

Vous souvenez-vous de la récession de 2023 ?

Par Jules Stevens & Marc Stevens



Jules Stevens
Senior Portfolio Manager



Marc Stevens
Représentant légal

Le climat d'incertitude qui règne sur les marchés boursiers est permanent. Soit l'économie se porte bien et les gens craignent un ralentissement, soit l'économie se porte mal et les gens doutent des perspectives de reprise. Au cours de l'été 2024, l'attention s'est déplacée de l'inflation vers les craintes de récession et de chômage. Le Graphique 1 montre que ces craintes provenaient principalement des États-Unis. Depuis le début de l'année 2024, l'inflation y a baissé de 3,1 % à 2,5 % en septembre, indiquant que le pouvoir de fixation des prix des agents économiques s'atténue en raison d'une diminution de la demande.

Logiquement, ce ralentissement conjoncturel s'accompagne d'une légère hausse du chômage, passant concrètement de 3,7 % (niveau de quasi plein emploi) à 4,2 %. Les hausses drastiques des taux d'intérêt, de 0,25 % en février 2022 à 5,5 % en juillet 2023, ont donc produit l'effet escompté. La FED a réussi à ralentir l'inflation sans provoquer de récession, un phénomène atypique dans l'histoire économique, puisque toutes les récessions passées ont été causées par une politique monétaire trop restrictive de la FED. Certes, la FED est intervenue un peu

tard en février 2022, ayant d'abord jugé que la poussée inflationniste depuis mars 2021 était transitoire, mais elle a agi de manière décisive plus tard dans l'année, évitant ainsi de répéter l'erreur dramatique des années 1970.

Cependant, dans le passé, une lutte drastique contre l'inflation galopante a invariablement conduit à de fortes hausses des taux d'intérêt, dont l'impact restrictif a, à son tour, provoqué une récession, entraînant ainsi une forte hausse du chômage.

Vous souvenez-vous de la récession de 2023 ? Non, et à juste titre, car elle n'a jamais eu lieu. Pourtant, elle avait été largement prédite sur la base des expériences passées. Jusqu'à présent, cette récession ne s'est pas matérialisée, et comme la flambée inflationniste semble avoir été largement maîtrisée, l'attention des investisseurs et des banques centrales se porte désormais sur le chômage. Pour la BCE et la Fed, le moment est venu de réduire les taux d'intérêt. La BCE a déjà commencé en juin 2024, et la Fed a également abaissé ses taux de 50 points de base en septembre.

Graphique 1 : Taux de chômage et inflation (%)

Source : Bloomberg 11/9/2024

● Chômage ● Inflation

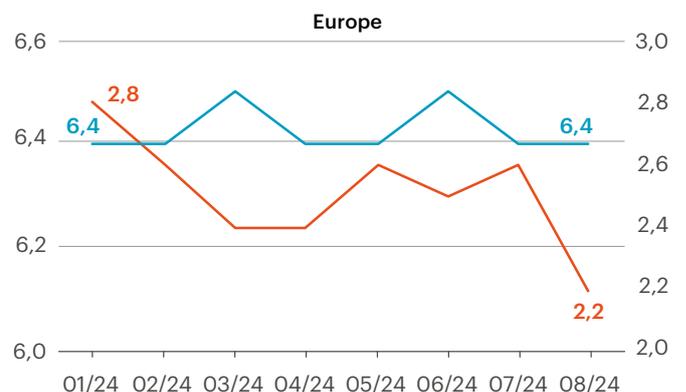
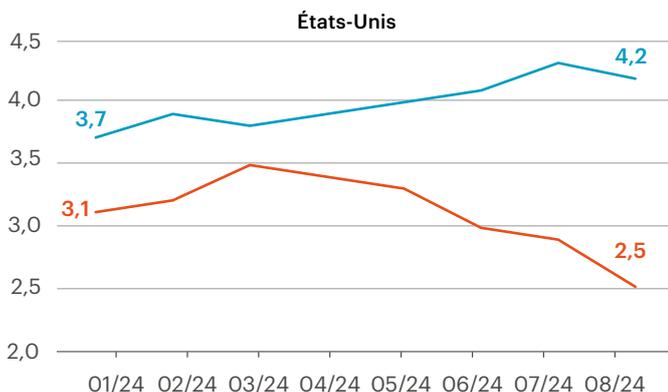




