

ANALYSES

L'évolution de l'économie aux États-Unis PAR CHRISTOPHE BOUCHER (*)

La récession américaine est-elle imminente ?

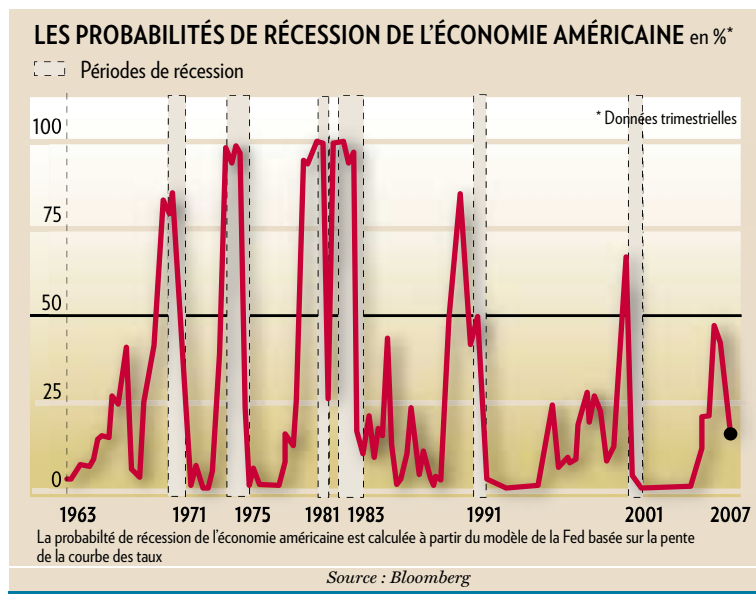
Après la crise liée aux crédits hypothécaires aux États-Unis, le risque de récession est de plus en plus évoqué.

L'analyse de la pente de la courbe des taux, un outil qui a fait ses preuves, montre qu'il n'en est rien.

Les récessions sont des moments de grand désordre et de grande anxiété pour les travailleurs, les entrepreneurs, les banques, les hommes politiques et les marchés financiers. Lors des phases de récession, le chômage et le taux de suicide augmentent, les profits se réduisent et le nombre de faillites s'élève, le taux de défaut de paiement augmente, les réélections sont plus délicates et la performance des actions chute drastiquement, en même temps que la volatilité s'accroît.

Avec l'approfondissement de la crise immobilière et les craintes à l'égard d'un rationnement du crédit consécutif à la crise des subprimes, la question de l'entrée en récession de l'économie américaine est l'objet de toutes les attentions. Certes, l'économie américaine est plus stable que par le passé – les récessions sont depuis vingt ans moins marquées et durent moins longtemps – mais les phases d'expansion sont également plus longues et plus stables. Relativement, l'entrée en récession est donc toujours aussi traumatisante. Depuis 1980, le rendement excédentaire annuel moyen des actions aux États-Unis s'est élevé à + 6,5 % lors des phases d'expansion contre - 4,6 % pendant les récessions. La performance des actions se réduit, alors que celle des obligations augmente au cours d'un retournement conjoncturel. Prévoir les récessions peut donc s'avérer utile et peut nourrir une stratégie d'arbitrage actions-obligations.

Des opinions biaisées. Il y a quelques jours, un sondage Bloomberg-Los Angeles Times annonçait que deux tiers des Américains s'attendaient à une récession dans les douze mois à venir. Ce sentiment plutôt inquiétant tranche avec celui des économistes de marché interrogés par le Survey of Professional Forecasters de la Réserve fédérale de Philadelphie, qui évaluent à moins de 19 % la probabilité de récession sur ce même hori-



zon. L'ex-président de la Fed, Alan Greenspan, déclarait début octobre que la probabilité de récession était inférieure à 50 %. Qui croire ?

En la matière, on le sait, l'opinion publique est exagérément pessimiste. Les ménages tendent à extrapoler à l'ensemble de l'économie le stress et les difficultés qu'eux-mêmes rencontrent à leur échelle. Mais à des horizons de quelques trimestres, les probabilités des économistes de marché ont peu de relation avec les récessions historiques.

Elles tendent en particulier à se montrer exagérément optimistes quelques mois avant les récessions – un biais qui peut s'expliquer par leur relation particulière avec le marché financier.

Des prévisions alarmistes déprimeraient le moral des investisseurs et l'activité financière, ce qui ne manquerait pas d'affecter les ressources de leurs employeurs.

Face à ces opinions subjectives et biaisées, la mobilisation d'outils quantitatifs peut s'avérer salutaire. Dans une étude récente, Glen Rudebusch et John Williams, de la Réserve fédérale de San Francisco, montrent qu'un modèle quantitatif simple qui repose sur la pente de la courbe des taux surclasse les économistes lorsqu'il s'agit de prévoir les récessions. La courbe des taux qui représente les différences entre les taux d'intérêt à différentes maturités nous renseigne sur les anticipations des marchés quant à l'impact de la politique monétaire courante et future. Puisque le rendement d'une obligation de long terme doit être égal à la moyenne des rende-

ments anticipés de court terme, la pente de la courbe des taux contient de l'information sur le biais (restrictif, neutre ou accommodant) de la politique monétaire. Évidemment, ce modèle simple, qui a bénéficié récemment de quelques raffinements, est connu depuis plusieurs années. La question est donc de savoir pourquoi les économistes ne l'ont pas utilisé.

