestre 2023. Les estimations de risques de récession basées sur des modèles de courbes de rendement suggèrent désormais que ceux-ci sont très élevés pour la seconde partie de l'année.

La marge de manœuvre de la Réserve fédérale apparaît peut-être particulièrement faible, mais nous verrons plus loin que cette dernière ne sera peut-être plus autant dogmatique au cours des prochains mois qu'elle ne le fût en 2021 en refusant d'admettre le caractère durable de l'inflation. Les risques de « hard landing » ne peuvent être écartés, mais nous estimons qu'il subsiste un chemin permettant un atterrissage en douceur de l'économie qui est finalement le scénario le plus probable.

Récessions US, Taux longs et Fed funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Ralentissement et récession modérée au S2

La fin d'année devrait se terminer sur une phase de croissance ralentie de l'économie, marquée par des conditions de financement beaucoup plus difficiles qu'en début d'année. L'économie américaine semble effectivement toujours en croissance, soutenue par un marché de l'emploi encore très robuste et des hausses de salaires encore notables, malgré les effets négatifs des hausses de taux et d'une inflation persistante. Les ménages ont pour l'instant trouvé comment financer leur consommation en ayant recours plus que jamais à leur épargne et à leurs cartes de crédit. La hausse des coûts de financement à long terme du 1er semestre s'est poursuivie en deuxième partie d'année, mais à un rythme sensiblement inférieur. Le doublement des taux à dix ans du Trésor par exemple de 1.5% à 3% en six mois s'est ensuite amplifié en septembre et octobre pour retomber à 3.5% à la mi-décembre, à peine 50pb plus haut qu'à la fin juin. Les coûts de financement à court terme ont subi un mouvement plus dramatique à l'image du taux en dollars à 12 mois qui a bondi de 0.6% à 5.4% à ce jour.

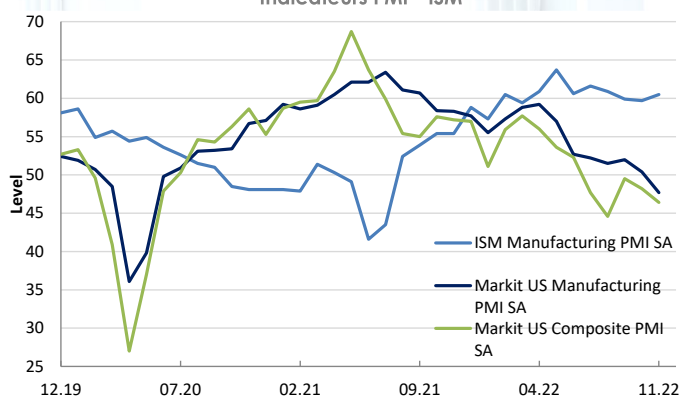
Nous doutons que le consommateur américain puisse faire longtemps face à un tel durcissement des conditions de financement avant d'ajuster sa consommation. La diminution du pouvoir d'achat est désormais actée et commence à mordre sur la confiance et sur les ventes de détail. La diminution de l'inflation mensuelle depuis le mois de juillet et le nouveau régime d'inflation qui s'est depuis mis en place peuvent être les facteurs déterminant dans l'évolution prochaine des probabilités de récession en 2023. Nous estimons que la Réserve

fédérale détient la clé des développements futurs et qu'il ne lui sera peut-être pas si difficile d'assouplir progressivement sa politique si les conditions le lui permettent. Nous avons déjà annoncé qu'elle procéderait déjà à une diminution de l'amplitude de ses hausses de taux directeurs dès le mois de décembre, ce qu'elle a déjà consenti à faire. Les séquences mensuelles d'inflation continueront en décembre et dans les mois suivants à décliner offrant les justifications indispensables à la banque centrale pour tempérer son action. En décidant de réduire ses prochaines hausses de 0.5% à 0.25%, elle pourrait se donner du temps et éviter le risque de « hard landing ».

Les indicateurs avancés se dégradent encore

L'indicateur US Empire State Manufacturing reste faible et replonge en décembre de 4.5 à -11.2, une situation similaire à celle de l'indicateur Philadelphia Fed Manufacturing (-13.8) tous les deux très en-dessous de leurs moyennes à long terme. Les perspectives à six mois se sont toutefois légèrement améliorées suggérant peut-être un affaiblissement modéré. Les indices PMI manufacturier (46.2) au plus bas depuis juin 2020, des services (44.4) et composite (44.6) glissent encore un peu plus en dessous du seuil de croissance. Les indices ISM de services semblent plus résistants (56.5) et se reprennent notamment dans le segment logistique qui semble moins souffrir de goulots d'étranglement. Le marché du travail commence aussi à montrer des signes d'essoufflement, mais les nouvelles demandes d'indemnités de chômage restent dans leur moyenne de l'année 2022, proches de 220'000 et les créations d'emploi se stabilisent autour de 260'000 ce qui représente tout de même le plus bas niveau depuis février 2021.

Indicateurs PMI—ISM

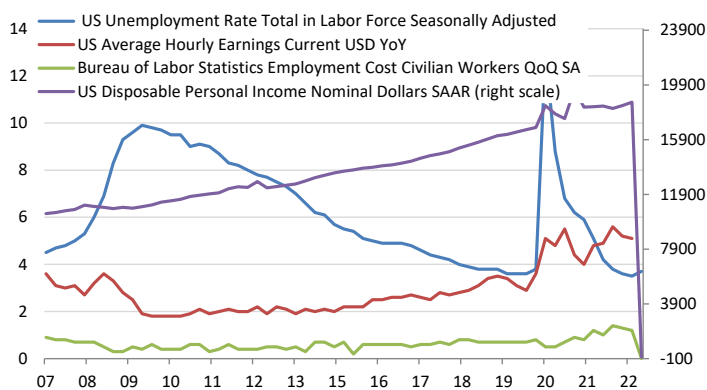


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Ralentissement inévitable de la consommation

La confiance des ménages n'est pas au beau fixe, mais on constate que le sentiment mesuré par le Conference Board et par l'Université du Michigan ne s'est pas dégradé et s'améliore même depuis juillet dans les deux cas. Le marché du travail ne sera pas de grand secours selon nous pour soutenir une nouvelle amélioration du sentiment. Le salaire hebdomadaire moyen enregistre une faible progression mensuelle et une hausse de +5.1% sur un an. Cette progression reste inférieure à celle du CPI, le pouvoir d'achat des ménages est affaibli et ceux-ci ont toujours recours à leurs cartes de crédit pour maintenir leur niveau de consommation. Globalement la hausse des emprunts des ménages a été de 27.1 milliards de USD en octobre. Dans cet environnement difficile, les consommateurs n'ont souvent pas eu d'autre choix que de puiser dans leur épargne et d'accroître leur niveau d'endettement en ayant notamment recours plus que d'habitude à leurs cartes de crédits.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



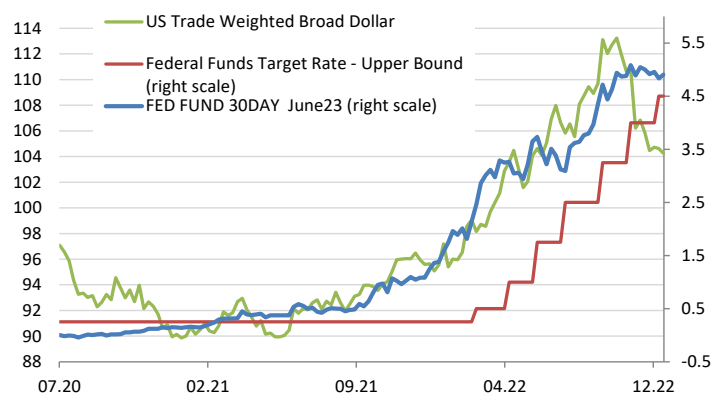
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le crédit renouvelable incluant les cartes de crédit a augmenté de 10.1 milliards. Le recours au crédit augmente donc sensiblement et devient une nécessité pour certains ménages, pour maintenir leur niveau de consommation. Malgré cela, les ventes de détail ont enregistré une nouvelle baisse en novembre de -0.6%, démontrant s'il le fallait encore les difficultés rencontrées par les ménages en cette fin d'année. Cette tendance représente une menace très claire à terme sur la capacité des ménages à consommer au même rythme, ce qui aura nécessairement un impact sur le PIB dans les premiers mois de 2023.

La fin du resserrement monétaire se profile

Jusqu'en décembre, la Fed a clairement voulu montrer une détermination sans faille dans sa lutte contre l'inflation. Elle continuera certainement à clamer sa détermination pendant plusieurs mois encore. Cependant, sa décision de ne remonter ses taux directeurs que de 0.5% le 13 décembre est déjà une manière d'annoncer un changement de cap. Si en septembre le risque était clairement de voir la Fed poursuivre trop longtemps sa politique de resserrement monétaire agressive aux risques de provoquer un « hard landing », nous estimons que cette décision est déjà un signe de plus grande lucidité et de gestion des équilibres entre croissance et inflation. La Fed était en quête de crédibilité, elle est peut-être désormais en passe de la reconquérir à force de marteler le même discours de responsabilité et de détermination, mais surtout grâce à l'apparition d'un nouveau régime d'inflation clairement moins sévère et qui permettra bientôt à la banque centrale de crier victoire dans sa lutte contre la spirale inflationniste.

Fed funds, taux directeurs et USD (trade weighted)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Malgré le fait qu'elle répète inlassablement qu'elle pourrait monter ses taux plus haut encore qu'initialement envisagé, les marchés sont désormais en train de se convaincre que les Fed funds ne dépasseront pas le seuil de 4.9% en juin 2023. La fourchette haute actuelle des taux de la Fed étant de 4.5%, cela ne laisse que deux hausses de 0.25% à attendre au cours du 1er semestre 2023 en février et en avril. Soulignons une nouvelle fois que depuis les années 1920, il existe plusieurs exemples de durcissement de politique de la Fed qui ont eu des conséquences systémiques importantes. Le risque aujourd'hui est de croire que l'inflation sera persistante. Mais historiquement, on observe que les périodes d'inflation se sont corrigées en moyenne un peu plus d'un an après leur pic en retombant assez rapidement à environ 2%. Une récession est en général intervenue dans les six mois suivant le sommet de l'inflation et finalement, le point bas de l'inflation après une période de récession était en moyenne de 0.1%. Dans une économie fortement endettée comme les Etats-Unis aujourd'hui, la hausse des taux directeurs et de l'ensemble des taux d'intérêt provoque une destruction de la demande rapide en lien avec la hausse du service de la dette qui vient s'ajouter aux effets de l'inflation sur la chute du pouvoir d'achat. Une proportion plus importante des revenus des ménages et des entreprises doit être dédiée au service de la dette et laisse donc un revenu disponible plus faible. La Fed nous semble consciente de ces risques et devrait prochainement envisager un status quo si nos anticipations se confirment et que l'inflation suit désormais déjà un rythme qui lui permettra de s'approcher de 3.5% d'ici l'été 2023.

L'inflation est enfin sous contrôle ?

En 2022, les prix de l'énergie ont représenté la variable la plus fluctuante, influençant nettement le CPI à la hausse en mars (+1.21%) et en juin (+1.32%), puis à la baisse en juillet (-0.02%) et août (+0.12%). En 2021, la variable essentielle expliquant les fluctuations de l'indice CPI n'était pas l'énergie, mais la composante « biens de consommation » (ex alimentation & énergie), en hausse de +0.88% en juin 2021. Depuis le top du CPI en juin, toutes les composantes du CPI y compris cette dernière ont enregistré des contributions réduites, participant dès lors ensemble à la diminution de l'inflation. Le segment des services semble le plus résistant à la tendance générale, car il représente désormais l'essentiel de l'inflation depuis plusieurs mois. En novembre, le CPI de 0.1% était dû à une hausse de +0.25% des services, de +0.07% de l'alimentation, d'une baisse de -0.13% de l'énergie et de -0.11% des biens de consommation. La dernière composante en hausse de +0.25% est en fait en déclin depuis trois mois. Relevons encore que le nouveau régime d'inflation initié en juillet montre une progression moyenne d'à peine +0.2%/mois, soit à peine +1% au cours des cinq derniers mois. A ce rythme, l'inflation en juin 2023 pourrait être descendue à +2.4% sur douze mois. Les effets d'un prochain ralentissement conjoncturel sur l'inflation pourraient contribuer à cette tendance déjà observable.

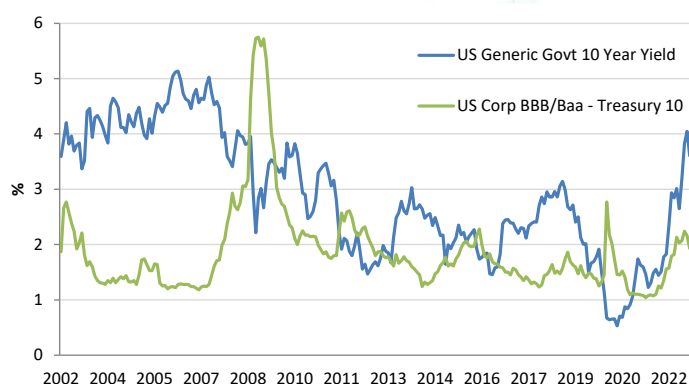
Opportunités dans les marchés des capitaux

