LES CAHIERS VERTS
DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
26 septembre 2022

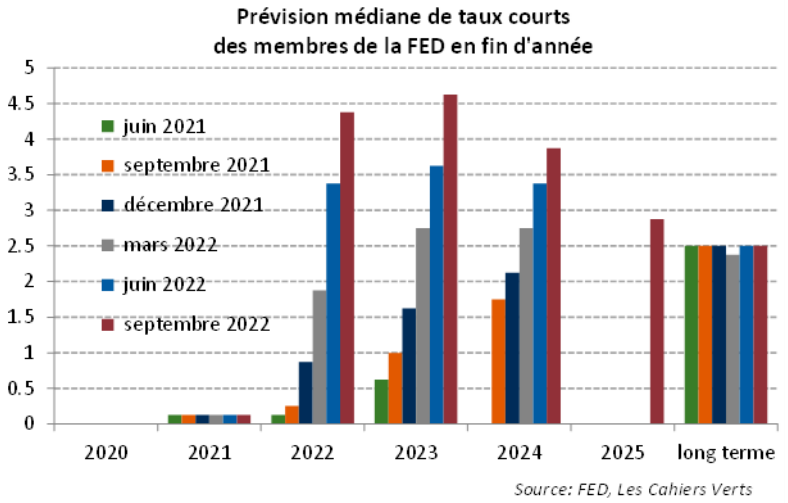
Powell et Poutine envoient l'économie mondiale en récession

Bien sûr, nous ne confondons pas Poutine et Powell. L'un est un criminel de guerre et l'autre un dirigeant de banque centrale englué dans l'une des situations probablement les plus complexes de l'histoire économique et monétaire américaine.

Après la contre-offensive ukrainienne, Poutine organise désormais des référendums arrangés dans les régions annexées du Donbass et lance un chantage nucléaire à l'encontre de ceux qui s'attaqueraient à ces territoires. Il est évident que cela renforce l'incertitude géopolitique mondiale pour les prochaines semaines, risque de réduire le potentiel de baisse du prix du baril et menace le renouvellement de l'accord sur les matières premières agricoles ukrainiennes d'ici fin novembre[1].

Mais le risque principal pour l'économie mondiale vient sans doute de Powell.

Depuis la mi-août, le discours se durcit et lors de la réunion de la semaine dernière, les déclarations de Powell ont été particulièrement *hawkish*. Par ailleurs, les prévisions médianes des membres de la Fed sur le taux directeur de 2023 ont explosé à la hausse, de près de 90 pb (de 3,75 à 4,625%) ; cf. graphique ci-dessous.

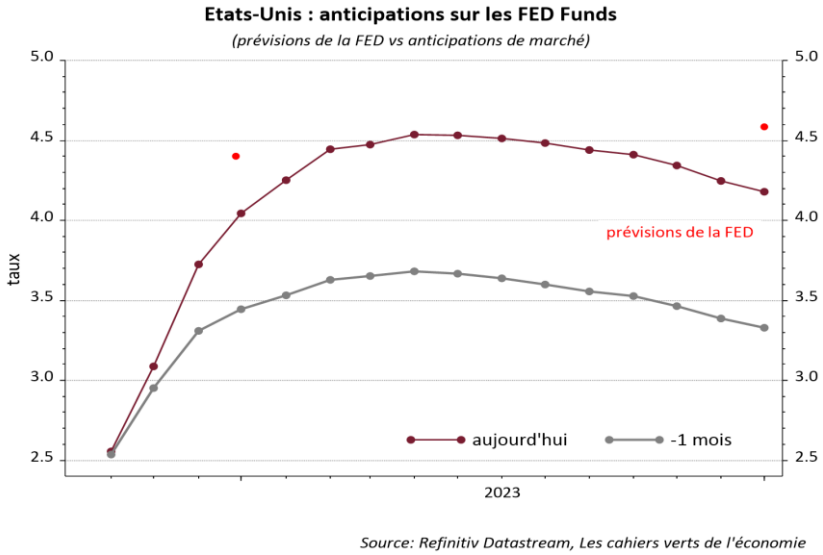


Le tout alors que les prévisions de croissance réelle ont été révisées en baisse et celles d'inflation en hausse.

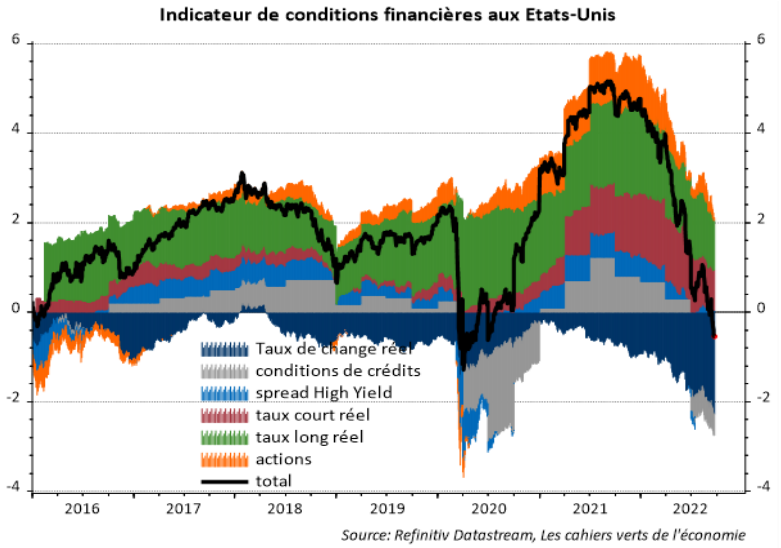
[1] Cf. notre éditorial Editorial du 29 août 2022 « *Ukraine : à l'Est, rien de nouveau ?* »

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

Le taux d'intérêt long réel a progressé de 0,4 à 1,3% en un mois (il était négatif à -1% en début d'année) et il pourrait progresser encore un petit peu d'ici la fin de l'année. Le marché price aujourd'hui un taux directeur terminal à 4,6% pour l'an prochain contre seulement 3,7 % il y a un mois (cf. graphique ci-dessous).



Conséquence de tout cela, l'indice des conditions financières s'est encore considérablement dégradé (cf. graphique ci-dessous). Il est désormais entré en territoire récessif.



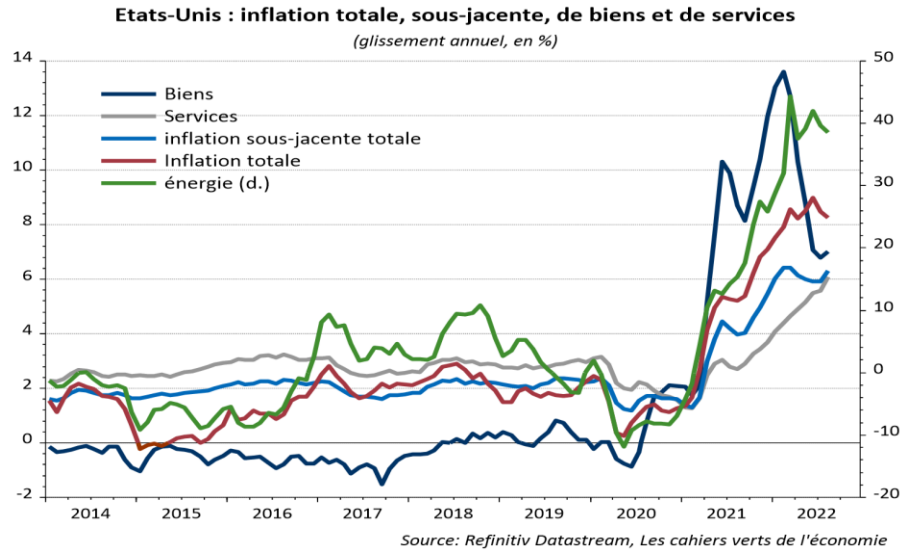
Pour une économie très endettée et très financiarisée comme l'économie américaine, il n'y a désormais pour nous plus guère de doutes : les États-Unis connaîtront une nouvelle récession dans les mois à venir. Ce d'autant qu'elle subit une politique budgétaire très restrictive (contrairement à

