

Récession : ce que nous apprennent l'histoire et l'évolution des grands indicateurs économiques



Jared Franz
Économiste



Darrell Spence
Économiste

Ce qu'il faut retenir

- Bien qu'elles soient une étape naturelle et nécessaire dans tout cycle économique, les récessions sont peu fréquentes et ne constituent que des épisodes de courte durée à travers l'histoire.
- Aux États-Unis, la courbe des taux inversée est, sur les 50 dernières années, l'un des signes précurseurs les plus fiables d'une récession - elle annonce généralement une récession dans les 12 à 18 mois suivants.
- Bien que les marchés baissiers coïncident la plupart du temps avec des récessions, les actions peuvent malgré tout afficher des rendements positifs sur l'ensemble d'une période de contraction économique. Certains secteurs, comme les services aux collectivités ou les biens de consommation essentiels, résistent d'ailleurs mieux lors des phases de ralentissement.

- En période de récession, les obligations ont évidemment un rôle à jouer, car elles peuvent aider à stabiliser un portefeuille et à protéger le capital.
- Une récession mondiale semble peu probable avant fin 2022, voire début 2023. Son éventuelle survenue dépendra du rythme et de l'ampleur des mesures prises par les banques centrales pour tenter de ramener l'inflation à leurs objectifs.

Le risque de récession au niveau mondial est assurément élevé en raison de la crise sanitaire, de la guerre en Ukraine, et de banques centrales contraintes de relever leurs taux d'intérêt pour tenter de briser la spirale inflationniste.

Alors que les investisseurs s'interrogent, à juste titre, sur l'imminence de la prochaine récession, l'histoire nous montre que ce type de phénomène économique est difficile à prévoir avec précision, et ceci alors que même la définition du terme « récession » fait débat. Aux États-Unis par exemple, le National Bureau of Economic Research (NBER) définit une récession comme « un repli de l'activité économique significatif, généralisé et s'étalant sur de nombreux mois, d'ordinaire visible dans le produit intérieur brut réel (c'est-à-dire corrigé de l'inflation), le revenu réel, l'emploi, la production industrielle et les ventes de gros et de détail ».

On dit souvent qu'il faut au moins deux trimestres consécutifs de contraction du PIB pour qu'une économie soit considérée comme étant en récession. C'est donc techniquement déjà le cas des États-Unis, même si la croissance continue de l'emploi, le niveau historiquement bas du chômage et la forte progression des dépenses de consommation semblent plaider en faveur du contraire.

Au lieu de nous livrer à des pronostics sur la question de savoir quand les économies entreront (ou pas) en récession, nous préférons passer en revue les indicateurs économiques à surveiller, retracer le comportement des actions lors des récessions passées et, surtout, faire un rappel des dispositions à prendre pour mieux préparer son portefeuille à un tel scénario.

Quels sont les facteurs susceptibles de favoriser l'émergence d'une récession, et combien de temps peut-elle durer ?

Tout d'abord, il est utile de rappeler que les récessions sont une étape naturelle et nécessaire dans tout cycle économique. Si les récessions passées ont été imputables à des facteurs spécifiques, elles résultent généralement de déséquilibres qui s'accumulent et doivent être corrigés avant que l'économie puisse croître à nouveau.

La récession de 2008, par exemple, a avant tout été provoquée par un excès d'endettement sur le marché du logement, tandis que celle de 2001 a été induite par l'envolée - puis par la chute - éclair des valeurs technologiques. Pour expliquer la situation actuelle, de nombreux observateurs pointent du

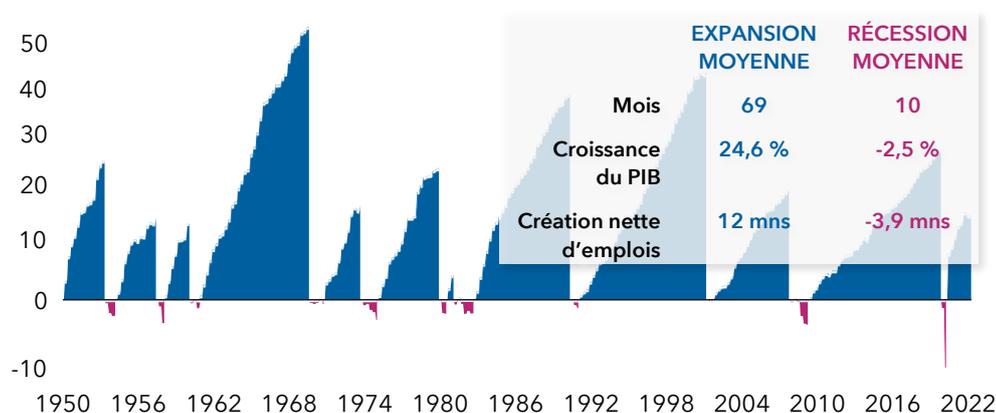
doigt les politiques monétaires et budgétaires¹ laxistes en place depuis la crise financière, et dont les effets sont évidemment exacerbés par les événements géopolitiques et épidémiologiques récents.

