



Counterpoint Weekly 11–17 avril 2022

Courbe des taux et récession : mythe et réalité

Daniele Antonucci
Chief Economist
& Macro Strategist

Thomas Bilbé
Equity Strategist

Philip Odum
Macro Strategist

Philipp Schöttler
Cross-Asset Strategist

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

On observe actuellement une inversion de certains segments de la courbe des rendements des bons du Trésor américain. Alors que ce phénomène sonne comme un avertissement pour les investisseurs, la réalité est plus nuancée. Nous examinons ce que cela signifie en termes de probabilité de récession aux États-Unis, ainsi que pour les performances des actions et des autres classes d'actifs.

Ce qu'il faut savoir

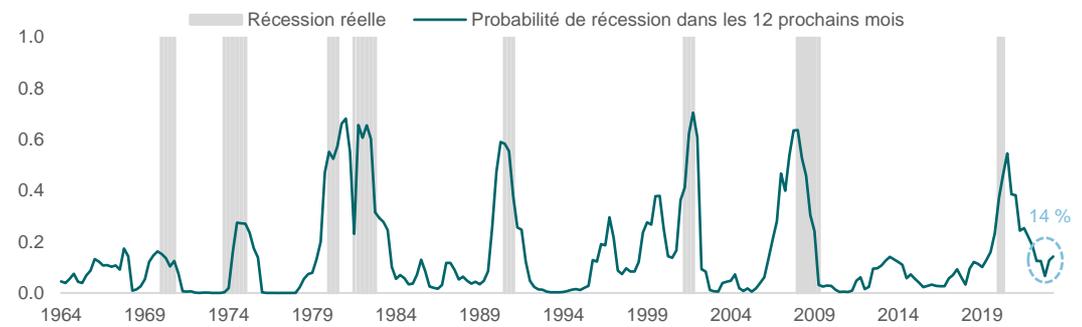
- Nous estimons que l'inversion de la courbe des bons du Trésor au niveau de certaines échéances implique une probabilité de récession aux États-Unis de 14 % au cours des 12 prochains mois. Bien que notre scénario de référence ne soit pas celui d'une récession, ce chiffre est globalement conforme (voire légèrement inférieur) à la probabilité associée à notre scénario baissier. Cette probabilité augmente certes à plus long terme mais les bilans des banques centrales ont pu brouiller ce signal.
- Lorsque l'inévitable contraction économique se produira, elle devrait selon nous être relativement modérée car les États-Unis n'affichent pas les déséquilibres généralement associés aux profondes récessions. Notre analyse montre également qu'une inversion de la courbe des taux américains n'est pas un indicateur fiable de la performance des marchés actions. La performance moyenne des actions reste attrayante (18 %) entre la date d'inversion et le point culminant du marché. Lorsque le marché finit par se replier, les secteurs défensifs tendent à être privilégiés et les pertes sont moins marquées pour les titres de meilleure qualité.
- À l'instar des actions américaines, les obligations américaines à haut rendement continuent généralement d'afficher de bonnes performances 12 mois après la première inversion de la courbe. Tactiquement, nous surpondérons les actions américaines, les obligations asiatiques à haut rendement et les obligations souveraines des marchés émergents par rapport aux emprunts d'État et aux obligations Investment Grade. La hausse des rendements des bons du Trésor américain vient étayer notre positionnement de sous-pondération de la durée. Nous surpondérons aussi les actions des marchés émergents par rapport aux actions mondiales.

Suite à la récente inversion de certains segments de la courbe des taux des bons du Trésor américain, la question de savoir si les investisseurs doivent redouter une récession imminente fait débat. Pour mieux comprendre ce qui se passe réellement, nous examinons dans ce document les signaux qui ressortent de cette courbe afin de déterminer la probabilité et le timing de la récession que le marché obligataire anticipe. Concrètement, nous modélisons la probabilité que l'économie américaine entre en récession au cours des 3, 6, 12, 18 prochains mois et ainsi de suite, telle qu'impliquée par les différents segments de la courbe des taux. Les courbes de taux se montrent relativement efficaces pour anticiper les récessions, mais des variations existent sur base des horizons et des segments de la courbe. Du fait de la forte pente en début de courbe et de son aplatissement voire de son inversion sur la partie à plus longue échéance, les différents segments impliquent différentes probabilités de récession.

Figure 1 : Modèle Quintet de probabilité de récession aux États-Unis sur les 12 prochains mois

En combinant les signaux émanant des différents segments de la courbe des bons du Trésor, on obtient des risques de récession d'ici un an encore relativement faibles, mais croissants.

Les rendements à plus court terme ont tendance à représenter les attentes des investisseurs quant à l'évolution des politiques des banques centrales dans un avenir proche



Source : Quintet, Réserve fédérale pour les périodes de récession aux États-Unis (zones grisées)

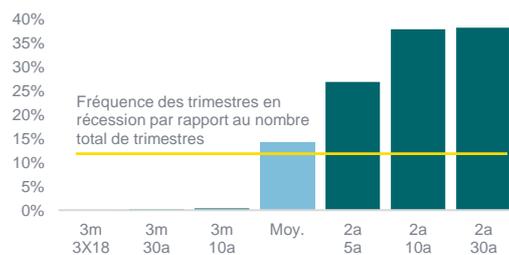
Nous utilisons plusieurs versions de la courbe des taux, comme la différence entre les rendements nominaux des bons du Trésor à 10 ans et à 2 ans, l'écart entre les taux à 10 ans et à 3 mois et plusieurs autres indicateurs permettant de déterminer les probabilités de récession. Nous les regroupons ensuite en une seule probabilité, en pondérant chaque modèle selon ses performances statistiques. Notre modèle composite indique que la probabilité d'une récession aux États-Unis (quelle qu'en soit la forme, y compris une contraction marginale du PIB seulement pendant deux trimestres consécutifs) est pour ainsi dire négligeable au cours des trois à six prochains mois, atteignant environ 14 % dans un an et doublant l'année suivante. Parallèlement à notre analyse fondamentale de la situation, cette statistique est l'une des raisons pour lesquelles notre scénario de référence n'est pas celui d'une récession américaine sur notre horizon d'allocation d'actifs tactique (6-12 mois).

Que nous dit la courbe des taux sur les risques de récession ?

Les probabilités induites par la plupart des segments de la courbe que nous examinons indiquent un très faible risque de récession au cours des six prochains mois et un risque un peu plus élevé au cours des 12 prochains mois. La première partie de la courbe, fortement inclinée, n'implique quasiment aucun risque de récession, tandis que les probabilités de récession implicites les plus élevées sont celles que l'on observe sur les segments plats ou inversés de la courbe. La courbe des taux suit généralement une pente ascendante, de sorte qu'un rendement fixe plus élevé est obtenu en prêtant des capitaux sur de plus longues périodes. Les rendements à plus court terme ont tendance à représenter les attentes des investisseurs quant à l'évolution des politiques des banques centrales dans un avenir proche. Les échéances plus longues représentent les meilleures estimations des investisseurs quant à l'évolution de l'inflation, de la croissance et des taux d'intérêt à moyen et long terme.

Figure 2 : Quelle est la probabilité de récession sur la base de la courbe des taux ?

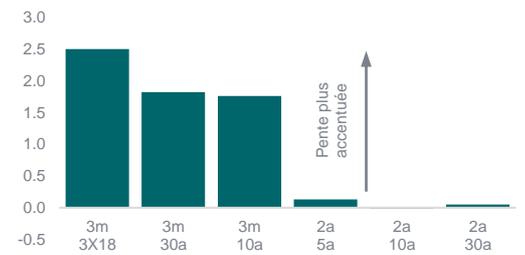
Au cours des 12 prochains mois, la probabilité de récession aux États-Unis est d'environ 14 %, mais avec de fortes variations autour de cette moyenne



Source : Quintet, Réserve fédérale, Refinitiv, Bloomberg

Figure 3 : Quel segment de la courbe des taux américains est/n'est pas inversé ?