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

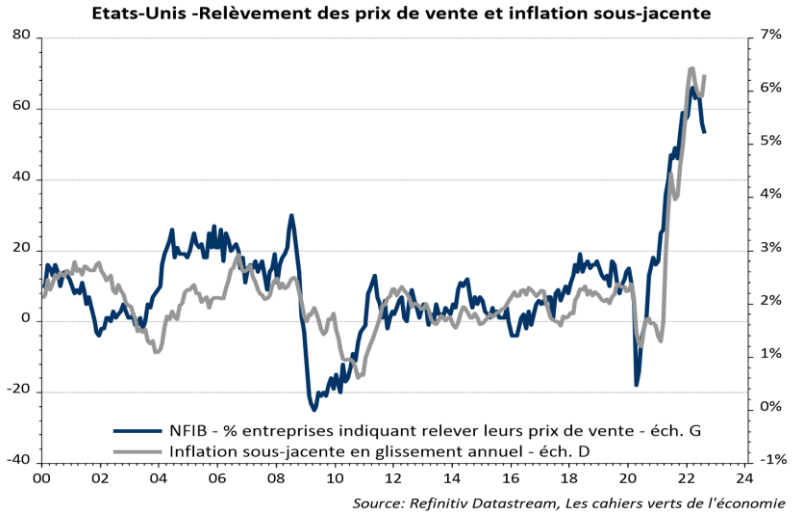
l'Europe), des incertitudes géopolitiques accrues et un processus auto-entretenu de baisse de la demande mondiale.

Autant nous envisagions avec quasi-certitude l'entrée en récession du continent européen[2], autant celle des États-Unis était quelque peu plus tangente. Nos prévisions en matière de croissance réelle américaine ont toujours été largement sous le consensus mais la récession n'était pas tout à fait certaine.

Certes, il y a des améliorations sensibles au niveau de l'inflation américaine : tendance à la baisse des prix de l'énergie, des biens manufacturés (grâce en particulier à la considérable détente observée sur les chaînes d'approvisionnement et à la baisse des prix des matières premières depuis juin) ; cf. graphique ci-dessous.



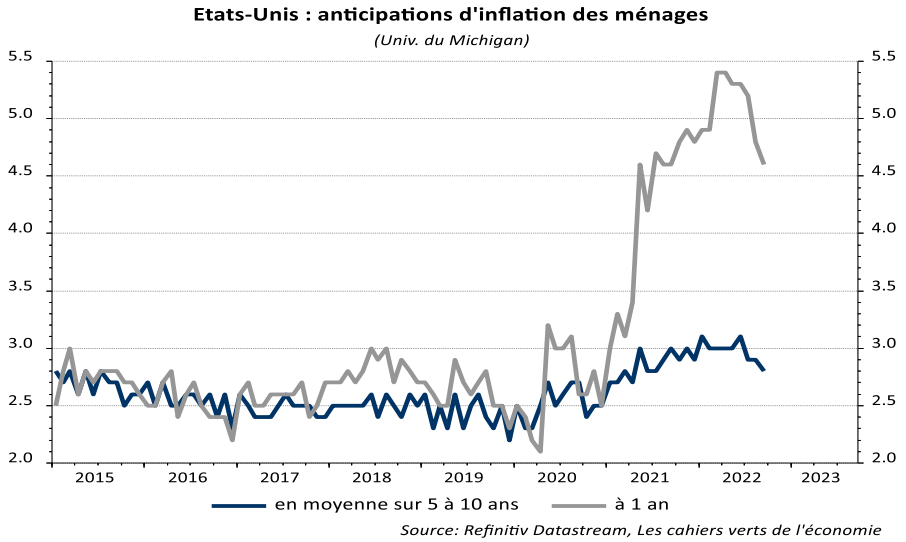
Ajoutons que le pouvoir de fixation de prix des entreprises commence à trouver ses limites (baisse de la part des entreprises envisageant une hausse des prix dans l'enquête du NFIB) ; cf. graphique ci-dessous.



[2] Chronique hebdomadaire du 2 septembre 2022 ; « *Europe : Toujours plus d'inflation et… de récession* »

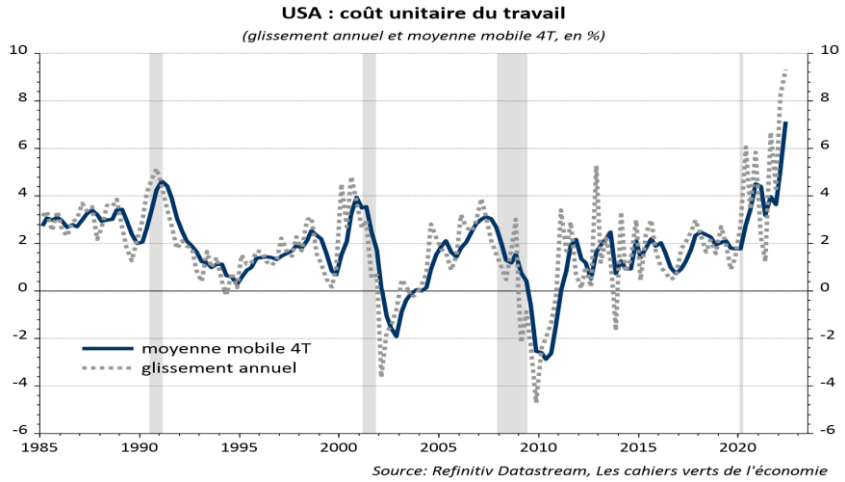
Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

Au surplus, les anticipations d'inflation des ménages et des marchés sont en baisse (cf. graphique ci-dessous).



Il reste que la dynamique enclenchée n'est pas soluble à court terme. Il y a d'abord le problème des loyers qui comptent pour 30% de l'indice des prix à la consommation, CPI, dont 23% de loyers fictifs)[3]. Historiquement le délai entre l'ajustement des prix immobiliers (qui vient à peine de commencer) et des loyers et de l'ordre de 18 à 24 mois.

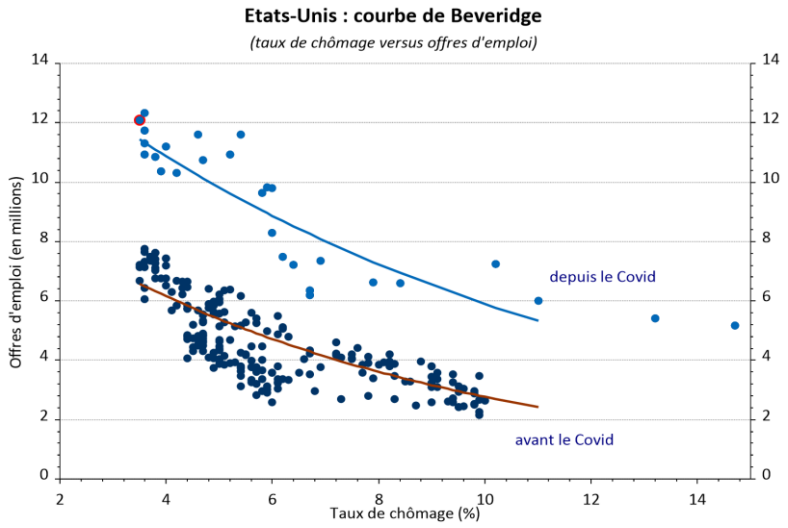
Mais il y a surtout un problème de fond plus général : l'extrême tension qui demeure sur le marché de l'emploi (avec des progressions des salaires et du coût unitaire du travail qu'on n'avait pas vues depuis très longtemps, cf. graphique ci-dessous) en dépit d'un ralentissement macro d'ores et déjà extrêmement fort.



La courbe de Beveridge (du nom d'un ancien économiste britannique) qui lie taux de chômage et offres d'emploi s'est semble-t-il déjà décalée vers le haut (cf. graphique ci-dessous).

[3] Notons toutefois que dans le PCE (Personal Consumption Expenditures Index), l'indice des prix favori de la Fed, le poids des loyers est sensiblement (environ 10 points de moins) inférieur.

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR



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

Cela peut traduire une dégradation de l'efficacité de l'appariement sur le marché du travail, c'est-à-dire une difficulté accrue à générer des embauches en fonction du niveau de vacances et de demandeurs d'emploi. La crise du Covid a pu ainsi perturber les mouvements de salariés sur le plan géographique et sectoriel.

Dit autrement, le taux de chômage structurel (celui qui déclenche une accélération de la hausse des salaires susceptible de déboucher sur l'inflation) s'est probablement accru. Estimé à moins de 4 % avant Covid, certains auteurs académiques (L. Summers et O. Blanchard) l'estiment à un niveau proche, voire supérieur, à 5%.

Ce qui signifie que pour enrayer le processus inflationniste, le taux de chômage doit remonter à un plus haut niveau qu'auparavant. Et, à moins d'une augmentation forte et brutale du taux de participation, la remontée du taux de chômage appellera un ajustement récessif plus sensible sur l'emploi.

Or, l'emploi constituait depuis le début de l'année la variable principale qui permettait de maintenir l'économie américaine en (légère) expansion. Et la vieille loi d'Okun (du nom d'un économiste américain) nous rappelle que 1% d'augmentation du taux de chômage est associé à un déclin de 2% de la croissance du PIB réel américain relativement à la tendance. On peut appréhender ce processus à travers un « ratio de sacrifice » défini comme la perte cumulée en croissance liée à une réduction permanente d'un point d'inflation.

Avec la quasi-totalité du continent européen et désormais les USA en récession dès la fin de l'année, il sera difficile d'échapper à une récession mondiale au tournant de l'année. Nous pensons que la croissance mondiale ne dépassera pas les 2% (en dollars courants et en PPA) en rythme annualisé, au moins aux T4 2022 et T1 2023.

Quelles conséquences en termes de stratégie d'investissement à 6 mois ?

Pour le marché actions, les valorisations absolues ont déjà bien baissé et sont à peine au-dessus des moyennes historiques pour le marché américain. Mais la hausse des taux réels appelle probablement encore une petite baisse du P/E d'équilibre ainsi qu'une certaine dégradation de la prime de risque.

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

La révision à la baisse les prévisions sur les BPA sera également plus élevée du fait de la pression sur les marges et de la décélération considérable de la croissance nominale.

La bonne nouvelle est que le momentum d'inflation va probablement s'améliorer encore plus nettement (grâce à la récession) et que cela permettra d'envisager un assouplissement de la forward guidance de la Fed. Le problème est cependant que le niveau actuel d'inflation (et celui de la fin d'année, probablement vers les 6/7%) est assez nettement supérieur aux niveaux enregistrés lors des reprises de marché antérieures. Depuis 1962, le niveau d'inflation au début des bull markets est de 3,9% en moyenne (3,5% en médiane).

Bref, il faut conserver une posture prudente, tout en ayant en tête qu'un point bas du marché baissier devrait être touché prochainement si la spirale baissière se maintient. Nous n'envisageons pas de potentiel de baisse supérieur de 10% par rapport au niveau actuel du SP 500. Mais le potentiel haussier nous paraît également limité à horizon 3-6 mois.

Dans ces conditions, notre stratégie d'investissement à 6 mois n'est guère changée :

- Neutre cash en dollars
- Neutre actions mondiales
- Long S&P 500 vs Eurostoxx (non couvert en change)
- Léger long Tech vs S&P 500 (même si volatilité de court terme sur le trade)
- Léger long Growth vs Value au niveau mondial (même si volatilité de court terme sur le trade)
- Long Quality (visibilité, qualité de bilan), Hauts Dividendes et Low Vol
- En stock picking, jouer le pricing power et la capacité de résistance des marges
- Légère sur pondération Obligations souveraines (short Gilt et long Dette Em en dollars)
- Long TIPS EUR
- Short TIPS US
- Long crédit IG américain
- Neutre commos (biais haussier sur les soft commos)
- Long or (en euros), franc suisse et yen
- Short Sterling & yuan vs USD

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR