

RÉCESSION IMMINENTE... OU RÊVE ?



Nicolas Besson, Chief Investment Officer

L'impressionnante envolée des marchés actions enregistrée depuis le début de l'année dans la plupart des pays développés a pris de court de nombreux investisseurs. La lutte contre la hausse obstinée de l'inflation a contraint les banques centrales à durcir massivement les conditions financières. C'est notamment le cas de la Fed qui s'est lancée dans son cycle de resserrement le plus drastique depuis des dizaines d'années. Dans un contexte d'incertitudes économiques croissantes et de diminution de la liquidité, le sentiment baissier s'est nettement accentué, une récession aux États-Unis étant probablement la plus anticipée de l'histoire du pays.

Les marchés envoient toutefois un tout autre message. Les actifs risqués caracolent en tête en matière de performance depuis le début de l'année aux États-Unis : les actions sont en hausse d'environ 10 % (essentiellement tirées par le secteur des technologies), suivies par les obligations à haut rendement (+3,6 %), les obligations Investment Grade (+2,8 %), les obligations souveraines (+2,4 %) et enfin les liquidités (+2 %). L'exact ordre inverse de ce qui serait typique d'un environnement récessionniste. Seules les matières premières, en baisse de plus de 10 %, laissent entrevoir une dégradation potentielle des perspectives économiques, leurs prix étant désormais en-deçà de leur niveau d'avant la guerre en Ukraine.

CES MESSAGES CONTRADICTOIRES RENDENT LES PRÉVISIONS DIFFICILES

Où en sommes-nous ? Se dirige-t-on vers l'atterrissage (brutal) de l'économie largement prévu ou n'est-ce qu'une illusion ? Les indicateurs économiques envoient des signaux contradictoires, avec tout d'abord une divergence entre de solides données réelles (mesures statistiques comme le taux de chômage et le PIB, qui ont généralement tendance à être rétrospectives) et des

données « soft » (enquêtes sur les entreprises, confiance des consommateurs, etc.) plus prospectives et qui laissent entrevoir une faiblesse de l'économie.

En matière de « soft data », parmi les nombreux indicateurs pointus couramment utilisés pour évaluer l'orientation des cycles économiques, les indices des directeurs d'achat (PMI) sont probablement les plus fiables. Pour rappel, il s'agit d'enquêtes mensuelles menées auprès de directeurs des achats et de responsables de l'approvisionnement de centaines d'entreprises de tous les secteurs, qui répondent à des questions liées à différentes sous-catégories (production/activité commerciale, prix payés, etc.). Ces réponses sont traduites en indices de diffusion, 50 étant le seuil au-dessus duquel les conditions d'exercice de l'activité s'améliorent, et le seuil en dessous duquel elles se contractent.

Paradoxalement, une légère récession serait probablement la meilleure issue possible car elle permettrait de rééquilibrer le marché de l'emploi, la consommation et l'inflation, sachant qu'elle devra passer toutefois par un resserrement additionnel, qui se soldera probablement, comme par le passé, par une erreur de politique monétaire.

Les chiffres publiés comprennent un indicateur composite, ainsi que deux composantes (et sous-composantes) distinctes pour la production et les services. Pour ce qui est des données publiées par l'institut ISM et par S&P Global, on constate là encore un écart marqué entre l'indice manufacturier, qui s'est fortement contracté au point de laisser présager une récession, et celui des services, qui reste en zone d'expansion. Cet écart est le plus prononcé depuis 2 ans aux US et même le plus élevé depuis 2009 si l'on considère leurs pairs européens.

Cela remet clairement en question la pérennité de la croissance actuelle. En effet, à en juger par les récessions passées, si l'indice PMI des services peut avoir du retard par rapport au secteur manufacturier et, soutenu par la vigueur de la consommation, résister plus longtemps, il n'en finit pas moins lui aussi par se contracter. Les services étant les principaux contributeurs au PIB américain (à hauteur d'environ 77 % selon la Banque mondiale), toute récession passe, nécessairement, par une faiblesse à ce niveau.

SERA-CE DIFFÉRENT CETTE FOIS ?

Nous en doutons, mais cela ne tient qu'à un fil. Des facteurs cycliques et temporaires peuvent également expliquer cet écart, notamment la hausse de la consommation de services (plus que de biens manufacturés) soutenue par la poursuite de la réouverture post-Covid (y compris en Chine bien sûr). Des facteurs structurels comme la digitalisation croissante des économies peuvent également être cités.

Quelle est la variable d'ajustement de l'équation ? Clairement le marché de l'emploi, très tendu, avec un chômage à des niveaux historiquement bas ; les nombreuses offres d'emploi dans un contexte de déclin de la population active créent inévitablement une inflation salariale soutenue, qui stimule le pouvoir d'achat et la consommation des ménages, alimentant le cercle vicieux de l'inflation.