Image: David Paul Morris/Bloomberg

RÈGLE DE SAHM

Ce changement d'orientation n'est pas survenu de manière inattendue, mais il a pris de l'ampleur le 2 août 2024, lorsque le taux de chômage aux États-Unis est passé de 4,1 % à 4,3 %.

Selon la règle de Sahn, une augmentation d'au moins 0,5 % du taux de chômage moyen sur trois mois par rapport à la moyenne des douze mois précédents signale une récession imminente.

- Une récession est définie comme une période d'au moins deux trimestres consécutifs de croissance économique négative. Le Graphique 2 illustre l'application de la règle de Sahn par rapport aux récessions passées. Un schéma se dessine :
- (Orange) : Deux trimestres de croissance négative du PIB surviennent.
- (Vert) : La croissance négative du PIB se poursuit et la règle de Sahn est activée.
- (Bleu) : La croissance négative du PIB s'arrête, mais la règle de Sahn reste active.

Cela s'explique par le fait que, contrairement aux indicateurs de confiance qui sont tournés vers l'avenir, le chômage est un indicateur retardé. En effet, les licenciements ne commencent généralement qu'après une détérioration significative de l'activité économique.

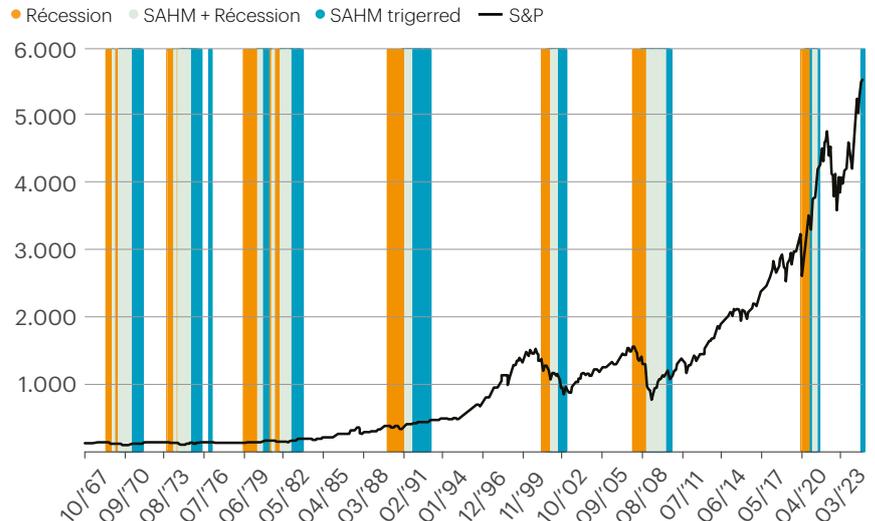
Le fait que la règle de Sahn ait été déclenchée en août 2024 sans qu'il y ait eu auparavant deux trimestres consécutifs de croissance négative du PIB est exceptionnel selon les normes historiques. Une explication possible est que la hausse du taux de chômage ne résulte pas d'une augmentation significative du nombre de chômeurs, mais plutôt de l'entrée de nouveaux participants sur le marché du travail, notamment via l'immigration. Cela semble effectivement être le cas, car la population active américaine a continué de croître tout au long de l'année 2024.

Règle de Sahn

Selon la règle de Sahn, une augmentation du taux de chômage moyen sur trois mois d'au moins 0,5 % par rapport à la moyenne sur douze mois annonce une récession imminente.

Graphique 2 : Règle de Sahn, récession du PIB et S&P 500 (octobre 1967 - août 2024)

Source : St Louis FED, Bloomberg 13/9/2024



Le taux de chômage peut augmenter en raison d'un affaiblissement de l'économie (les gens perdent leur emploi, terminent un contrat temporaire ou démissionnent), mais il peut également croître pour des raisons neutres, lorsque l'offre de nouveaux entrants sur le marché du travail dépasse la demande. Depuis août 2023, le taux de chômage est passé de 3,8 % à 4,2 % en août 2024, soit une augmentation de 10,52 %. Le nombre total de chômeurs a, quant à lui, augmenté de 12 % sur la même période. La question est de savoir si cette hausse est due à des facteurs négatifs ou neutres. Le Graphique 3 présente les différentes

catégories de chômeurs et leur évolution comparée. Lorsque nous commençons à calculer la croissance de chaque catégorie, nous procédons comme suit :

	Août 23 - 24
Chômeurs et personnes ayant terminé un emploi temporaire	+ 13,0 %
Personnes ayant quitté le marché du travail	+ 5,1 %
Personnes en statut de réinsertion	+ 10,4 %
Nouveaux entrants	+ 21,3 %

Il apparaît clairement que le nombre de nouveaux entrants sur le marché du travail a augmenté de manière significative. Il

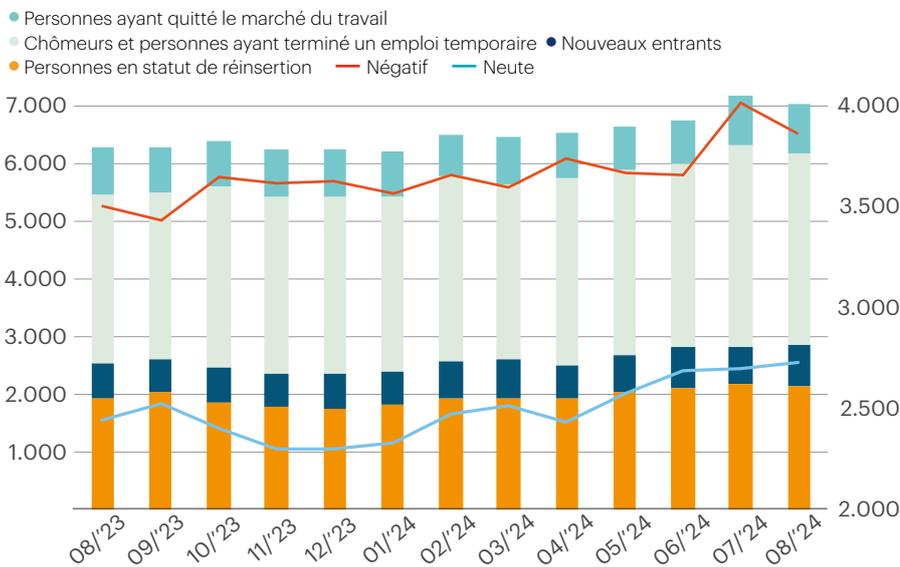
convient toutefois de noter que lorsque la règle de Sahm a été déclenchée, sur la base des données du chômage de juillet 2024, le nombre de « chômeurs et de personnes ayant terminé un emploi temporaire » a également fortement augmenté, ce qui semble être un signe plutôt négatif. En somme, il y a des aspects à la fois positifs et négatifs à considérer. Même si nous pensons qu'un atterrissage en douceur est plus que probable, nous ne pouvons pas exclure complètement le risque d'une récession. L'économie n'est pas une science exacte, et les économistes qui prétendent le contraire manquent de réalisme. Claudia Sahm, l'inventrice de la règle de Sahm, a elle-même déclaré que depuis le début de l'année 2024, le marché du travail se refroidissait trop fortement. Pour cette raison, elle juge qu'une baisse de taux de 50 points de base est préférable à celle de 25 points de base, comme ajustement pour freiner le ralentissement sur le marché du travail.

La relation entre la règle de Sahm et une récession est statistiquement prouvée et fondamentalement compréhensible.

Mais qu'est-ce que cela signifie pour les marchés boursiers ? Le Graphique 4 indique que le S&P 500, après avoir déclenché la règle de Sahm, a atteint un

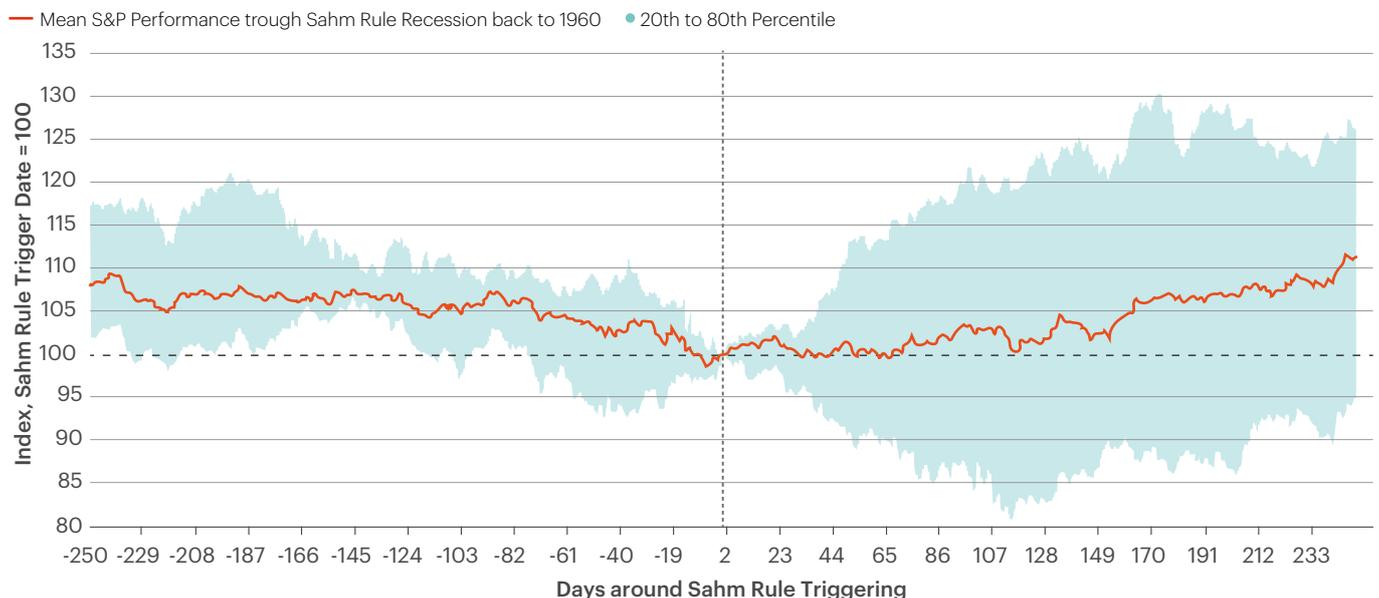
Graphique 3 : Marché du travail aux États-Unis

Source : US Bureau of Labor Statistics



Graphique 4 : Règle de Sahm et rendements de l'indice S&P

Source : St Louis FED, S&P Global, Macrobond



point bas. Sous le 20e centile, le S&P évolue de -20 % après environ 107 jours. Mais en dessous du 80e percentile, le S&P affiche un rendement de 30 % après environ 180 jours. Cela signifie qu'après le déclenchement de la règle de Sahn, les marchés boursiers augmentent en moyenne. En conclusion, le marché boursier est tourné vers l'avenir et le déclenchement de la règle de Sahn n'est pas une raison pour paniquer.

BAISSE DES TAUX D'INTÉRÊT

D'après les éléments précédents, nous concluons qu'il est temps d'alléger les politiques restrictives en adoptant une approche plus neutre, notamment par une réduction des taux d'intérêt. Cela offrirait un certain soutien à l'économie – et donc aux marchés boursiers – tant que le cycle économique actuel reste positif et qu'aucune récession ne se profile à l'horizon.

En moyenne, le S&P 500 baisse d'environ 15 % dans les 12 mois suivant une première baisse de taux, lorsque survient une récession (voir Graphique 5). À l'inverse, en l'absence de récession, on observe généralement une hausse des prix de plus de 10 %. Ces tendances sont claires, mais seul l'avenir nous dira avec certitude quel scénario se concrétisera.

Dans les mois à venir, notre attention restera centrée sur l'évolution du chômage, qui demeure historiquement bas pour une période marquée par une première baisse des taux. Ce faible taux de chômage actuel offre un certain confort à la Fed, car plus le chômage est élevé, plus la marge d'erreur est réduite.

De plus, le Graphique 6 montre que dans les mois précédant une première baisse des taux, le chômage tend généralement à diminuer, alors qu'il a récemment augmenté. Cela place la Fed dans une position avantageuse, puisqu'elle peut réagir à un chômage déjà en hausse, contrairement aux périodes précédentes où elle devait anticiper une augmentation future du chômage.

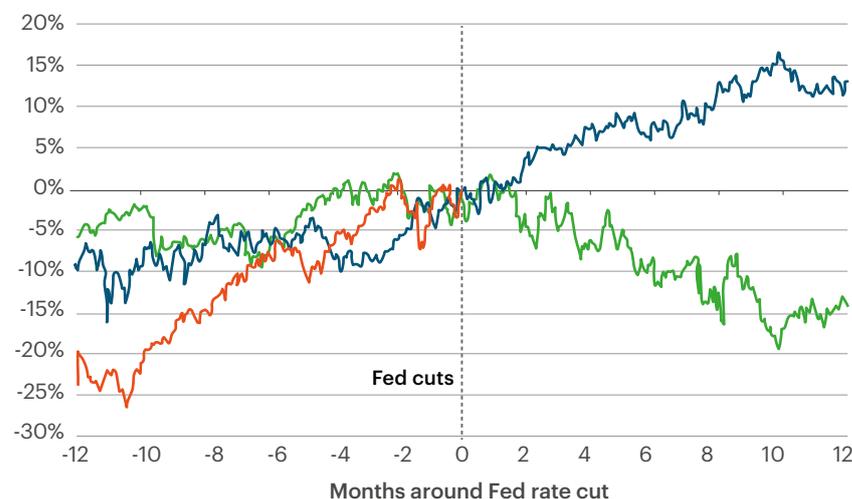
Le chômage étant un indicateur retardé, les entreprises ne licencient que lorsque l'activité économique a déjà fortement diminué, c'est-à-dire une fois la récession commencée. La situation actuelle est donc atypique à ce niveau.



Graphique 5 : Évolution du prix du S&P autour de la première baisse de taux

Source : Goldman Sachs Global Investment Research

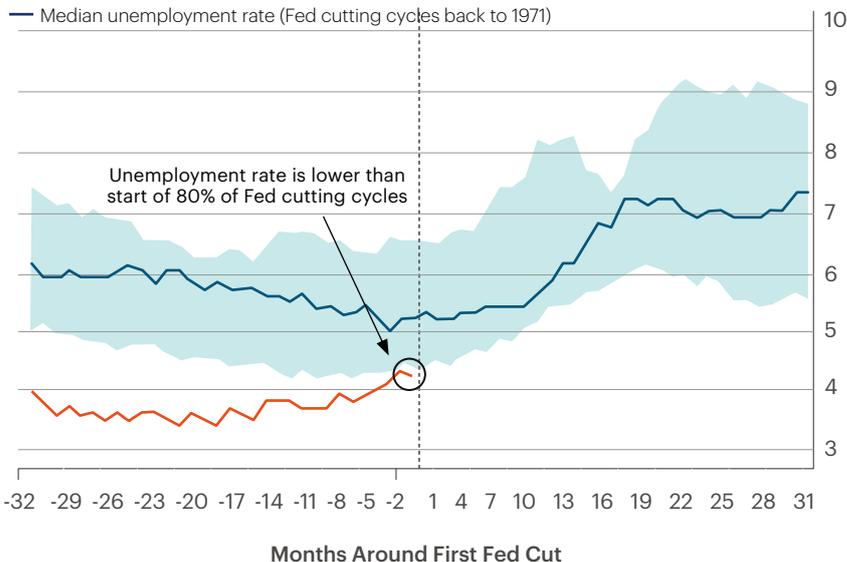
- Current (indexed as if first Fed cut was today)
- Median when economy avoids recession during next 12 months (n=5)
- Median when economy enters recession within 12 months (n=3)



Graphique 6 : Taux de chômage au moment de la baisse des taux d'intérêt

Source : RBC, Bloomberg

- Unemployment rate today
- 20th to 80th percentile
- Median unemployment rate (Fed cutting cycles back to 1971)



Il reste donc à déterminer dans quelle mesure les banques centrales doivent réduire leurs taux d'intérêt. L'aspect délicat d'un changement de politique de taux est qu'un ajustement envoie deux signaux : d'une part, l'effet mathématique d'une baisse des taux sur le niveau du taux sans risque et tous les calculs qui en découlent. D'autre part, et c'est tout aussi important, l'effet psychologique sur la confiance des entreprises et des consommateurs. Si la baisse des taux d'intérêt est perçue comme trop radicale, elle pourrait avoir un effet contre-productif, car les agents économiques pourraient y voir une réaction de panique face à de mauvaises perspectives, comme cela a souvent été le cas dans le passé. Le niveau actuel de 5,25 % pour une inflation de 2,5 % reste restrictif, ce qui laisse présager plusieurs réductions des taux d'intérêt si l'inflation demeure faible. Toutefois, le passage d'un niveau restrictif à un niveau neutre sera progressif.

Le passé depuis 1990 nous révèle une statistique intéressante (Tableau 1) :

- La première baisse des taux d'intérêt de 25 points de base dans le cycle est généralement suivie d'une période de prospérité sur le marché boursier dans les années suivantes.
- En revanche, la première baisse des taux d'intérêt de 50 points de base dans le cycle semble produire des résultats inverses sur le marché boursier.

Sur cette base, la baisse de 50 points de base des taux par la Fed le 20 septembre 2024 peut être considérée comme négative. Bien que les récessions de 2001 (bulle Internet) et de 2008 (grande crise financière) ne puissent être comparées à la situation actuelle en termes de valorisations, de croissance du PIB ou de chômage, Jerome Powell, président de la Fed, a indiqué dans son discours que ces 50 points de base ne devraient pas être interprétés comme le signe avant-coureur d'une trajectoire de relance forcée par de nouvelles baisses ni d'une poursuite de la courbe.

En raison de l'aspect psychologique des changements de taux d'intérêt, une baisse de 25 points de base aurait peut-être été préférée. Mais pour nous, la conclusion fondamentale

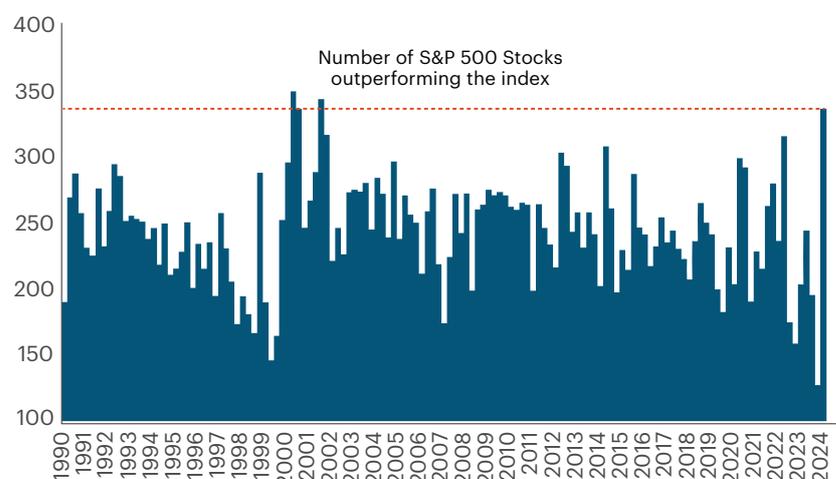
Tableau 1 : Baisse des taux d'intérêt de 25 ou 50 points de base

Source : Charlie Bilello

First Fed Rate Cut after a hiking cycle			S&P 500 Forward Total Returns				
First Fed Rate Cut	Move	Fed Funds Rate after Cut	1 Year	2 Year	3 Year	4 Year	5 Year
8/1/2019	25 bps cut	2,00 % - 2,25 %	13,0 %	54,1 %	46,6 %	65,7 %	100,1 %
9/18/2007	50 bps cut	4,75 %	-18,9 %	-26,3 %	-20,7 %	-12,6 %	7,2 %
1/3/2001	50 bps cut	6,00 %	-12,4 %	-30,6 %	-13,7 %	-4,8 %	2,3 %
9/29/1998	25 bps cut	5,25 %	22,5 %	40,4 %	3,0 %	-16,9 %	3,0 %
7/6/1995	25 bps cut	5,75 %	21,5 %	72,9 %	121,7 %	169,6 %	186,4 %
Average all periods (1995 - 2024)			11,6 %	23,6 %	36,3 %	48,8 %	59,4 %

Graphique 7 : Concentration des rendements au sein de l'indice S&P

Source : Barchart, BMO



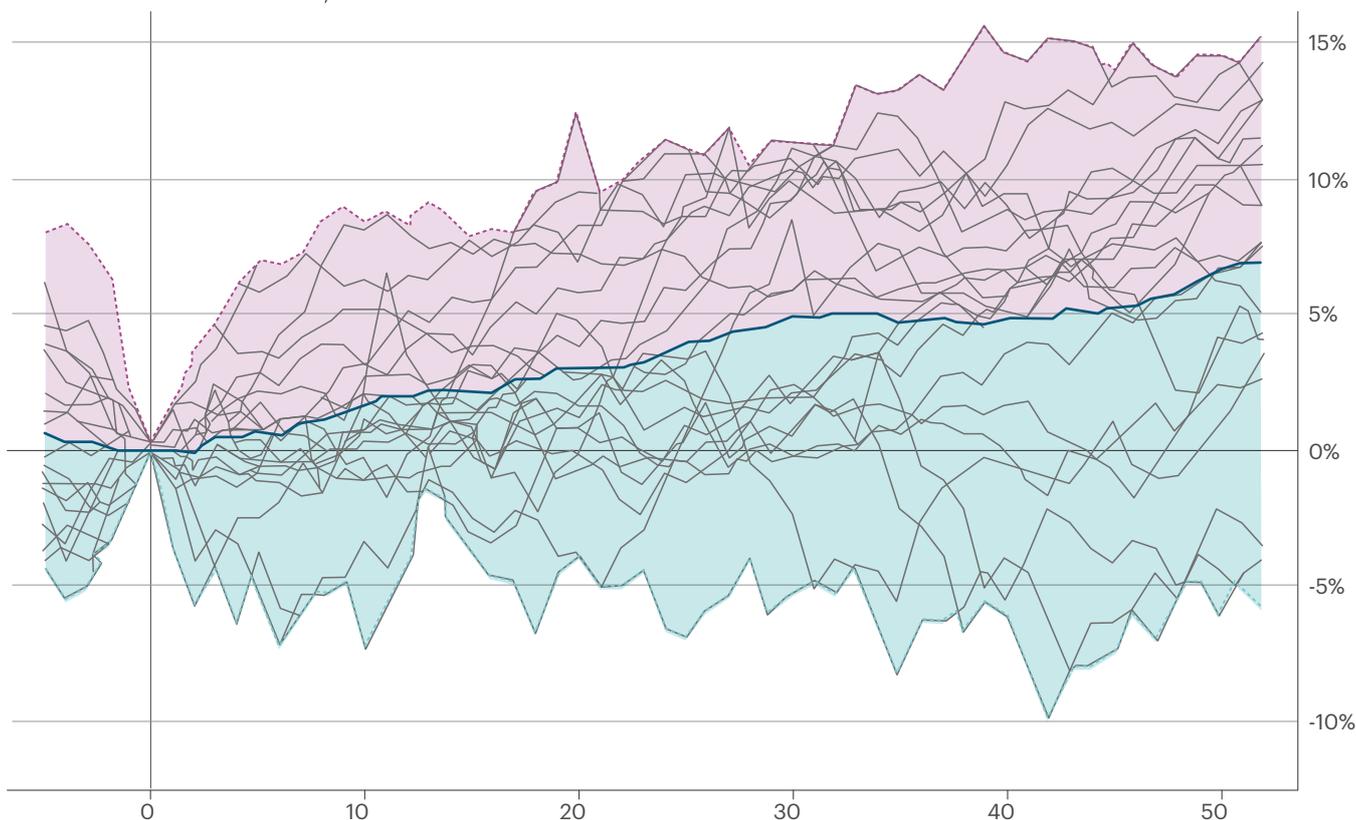
qui prévaut est qu'un niveau de taux d'intérêt de 5,25 % à 5,75 % est clairement trop restrictif pour la situation actuelle, même aux États-Unis.

