

Vinoth Vykunthanathan
vice-président des
recherches sur le crédit à
rendement élevé, Gestion de
Placements TD Inc.

Junkang Zhang, CFA
associé, Recherche sur la
répartition des actifs, Gestion
de Placements TD Inc.

Nous arrivons à la croisée des chemins

L'économie va-t-elle connaître une récession ou un atterrissage en douceur?

En bref

- La récession tant attendue de 2023 n'est toujours pas arrivée, et nombreux sont ceux qui commencent à se demander si elle viendra un jour.
- D'une part, on s'attend à ce que les tendances et les politiques de l'ère pandémique continuent de prendre de l'importance au cours des 12 prochains mois par rapport aux augmentations audacieuses des taux, ce qui pourrait conduire à un atterrissage en douceur de l'économie.
- En revanche, l'affaiblissement du marché du travail et l'érosion de l'épargne excédentaire pourraient se répercuter sur les ménages et limiter les dépenses, ce qui risque d'entraîner une récession
- Dans les scénarios de récession et d'atterrissage en douceur, la sélection des titres et des secteurs sera très importante, et les actifs générateurs de revenus, comme les titres à revenu fixe et les actions de valeur, devraient surpasser les actifs de croissance à court terme.

La récession tant attendue de 2023 n'est toujours pas arrivée, et nombreux sont ceux qui commencent à se demander si elle viendra un jour. À ce jour, les prévisions des économistes concernant une récession ne se sont pas encore concrétisées, et les données continuent de dépendre d'une économie américaine résiliente, malgré la pression exercée par une inflation élevée et de fortes hausses des taux d'intérêt. L'économie pourrait réagir aux hausses des taux d'intérêt par un « atterrissage brutal », à savoir une récession provoquée par la Réserve fédérale américaine et une forte hausse du chômage, ou par un atterrissage en douceur, à savoir un léger ralentissement de l'économie américaine. Alors, qu'en sera-t-il?

Le récit de deux issues possibles

Dans cet article, nous n'allons pas tenter de prédire ce qui se produira – nous n'avons pas de boule de cristal. Notre objectif est d'examiner les deux issues possibles – une récession ou un atterrissage en douceur – dans une perspective de 12 mois. Nous nous concentrerons sur

l'économie américaine, nous évaluerons les différents scénarios et nous vous ferons part de nos réflexions sur les actifs qui pourraient bien se comporter dans l'une ou l'autre de ces conditions

L'atterrissage en douceur

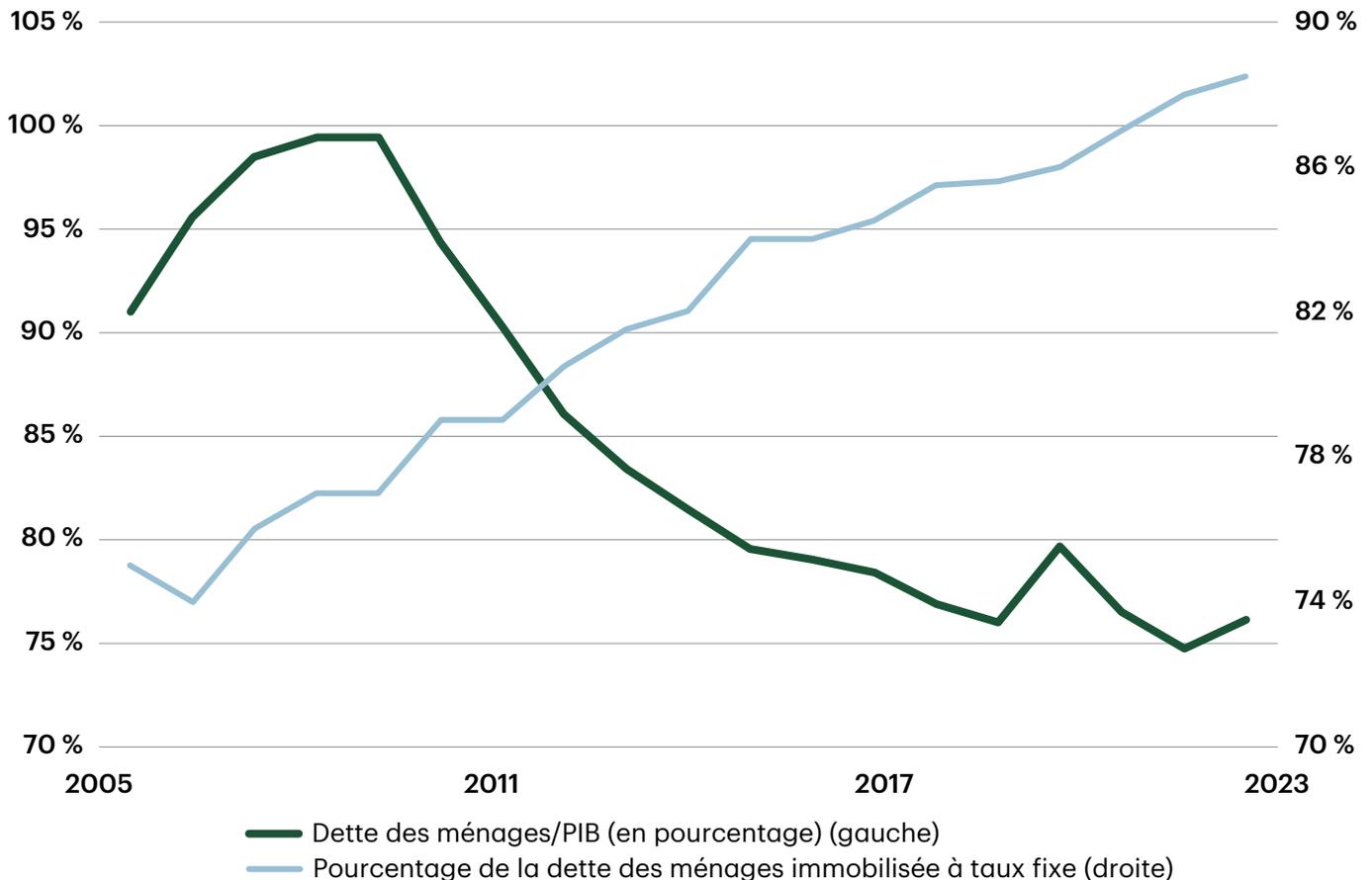
Qu'est-ce qu'un atterrissage en douceur en matière d'économie? On peut parler d'un ralentissement cyclique de la croissance économique et de l'évitement d'une récession. Les banques centrales ont souvent cet objectif de relever les taux d'intérêt juste assez pour empêcher une économie de surchauffer et de connaître une forte inflation, sans toutefois provoquer une grave récession. Ce serait un résultat idéal. Un atterrissage en douceur est-il facile à réaliser? Non, mais c'est possible. Il faut que certains facteurs clés se concrétisent pour que cela se réalise.

Un consommateur américain solide : À ce stade, les consommateurs américains ont fait preuve d'une discipline financière importante depuis la crise financière mondiale de 2008-2009 en réduisant leur endettement et leur

exposition aux taux variables. L'exposition aux taux variables aux États-Unis est nettement inférieure à celle d'autres pays développés et régions (Canada, Australie, Royaume-Uni). Le consommateur est donc moins touché par les hausses des taux d'intérêt, car 85 % de la dette des ménages américains est immobilisée à taux fixe.

Les politiques et les tendances de l'ère pandémique ont limité la maximisation de la production dans plusieurs secteurs, laissant de nombreuses entreprises sur la voie de la reprise, tandis que d'autres, qui sont dans un cycle baissier, pourraient bientôt entamer un cycle haussier. Ces cycles industriels non synchronisés peuvent prolonger le cycle économique général.

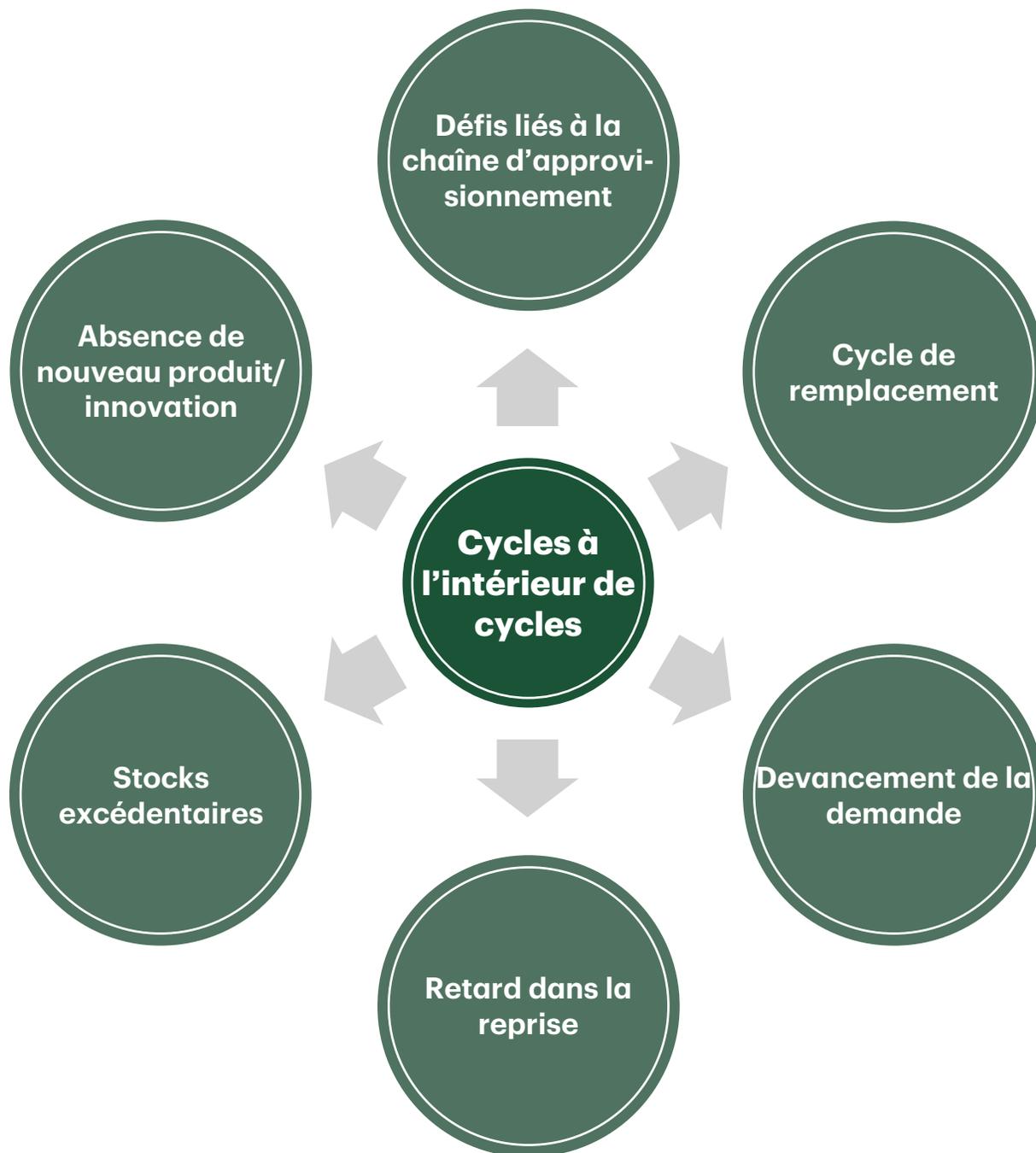
Solidité des consommateurs américains – dette des ménages



Sources : Réserve fédérale de St. Louis, UBS. Données au 1er janvier 2021.

Plus précisément, le cycle économique général se compose de nombreux cycles sectoriels plus petits. Habituellement, lors d'une récession, la plupart des secteurs traversent un cycle baissier en même temps. Cependant, en raison de la pandémie et des politiques qui y sont associées, chaque secteur a été touché différemment. Cette situation a créé des démarrages et des arrêts décalés, des problèmes de chaîne d'approvisionnement et des écarts de demande qui ont finalement conduit à des cycles sectoriels non synchronisés ou à des « cycles à l'intérieur de cycles ». Cette dynamique favorise un atterrissage en douceur.

Cycles à l'intérieur de cycles



À titre indicatif seulement.

Un autre élément clé à l'appui de l'idée d'un atterrissage en douceur est que le consommateur américain est beaucoup plus riche en raison d'une décennie de forte appréciation des prix des actifs. Entre la période précédant la pandémie et le

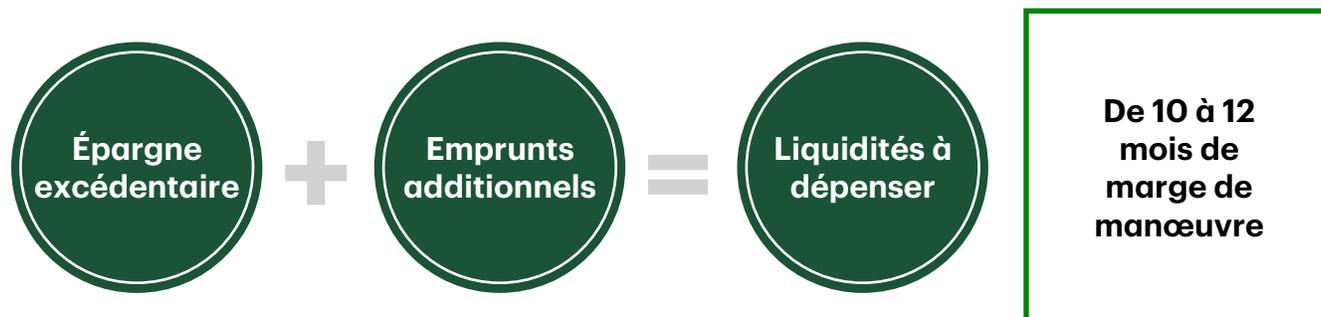
premier trimestre de 2023, la richesse globale des ménages a augmenté de 33 000 milliards de dollars¹. Cette nouvelle richesse a un effet important sur l'économie et les dépenses.

¹ Réserve fédérale américaine, données au 8 juin 2023.

L'épargne excédentaire accumulée par les consommateurs américains pendant la pandémie et l'accès au crédit inutilisé leur permettent de dépenser cette épargne et d'emprunter pour continuer à dépenser l'année prochaine. Ces facteurs pourraient être suffisants pour faire face aux hausses de taux et à l'inflation et permettre un atterrissage en douceur de l'économie.

Effet de l'épargne et disponibilité du crédit

Un bon montant de liquidités et du crédit restent disponibles, bien au-delà des niveaux d'avant la COVID-19.



Sources : Réserve fédérale américaine, GPTD. Données au 31 décembre 2022.

Une récession

L'autre issue possible est une récession. Une récession est un ralentissement important, généralisé et prolongé de l'activité économique.

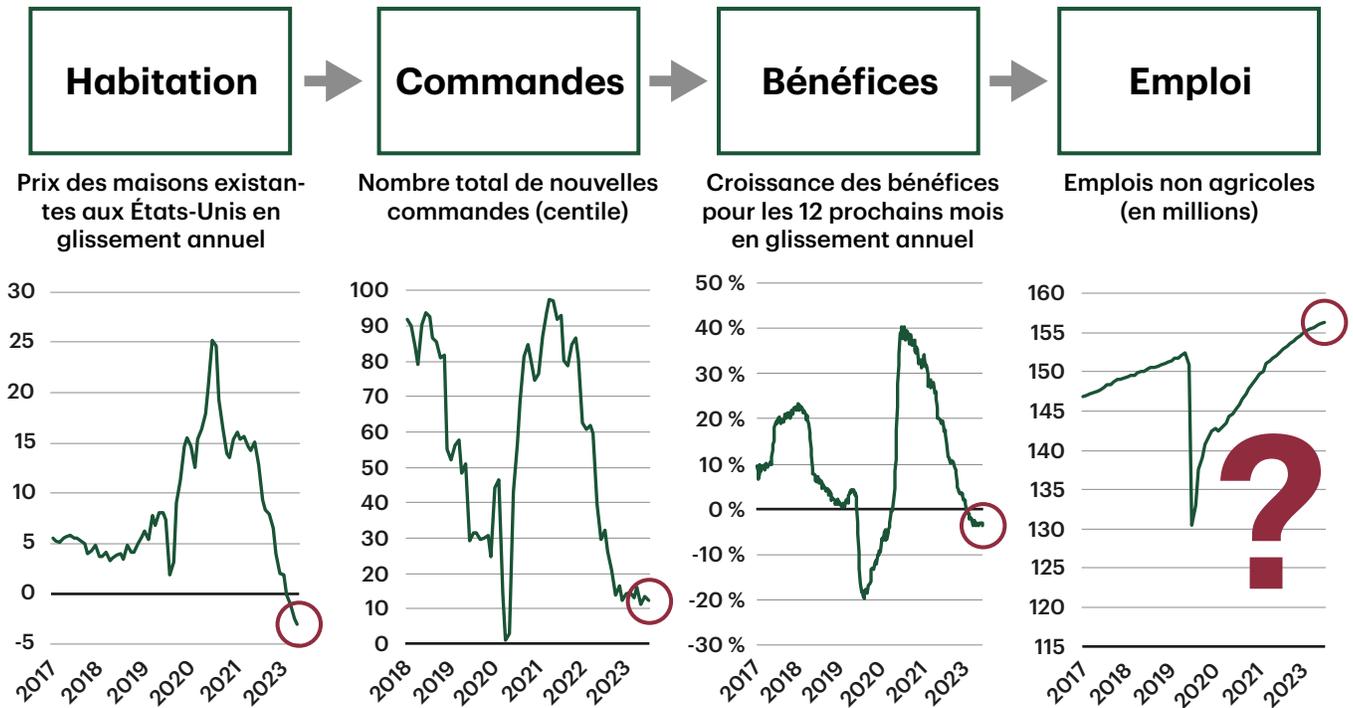
Jusqu'à présent, l'économie a été soutenue par un marché du travail tendu, une épargne excédentaire et une forte demande de services. Il s'agit essentiellement des trois legs économiques de la période pandémique. Toutefois, pour évaluer l'orientation de l'économie, il est essentiel de comprendre les liens qui la sous-tendent et comment chacun de ces facteurs pourrait évoluer à court terme.

L'énigme du marché du travail : L'histoire montre que l'économie réagit aux politiques de façon cohérente en période de ralentissement. L'effet restrictif des taux élevés se manifeste d'abord dans le secteur de l'habitation, qui est très sensible aux taux, puis entraîne une détérioration plus large dans d'autres secteurs et finit par peser sur l'emploi.

Qu'avons-nous vu jusqu'à maintenant? Le graphique suivant montre que l'habitation, en tant que secteur de début de cycle, a considérablement ralenti au cours de la dernière année et demie. L'indice composé des nouvelles commandes manufacturières a aussi chuté considérablement en 2022 et est demeuré à un faible niveau. Le resserrement des conditions financières a pesé sur les bénéfices des sociétés, dont les prévisions de croissance sur 12 mois ont été revues à la baisse et se sont retrouvées en territoire négatif depuis le début de l'année. Toutefois, l'emploi demeure énigmatique, car, selon diverses mesures, le marché de l'emploi est l'un des plus tendus de l'histoire.

économie

Ralentissement du secteur de l'habitation, puis des nouvelles commandes et des bénéfices



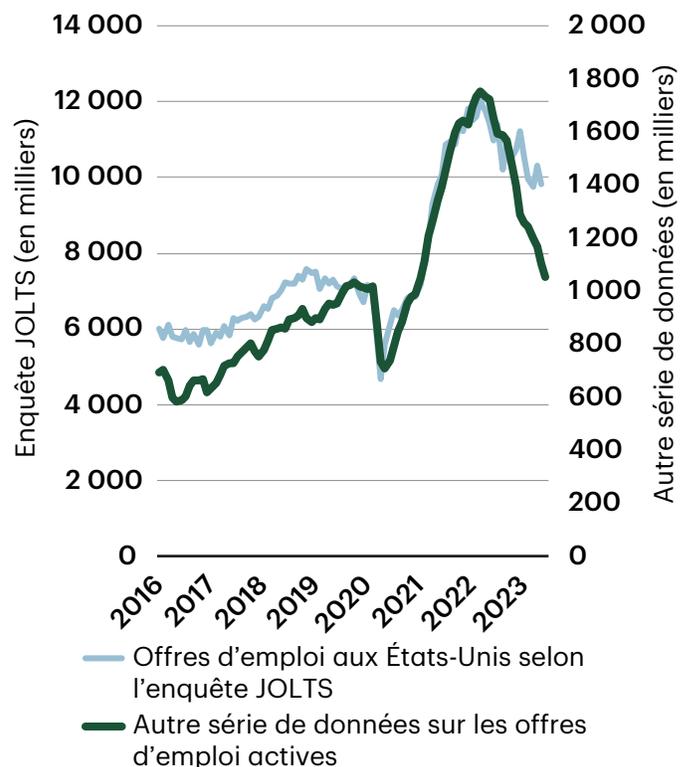
Sources : GPTD, Bloomberg Finance L.P., Piper Sandler. Données au 30 avril 2023.

Aujourd'hui, les signaux du marché du travail révèlent des fissures sous la surface qui laissent présager une situation moins favorable à l'avenir. Au cours des deux dernières années, nous avons observé une accumulation rapide de main-d'œuvre de la part des sociétés ouvertes américaines. Néanmoins, les futurs plans d'embauche semblent pointer vers une baisse importante de la dynamique d'embauche et une mise en œuvre simultanée de plans de réduction des effectifs.

Les postes vacants constituent un indicateur fiable des tensions sur le marché du travail. Les données sur les offres d'emploi de l'enquête JOLTS constituent un autre indicateur bien connu et suivi de près. Toutefois, prises isolément, les données présentent certaines limites. Pour obtenir une perspective plus précise, nous les comparons à une autre série de données sur les offres d'emploi que nous suivons à Gestion de Placements TD Inc. (GPTD).

Ces autres données indiquent que les déséquilibres en matière d'emploi peuvent être résolus plus rapidement et revenir aux niveaux d'avant la pandémie d'ici le troisième trimestre de cette année. Les postes vacants sont rapidement pourvus, alors que le nombre d'offres d'emploi diminue. Par conséquent, lorsque les postes vacants diminuent, la concurrence pour les postes disponibles peut s'intensifier, ce qui peut entraîner une hausse du taux de chômage global, car de plus en plus de gens auront de la difficulté à décrocher un emploi.

Enquête JOLTS par rapport à l'autre série de données sur les offres d'emploi

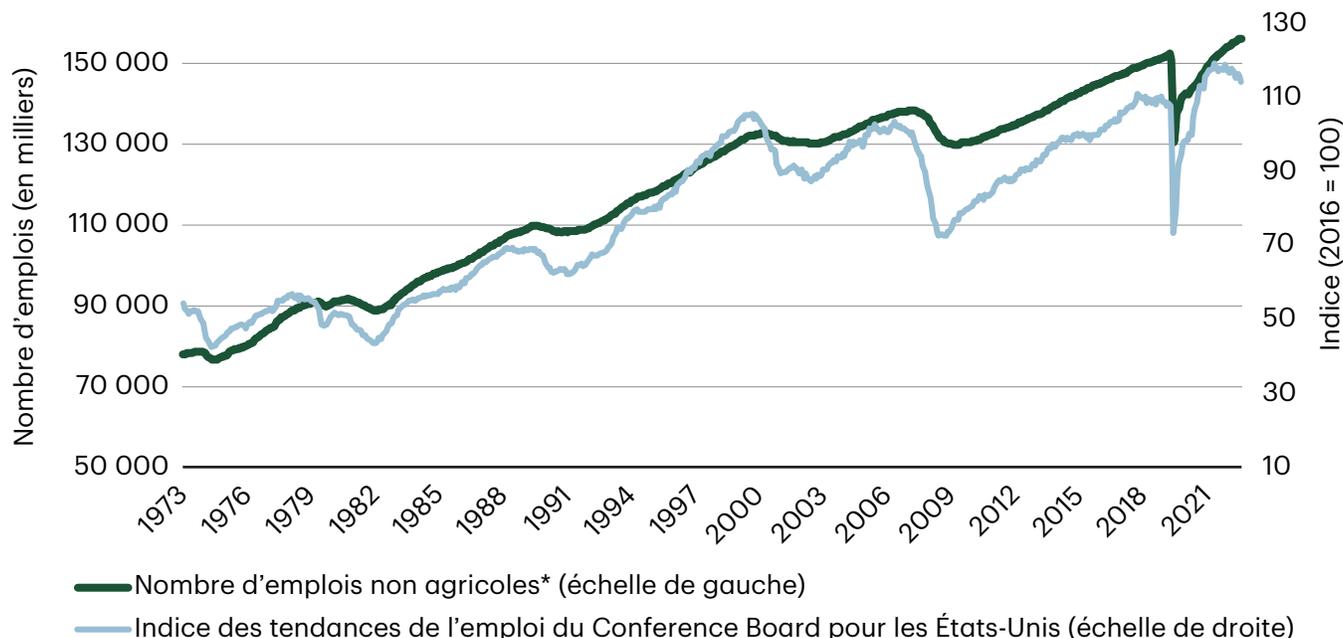


Source : Bloomberg Finance L.P., UBS Evidence Lab. Données en date du 30 juin 2023.

Un autre indicateur très utile est l'indice des tendances de l'emploi du Conference Board, composé de huit indicateurs économiques avancés. Son efficacité à prédire les fluctuations du niveau de l'emploi non agricole n'est plus à démontrer. À l'heure actuelle, l'indice est largement étiré, puisque 16 mois se sont écoulés depuis le sommet atteint en mars 2022. Cependant, cela laisse supposer qu'un retournement de la situation de l'emploi pourrait être imminent, voire déjà en cours.

Aujourd'hui, on assiste à un repli du marché de l'emploi et à l'épuisement de l'épargne excédentaire accumulée (plus de détails à ce sujet ci-dessous). Ces difficultés se répercuteront probablement sur les ménages américains et limiteront leurs dépenses.

Indice des tendances de l'emploi du Conference Board et points tournants, de novembre 1973 à aujourd'hui

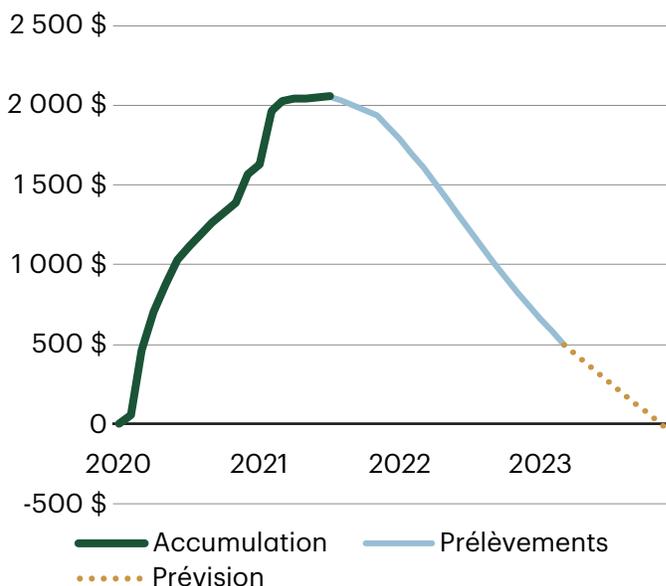


Source : Conference Board, Datastream. Données en date du 15 juin 2023.

Épuisement de l'épargne excédentaire : L'épargne excédentaire réalisée durant la pandémie a eu un effet protecteur considérable. Elle a permis de maintenir les dépenses à un niveau élevé et retardé le déclenchement d'une récession, mais des difficultés se pointent à l'horizon. Cette épargne a été accumulée très rapidement, mais s'épuise actuellement tout aussi vite. Selon nos estimations, les 500 milliards de liquidités excédentaires restantes ne pourront soutenir les ménages que jusqu'à la fin de l'année, car elles s'épuisent à raison de 80 milliards par mois.

L'affaiblissement du marché du travail, conjugué à la disparition de l'épargne excédentaire, pourrait inciter les ménages américains à restreindre leurs dépenses et avoir un effet d'entraînement sur l'économie, ce qui pourrait déclencher une récession.

Épargne excédentaire des ménages américains (en milliards)



Sources : GPTD et Bloomberg Finance L.P. Données au 1er avril 2023.



Occasions de placement dans les deux trajectoires

Malgré ces deux trajectoires très différentes de l'économie, il est possible de trouver un dénominateur commun pour les stratégies et les actifs susceptibles de bien se comporter dans l'un ou l'autre de ces environnements. La sélection des titres et des secteurs sera très importante. Le rétrécissement de l'ampleur du marché devrait se poursuivre en raison de la hausse des taux et de la faiblesse de la croissance. De plus, les actifs productifs de revenus, comme les titres à revenu fixe, et les taux, demeurent bien au-dessus des creux de la dernière décennie et offrent des rendements potentiels ajustés au risque attrayants.

Si la récession ne se concrétise pas, nous pensons que les services financiers orientés vers la consommation, les technologies de croissance rentables, la consommation discrétionnaire et les valeurs cycliques s'en sortiront bien. Nous éviterons les biens de consommation de base et les secteurs défensifs surendettés, ainsi que les secteurs en déclin structurel. Dans le scénario d'une récession dans les 12 mois, nous recommandons de répartir les placements vers des actifs moins sensibles à la croissance économique. Sur le marché boursier, nous préférons surpondérer les secteurs des biens de consommation de base et des services publics plutôt que le secteur de la consommation discrétionnaire. En examinant les facteurs liés aux actions, nous favorisons les sociétés qui génèrent systématiquement des flux de trésorerie disponibles stables et qui affichent une faible volatilité des revenus. De plus, la prudence est de mise à l'égard des services financiers en raison de leur exposition à l'immobilier commercial, des exigences strictes en matière de fonds propres et des incertitudes découlant du resserrement des conditions de crédit, qui constituent autant de défis importants pour le secteur bancaire. ■

Suivez Gestion de Placements TD



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.