



Les arguments pour et contre une récession américaine cette année

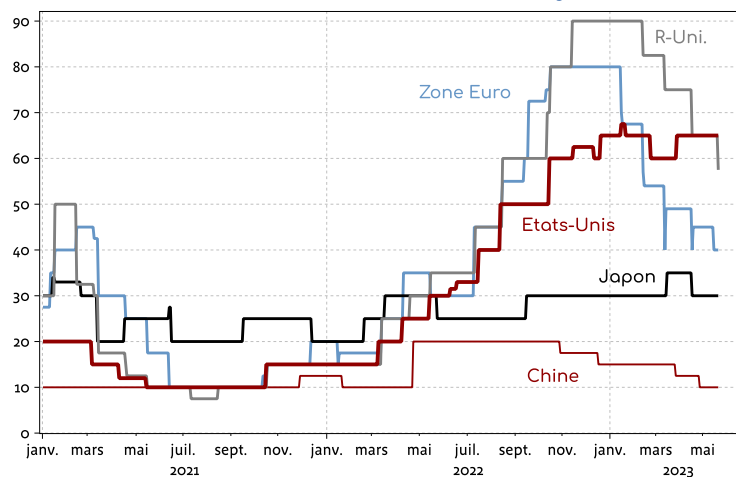
22 mai 2023

Chers clients, chers partenaires,

Alors que les prévisions de récession ont nettement reculé en Europe depuis le début de l'année, celles concernant les Etats-Unis demeurent toujours aussi élevées (graphique 1). Nous expliquons ce qui soutient ce consensus, et ce qui pourrait le contredire.

Trois évènements majeurs sont venus soutenir la dynamique économique mondiale au premier semestre 2023. D'abord, la récession européenne a été évitée. Les facultés d'adaptation micro et macroéconomiques, dont les entreprises et les Etats européens ont fait preuve face au choc énergétique, expliquent l'essentiel de cette bonne surprise (selon l'OCDE, les températures favorables de l'hiver ne comptent que pour 20% du résultat). Ensuite, la fin soudaine de la politique zéro-Covid a produit, cette fois sans surprise, une nette reprise de l'activité en Chine. Enfin, la récession américaine « tant attendue » n'a toujours pas eu lieu.

Probabilité de récession dans les 12 mois selon le consensus Bloomberg



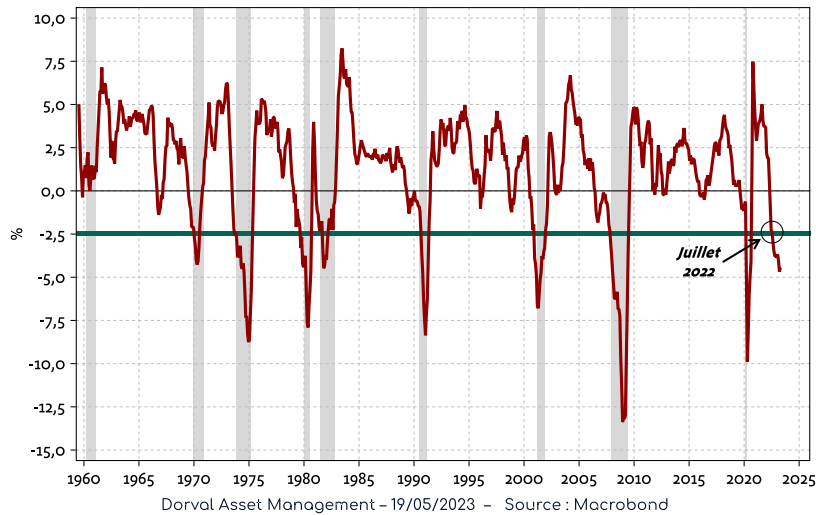
Dorval Asset Management – 19/05/2023 – Source : Macrobond

Sur ce dernier point, cependant, les consensus des économistes (et des investisseurs) restent pessimiste. Parmi les 39 économistes interrogés par Bloomberg au mois de mai, 33 s'attendent à ce qu'une récession commence aux Etats-Unis dès cette année. Rendue plus plausible encore par la crise des banques régionales américaines, l'imminence de cette récession est étayée par le message des indicateurs avancés compilés par le Conference Board (graphique 2). Ces indicateurs sont au nombre de dix, allant du S&P 500 aux nouvelles commandes à l'industrie, en passant par la courbe des taux, la confiance des consommateurs et le niveau des permis de construire. Quand la moyenne de ces indicateurs avancés baisse de plus de 2,5% sur six mois (5% en valeur annualisée), la récession semble inévitable. Ce seuil d'alerte a été franchi dès l'été 2022, voici donc dix mois.



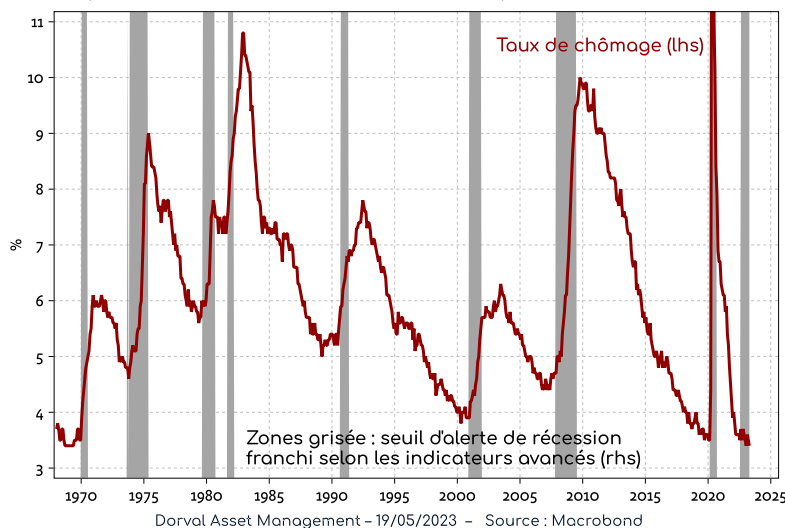
Depuis l'été dernier, les indicateurs avancés sont passés sous le seuil d'alerte signalant habituellement une récession