Les rendements obligataires aux Etats-Unis se sont assez logiquement ajustés aux anticipations de remontée graduelle des taux directeurs de la Fed vers le niveau attendu le plus probablement à 5% en fin de 2ème trimestre 2023. La progression plus rapide de la partie courte des courbes de rendements a provoqué une inversion des pentes. Aux niveaux actuels, nous estimons que les anticipations dans les marchés de capitaux intègrent en grande partie les prochaines hausses de taux directeurs prévues. Les rendements obligataires en dollars ont cependant encore une anticipation négative en matière d'inflation et ne projettent pas du tout le changement

déjà visible sur le régime d'inflation. Alors que la prévision du PCE de la Fed pour l'ensemble de 2023 est de +3.5%, les attentes d'inflation à un an sont de +4.4% dans le sondage de l'Université du Michigan. Si le régime actuel d'inflation se maintient au cours des prochains mois, des révisions à la baisse accompagneront une correction très sensible des rendements obligataires qui seront logiquement jugés excessifs dans un contexte d'inflation désormais stabilisée.

Nous estimons que la probabilité d'une relance de l'inflation au 1er semestre 2023 est largement inférieure à celle de la persistance du nouveau régime qui s'est mis en place. Les perspectives pour les marchés obligataires nous semblent positives et soutenues par la réalisation progressive que les anticipations d'inflation contenues dans les rendements du marché sont trop élevées. En juin 2023, lorsque l'inflation aura atteint un rythme annuel de +2.5% (régime actuel) à +3.75% (50% plus élevé que le régime actuel), les taux directeurs sembleront certainement trop élevés avec un rendement réel de 2.5% à 1.25%, surtout si l'on se trouve à ce moment en période probable de ralentissement conjoncturel.

Rendements du Trésor US et obligations BBB (Spread)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Affaiblissement programmé du dollar

Sur le plan monétaire, le dollar aura été le grand gagnant de cette vague de hausses de taux d'intérêt. La progression de +19.5% du taux de change « trade weighted » témoigne de sa vigueur observée contre un ensemble de devises. Le cash en dollars aura largement profité de cette situation en s'imposant comme l'une des très rares solutions d'investissement. Néanmoins si un nouveau régime d'inflation finit par se concrétiser plus nettement dans les prochains mois laissant entrevoir une diminution des tensions, il est selon nous probable de voir également une dynamique différente se matérialiser

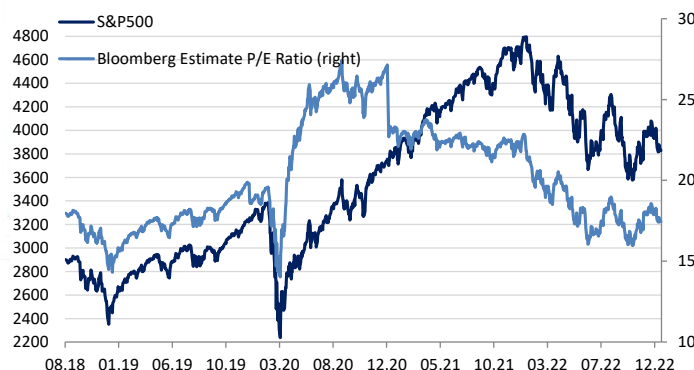
dans les marchés de taux. Un abaissement des courbes de rendements en lien également avec la progression des risques de ralentissement plus nets de l'activité économique et la hausse des achats obligataires d'investisseurs, aura un impact négatif sur le dollar. Cette tendance sera soutenue par un changement de dynamique de hausse des taux directeurs, notamment entre le dollar et l'euro. L'intérêt pour les actifs américains restera certainement suffisant pour freiner une tendance à l'effritement du dollar qui devrait progressivement se trouver en perte de vitesse.

Perspectives positives en 2023 pour les actions

La fin d'année 2022 s'est terminée sur un déclin des indices en décembre après deux mois de reprise boursière attendue. Il est probable que la situation très spéciale de l'année 2022 ait motivé en décembre l'une des plus importantes activités d'optimisation fiscale des investisseurs privés jamais réalisée. Des ventes historiques ont en effet été identifiées, suggérant une activité extraordinaire en période de volumes boursiers réduits qui pourrait bien préparer le terrain pour un début d'année 2023 plus positif.

Les actions américaines ne bénéficient pourtant pas de valorisations séduisantes, elles restent en effet parmi les plus élevées des marchés développés. Mais la dynamique de taux d'intérêt qui a tant pénalisé le marché US est selon nous sur le point de changer. L'inflation et les taux devraient perdre en 2023 leur influence négative sur les marchés. Nous estimons que la croissance attendue des profits pour le S&P500 d'à peine +4.6% pour 2023 est particulièrement conservatrice à moins d'envisager un scénario conjoncturel de récession plus profonde que nous ne l'envisageons. Malgré un PE de 16 à 17x, les actions américaines nous semblent donc attrayantes.

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: +41 22 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch