



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
27 juin 2022

Que jouer d'ici fin 2022 : poursuite de la stagflation ou entrée en récession ?

Nous avons déjà traité le sujet de la stagflation¹ et il est indéniable que les marchés ont pricé ce risque au cours du 1^{er} semestre. Mais nous y revenons aujourd'hui car il nous semble que les marchés pricent désormais de façon croissante un autre scénario : celui d'une récession.

On sait que la stagflation est la combinaison d'une baisse tendancielle de la croissance réelle et d'une accélération de l'inflation.

L'expression de stagflation fait référence aux années 70 (en fait la longue période de janvier 1974 à octobre 1982). Une période où l'on sortait des 30 glorieuses et où l'on croyait encore à un arbitrage inflation/croissance. Et où l'on avait dès lors du mal à imaginer une longue période de faible croissance et de forte inflation. Durant les 30 glorieuses, les tensions inflationnistes se manifestaient plutôt en fin de cycle et, avec le concours du resserrement de politique monétaire de la Fed, provoquaient une récession.

En fait, le cycle stagflationniste des années 70 fut un cycle long. La croissance économique (en volume) des pays de l'OCDE s'est en effet établie à 2% en 1974 - 1981 vs. 5,1% de 1960 à 1973, accompagnée d'une hausse des prix à la consommation à 10,1% sur la même période.

La grande inflation des années 70 a été tirée et entretenue par plusieurs chocs d'offre négatifs : les deux grands chocs pétroliers bien sûr, mais aussi le net ralentissement des gains de productivité, les fortes dévaluations issues du flottement généralisé des changes de 1971-73, de nombreuses initiatives protectionnistes,...

Et elle s'était diffusée et avait persisté² sous l'effet des mécanismes d'indexation des salaires, de syndicalisation élevée, de la persistance de structures oligopolistiques et d'un degré d'ouverture limité aux échanges. Mais également d'une certaine passivité de la Fed avec qui plus est des difficultés de transmission de la politique monétaire.

Nous avons pour notre part exclu l'idée d'un cycle stagflationniste long au cours des prochains trimestres.

¹ Voir notre chronique hebdo du 18 octobre 2021 : « *Stratégie d'investissement pour ceux qui croient à une stagflation durable* » ; notre chronique hebdo du 21 février 2022 : « *Investisseur, n'oublie pas que les pics d'inflation américaine sont souvent suivis par des récessions* » et notre chronique hebdo du 14 mars 2022 « *La guerre en Ukraine renforce le risque de stagflation. Que faire pour préserver la valeur réelle des portefeuilles ?* »

² Voir notre alerte du 16 février 2022 : « *Inflation : Back to the 70s ?* »

En fait, nous avons plutôt tablé sur un cycle stagflationniste assez court quoiqu'un peu plus long que les deux cycles stagflationnistes courts que nous avons connus depuis 40 ans : (i) celui de 1990 - 91 (fin de cycle et invasion du Koweït/guerre du Golfe à l'origine d'une envolée du prix du baril) et (ii) celui du 1^{er} semestre 2008 (fin de cycle). En fait, ces périodes se sont assez rapidement achevées en récessions pures et simples (cf. graphique ci-dessous).

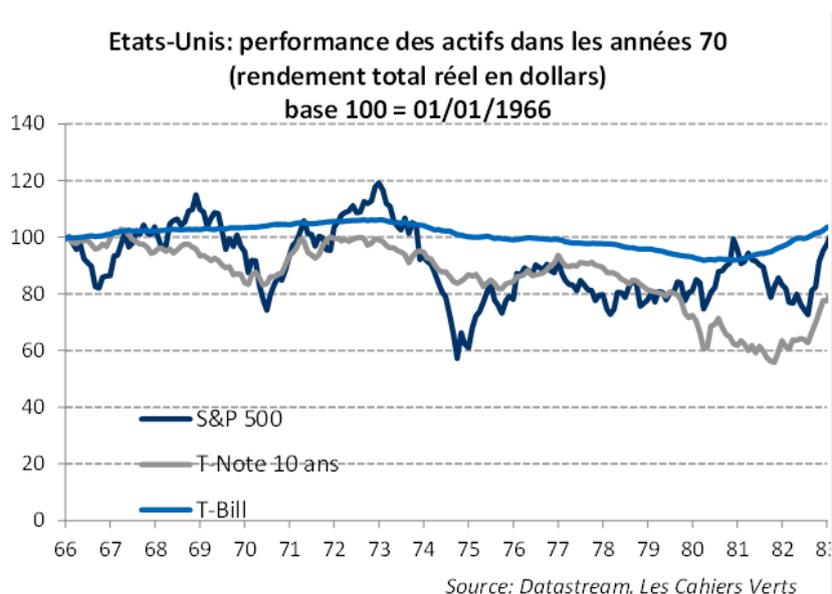
Quoi qu'il en soit, les performances réelles des actifs financiers américains durant la période de longue stagflation furent assez exécrables. La performance réelle (nette d'inflation) des actions fut nulle en termes réels (9% en termes nominaux). Le marché obligataire et du crédit fut évidemment pénalisé par la hausse des taux nominaux, sanction logique à l'époque d'une Fed « behind the curve » (jusqu'à la politique de quantitative tightening de Paul Volcker en 1979-82).

La performance réelle du crédit IG fut aussi quasi-nulle (8% en termes nominaux) de même que le cash. Les obligations souveraines à 10 ans ont eu une performance réelle négative de -2% (7% en termes nominaux).

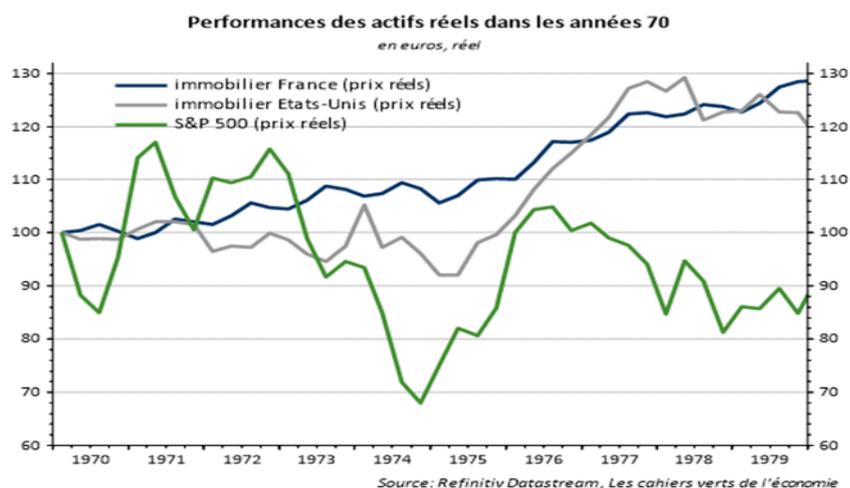
S'agissant des actions, la période de longue stagflation des années 70 fut marquée par une baisse des marges (non répercussion de la hausse des coûts de production sur les prix de vente) et des profits réels pour les entreprises. Le marché actions fut aussi affecté par une baisse des P/E et une montée des taux longs nominaux.

En terme de style d'investissement, la Value sur performa la Growth (pénalisée par la hausse des taux nominaux). Même remarque pour les défensives qui ont sur performé les cycliques.

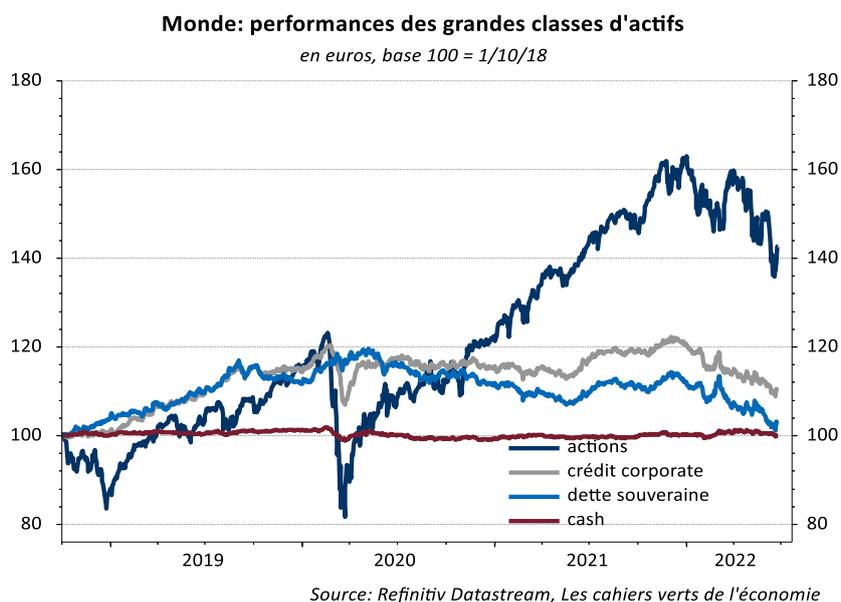
Au total, on enregistra une baisse réelle (ou au mieux une stagnation réelle) de toutes les classes d'actifs financiers pendant presque 10 ans (cf. graphique ci-dessous), et même plus de 15 ans si l'on remonte à 1966, période de l'intensification de la guerre du Vietnam, des pressions de L. Johnson sur la Fed et donc déjà de la montée de l'inflation à la fin des années 60 (cf. graphique ci-dessous).



On le sait, les meilleures performances réelles positives furent enregistrées par les actifs tangibles (l'or, les matières 1ères et les marchés immobiliers, cf. graphique ci-dessous).



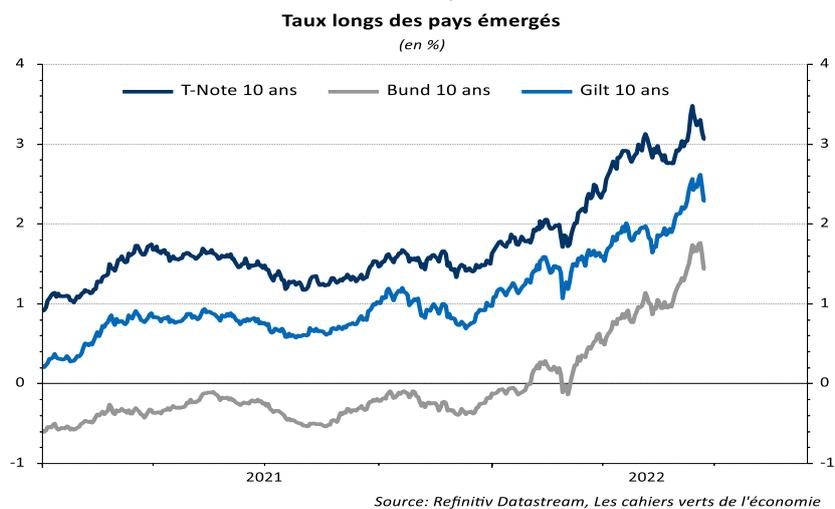
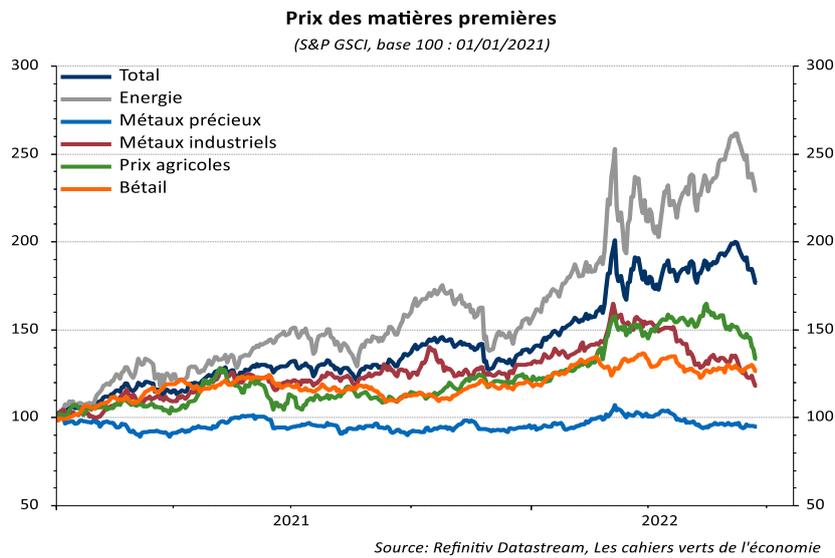
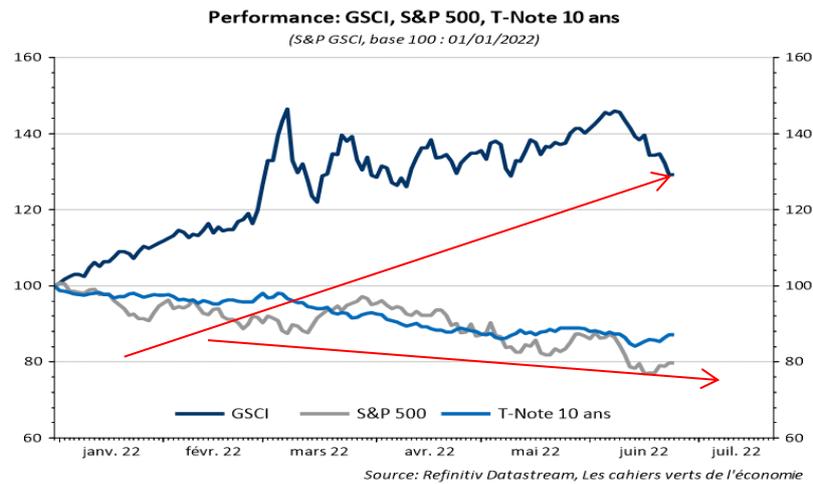
Et si l'on regarde le bilan des performances des actifs financiers depuis le début 2022, c'est bien un scénario stagflationniste que les marchés ont « acheté » (cf. graphique ci-dessous).



Jusqu'à la mi-juin, les marchés actions (avec une sur performance des Value et des défensives) et de taux ont baissé (avec un bear market de près de 24% pour le S&P 500 au 16 juin) alors que les matières 1ères ont sur performé. Ajoutons que les swaps d'inflation et les taux réels ont également progressé. Seules quelques « anomalies » par rapport au scénario stagflationniste ont pu se manifester (légère baisse du cuivre et quasi-stagnation de l'or).

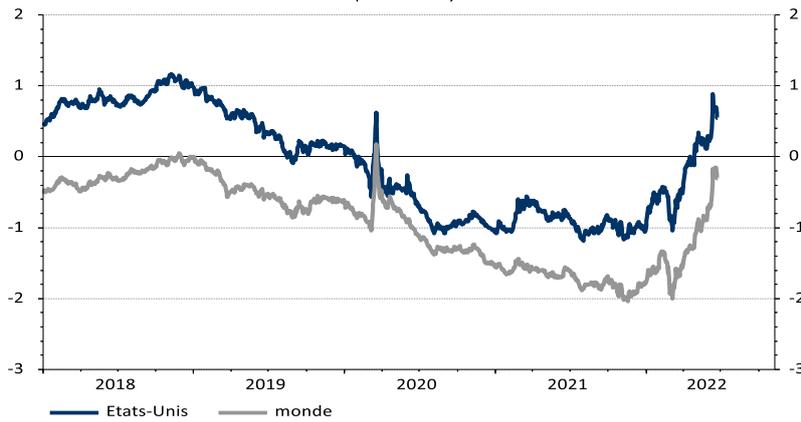
Mais depuis quelques jours, c'est plutôt un scénario de récession que reflète l'évolution des actifs financiers, avec à la clé une baisse des matières premières, des fed funds futurs et des taux longs

nominaux et réels, une quasi-inversion de la courbe des taux sur le segment 2/10 ans, une légère remontée de l'or (cf. graphiques ci-dessous).



Monde : Taux longs réels

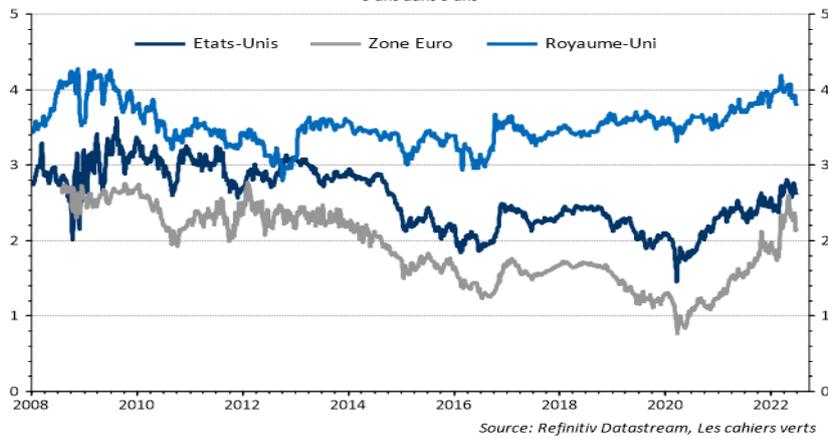
(via les TIPS)



Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Swaps d'inflation : Zone euro, Etats-Unis, Royaume-Uni

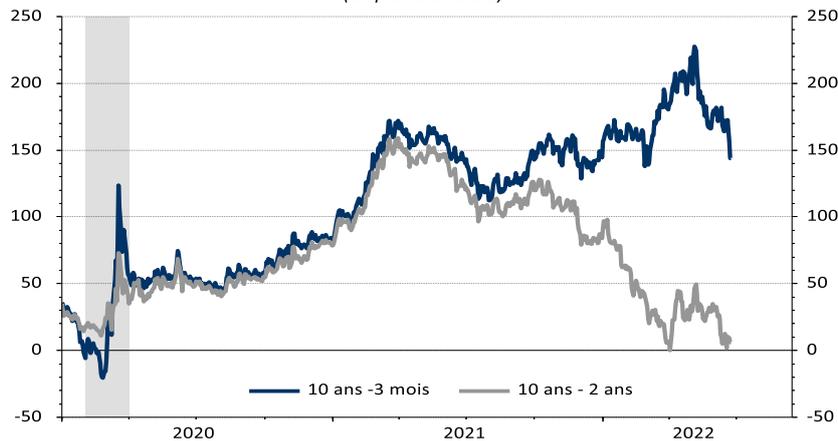
5 ans dans 5 ans



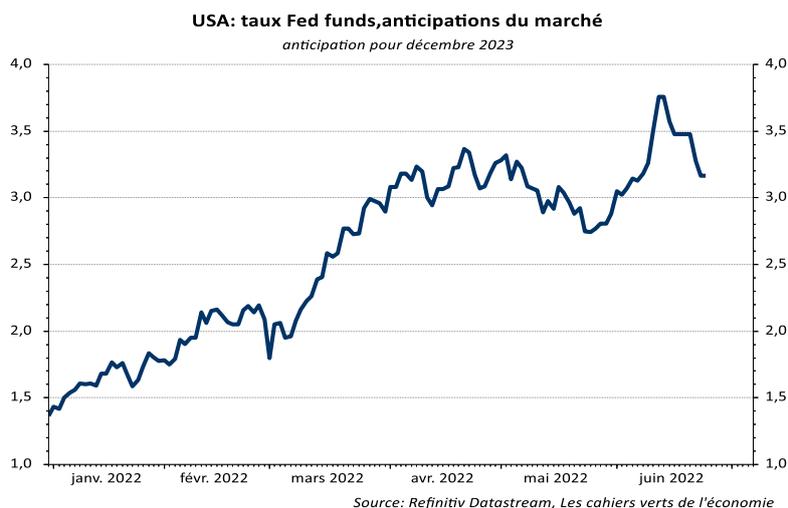
Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts

Pente de la courbe des taux américaine

(en points de base)



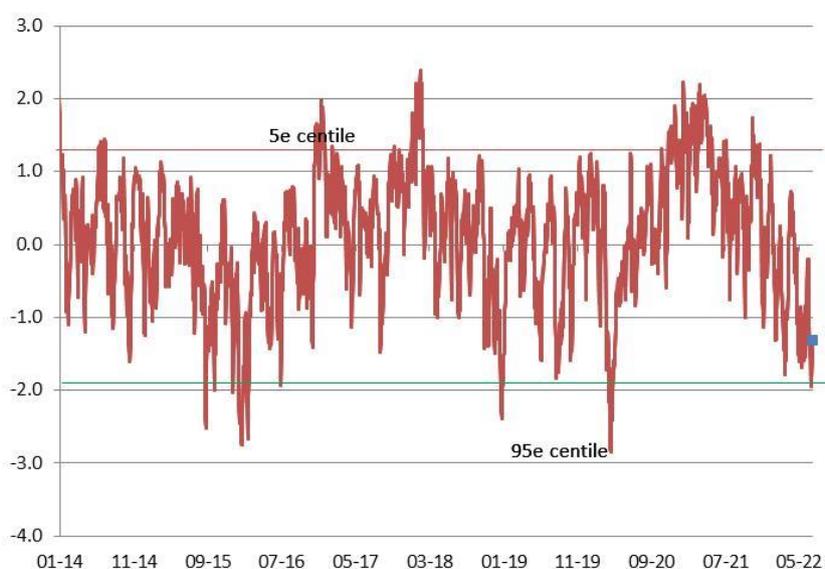
Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie



Reste la remontée du SP&500 depuis son point bas. Celle-ci pourrait s'expliquer parce que les investisseurs pensent que le marché a déjà « suffisamment » baissé et que le repricing de taux a été suffisamment intense. La moyenne de la baisse du marché en cas de récession est en effet de 26% sur l'après-guerre et le marché commence à baisser en moyenne 7 mois avant le début de la récession, puis recommence à monter en moyenne 5 mois avant la fin de la récession. Ce qui pourrait paraître logique.

Néanmoins, nous sommes tentés de voir cette remontée récente du S&P500 comme un rally de bear market (le 3ème depuis le début de la baisse du marché). Ce rally reflète avant tout la détente des taux réels, qui bénéficie à la partie Growth de la cote, qui a particulièrement souffert au cours des 6 derniers mois. Ainsi qu'un appétit pour le risque particulièrement déprimé (cf. graphique ci-dessous) qui favorise les rebonds techniques de court terme.

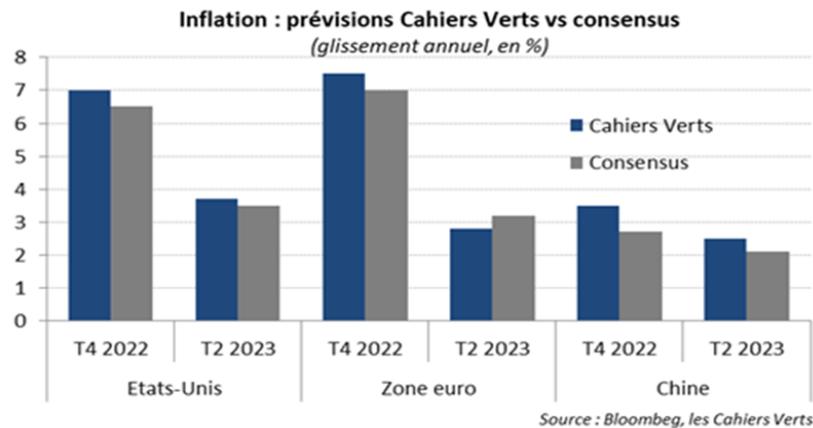
Indicateur composite d'appétit pour le risque de court terme *



Source : Datastream, Les Cahiers Verts

- basé sur des données de marché (Bollinger, RSI, momentum de VIX, ratio put/call)
- et de sentiment des investisseurs

Que pensons-nous de tout cela ? Que le marché va continuer à hésiter entre stagflation et récession au cours des prochains mois. La récession est très probable mais elle n'est pas imminente (plutôt pour le printemps-été 2023 selon nous) et la thématique stagflationniste va demeurer partiellement présente au cours des 6 prochains mois, ne serait-ce que parce que l'inflation, même si elle va quelque peu ralentir, va rester élevée et restera en tous cas selon nous (encore) supérieure au consensus (cf. graphique ci-dessous).



S'agissant du marché actions dans son ensemble, les BPA anticipés restent élevés et la tendance est négative de ce point de vue compte tenu de la probable érosion des marges et de la baisse de la croissance du chiffre d'affaires. Dans le même temps, la guerre d'Ukraine justifie une prime de risque élevée et le couple rendement/risque est dégradé.

Notre stratégie d'investissement reste donc fondamentalement prudente, ce qui ne nous empêche pas de procéder à quelques ajustements offensifs.

Nos principales recommandations à 6 mois sont en l'état les suivantes :

- Léger long cash (actifs américains de court terme)
- Légère sous pondération actions mondiales
- Alléger le Long Oil & gas Monde / MSCI W AC
- Long MSCI China / MSCI Em
- Neutre Growth / Value
- Long défensives / cycliques
- Long santé / financières et consommation cyclique (USA)
- Long Tech / S&P 500
- Long Quality (visibilité, qualité de bilan, pricing power et capacité de résistance des marges) et Low Vol
- Neutre Obligations souveraines
- Long Investment Grade américain
- Long dette EM en dollars
- Long comchos (gaz naturel européen, métaux industriels via la reprise de la demande chinoise, soft comchos)
- Long or (baisse des taux réels et maintien d'une situation géopolitique tendue) et franc suisse
- Long infras et immo