Var. sur 6 mois des indicateurs avancés aux Etats-Unis, en %



Précédemment, les écarts maxima entre le franchissement du seuil d'alerte et la date d'entrée en récession (celle retenue par le National Bureau of Economic Research) ont été de 4 mois en 1979/1980 et de 3 mois en 2000/2001. Autre élément troublant, ces franchissements sont toujours intervenus alors que le taux de chômage commençait déjà à progresser (sauf en 1974 où il y a eu deux mois d'écart). Depuis l'été 2022, au contraire, le taux de chômage a continué à baisser (graphique 3).

Pour la première fois, le chômage US ne monte toujours pas alors que le seuil d'alerte est franchi depuis de nombreux mois



La situation actuelle est donc tout à fait inédite, pour des raisons que l'on connaît bien. La particularité de la séquence Covid puis réouverture a considérablement perturbé la pertinence et la signification de beaucoup d'indicateurs économiques. Il est par exemple assez saisissant de constater que la confiance des consommateurs américains est, selon les données de l'université du Michigan, aussi déprimée qu'en 2008, alors qu'ils bénéficient aujourd'hui d'une situation de plein emploi.

Pour autant, la majorité des économistes continuent de parler d'une récession imminente parce qu'ils considèrent que les effets positifs de la réouverture sur l'activité vont bientôt s'estomper, et que les effets négatifs du resserrement du crédit se feront au

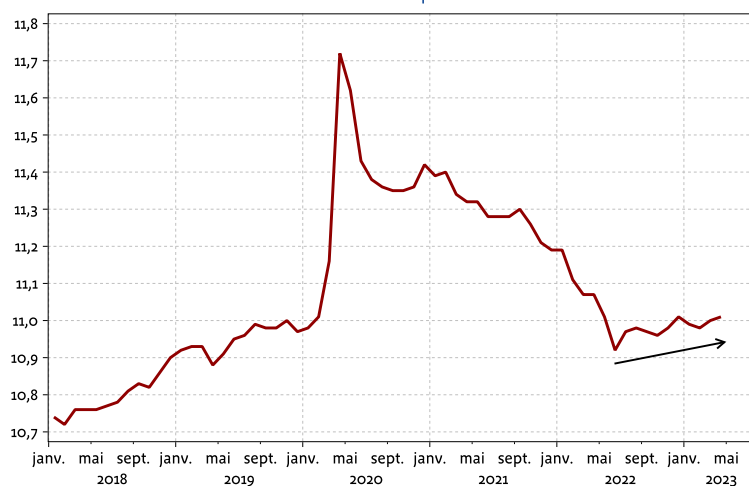


contraire de plus en plus sentir. Il risque donc d'arriver à l'économie américaine ce que « *Wile E. Coyote* » a enduré bien des fois : une chute soudaine. Ce scénario imagé est souvent mentionné par Lawrence Summers.

Ces arguments de vulnérabilité de l'économie américaine sont pertinents, mais il en existe d'autres qui, eux, jouent en faveur d'une plus grande résilience. La désinflation, d'abord, est en train de produire une remontée du pouvoir d'achat des américains, les prix augmentant moins vite que les salaires depuis l'été dernier (graphique 4). Cette désinflation diminue dans le même temps les risques liés aux taux d'intérêt. De plus, le choc négatif sur l'immobilier résidentiel américain est en partie atténué par le très bas niveau des stocks. A la faveur d'une stabilisation des taux hypothécaires, on observe d'ailleurs une remontée du climat des affaires dans ce secteur depuis plusieurs mois (le très suivi indice NAHB est revenu au niveau neutre de 50 au mois de mai). Enfin, les bilans des ménages et des entreprises américaines semblent toujours suffisamment solides pour résister à des taux d'intérêt certes nettement plus élevés qu'avant le Covid, mais peut-être pas si pénalisants en termes réels (après inflation).

Le pouvoir d'achat des américains commence à remonter

Salaires horaires déflatés des prix à la consommation



Dorval Asset Management - 19/05/2023 - Source : Macrobond

Les jeux sont donc loin d'être faits, et nous restons ouverts. Dans nos fonds globaux nous maintenons une allocation neutre sur les actions, avec un équilibre entre notre panier de valeurs défensives et celui, plus cyclique, des valeurs de la transition énergétique. Notre duration obligatoire reste nulle en raison de la cherté et de la volatilité des marchés de dette souveraine. Nous continuons d'engranger un rendement croissant sur la partie non investie en actions, via les billets de trésorerie et les bons du Trésor émis en zone euro.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 56%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 56%.
- Dorval Global Convictions : l'exposition nette aux actions est de 41%, dont Sélection Responsable Internationale 31%, Relances vertes 5%, Global Ultra Défensif 5%. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Convictions Patrimoine : l'exposition nette aux actions est de 19%, dont Sélection Responsable Internationale 11.5%, Global Ultra Défensif 5%, Relances Vertes 2.5%. Obligations européennes de maturité courte : 7%. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Vision : Sélection Responsable Internationale 70%, Relances vertes 15%, Global Ultra Défensif 15%.



Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.924 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08
1 rue de Gramont, 75002 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37
www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.