

## BIENVENUE DANS LE « BIZARRO WORLD »

Les narratifs de marché ont de nouveau virevolté durant l'été. Après avoir qualifié l'économie américaine de (trop) vigoureuse, les investisseurs se sont mis à craindre une récession, avant de se raviser rapidement, sans pour autant totalement évacuer l'idée. Certes, le taux de chômage a augmenté aux Etats-Unis, et le marché du travail se rééquilibre rapidement, mais sommes-nous pour autant à l'aube d'un retournement du cycle ? Au cœur de cette réflexion, se situe la « règle de Sahm », qui a récemment gagné en intensité médiatique, du fait de sa capacité à prévoir les récessions. De quoi s'agit-il exactement ? Les investisseurs l'emploient-ils à bon escient ? Cette fois-ci est-elle différente ?

L'inflation, ou plutôt la réaccélération de celle-ci, n'est plus la préoccupation principale. En Europe et en Amérique du Nord, les indices de prix décélèrent en tendance. Bien sûr, la nature de l'inflation varie d'une zone à l'autre et les méthodologies employées pour construire ces indices diffèrent.

La crainte d'une plus grande persistance de la catégorie des services demeure, mais celle-ci s'explique assez bien.

La dynamique de l'activité est en revanche plus disparate. La zone Euro peine à renouer avec la croissance de la demande privée, tandis que les Etats-Unis oscillent entre un marché de l'emploi se « dégradant » et des fondamentaux économiques (consommation...) corrects.

Parallèlement, de nombreuses banques centrales ont décidé de baisser leurs taux avant la Fed, comme nous l'anticipions il y a quelques mois. La trajectoire pour les mois à venir est bien entendu incertaine. Nous pensons toutefois que la désinflation devrait se poursuivre, dans le même temps qu'un ralentissement séquentiel de l'activité aux Etats-Unis et d'un rebond (très) progressif en Europe.

Le concept de « Bizarro world » a fait son apparition dans les années 50 au sein de la bande dessinée Superman. Il représente l'inversion du monde tel que nous le connaissons, où la terre prend notamment une forme cubique. La comparaison est audacieuse, mais il s'agit, selon nous, d'une illustration pertinente de l'environnement économique actuel. Le monde post pandémie ne ressemble pas à celui qui l'a précédé. Les grilles de lecture sont brouillées et les variables macroéconomiques polluées.

Tout récemment, la « règle de Sahm » a gagné en intensité médiatique, car celle-ci a dépassé le seuil qui coïncide habituellement avec le déclenchement d'une récession aux Etats-Unis.

Signe que plus rien n'est comme avant, l'inversion de la courbe des taux aux Etats-Unis ainsi que les variations erratiques des enquêtes conjoncturelles nous ont déjà transmis de faux signaux ces deux dernières années, mais qu'en est-il aujourd'hui ?

Développée par l'économiste Claudia Sahm en 2019, la règle de Sahm s'obtient en calculant la différence entre la moyenne du taux de chômage des 3 derniers mois et le point le plus bas atteint sur les 12 derniers mois.

Le dépassement du seuil de 0,5% coïncide historiquement avec l'apparition (~1 à 2 mois plus tard) d'une récession aux Etats-Unis. Le Rubicon a été franchi en juillet 2024, mais le graphique ci-contre montre que des faux signaux se sont déjà produits par le passé.

Trois éléments incitent à la prudence dans l'interprétation : (i) : il est rare d'observer l'apparition de récessions aux niveaux de taux de chômage actuels; (ii) : l'augmentation du chômage provient davantage d'une hausse de la participation au marché du travail qu'à celle des licenciements ; (iii) la consommation des ménages, bien qu'en ralentissement, ne montre pas de signes d'effondrement.

**“ NOUS PENSONS QUE LA DÉSINFLATION DEVRAIT SE POURSUIVRE, DANS LE MÊME TEMPS QU'UN RALENTISSEMENT SÉQUENTIEL DE L'ACTIVITÉ AUX ETATS-UNIS ET D'UN REBOND (TRÈS) PROGRESSIF EN EUROPE. ”**

Nous avons, tout au long de l'année, alerté sur le manque de fiabilité des données de l'emploi américain et sur les implications d'un rééquilibrage du marché du travail. Cette thèse s'est vérifiée par les faits et a désormais intégré les éléments de langage de la Fed. Le risque de récession a-t-il augmenté ? Oui. Anticipons-nous l'imminence d'un tel événement ? Non.

Lors du Symposium de Jackson Hole, Jerome Powell a clairement indiqué que la Fed devrait démarrer l'ajustement de sa politique monétaire le 18 septembre prochain. Le manque de nuance de son discours, nous a cependant rappelé sa trop grande confiance concernant l'inflation fin 2023. À cet égard, les anticipations de marché nous semblent surestimer l'ampleur des baisses à venir...



**Florent WABONT**  
Economiste

## QUOI DE NEUF ?

### WEBINAR DE RENTRÉE

#### ECO vision & stratégie

Décryptage, analyse, opportunités.

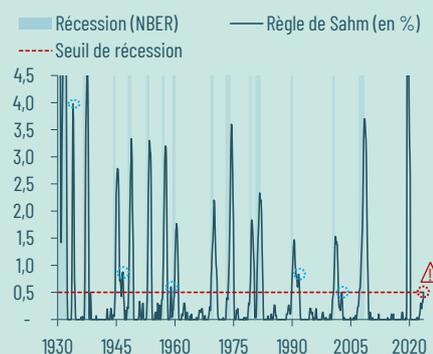
Quelles sont les perspectives macroéconomiques du 4<sup>ème</sup> trimestre ?

[Inscrivez-vous >>>](#)

## GRAPHE DU MOIS

### BIENVENUE DANS LE "BIZARRO WORLD"

Evolution historique de la règle de Sahm aux Etats-Unis



Sources : Ecofi, Claudia Sahm (2019). Reproduction, adaptation libre et extension des travaux de Michailat & Saez (2024) à l'aide des données issues de Barnichon (2010), Petrosky-Nadeau & Zhang (2020) et du BLS (Bureau Of Labor Statistics). La version du taux de chômage utilisée ici est celle révisée et corrigée des variations saisonnières. Elle diffère donc de la "règle de Sahm en temps réel". Les cercles bleus présents sur le graphique indiquent les faux signaux historiques (i.e. les moments où l'indicateur a signalé une récession qui ne s'est pas matérialisée). Le cercle rouge indique le dépassement du seuil le plus récent (juillet 2024).

## AGENDA Septembre

	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	CHINE	JAPON
<b>RÉUNIONS ÉCONOMIQUES</b>				
Banques centrales	18	12	20	20
<b>INDICATEURS</b>				
Inflation	11	18	09	20
Production industrielle	17	13	14	13
Indices PMI	03	02		02
Moral des ménages	13	20		
Moral des entreprises	03	27	04	02
Moral des PME	10			
Ventes au détail	17	05	14	30
Emploi	06		14	01
Reserves de change			07	
Solde commercial/courant	27	16	10	18
PIB	26	06		09
<b>ÉVÉNEMENTS IMPORTANTS</b> Fed : vers une 1ère baisse de taux				

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 03 septembre 2024 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.