

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé &amp; CIO



## LE SCENARIO « BEARISH » EST A REVOIR

Les prix de l'énergie et des matières premières déclinent enfin. L'inflation a peut-être atteint son sommet. Les risques de récession surpassent les craintes de l'inflation. Le scénario « bearish » est largement escompté. Rebond probable des marchés au T3.

### Points clés



- Les risques de récession s'intensifient
- La consommation et la production s'ajustent
- L'inflation perdure mais déclinera au second semestre
- La chute récente des matières premières réduit les pressions inflationnistes
- Les banques centrales sont contraintes à faire de la dentelle en pilotant au plus juste la hausse des taux
- Le pire est peut-être passé dans les marchés de capitaux à court terme
- Une fenêtre d'opportunités prête à s'ouvrir dans les marchés financiers
- Le scénario « bearish » est déjà largement partagé

### Les risques de récession s'intensifient

Les risques de récession s'intensifient sans aucun doute en raison essentiellement de la perte de confiance des ménages et de leurs difficultés croissantes à maintenir leur niveau de consommation dans le contexte particulièrement pénalisant de la hausse des prix de l'énergie, des transports et de l'alimentation des derniers mois. Le pouvoir d'achat des ménages américains et européens a déjà fortement été impacté par l'explosion des coûts de plusieurs postes importants de leur consommation. Aux Etats-Unis la hausse des salaires nominaux est notable, mais elle ne compense que très partiellement l'inflation et les ménages ne disposent plus de réserves d'épargne largement utilisées depuis 2020 pour y faire face. La baisse attendue de la consommation des ménages est probable et aura des conséquences également sur l'investissement et la production. Les indicateurs avancés faiblissent déjà depuis plusieurs mois tant dans le secteur industriel que dans les services reflétant logiquement cette évolution probable. La hausse des coûts de financement, d'ailleurs moins liée à la hausse des taux directeurs qu'à l'ajustement brutal des courbes de rendements, affecte négativement tous les agents économiques. L'ajustement majeur des taux hypothécaires

(30 ans) de 2.8% à 5%, désormais au plus haut de la décennie, ne sera pas sans effet sur la capacité des ménages à acquérir de l'immobilier, d'autant que le niveau des prix se situent encore proche de leurs plus hauts.

La Réserve fédérale se veut rassurante en indiquant que l'économie américaine est suffisamment dynamique pour supporter les hausses de taux directeurs que l'institution s'apprête à mettre en œuvre pour lutter contre l'inflation. Mais l'économie américaine, comme les autres, réagit déjà à la hausse des chocs inflationnistes liés à des facteurs externes en ajustant la consommation et la production sans attendre que les banques centrales n'agissent pour tenter d'empêcher des dérapages futurs des prix.

Les marchés sont donc déjà conscients de ce nouveau paradigme en place et s'ajustent rapidement. Dès lors, la vraie question réside à nouveau dans le bien-fondé de l'action restrictive de la Fed. Celle-ci pourrait être excessive et renforcer les mécanismes d'ajustement déjà à l'œuvre au risque d'accroître fortement les probabilités de récession. Les surprises économiques ont plutôt été négatives depuis plusieurs mois comme le relève l'indice Citigroup en très net déclin depuis le mois de mai. La publication de l'indicateur GDPNow de la Fed d'Atlanta a aussi surpris en indiquant une chute brutale en quelques jours des estimations du PIB américain pour le T2 de +0.72% le 28 juin à -2.07% le 1er juillet. L'économie américaine serait donc déjà entrée en récession au 30 juin selon cet indicateur, bouleversant dès lors les anticipations actuelles d'une croissance de +0.9% et d'un risque de récession plus tard dans l'année.

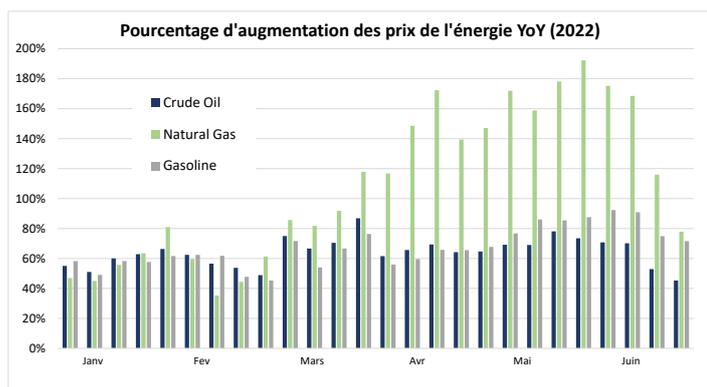


Source: Bloomberg, BBGI Group SA

## L'inflation perdue mais déclinera au second semestre

Nos perspectives pessimistes pour l'évolution de l'inflation se sont assez largement concrétisées au cours du dernier trimestre. Les hausses attendues des indices de prix à la consommation ont dépassé +10% dans certains pays, alors que les prix à la production montraient souvent des évolutions encore bien plus spectaculaires. Nous anticipons déjà une poussée de l'inflation suite à la relance économique mondiale post-Covid liée à la réorganisation des sources d'approvisionnement de produits et matières premières. L'invasion de l'Ukraine n'a fait que renforcer les tensions existantes en déstabilisant encore plus les réseaux d'approvisionnement et en provoquant un choc majeur dans le marché de l'énergie.

Les premiers effets de ces déstabilisations se sont fait sentir sur les cours du gaz, du pétrole et de la plupart des matières premières, provoquant le choc d'inflation qui secoue l'ensemble du monde depuis. Une forme de réalisme politique et économique a accompagné le discours pourtant beaucoup plus ferme des gouvernements occidentaux prêts à sanctionner la Russie et à soutenir l'Ukraine, sans pour autant pousser le curseur politique au point de décider de se passer immédiatement du gaz russe. Il est clair que le remplacement de l'énergie russe par d'autres fournisseurs et d'autres moyens de production d'électricité sera évidemment difficile à mettre en œuvre, mais cette réorganisation de l'approvisionnement énergétique est certainement inéluctable et aura surtout un coût durable.

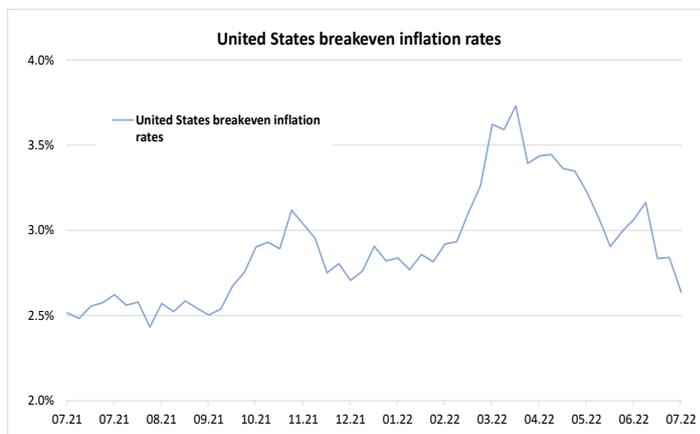


Source: Bloomberg, BBGI Group SA

L'économie mondiale devra s'ajuster à une hausse des cours des matières premières qui sera soutenue par une compétition accrue entre Etats et entreprises pour sécuriser les sources d'approvisionnement indispensables. Désormais le rôle de l'OPEP semble essentiel, mais tout de même insuffisant, pour permettre une normalisation du marché de l'énergie.

A court terme, nous estimons toutefois que la tendance des prix de l'énergie et des matières premières pourrait s'infléchir temporairement et se stabiliser sur les niveaux bas des derniers mois. Une baisse des cours du pétrole et du gaz aurait ainsi un impact favorable sur les coûts de production et favoriserait la consommation. Le déclin déjà observé sur les prix de certains produits agricoles devrait aussi contribuer à diminuer les pressions inflationnistes.

Les chiffres d'inflation pourraient dès lors profiter à la fois d'une baisse des cours dans les prochains mois et d'un effet de base favorable permettant enfin d'enregistrer la décélération attendue des indices de prix. Les attentes d'inflation sont effectivement en baisse déjà depuis plusieurs semaines suggérant aussi que le pic d'inflation a probablement déjà été atteint.



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

## Les banques centrales sont contraintes à faire de la dentelle

Les banquiers centraux avaient perdu leur crédibilité avant même l'éclatement de la crise géopolitique en février. Considérés déjà en retard dans la lutte contre l'inflation, la persistance de celle-ci à l'échelon mondial a confirmé leur manque de réalisme et d'anticipation. Elles se sont rendu compte tardivement que les frictions dans les chaînes d'approvisionnement induites par la remise en route de l'économie mondiale après la pandémie ne seraient pas temporaires.

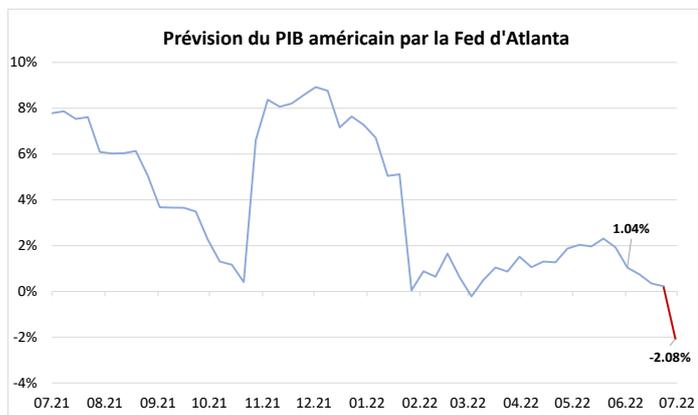
Nous évoquons déjà à ce moment que le nouveau défi majeur qui les attendait en 2022 serait de tenter de normaliser leurs politiques monétaires, après avoir injecté plusieurs trillions de dollars de liquidités, sans risquer de faire dérailler la croissance en marche.

Elles se sont engagées tardivement dans le processus de resserrement monétaire, alors que l'inflation semblait totalement dérapé et leur échapper. Le dernier épisode de panique s'est matérialisé le 15 juin lorsque la Fed s'est sentie obligée par les marchés financiers à monter ses taux directeurs de 0.75% alors que le CPI avançait encore à +8.6%.

Nous évoquons il y a quelques mois déjà que le nouveau dilemme post-Covid, dans un nouvel ordre mondial perturbé par la redistribution des cartes énergétiques, consistera pour les banques centrales à tenter de ne plus paraître impuissantes en essayant de contrôler l'évolution de l'inflation sans pousser l'économie mondiale en récession.

Les indicateurs avancés se sont approchés du seuil de croissance en restant au-dessus du seuil de 50, mais la composante nouvelles commandes de l'ISM a glissé en juin à 49.2. Aujourd'hui, il semble bien qu'en passant d'une posture à l'autre les banques centrales risquent de provoquer un « hard landing » qu'elles pourraient ensuite avoir du mal à relancer.

Aux Etats-Unis, le discours actuel de la Fed ne semble pas prendre en considération le ralentissement probable en cours de l'économie. Alors qu'elle vient tout juste de renforcer son durcissement monétaire en activant les trois vecteurs de sa politique et en annonçant que l'économie était suffisamment solide pour supporter ces tours de vis, la Réserve fédérale se retrouve face à une prévision complètement opposée de la Fed d'Atlanta qui suggère que l'économie pourrait bien déjà être en récession à la fin juin.



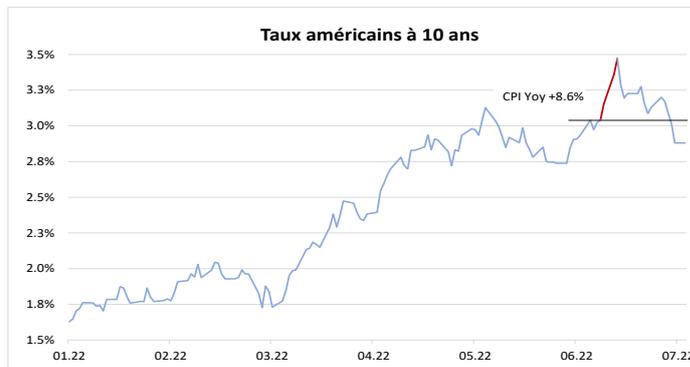
Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Elles cherchent à retrouver une crédibilité en agissant de la seule manière en leur pouvoir, mais ce faisant elles risquent de toute façon de n'avoir aucun impact sur le facteur qui pousse l'inflation à la hausse et courent au contraire le risque de précipiter l'économie en récession. Elles sont en fait contraintes à faire de la dentelle, en tentant de rassurer les marchés sur leur pilotage effectif en finesse des risques. Il n'est de loin pas certain que la Fed soit en mesure d'éviter un « hard landing » si elle persiste dans l'idée de devoir durcir ses conditions monétaires sans prendre en considération l'état actuel de l'économie probablement plus faible qu'elle ne semble le voir. Elle pourrait cependant avoir l'opportunité d'ajuster sa stratégie si l'inflation montre enfin prochainement des signes de fléchissement.

### Le pire est peut-être passé dans les marchés de capitaux

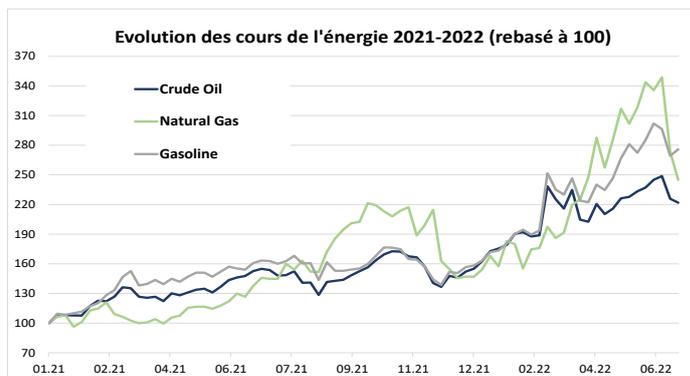
Depuis plusieurs trimestres nous avons annoncé qu'un changement de paradigme majeur aurait lieu dans les marchés de capitaux lorsque les banques centrales décideraient enfin de normaliser leurs politiques monétaires. Cette prévision s'est concrétisée au-delà même de nos attentes au T2 dans le prolongement de l'ajustement déjà observé au T1 qui a vu les marchés obligataires chuter encore au T2 pour une perte globale de -14% au cours du semestre. La relance de la tendance haussière des taux aux Etats-Unis au T1 s'était déjà développée avec la progression de l'inflation avant le 15 février et s'était affirmée ensuite lorsque les conséquences de l'invasion de l'Ukraine sur les cours du pétrole et du gaz laissaient craindre une nouvelle poussée de l'inflation. La flambée des cours de l'énergie avait ainsi rapidement embrasé les marchés de capitaux et les courbes de rendement dans pratiquement toutes les devises. Après un premier choc d'ajustement des rendements d'environ 50 pbb sur les courbes de taux, le mois de mars voyait logiquement un nouvel ajustement se mettre en place pour prendre en considération l'évolution des cours et les prochains effets sur les diverses mesures d'inflation nationales. Le T2 est resté très incertain dans les marchés de capitaux, influencés essentiellement par les statistiques d'inflation et les cours du pétrole. Une relative accalmie en avril, marquée par la stabilisation des cours du brut autour de 105\$ après avoir atteint un pic de 130\$ à la mi-mars, ne permettait toutefois pas encore aux rendements de se détendre. La poussée est restée forte jusqu'en mai lorsque le niveau de 3% a finalement été atteint sur les taux à 10 ans du Trésor américain. L'aplatissement des courbes de rendement laissait aussi entrevoir les risques d'une prochaine inversion des courbes annonciatrice potentielle d'une future récession. Ces ajustements observés dans la plupart des marchés ont pris les économistes et les banques centrales à contre-pied.

La réaction des investisseurs à la hausse de l'inflation, à l'exigence d'une protection du rendement réel et à ce qui était perçu comme une perte de contrôle des banques centrales, a d'abord logiquement été un ajustement rapide des rendements nominaux. Désormais en phase de réduction de leurs bilans, les banques centrales ne contribuent plus de la même manière à l'équilibre des marchés obligataires qui s'ajustent librement et sans biais. Dans ce contexte de marchés beaucoup plus vulnérables et volatiles, la surprise d'une inflation pour le mois de mai en hausse de +8.6% a été le nouveau déclencheur d'une panique ayant provoqué une nouvelle hausse quasi immédiate de 50 points de base de la courbe des taux US et de diverses autres devises.



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Cet ajustement historique par son ampleur et sa rapidité s'est pourtant vite corrigé. Les rendements ont chuté plus lourdement et aussi vite qu'ils avaient progressé avec le retour au premier plan de la menace de récession qui s'est affirmée dès lors comme la première source d'inquiétude. Avec la correction de près de -8% des cours du brut, de -33% du gaz US et une baisse générale de -11% des produits agricoles, les perspectives d'inflation pour les prochaines semaines semblent moins effrayantes.



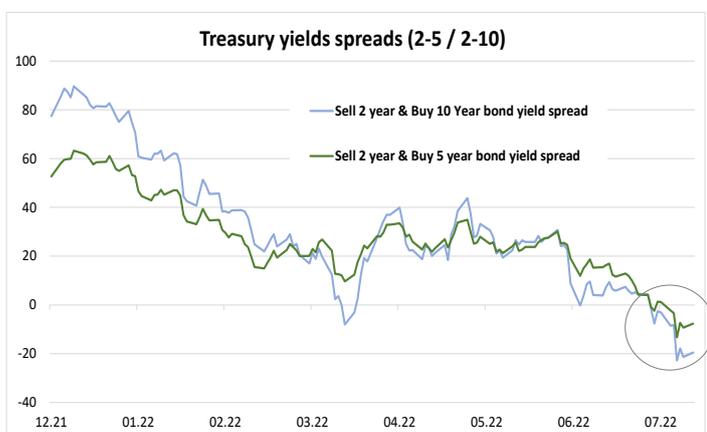
Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Le ralentissement économique qui s'est profilé ces dernières semaines devrait également abaisser les pressions exercées par la demande. Un ralentissement de celle-ci devrait aussi permettre de lever quelques pressions sur le niveau de l'offre et réduire les tensions dans les chaînes de valeurs. Les marchés des capitaux ont largement réagi aux risques de dérapage de l'inflation, ils s'ajustent maintenant à la diminution de ces risques et à celui croissant d'un ralentissement économique, voire d'une récession. Nous estimons qu'une période transitoire pourrait s'installer avant l'automne de relative accalmie pour les marchés obligataires. Une détente relative mais certainement temporaire pourrait ainsi se profiler pendant l'été, favorable à une diminution des primes de risques dans les segments « investment grade » ou « high yield », et offrant des opportunités de repositionnement à court terme.

## Une fenêtre d'opportunités prête à s'ouvrir dans les marchés financiers

Les craintes d'un dérapage incontrôlé de l'inflation n'étaient de loin pas sans fondement au T2. Elles ont poussé les marchés de taux à s'engager dans une phase de réajustement des anticipations et des exigences de rendement conforme aux risques sérieux posés par la tendance inflationniste en cours. Les statistiques économiques pointent cependant de plus en plus vers un ralentissement notable de l'activité qui contribuera à limiter un peu les pressions inflationnistes craintes jusqu'alors. Les risques de récession ont pris le dessus, mais la peur de l'inflation reste tenace et devra être écartée par des statistiques pointant nettement vers une stabilisation et une décélération de celle-ci.

L'inversion récente de la « yield curve » témoigne aussi de ce risque aux Etats-Unis qui se profile, alors que le dernier chiffre d'inflation publié pour le mois de juin constitue une nouvelle surprise. Elle dépasse à nouveau les attentes avec une progression de +9.1% (consensus +8.8%), mais la véritable surprise se cache peut-être derrière l'absence notable de réaction des marchés financiers à cette nouvelle.



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Nous estimons que les prochains mois devraient justement permettre de constater cette diminution des tensions inflationnistes et du pic atteint en juin probablement.

Dès lors, une première fenêtre d'opportunités devrait tout d'abord s'ouvrir dans les marchés obligataires qui bénéficieront de la correction des anticipations inflationnistes. Une baisse globale des tensions sur les marchés de taux devrait aussi être positive pour les autres classes d'actifs et pour celles particulièrement liées au niveau des taux. Une fenêtre d'opportunités semble ainsi prête à s'ouvrir dans les marchés financiers après un des pires premiers semestres de l'histoire qui

a vu pratiquement toutes les classes d'actifs et les secteurs enregistrer des pertes importantes. Une reprise des marchés boursiers au cours du T3 nous semble dès lors probable si la baisse de l'inflation se confirme sans qu'elle ne soit accompagnée de signes inquiétants de récession.

A l'exception d'une première réaction négative immédiate à l'annonce de l'inflation de juin, mais de courte durée, les marchés actions ont plutôt débuté une phase de reprise ensuite, consolidée par des ventes au détail positives en juin, une baisse des prix importés (-0.4%) sur le mois et une baisse de l'inflation anticipée de 3.1% à 2.8%. L'inversion de la courbe de taux US est ainsi restée sans réaction, l'écart entre les taux à 2 et 10 ans s'est maintenu à 21pdb. Depuis deux mois, les indices actions ont été particulièrement fébriles et volatiles, dans une tendance pourtant plutôt horizontale, malgré une forte fluctuation des taux d'intérêt, qui s'affichent pour l'instant aussi stables par rapport à leurs niveaux de fin avril, mai et juin à environ 3% sur les obligations du Trésor US à dix ans. Le sentiment « bearish » des investisseurs est pourtant toujours très négatif comme le suggèrent les positions spéculatives nettes « short » sur le S&P500, à leur plus fort niveau des dix dernières années. Ce positionnement déjà extrêmement prudent sur l'indice est similaire à celui observé en mars 2020 et se trouve corroboré par des positions « short » massives sur les titres individuels. Le scénario « bearish » est donc largement consensuel et largement reflété dans les marchés. Une hausse des marchés actions se profile donc certainement, mais manque encore de catalyseur. Des rachats d'actions par les entreprises évalués à 300 mrd \$ pour le trimestre pourraient être un élément déclencheur permettant un renversement du sentiment indispensable pour provoquer un réinvestissement des liquidités générées au cours des précédents mois.



Source: 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