Même si les tendances historiques ne permettent pas de préjuger des résultats futurs, notre analyse de 11 cycles de l'économie américaine depuis 1950 indique que les récessions ont tendance à ne durer que de 2 à 18 mois, pour une moyenne de 10 mois. En outre, la plupart des récessions ont un impact économique relativement limité : une phase moyenne d'expansion débouche sur une progression de la production de près de 25 %, alors qu'une récession entraîne une baisse de seulement 2,5 %².

Pour ceux qui sont affectés directement (perte d'emploi, faillite), 10 mois de récession peuvent sembler interminables. Toutefois, les investisseurs qui visent le long terme doivent prendre du recul : les États-Unis ont été officiellement en récession moins de 15 % du temps au cours des 70 dernières années².

Les récessions sont douloureuses, mais les expansions ont été fulgurantes

Croissance cumulée du PIB américain (%)



Données au 30 juin 2022. Échelle logarithmique. La phase d'expansion qui a débuté en 2020 est considérée comme étant encore en cours au 30 juin 2022, et n'est donc pas incluse dans les statistiques synthétiques d'expansion moyenne. Comme le National Bureau of Economic Research (NBER) annonce les mois de début et de fin des récessions plutôt que leur date exacte, nous avons utilisé les dates de fin de mois pour calculer les créations d'emploi. Taux de croissance du PIB en fin de trimestre. Sources : Capital Group, National Bureau of Economic Research, Refinitiv Datastream.

En dépit des inconvénients qu'elles apportent, les récessions restent des anomalies passagères dans l'histoire de l'économie. D'une part, les actions peuvent progresser pendant toute la durée d'une récession, et on a même observé des périodes de rallyes boursiers en fin de récession. D'autre part, les marchés actions culminent généralement sept mois avant le début d'une récession, et peuvent rebondir rapidement ensuite. Une ruée vers les liquidités ou d'autres actifs peut donc s'avérer contreproductive, et il est probablement plus judicieux de rester investi pour ne pas passer à côté du rebond.

C'est précisément pour cette raison que de nombreux investisseurs chevronnés préfèrent le placement périodique de sommes fixes (« dollar-cost averaging »), qui leur permet non seulement d'acheter davantage d'actions à moindre prix,

1. La politique budgétaire consiste à exercer une influence sur l'économie au moyen des dépenses publiques et de la fiscalité. La politique monétaire désigne l'intervention d'une banque centrale ou d'un État pour réguler la quantité d'argent en circulation dans une économie et les coûts d'emprunt.
2. Données au 30 juin 2022. Sources : Capital Group, National Bureau of Economic Research, Refinitiv Datastream.

mais aussi de profiter de toute reprise du marché. Ce type de stratégie n'offre cependant aucune garantie de plus-value et ne protège pas contre les pertes, sans compter que les investisseurs doivent être disposés à maintenir leurs investissements lorsque les cours chutent.

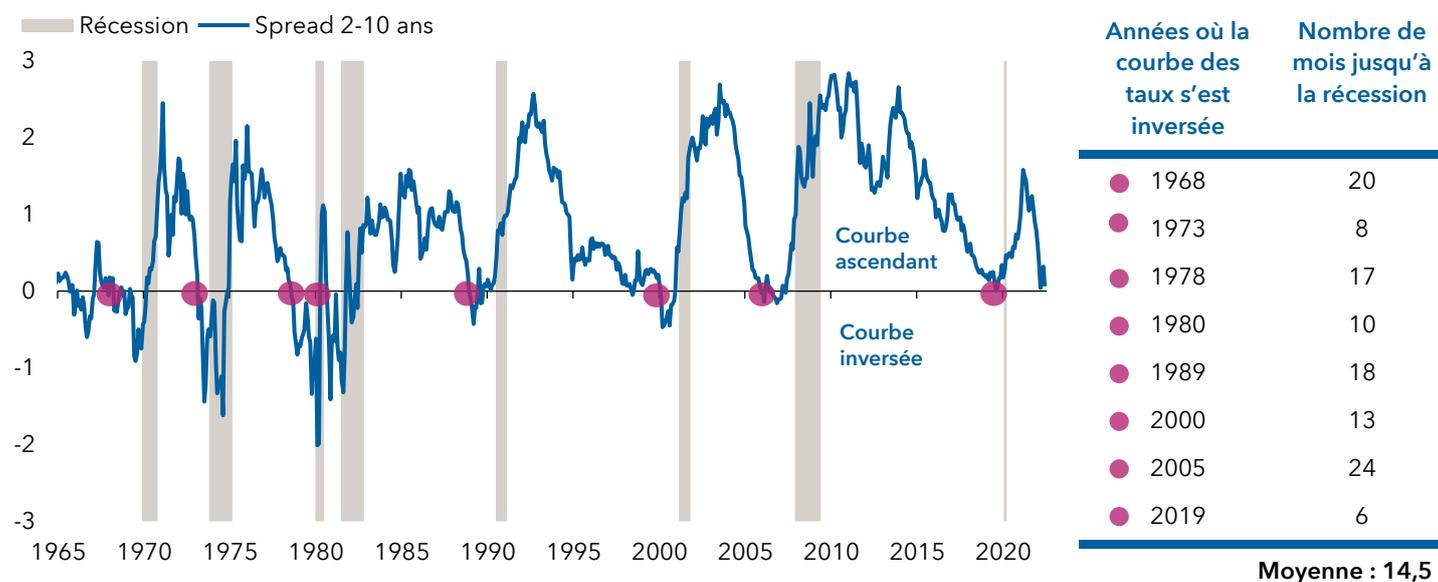
La courbe des taux 2-10 ans, un indicateur économique à surveiller

S'il est difficile de prévoir avec précision la survenue d'une récession, il existe toutefois des signaux économiques relativement fiables à surveiller de près lorsque la fin d'un cycle économique approche. Si des statistiques standard telles que la progression du chômage, le recul de la confiance des consommateurs ou encore le fléchissement de la construction de logements peuvent laisser augurer un ralentissement, il existe un indicateur qui s'avère généralement plus précis : la courbe des taux américains 2-10 ans.

De manière générale, les taux à 10 ans doivent être plus élevés que ceux à 2 ans, car les investisseurs exigent une rémunération supérieure lorsqu'ils prêtent pour une durée plus longue. Mais lorsque les taux à 2 ans deviennent supérieurs aux taux à 10 ans (on parle alors « d'inversion de la courbe des taux »), une récession survient en règle générale 12 à 18 mois plus tard (et 14,5 mois plus tard en moyenne).

La courbe des taux s'est plusieurs fois inversée en 2022

Spread 2-10 ans des bons du Trésor américain



Au 30 juin 2022. Avant le 30 juin 1976 : taux à 1 an utilisés à la place des taux à 2 ans. Les taux évoluent à l'inverse des cours. Lorsqu'une brève inversion (moins de deux mois consécutifs) se produit avant une inversion plus prolongée, c'est l'intervalle à partir de cette dernière qui est retenue. Les zones grisées représentent les récessions américaines telles que définies par le National Bureau of Economic Research. Sources : Capital Group, Refinitiv Datastream.

Même si d'autres facteurs doivent être pris en compte, on ne manquera pas de remarquer que les inversions de la courbe des taux ont invariablement annoncé chaque ralentissement de l'économie américaine depuis les années 1970. Mais revenons à aujourd'hui : la dernière fois que la courbe 2-10 ans s'est inversée remonte à septembre 2019 et, à peine six mois plus tard, l'économie entrait en récession. Il est vrai qu'à ce moment, le monde était en pleine crise sanitaire, avec les conséquences économiques que l'on connaît.

Il y a débat sur la question de savoir si les interventions de la banque centrale sur le marché obligataire ont finalement faussé la courbe des taux au point qu'elle est devenue un indicateur économique moins fiable, mais cela reste à démontrer.

Les taux des bons du Trésor à court terme remontent (et leurs cours chutent) généralement lorsque la Réserve fédérale américaine (Fed) relève ses taux directeurs, tandis que les taux longs ont tendance à reculer lorsque la demande obligataire bondit. Une courbe des taux inversée est un signe de nervosité des investisseurs : plutôt que d'acheter des actifs risqués, ils cherchent refuge dans les emprunts d'État.

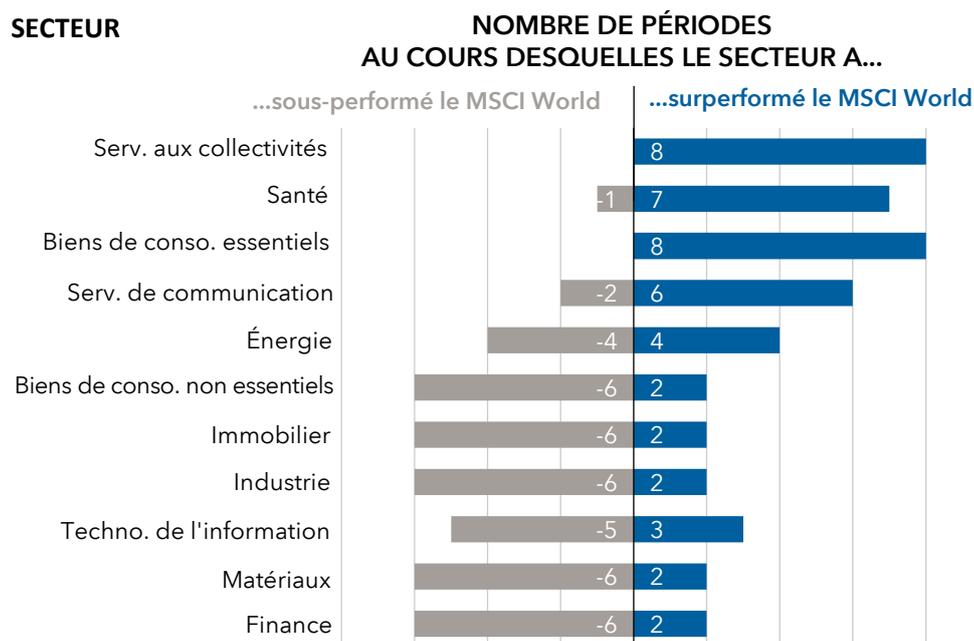
Au cours de ces derniers mois, la courbe 2-10 ans s'est brièvement inversée en avril, puis en juin, avant de plonger vers de nouveaux plus bas en juillet et, surtout, de rester inversée plus longtemps. Il n'y aurait donc rien de surprenant à ce que cette situation perdure, puisque la Fed va continuer à relever ses taux et que l'horizon économique continue de s'assombrir.

Investir en période incertaine : quelques principes

Comme mentionné plus tôt, il est difficile, voire impossible, de déterminer le moment propice pour acheter et vendre, en particulier pendant les épisodes de forte volatilité. Mais cela ne signifie pas pour autant qu'il faut rester les bras croisés. Ainsi les investisseurs ayant des positions en actions et en obligations devraient profiter du contexte actuel pour faire le point sur leur allocation d'actifs, laquelle peut avoir changé considérablement durant les phases de forte progression des marchés actions, et vérifier si leur portefeuille présente toujours une diversification suffisante.

Tous les segments du marché actions ne réagissent pas de la même manière durant les périodes de chocs économiques. Au cours des huit corrections les plus marquées survenues entre 1997 et 2022, certains secteurs de l'indice MSCI World ont en effet mieux résisté que d'autres - les biens de consommation essentiels, les services aux collectivités et le secteur de la santé ayant presque systématiquement surperformé. Les sociétés de ces secteurs versent souvent des dividendes appréciables, qui peuvent contribuer à procurer un rendement plus stable lorsque l'ensemble des marchés actions sont orientés à la baisse.

Malgré les corrections récentes, certains secteurs ont surperformé le reste du marché



Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs. À titre d'illustration uniquement. Les investisseurs ne peuvent pas investir directement dans un indice.

Illustration des huit baisses les plus importantes de l'indice MSCI World (rendement total) depuis 1997. Le marché baissier de 2022 (période prolongée caractérisée par une baisse des cours) étant encore d'actualité au 30 juin 2022, il est pris en compte dans l'analyse.

Sources : Capital Group, Factset.

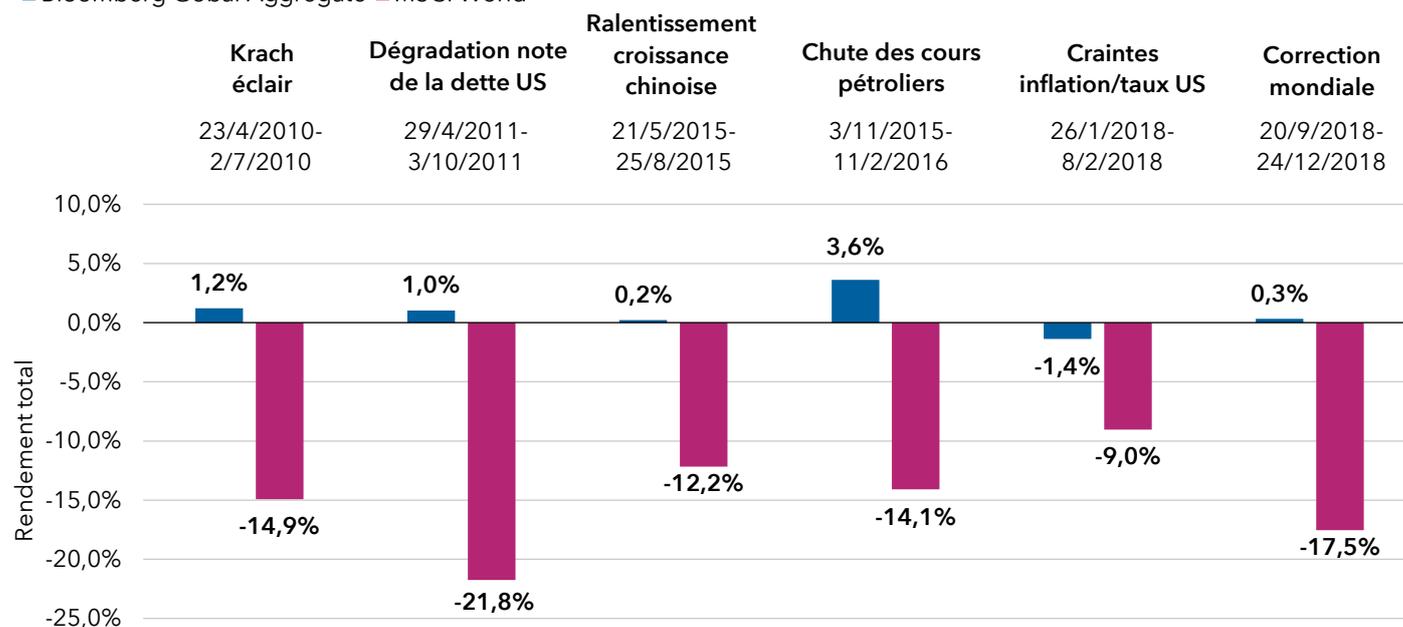
Avec les perspectives économiques qui s'assombrissent, les investisseurs devraient s'intéresser aux titres de sociétés affichant un bilan solide, des cash-flows stables et des perspectives de croissance à long terme, comme un moyen de les aider à braver les fluctuations du marché à court terme.

Par ailleurs, les obligations ont un rôle important à jouer lors d'une récession, car elles peuvent contribuer à stabiliser un portefeuille et à protéger le capital. La correction du premier semestre 2022 s'est révélée inhabituelle, en ce sens que les obligations ne se sont pas comportées comme des valeurs refuges : sous l'effet de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt, les marchés obligataires ont plongé dans le sillage des marchés actions, et la diversification n'a pu produire les bienfaits escomptés.

Rappelons toutefois qu'au cours de cinq des six corrections précédentes du marché actions entre 2010 et 2018, les marchés obligataires mondiaux (représentés par l'indice Bloomberg Global Aggregate) ont affiché des rendements positifs. Même pendant la correction généralisée de janvier-février 2018, au plus fort des craintes relatives à l'inflation américaine et à une remontée possible des taux, les obligations mondiales n'ont cédé que 1,4 %, contre 9 % pour l'indice actions MSCI World.

Face à des marchés actions en difficulté, les obligations de qualité ont démontré leur résilience

■ Bloomberg Global Aggregate ■ MSCI World



Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.

Résultats fondés sur le rendement total en USD. Source : Bloomberg. Toutes les corrections entre le 1^{er} janvier 2010 et le 31 décembre 2018.

Krach éclair : lorsque la valeur d'un marché s'effondre en un temps très court à cause du trading automatique.

Rétrogradation de la dette : les agences de notation (Moody's, Standard & Poor's, etc.) abaissent la note d'un émetteur lorsqu'elles considèrent qu'il est davantage susceptible de faire défaut sur sa dette.

Si, à l'approche d'une récession, il n'est pas forcément nécessaire de renforcer l'allocation obligataire d'un portefeuille, il peut toutefois être judicieux de vérifier si l'allocation d'actifs globale offre au moins certaines des quatre qualités obligataires suivantes : diversification par rapport aux actions, génération de revenu, préservation du capital et protection contre l'inflation.

Où en sommes-nous aujourd'hui ?

Bien que certains signes de ralentissement économique soient déjà visibles dans certaines régions du monde, nous pensons qu'aucune récession n'est à craindre avant fin 2022, voire début 2023. Aux États-Unis, l'inflation élevée ébranle fortement la confiance des ménages et rogne les bénéfices des entreprises, mais dans l'immédiat, la vigueur du marché de l'emploi continue de porter l'économie. Les situations diffèrent assurément à travers le monde. Par exemple, le Royaume-Uni est confronté à une envolée du coût de la vie, tandis que l'Europe est bien plus exposée au risque pesant sur l'approvisionnement en énergie du fait de sa dépendance vis-à-vis des hydrocarbures russes.

L'éventuelle survenue d'une récession dépendra du rythme et de l'ampleur des mesures prises par les banques centrales pour tenter de ramener l'inflation à leurs objectifs. La seule façon de briser la spirale de la hausse des salaires et des prix, en particulier aux États-Unis, consiste à favoriser une détente du marché du travail (c'est-à-dire de réduire l'écart entre la demande et l'offre). Or, compte tenu des perturbations engendrées par la pandémie, le taux de chômage devra probablement atteindre 5 ou 6 % avant d'entraîner une modération des hausses salariales. Une récession s'annonce donc quasiment inéluctable en 2023.

Et d'autres chocs géopolitiques (escalade de la guerre en Ukraine, apparition de nouveaux variants du Covid-19, etc.), qui sont encore plus difficiles à pronostiquer, pourraient encore accélérer les choses.

***Jared Franz** est économiste chez Capital Group, chargé de couvrir les marchés américain et latino-américains. Il possède 16 ans d'expérience dans le secteur de l'investissement et a rejoint Capital Group il y a 7 ans. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'université d'Illinois à Chicago et d'une licence de mathématiques de l'université Northwestern. Il est également membre du Forecasters Club of New York et de la National Association of Business Economics. Jared est basé à Los Angeles.*

***Darrell R. Spence** est économiste chez Capital Group. Il possède 29 ans d'expérience dans le secteur de l'investissement, cumulée intégralement au sein de Capital Group. Il est titulaire d'une licence d'économie de l'Occidental College (Los Angeles) qu'il a obtenue avec mention, et de la certification Chartered Financial Analyst®. Il est membre de la National Association for Business Economics. Darrell est basé à Los Angeles.*

Les déclarations attribuées à un individu représentent les opinions de ce dernier à la date de leur publication, et ne reflètent pas nécessairement le point de vue de Capital Group ou de ses filiales.

Avant d'investir, il convient de tenir compte des facteurs de risque suivants

- Le présent document n'a pas vocation à fournir un conseil d'investissement, ni à être considéré comme une recommandation personnalisée.
- La valeur des investissements et le revenu qu'ils génèrent ne sont pas constants dans le temps, et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer l'intégralité de leur mise initiale.
- Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.
- Si la devise dans laquelle vous investissez s'apprécie face à celle dans laquelle les investissements sous-jacents du fonds sont réalisés, alors la valeur de votre placement baissera. La couverture du risque de change vise à limiter ce phénomène, rien ne permet de garantir qu'elle sera totalement efficace.
- Les risques varient selon la stratégie et peuvent être associés à l'investissement dans les actifs obligataires, les instruments dérivés, les marchés émergents et/ou les titres à haut rendement (*high yield*). Les marchés émergents sont volatils et peuvent pâtir de problèmes de liquidité.

Le présent document est publié par Capital International Management Company Sàrl (« CIMC »), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, à titre d'information uniquement. CIMC est régie par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et est filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). La société Capital Group s'efforce d'obtenir des informations de sources réputées fiables. Toutefois, elle ne peut certifier ni garantir leur exactitude, leur fiabilité ou encore leur caractère exhaustif. Le présent document n'a pas vocation à être complet ni à fournir un conseil d'investissement, fiscal ou autre.

En Suisse, le présent document est publié par Capital International Sàrl (société agréée et régie par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)), filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group).

© 2022 Capital Group. Tous droits réservés. **CR-424341 STR BE CH FR LU (FR) P**