

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO

# LA RESERVE FEDERALE PEUT ÉVITER UN « HARD LANDING »

Croissance temporaire du PIB au T3. Les indicateurs avancés pointent vers un ralentissement. La consommation est en danger. Nouveau régime d'inflation. La Fed doit ajuster son action. Le dollar en perte de vitesse. Un mode « risk on » se met en place.



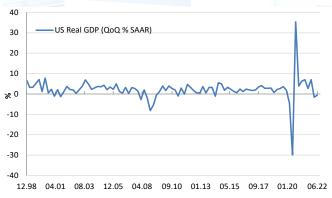
- Sortie temporaire de récession envisagée au T3
- « Hard landing » toujours possible aux Etats-Unis
- Les indicateurs avancés replongent
- Les consommateurs puisent dans leurs réserves
- La Fed peut éviter un « hard landing » et une déflation
- L'inflation tarde à montrer des signes encourageants
- Le pire est certainement passé dans le marché des taux
- Le dollar bientôt en perte de vitesse ?
- Un mode « risk on » se met timidement en place

#### Sortie temporaire de récession envisagée au T3

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. Cependant, les prévisions actuelles pour le T3 favorisent une reprise assez nette de l'activité économique estimée en moyenne à +2% de hausse du PIB à la fin septembre. Si les risques de récession sont manifestement assez largement évoqués par les prévisionnistes, ils semblent plutôt repoussés à 2023. La reprise temporaire sans doute de l'activité économique a été prise en compte par les investisseurs, qui après avoir relâché un peu leur attention se sont ravisés et ont rapidement remonté leurs anticipations pour les rendements obligataires désormais au plus haut. Les récentes statistiques économiques ne sont pourtant pas aussi claires en ce qui concerne l'évolution de l'économie durant le troisième trimestre qui s'est achevé. L'absence de croissance des ventes de détail de septembre (0%) montrent que le consommateur US est finalement touché par l'inflation et la baisse de son pouvoir d'achat. Le PMI manufacturier résiste (52), mais celui des services (49.3) et l'indice global (49.5) sont tous deux en dessous du seuil de croissance de 50. Le marché de l'emploi semble toujours solide du point de vue

de la Réserve fédérale, mais les demandes d'allocations chômages progressent en même temps que chute le total des annonces d'offres d'emplois des entreprises. 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 constituaient des facteurs négatifs. Mais si l'économie est certes en phase de ralentissement et devrait rester fragile 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 donc pas exclu. Dans ce contexte encore relativement incertain et pas encore marqué par la dernière flambée des taux d'intérêt, il y a quelques mois, nous estimions que l'économie américaine pourrait bien déjà enregistrer une nouvelle croissance positive de son PIB au 3ème trimestre de l'ordre de +1.5%. Désormais, nos anticipations de croissance pour le T3 sont légèrement revues à la baisse, malgré l'indicateur avancé de la Fed d'Atlanta GDPNow qui pointe sur une croissance de +2.8% annualisée au T3. Le 3ème trimestre pourrait bien être suivi d'une nouvelle contraction en fin d'année du PIB, si l'évolution de la consommation des ménages poursuit sa tendance baissière et si les signaux négatifs observés dans le marché de l'emploi, ainsi que dans le marché immobilier, se poursuivent. Le scénario principal de « soft landing » peut encore se produire et être supporté par la vision encore positive du marché du travail de la banque centrale.

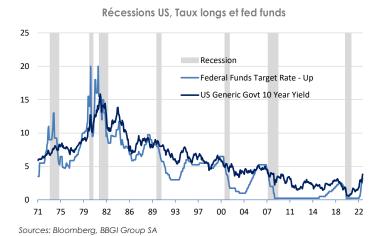
## Croissance trimestrielle du PIB-Etats-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



Celle-ci semble toujours convaincue que l'économie américaine est suffisamment forte pour supporter le nouveau régime draconien de hausses de taux directeurs qu'elle lui fait subir depuis six mois pour lutter contre l'inflation. Nous estimons toutefois que le consommateur et les entreprise américaines sont déjà affectées par la forte hausse des coûts de financement à tous les niveaux. Le dernier trimestre n'a donc que peu de chances de rester positif et forcera sans doute la Fed à adopter une politique monétaire moins stricte dès la fin de l'année en poursuivant ses hausses de taux à un rythme moins soutenu.



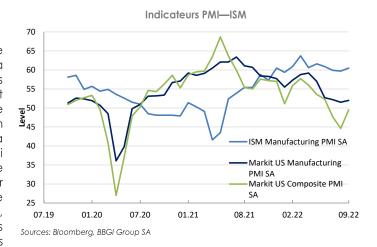
### « Hard landing » toujours possible aux Etats-Unis

L'économie américaine a déjà enregistré deux trimestres de décroissance à la fin mars et juin qui ont théoriquement déjà marqué son entrée en récession au 1er semestre 2022. Les attentes de croissance du PIB pour le 3ème trimestre sont beaucoup plus optimistes et suggèrent qu'elle est déjà sortie de cette phase de contraction du PIB grâce à une progression attendue de +2% à la fin septembre. Ce résultat, lorsqu'il sera confirmé, suggèrera peut-être que la relance conjoncturelle qui pourrait se poursuivre en fin d'année nouvelle hausse du PIB de +1.4% n'est pas affectée par l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt. 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. Mais le coût du crédit a fortement progressé ces derniers mois dans l'environnement de resserrement monétaire mis en œuvre par la Fed. Les coûts de financement ont en effet bondi à court terme et à long terme en lien avec la hausse des taux directeurs de 1% en juin à 3.25% aujourd'hui et la rapide progression des rendements du Trésor à dix ans par exemple de 2.5% à 4% qui s'est largement propagée à tous les domaines, y compris à l'immobilier dont le taux hypothécaire à 30 ans est passé sur la même période de 5.5% à 7.2%. Nous doutons que le consommateur américain puissent faire face au cours des prochains mois à un tel durcissement des conditions de financement. Il semble tout de même encore un peu trop pour observer une modification dramatique comportement des consommateurs et des dépenses des ménages, mais la diminution du pouvoir d'achat est actée et commence à mordre sur la confiance et sur les ventes de détail. Un pic d'inflation en juin-juillet et un déclin graduel ensuite au cours des prochains mois semble pourtant possible si la baisse des prix des matières premières engagée en juin se poursuit et si la reprise économique en Chine permet également d'envisager une baisse des tensions sur certaines

chaînes d'approvisionnement. Ce scénario privilégié pour l'inflation peut donc soutenir la perspective d'une croissance toujours positive au second semestre, mais elle dépendra fortement dans les prochains mois de la politique de la Réserve fédérale. Cette dernière peut éviter le risque de « hard landing » en n'optant pas pour une position trop dogmatique dans ses prochaines actions. Après la probable hausse de 0.75% de ses taux directeurs en novembre, elle devrait montrer une certaine flexibilité indispensable pour éviter ce risque en adoptant une politique moins agressive de hausses limitées ensuite à 0.5% et à 0.25%.

# Les indicateurs avancés replongent

L'indicateur US Empire State Manufacturing replonge en octobre (-9.1), alors que les indices PMI des services (49.3) et composite (49.5) se stabilisent en dessous du seuil de croissance. Les indices ISM de septembre enregistrent des déclins significatifs dans le segment manufacturier (50.9), nouvelles commandes (47.1) et emploi (48.7). Le marché du travail commence aussi à montrer des signes d'essoufflement avec la chute de 11'239k à 10'053k d'offres d'emploi en août et une poursuite de la tendance à la baisse des créations d'emploi en septembre de 315k à 263k. Notons que le marché de l'emploi est plutôt un indicateur « lagging » que « leading » et que la tendance actuelle n'aura des effets sur le taux de chômage que dans plusieurs mois certainement.

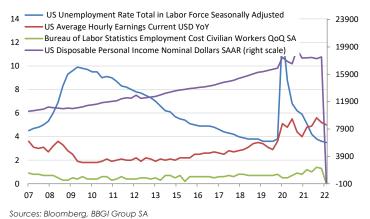


#### Les consommateurs puisent dans leurs réserves

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 en octobre. Le marché du travail ne sera pas de grand secours selon nous pour soutenir une nouvelle amélioration du sentiment. Le salaire hebdomadaire moyen décline depuis mars 2022 et enregistre sa plus faible progression mensuelle (+0.3%) depuis février. Malgré cette progression, le pouvoir d'achat des ménages s'est nettement contracté en raison d'une hausse de l'inflation sur un an toujours élevée . Par ailleurs la forte progression des taux d'intérêt et du coût de financement réduisent également le revenu disponible. Le taux commercial moyen appliqué aux cartes de crédit est maintenant passé à 16.27% en août. 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. Les ménages américains ont eu des difficultés à faire face à la chute de leur pouvoir d'achat aussi bien pour leurs dépenses courantes que pour les achats de biens durables. Le coûts de financement pour des véhicules est aussi monté à 5.5%, sans mentionner la hausse



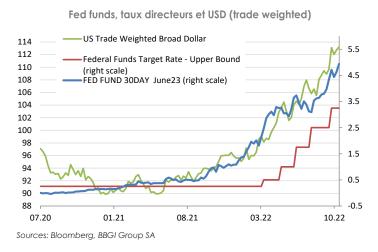
Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



des taux hypothécaires. Le recours au crédit des ménages a ainsi encore augmenté de 32.2 milliards de dollars en août, largement plus que ce qui était attendu. Le crédit renouvelable incluant les cartes de crédit a augmenté de 17.2 milliards, représentant la troisième plus forte hausse jamais enregistrée. Le recours au crédit augmente donc sensiblement et devient une nécessité pour certains ménages pour maintenir leur niveau de consommation. 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 prochains mois.

#### La Fed peut éviter un « hard landing » et une déflation

A vouloir montrer une détermination sans faille dans sa lutte contre l'inflation, le risque est aujourd'hui que la Fed poursuive trop longtemps sa politique de resserrement monétaire aux conséquences potentielles très négatives pour l'économie. L'inflation semble déjà en phase de déclin même si les données ne sont pas encore très lisibles. Historiquement, 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 dédié au service de la dette et laisse donc un revenu disponible plus faible. L'action actuelle de la Fed nous semble à nouveau inappropriée, car elle espère un ralentissement conjoncturel qui pourrait bien se transformer en récession plus profonde qu'elle ne le souhaite. Chaque hausse de 0.75% de ses taux directeurs la rapproche du moment fatidique qui verra à la fois les effets de sa politique se produire au moment ou les statistiques économiques montreront déjà une accélération de la faiblesse de l'économie vers une récession plus profonde qu'elle ne l'aurait souhaité. La Réserve fédérale peut néanmoins éviter ce scénario en n'optant pas pour une position trop dogmatique dans ses prochaines actions. Après la probable hausse de 0.75% de ses taux directeurs en novembre, elle devrait montrer une certaine flexibilité indispensable pour éviter le scénario de « hard landing » en adoptant une politique moins agressive de hausses limitées à 0.5% et à 0.25%.

### L'inflation tarde à montrer des signes encourageants

Au cours des derniers mois, les cours des matières premières se sont plutôt détendus offrant ainsi un élément positif aux diverses mesures d'inflation. La contribution du segment énergie a clairement été positive en abaissant le niveau de l'inflation. Il n'en reste pas moins que d'autres contributeurs se sont avérés suffisamment résistants pour continuer de pousser les indices de prix. Les loyers ont en particulier de la peine à inverser la tendance de hausse actuelle et soutiennent la hausse de l'inflation, comme d'autres segments des services. En séquences mensuelles, l'inflation montre malgré tout des indices encourageants de ralentissement. Les prévisions de banques centrales indiquent en général une inflation en net recul à la fin de l'année 2022. Elles tablent sur un pic de l'inflation sans doute atteint au cours du 3ème trimestre qui sera suivi d'une décélération régulière et progressive. Alors que l'inflation est aujourd'hui de +8.1% (PCE + 4.9%), l'objectif de la Fed pour 2022 est de +4.5%, puis de +3.1% en 2023. Malgré les effets de base favorables pour certains vecteurs des indices de prix, il semble clair que le déclin de l'inflation attendu ne se concrétisera pas rapidement. L'inertie de certaines tendances empêchera les indices de prix de fléchir aussi vite qu'espéré. Mais le ralentissement économique qui se concrétise de plus en plus aura nécessairement un impact sur l'évolution de l'équilibre entre l'offre et la demande de biens et de services. Sans escompter une chute rapide de l'inflation, nous estimons toutefois que le pic a certainement été déjà atteint.

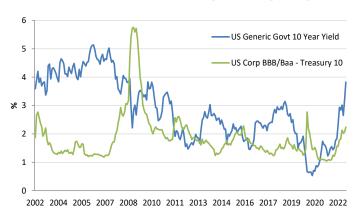
### Le pire est certainement passé dans le marché des taux

Le changement de politique monétaire annoncé en mars par la Réserve fédérale américaine avait marqué le top départ de l'ajustement historique des taux d'intérêt qui a eu lieu au cours des six derniers mois. En deux séquences de hausses, interrompues seulement par une courte pause entre juin et juillet, les rendements à dix ans du Trésor américain se sont ajustés brutalement à l'évolution de l'inflation et à la politique de la Fed. Ils progressaient ainsi parfois même sensiblement plus rapidement que les taux à court terme. Les taux à dix ans ont bondi de 1.5% à 4%, tandis que les rendements du Trésor à deux ans s'ajustaient encore plus rapidement en passant de 0.7% à 4.5% en neuf mois. Les investisseurs ont ainsi presque immédiatement ajusté leurs anticipations de rendement sur toutes les échéances à l'objectif « annoncé » de la Fed de taux directeurs à 4.5%-5% à la fin juin. Dès lors, les rendements actuels sur la plupart des échéances se situent déjà au-dessus



de l'objectif fixé par la Fed pour ses taux directeurs. Les taux à deux ans du Trésor US sont déjà 100 pdb plus haut que les taux directeurs actuels (3.25%) et ont déjà atteint l'objectif de 4.5% des Fed Funds attendus pour mars 2023. En comparaison historique, il faut remonter à octobre 2008 pour retrouver des rendements du Trésor américain offrant un taux de 4% à dix ans. Il est vrai qu'à cette date l'inflation culminait à 5.8% avant de s'effondrer à -2% en 2009 après la récession qui avait fait chuter le PIB de -4%. La politique monétaire de la Fed avait progressivement remonté les taux directeurs de 1% à 5.25% entre 2004 et 2007. Cette hausse de 4.25% des taux directeurs s'était faite progressivement en dix-sept étapes et en quatre ans. L'ajustement opéré par la Fed cette année est ainsi l'un des plus rapide de l'histoire économique récente avec un ajustement de 3% effectué en cinq étapes seulement et en à peine six mois. Les risques d'« overshooting » de sa politique nous semblent importants et exacerbés par la réaction rapide des marchés obligataires. Aujourd'hui, la peur de l'inflation surpasse la crainte d'un ralentissement et les risques de récession.

#### Rendements du Trésor US et obligations BBB (Spread)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## Le dollar bientôt en perte de vitesse?

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.

#### Un mode « risk on » se met timidement en place

Le sentiment « bearish » des investisseurs professionnels était encore très présent à la fin septembre et en début de dernier trimestre, comme le suggéraient les positions spéculatives longues S&P500, à leur plus bas niveau des dix dernières années. Les investisseurs restaient influencés par la position dogmatique de la Fed et craignaient encore un durcissement de politique monétaire en lien avec une évolution insatisfaisante de l'inflation. La concurrence de taux d'intérêt attrayants et l'absence d'une vision plus claire sur les perspectives d'inflation ont jusqu'à présent freiné la prise de risque. Encore en mode « risk off » jusqu'à l'annonce de l'inflation pour le mois de septembre (+0.4%) qui a provoqué une volatilité extrême suivie d'une reprise, les investisseurs observeront avec attention les premiers résultats de sociétés pour le 3ème trimestre et leurs anticipations pour 2023 avant de modifier leur perception des opportunités et des risques. A quelques semaines de la fin d'année, les indices américains retestent leurs plus bas niveaux de juin et pourraient vouloir anticiper une détente sur les rendements obligataires et sur le front de l'inflation, alors que les perspectives de croissance des profits du S&P500 ont été abaissées à +4.2% pour 2023 et que le PE de 16.4x semble plus raisonnable.

#### 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 écfit 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 utilisé 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 prédalable, 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 reflétent 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