Pouvoir prédictif. Par le passé, les conjoncturistes ont souvent reconnu la qualité prédictive de la pente de la courbe des taux d'intérêt, mais le signal prédit par ce type de modèle a souvent été occulté sous prétexte que la transformation des cycles économiques ou l'influence de facteurs spécifiques perturbaient les niveaux relatifs des taux d'intérêt. L'accroissement de la concurrence internationale aurait cassé les tensions inflationnistes en phase haute du cycle, l'excédent d'épargne mondiale perturberait la formation des taux d'intérêt à long terme, etc. L'étude des économistes de la Fed montre cependant que le pouvoir prédictif de la pente de la courbe des taux n'a pas diminué en vingt ans.

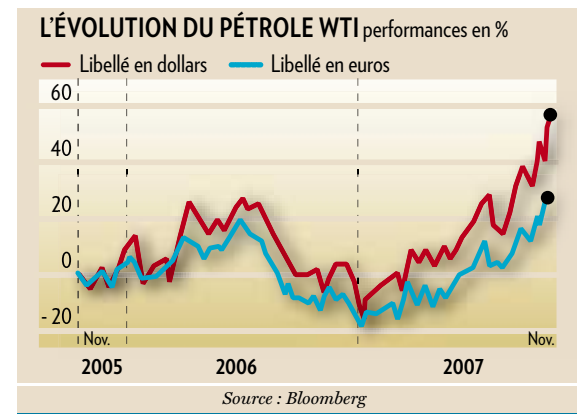
Ce type de modèle quantitatif a permis de prévoir correctement les récessions à l'horizon d'un an, dès lors que la probabilité estimée dépassait 50 %. Ainsi, deux trimestres avant la dernière récession de 2001, la probabilité prédite par le modèle franchissait le seuil de 50 %. Fin octobre, la probabilité prédite était inférieure à 18 % : voilà de quoi rassurer les marchés !

(*) Maître de conférences à l'université Paris I et analyste quantitatif chez AAAdvisors (ABN-Amro).

Pris sur le vif

PAR ROBERT JULES (*)

Quand le brut monte, le pétrolier va à Bercy



C'est désormais un rituel médiatique en France. Quand le consommateur commence à grogner en constatant le franchissement d'un seuil symbolique du compteur de la pompe à essence, Bercy convoque les patrons des sociétés qui extraient, raffinent, distribuent les produits pétroliers, Total en tête, pour les sermonner, en leur intimant de « lisser » les hausses. Il n'est pas sûr que l'argument convainche le public. Ainsi, depuis le début de la semaine, les pêcheurs bloquent les accès aux dépôts de carburant des ports, exigeant que le ministre concerné, Michel Barnier, propose un plan d'aide pour compenser la hausse du prix du gazole, conséquence de l'envolée des prix du brut. Selon eux, le prix du carburant représente une part de 30 % de leurs coûts de production, sans possibilité de répercuter ladite hausse sur le prix du poisson frais sans le

transformer en produit de luxe ! Le problème est qu'aujourd'hui les producteurs de pétrole n'ont aucune marge de manœuvre. L'or noir est un exemple parfait pour illustrer ce qu'est une économie mondialisée. Depuis 2004, sous l'effet de la bonne santé de l'économie mondiale, les besoins en pétrole de la planète croissent plus rapidement que l'offre, engendrant des tensions qui se traduisent par une montée des cours. Le pétrole est de plus en plus cher à trouver, extraire, acheminer, raffiner, c'est tout cela que reflète le prix. L'Opep elle-même ne contrôle plus le marché. En revanche, les gouvernements peuvent agir. En Thaïlande ou en Chine, où les carburants étaient en partie subventionnés, les autorités ont décidé de réduire l'aide, les raffineurs et les distributeurs ne voulant plus travailler à perte. En France, c'est le contraire : l'État a fait du carburant une de ses principales recettes, taxant à plus de 60 % l'essence. S'il veut redonner aux citoyens et aux professionnels un peu d'air, l'État sait ce qu'il lui reste à faire, réduire les taxes d'un produit indispensable aux citoyens, en particulier les plus modestes... d'autant plus qu'il bénéficie de la force de l'euro contre le dollar (voir graphique).

(*) Journaliste, responsable de la page Analyses.

Retrouvez nos chroniques

Lundi : « La volatilité », par Laurent Roussel (Exane Derivatives)
Mardi : « Les taux », par Maurice de Boisséon (Octo Finances)
Mercredi : « Pris sur le vif », par Robert Jules (<i>La Tribune</i>)
Jedi : « Le consensus », par Jean-Luc Buchalet (Pythagore)
Vendredi : « Le "Contrarian" », par Marc Fiorentino (Euroland Finance)