Chose inhabituelle, la partie courte de la courbe des bons du Trésor reste assez inclinée, tandis que la partie longue est plus ou moins plate, voire inversée



Source : Quintet, Réserve fédérale, Refinitiv, Bloomberg

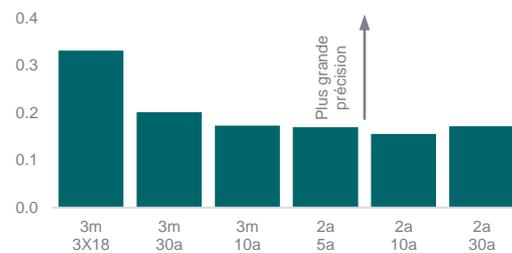
Lorsque les attentes en matière de croissance et d'inflation diminuent, les rendements des obligations à plus longue échéance ont tendance à se rapprocher de ceux des obligations à plus courte échéance, dans la mesure où les investisseurs obligataires misent sur une stimulation des dépenses

Si une récession devait survenir, nous pensons qu'elle serait probablement modérée au regard du passé

par les banques centrales en abaissant les coûts d'emprunt. Lorsque la courbe s'inverse (autrement dit lorsque les rendements obligataires à court terme sont plus élevés que ceux à long terme), les investisseurs y voient parfois un signe de récession à venir. Mais la meilleure indication provient des segments de la courbe qui, actuellement, ne sont pas inversés dans la mesure où ils sont concentrés sur la partie à court terme de la courbe. Ces données sont potentiellement plus instructives car elles reflètent les attentes du marché concernant l'évolution du taux directeur à plus court terme et sont moins faussées par les bilans des banques centrales, lesquels ont tendance à faire baisser les rendements obligataires à long terme dans une plus large mesure lorsque les banques centrales achètent des obligations, et vice versa lorsqu'elles cessent de le faire.

Figure 4 : Quelle courbe est la plus à même d'anticiper les récessions sur la base de sa valeur statistique ?

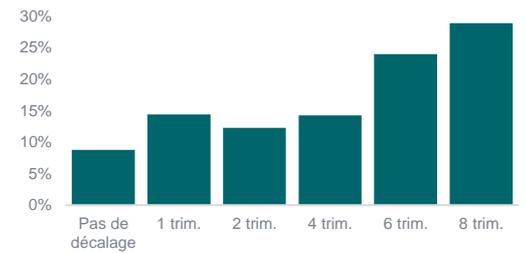
Les segments de courbe qui ne sont pas inversés et qui signalent actuellement de faibles risques de récession sont historiquement des indicateurs légèrement plus fiables



Source : Quintet

Figure 5 : Comment les probabilités de récession fondées sur la courbe des taux évoluent-elles selon les horizons ?

Les probabilités de récession sont faibles sur un an, puis elles augmentent l'année suivante, mais le risque semble moins prononcé à plus long terme



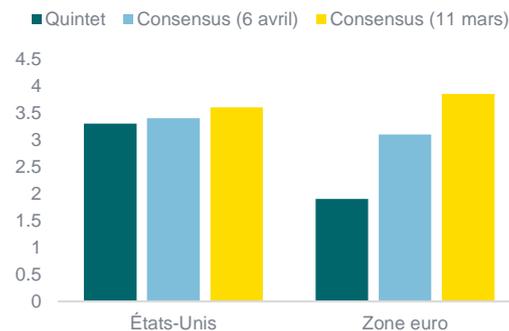
Source : Quintet

Comment nos perspectives macroéconomiques reflètent-elles les risques qui pèsent sur la croissance ?

Il est important de noter que les modèles fondés sur la courbe des taux ne fournissent pas d'estimations des probabilités de récession sur base des fondamentaux économiques. Ils reflètent au contraire le risque de récession tel qu'il est anticipé par le marché obligataire, que ce risque finisse ou non par se concrétiser. Ces modèles suggèrent que les risques de récession, même s'ils demeurent relativement faibles, augmentent aux États-Unis et qu'ils pourraient d'ici 18 mois être plus élevés que lors d'une année ordinaire. Si une récession devait se produire, nous pensons qu'elle serait probablement modérée par rapport aux récessions passées, dans la mesure où les États-Unis ne présentent pas les déséquilibres financiers majeurs qui, généralement, tendent à amplifier les contractions économiques. Pour refléter ces risques, nous avons néanmoins récemment réduit nos prévisions de croissance (qui sont désormais inférieures au consensus) de façon modérée pour les États-Unis, où notre Indicateur de Cycle d'Investissement reste en expansion, et de façon marquée pour la zone euro.

Figure 6 : Prévisions de croissance du PIB en 2022 (%)

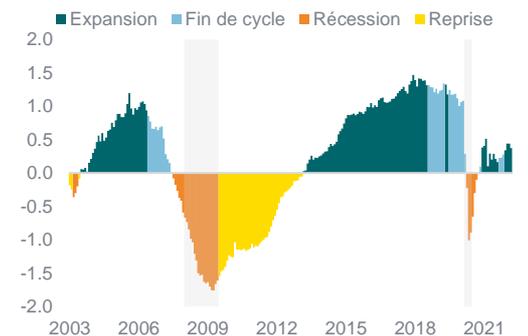
Nos prévisions sont légèrement inférieures à celles du consensus pour les États-Unis, et nettement inférieures en ce qui concerne la zone euro



Source : Quintet, Bloomberg

Figure 7 : Indicateur de cycle aux États-Unis (score z, %)

Les données continuent d'indiquer un rythme d'expansion économique relativement soutenu

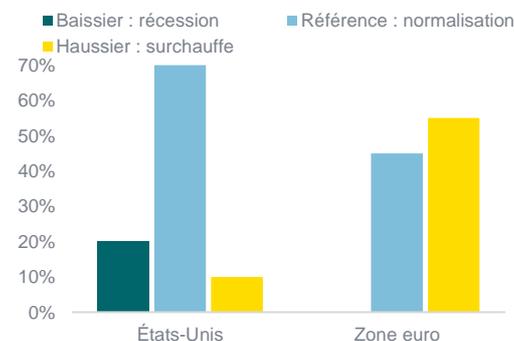


Source : Quintet, NBER pour les périodes de récession aux États-Unis (zones grisées)

Par ailleurs, nous avons récemment modifié la balance des risques affectants la croissance et pensons que le scénario baissier d'une récession américaine (20 %) sur 12 mois est plus probable que le scénario haussier d'une surchauffe (10 %). En d'autres termes, la probabilité d'une absence de récession reste la plus élevée (80 %). Cela inclut la probabilité de récession sous toutes ses formes, y compris les plus légères. Dès lors, cela signifie que la probabilité d'une profonde récession est, selon nous, nettement inférieure à 20 %. Pour tester nos hypothèses, nous avons également évalué l'impact de l'envolée des prix des matières premières et des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement au moyen de divers modèles économétriques. La figure 9 montre l'impact d'un baril de pétrole à 130 USD pendant un an, d'une augmentation de 50 % des prix du gaz, d'un rationnement de 50 % du gaz en provenance de Russie et d'autres tensions sur les matières premières et la chaîne d'approvisionnement.

Figure 8 : Balance des risques pour la croissance du PIB aux États-Unis et dans la zone euro (probabilité)

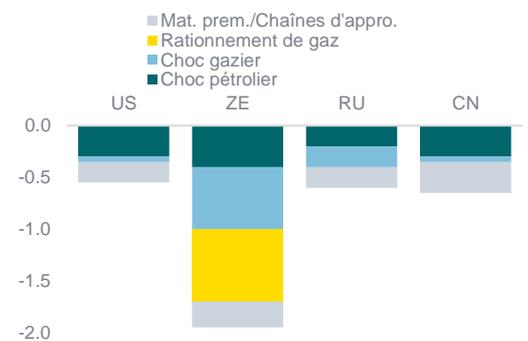
Les risques sont orientés à la baisse sur les 12 prochains mois



Source : Quintet

Figure 9 : Impact des chocs sur la croissance du PIB (écart en point de pourcentage par rapport au niveau de référence)

Les États-Unis sont beaucoup moins vulnérables que la zone euro



Source : Calculs de Quintet, OCDE, BCE, FMI, Goldman Sachs, Refinitiv

Notre analyse montre qu'une inversion de la courbe des taux américains n'est pas un indicateur fiable de la performance des marchés actions

Qu'implique la courbe des taux pour le marché actions ?

Notre analyse montre qu'une inversion de la courbe des taux américains n'est pas un indicateur fiable de la performance des marchés actions. Par le passé, la trajectoire et l'ampleur des performances des marchés actions après une inversion de courbe ont été très variables. Comme le montre le tableau de la figure 10, il faut en moyenne environ 13 mois après une inversion de la courbe des taux pour que les marchés actions atteignent leur nouveau sommet. De plus, la performance moyenne des actions reste attrayante (18 %) entre la date d'inversion et le point culminant du marché. L'autre élément qui ressort de l'analyse des données est la grande variabilité du moment auquel le marché atteint son niveau plancher. Après l'inversion de la courbe précédant la « bulle Internet » (2000) et la crise financière mondiale (2005-2006), le marché a été victime de baisses importantes et prolongées. En comparaison, au cours de nombreuses autres périodes (1978, 1982, 1989 et 2019), le marché n'a enregistré qu'une courte et forte baisse avant de se redresser.

Figure 10 : Performance du marché actions américain après la première inversion de la courbe des bons du Trésor américain

Des performances qui restent attrayantes après les inversions de courbe et, lorsqu'elles se produisent, une grande variabilité en termes de correction

Taux US 10 ans moins 2 ans				
Date de l'inversion	Nb de mois avant sommet	Perf. entre inversion et sommet	Nb de mois avant plancher	Correction maximale
1978	18	11%	20	-11%
1980	2	7%	22	-19%
1982	21	43%	30	-10%
1988	18	30%	22	-15%
1989	10	4%	14	-15%
2000	6	7%	36	-44%
2005	22	22%	36	-43%
2006	16	23%	33	-51%
2019	5	13%	7	-19%
Moyenne	13	18%	24	-25%

Source : Quintet, Kenneth French Data Library, Robert Shiller Online Library, Réserve fédérale, Bloomberg ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

En approfondissant notre analyse, nous constatons que les conclusions ne dépendent pas des segments de courbe sélectionnés. La figure 11 présente les mêmes données sur la base de différents segments de la courbe des taux, à court et long terme. Quelle que soit la courbe retenue, la probabilité d'un repli imminent n'est pas plus élevée et tous nos calculs montrent que les performances des actions restent en moyenne attrayantes après l'inversion.

Le constat est clair : lorsque le marché se replie, les secteurs défensifs tendent à être privilégiés

Figure 11 : Performance du marché actions américain après la première inversion de différents segments de la courbe des bons du Trésor américain

Les différentes courbes de taux utilisées continuent de révéler des performances attrayantes entre l'inversion de la courbe et le prochain sommet ou pic du marché

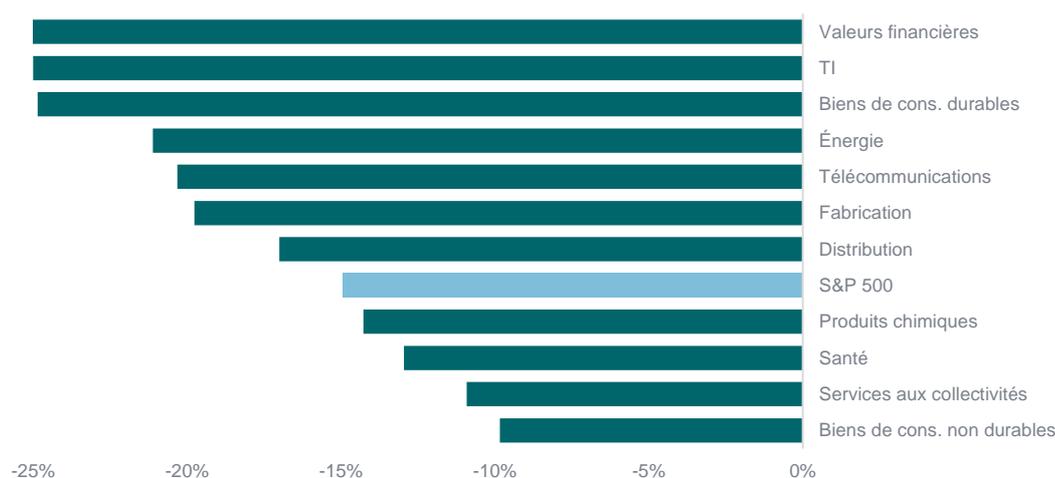
Courbe des taux	Nb de mois avant sommet	Perf. entre inversion et sommet	Nb de mois avant plancher	Perte maximale
10 ans moins 2 ans	13	18%	24	-25%
10 ans moins 3 mois	13	18%	26	-29%
Taux à 18 mois 3 mois moins 3 mois	15	27%	26	-26%

Source : Quintet, Kenneth French Data Library, Robert Shiller Online Library, Réserve fédérale, Bloomberg ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Au-delà des chiffres agrégés, nous pouvons également examiner des divergences dans les performances sectorielles après un phénomène d'inversion. Nous nous intéressons principalement à la statistique relative au repli, c'est-à-dire à la performance entre sommet et plancher de performance, car elle n'est pas influencée par le moment où se produit la correction. La figure 12 présente une comparaison du repli moyen de chaque secteur jusqu'à deux ans après l'inversion. Le constat est clair : lorsque le marché se replie, les secteurs défensifs comme les services aux collectivités, les biens de consommation non-durables et la santé tendent à être privilégiés par rapport aux secteurs plus cycliques comme l'énergie, les valeurs financières, la technologie et les biens durables.

Figure 12 : Repli moyen par secteur après inversion de la courbe 10 ans moins 2 ans (depuis 1978)

Lorsque le marché se replie, les secteurs défensifs, qui affichent généralement des pertes moins marquées, ont tendance à être privilégiés



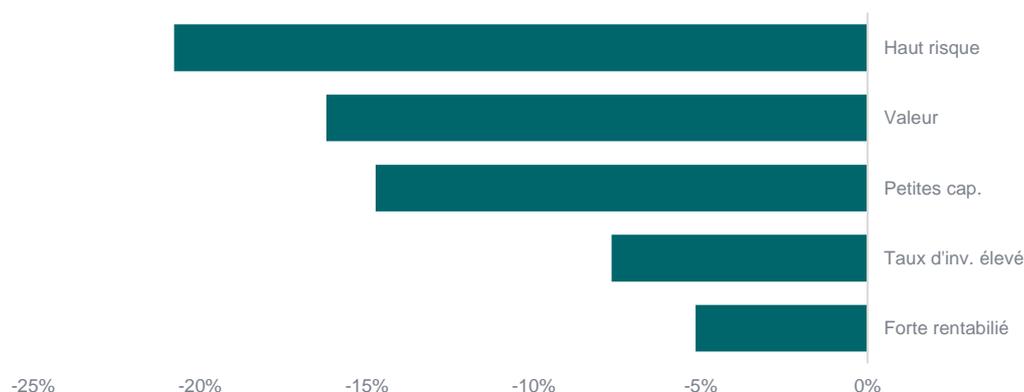
Source : Quintet, Kenneth French Data Library, Robert Shiller Online Library, Réserve fédérale, Bloomberg ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Une autre façon d'examiner les marchés actions passe par l'analyse des « styles », autrement dit à regrouper les actions en fonction de divers attributs, par exemple en comparant les petites entreprises aux grandes. Notre analyse de la performance par style révèle une image plus ou moins cohérente avec notre analyse des performances sectorielles : les catégories de valeurs plus risquées, comme les « titres à haut risque », les « petites capitalisations » et les titres « valeur »

(actions sous-côtées), enregistrent toutes de fortes pertes après une inversion de la courbe. À l'inverse, les pertes sont nettement moins importantes pour les actions d'entreprises de qualité supérieure présentant des taux d'investissement élevés et une plus grande rentabilité.

Figure 13 : Repli moyen par style après inversion de la courbe 10 ans moins 2 ans (depuis 1978)

Les pertes sont nettement moins importantes pour les titres de qualité supérieure présentant des taux d'investissement élevés et une plus grande rentabilité



Source : Quintet, Kenneth French Data Library, Robert Shiller Online Library, Réserve fédérale, Bloomberg ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Enfin, nous cherchons à savoir si une courbe de rendement inversée peut permettre d'expliquer l'évolution des attentes en matière de croissance des bénéficiaires. Si les acteurs du marché voyaient dans la courbe des taux un moteur clé de la croissance mondiale, les prévisions de bénéfices devraient en principe être revues à la baisse après une période d'inversion. Or ce n'est pas le cas : une inversion de la courbe des taux n'a pas d'impact significatif sur les perspectives de bénéfices d'un secteur en particulier ou du marché en général. En outre, on observe que le niveau de la courbe des taux est un facteur négligeable dans les perspectives en matière de bénéfices attendus.

Ce qu'il faut retenir ici, c'est que la courbe des taux n'est pas un indicateur fiable pour estimer quand le marché va se replier ou d'évolution des perspectives en matière de bénéfices. Après une inversion, si une récession survient, ce sont les secteurs et les styles plus risqués qui sont les plus susceptibles de subir des pertes plus marquées. Toutefois, à lui seul, cet indicateur ne suffit pas. C'est pourquoi nous analysons un large éventail de variables lors de la définition de notre allocation sectorielle, en privilégiant les perspectives financières de chaque secteur et en attribuant une faible pondération à un ensemble plus large d'indicateurs macroéconomiques.

Comment les différentes classes d'actifs performant-elles après une inversion de la courbe des taux ?

Au-delà des actions, notre conclusion reste la même quant à sa faible capacité à permettre d'anticiper les décisions en matière d'allocation d'actifs tactique. La figure 14 présente les performances des classes d'actifs dans les 12 mois suivant la première inversion de la courbe des taux (courbe 10 ans moins 2 ans). À l'instar des actions américaines, les obligations américaines à haut rendement continuent généralement d'afficher de bonnes performances sur cet horizon. Les données sont plus mitigées pour les autres classes d'actifs. L'or, par exemple, progresse souvent dans le sillage des inversions de courbe. Mais dans deux cas (sur trois) où les actions ont reculé, l'or a dévié de concert au lieu d'offrir une protection (1980 et 2000).

Ce qu'il faut retenir, c'est que la courbe des taux n'est pas un indicateur fiable du moment où le marché va se replier ou d'anticipation des perspectives en matière de bénéfices

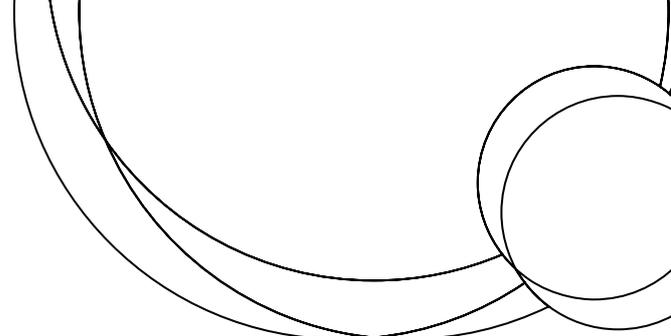
Figure 14 : Performance des différentes classes d'actifs dans les 12 mois suivant la première inversion de la courbe des bons du Trésor à 10 ans moins 2 ans

Les actions et les obligations à haut rendement continuent généralement d'afficher de bonnes performances après la première inversion de la courbe, même si les données varient considérablement selon la période et la classe d'actifs

	Actions US	Obligations US à haut rendement	Rendement des BdT à 10 ans	Or (en USD)	EUR/USD
1978	8%	n.d.	0,9%	51%	6%
1980	-3%	n.d.	4,0%	-36%	-24%
1982	26%	n.d.	-3,3%	29%	-12%
1988	30%	1%	-1,2%	-2%	4%
1989	-5%	-5%	0,6%	8%	24%
2000	-11%	3%	-1,5%	-9%	-4%
2005	15%	12%	0,3%	23%	11%
2006	20%	12%	-0,1%	5%	6%
2019	23%	5%	-0,8%	29%	9%

Source : Quintet, Bloomberg ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Dans le cadre de notre allocation d'actifs tactique, nous conservons un appétit modéré pour le risque en surpondérant les actions américaines, les obligations asiatiques à haut rendement et les obligations souveraines des marchés émergents par rapport aux emprunts d'État et aux obligations Investment Grade. Nous surpondérons également les actions des marchés émergents par rapport aux actions mondiales. La hausse récente des rendements a soutenu la performance de nos sous-pondérations des obligations et de la durée, tandis que les actifs à plus haut risque ont commencé à mieux se comporter depuis la mi-mars.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Quintet Danmark (Danemark) et Quintet Luxembourg (Luxembourg). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 11 avril 2022 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Tous droits réservés.