Alors, qui sera l'arbitre de ce match difficile ? Comme toujours, tous les regards sont tournés vers la banque centrale américaine, prise au piège dans sa mission (impossible ?) de ralentir la croissance, sans risquer de mettre en péril la stabilité financière. Le secteur des banques régionales commence déjà à se fissurer... Les membres de la Fed semblent divisés quant à l'orientation future à donner à la politique monétaire et ont fait des commentaires divergents ; risqueront-ils de marquer une pause en juin ou préféreront-ils d'autres hausses de taux préventives ? Leur détermination à ramener l'inflation à leur objectif de 2 % sera déterminante à cet égard, et il est clair que nous n'en sommes pas encore là, avec même un mini rebond cyclique qui est peut-être en train de se produire.

POUR CONCLURE

Paradoxalement, une légère récession serait probablement la meilleure issue possible car elle permettrait de rééquilibrer le marché de l'emploi, la consommation et l'inflation, sachant qu'elle devra passer toutefois par un resserrement additionnel, qui se soldera probablement, comme par le passé, par une erreur de politique monétaire. N'oublions pas que sept des huit derniers cycles de relèvement des taux de la Fed ont entraîné une récession. C'est aussi le message envoyé par la courbe des taux, qui n'a jamais été aussi inversée depuis 42 ans. Alors, continuons à rêver !



REYL
INTESA SANPAOLO

INFORMATION IMPORTANTE - Le présent contenu est mis à disposition par REYL & Cie SA et/ou ses sociétés affiliées (ci-après dénommées « REYL ») uniquement à des fins d'information et sans intention de constituer une demande ou une offre, une recommandation ou un conseil d'acquiescer ou de vendre des droits dans tous instruments financiers qui y sont mentionnés, ni d'effectuer toute transaction ou de devenir partie à toute transaction de tout type que ce soit, notamment avec tout destinataire qui n'est pas un investisseur qualifié, autorisé, professionnel et/ou institutionnel. Le présent contenu est destiné à la seule utilisation du destinataire et ne peut être ni communiqué, ni imprimé, téléchargé, utilisé, ni reproduit à d'autres fins. Il n'est pas destiné à être distribué/proposé à ou utilisé par des personnes physiques ou morales qui sont ressortissantes d'un pays ou soumises à une juridiction dont les lois ou réglementations interdiraient une telle offre/distribution ou utilisation. Bien que REYL mette tout en œuvre pour obtenir des informations issues de sources qu'elle estime être fiables, ni REYL, ni ses administrateurs, représentants, employés, agents ou actionnaires n'assument aucune responsabilité relative au présent contenu, et ne donnent aucune garantie que les données mentionnées soient exactes, exhaustives ou dignes de confiance. Ainsi, REYL n'assume aucune responsabilité eu égard à toute perte résultant de l'utilisation du présent contenu. Les informations, avis et évaluations contenus dans le présent document s'appliqueront au moment de sa publication, et pourront être révoqués ou modifiés sans préavis. Le présent contenu est uniquement destiné aux destinataires qui comprennent les risques encourus et sont capables de les assumer. Avant d'effectuer toute transaction, les destinataires doivent déterminer si l'instrument financier mentionné dans le contenu correspond à leur situation particulière et doivent s'assurer d'évaluer de manière indépendante (avec leurs conseillers professionnels) les risques spécifiques ainsi que les conséquences juridiques, fiscales et comptables et les conditions d'éligibilité de tout achat, toute détention ou vente des instruments financiers mentionnés dans le contenu. REYL, ses administrateurs, représentants, employés, agents ou actionnaires peuvent avoir des intérêts dans des instruments financiers décrits dans les présentes et/ou être liés par des engagements de souscription auxdits instruments. REYL ne donne aucune garantie concernant l'adéquation des informations, des avis ou des instruments financiers mentionnés. Les données historiques relatives à la performance des instruments financiers ou des actifs sous-jacents ne sont pas une indication de la performance future. Le présent contenu a été compilé par un service de REYL qui ne constitue pas une unité organisationnelle responsable de la recherche financière. REYL est soumise à des obligations réglementaires distinctes, et certains services et/ou instruments financiers peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions ou à tous les types de destinataires. Les destinataires devront dès lors se conformer à toutes les lois et réglementations applicables. Le présent document ne vise pas à offrir des services, et/ou des instruments financiers dans des pays ou juridictions dans lesquels ladite offre serait illégale en vertu des lois et réglementations locales applicables.



SUCCESS. TOGETHER.