Un effet plus prévisible des baisses de taux d'intérêt concerne la concentration des rendements au sein de l'indice. La baisse des taux d'intérêt offre une plus grande marge de manœuvre à ceux qui dépendent de l'argent emprunté, notamment les petites entreprises. L'année dernière, les rendements du marché boursier ont été principalement portés par environ sept grandes capitalisations, tandis que cette année, un nombre record d'actions a surperformé l'indice S&P depuis 2002 (voir Graphique 7). Cependant, le marché boursier déplore que les baisses de taux d'intérêt profitent surtout aux entreprises dont les bilans ne regorgent pas de liquidités, ce qui a été le cas pour les magnificents sept (les sept magnifiques), par exemple.

Graphique 8 : S&P équipondéré (SPW) / S&P pondéré par la capitalisation boursière (SPX)

Source : Damanick Dantes, Bloomberg

— Maximum — Minimum — Moyenne



Si la baisse des taux d'intérêt est perçue comme trop radicale, elle pourrait avoir un effet contre-productif, car les agents économiques pourraient y voir une réaction de panique face à de mauvaises perspectives

Le Graphique 8 montre également qu'après une baisse de taux de 50 points de base, la concentration des rendements boursiers s'étend. Le rendement de l'indice S&P équipondéré (SPW) est comparé à celui de l'indice S&P pondéré en fonction de la capitalisation boursière (SPX). L'indice SPW attribue une pondération égale de 0,2 % à chaque action dans l'univers des 500. Ces pondérations sont ensuite rééquilibrées tous les trimestres. En revanche, le SPX s'appuie sur la capitalisation boursière pour déterminer le poids d'une action. Lorsque le ratio SPW / SPX augmente, ce qui est généralement observé en moyenne après une baisse de taux de 50 points de base, cela signifie qu'un plus grand nombre d'actions contribue aux rendements. Concrètement, cela signifie pour nous que l'importance de la diversification augmentera dans un avenir proche.

Nous sommes entrés dans la phase suivante de la cyclicité économique, où l'accent n'est plus mis sur l'inflation, mais sur le chômage. Cette évolution s'accompagne de baisses des taux d'intérêt, dont la fréquence et l'ampleur, tout comme pour les hausses de taux, ne font pas l'unanimité. L'essentiel reste de savoir si une récession se produira ou non, ce qui déterminera les turbulences sur le marché boursier. Un taux de chômage toujours bas, associé à une croissance saine du PIB, pourrait nous permettre de traverser cette phase de transition du cycle économique sans qu'une récession ne se produise. Les baisses de taux pourraient marquer le point de départ d'une nouvelle période de cycle économique positif. Le scénario d'atterrissage en douceur reste donc intact... •



SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBOURG

120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIQUE

142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION | vinix.agency

LE POINT FINANCIER

Copyright © 2024 Securities De Munter.
All rights reserved.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand-Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Securities De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Securities De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Securities De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.