

Investir dans les titres à revenu fixe en période de récession aux États-Unis

Auteurs

David Peterson, CFA
Premier analyste de recherche
Groupe des solutions de placement

Zachary Knope, CFA
Analyste principal de recherche
Groupe des solutions de placement

En résumé

- Aux États-Unis, les titres à revenu fixe surpassent les liquidités et les actions pendant les récessions depuis 1972.
- Les taux d'intérêt commencent généralement à baisser trois mois avant le début d'une récession et atteignent un creux cyclique environ cinq mois après le début.
- En période de repli économique, il a été démontré que les titres à revenu fixe offrent des avantages sur le plan de la diversification et réduisent la volatilité des portefeuilles qui comprennent des actifs risqués, comme des actions.

Depuis le début de 2022, une grande partie de l'univers de placement a été bouleversé, alors que les banques centrales du monde entier se sont efforcées de contenir l'inflation la plus élevée depuis des décennies en relevant les taux d'intérêt et en renversant les mesures d'assouplissement quantitatif. L'ampleur du resserrement financier au cours du présent cycle – le taux directeur de la Réserve fédérale américaine (Fed) est passé de 0,25 % à 5,50 % – a historiquement coïncidé avec des récessions économiques aux États-Unis. Alors que le débat sur la possibilité d'une récession n'est pas encore terminé, les investisseurs devraient peut-être se demander comment les titres à revenu fixe se sont comportés lors des replis économiques passés. En fait, selon notre analyse historique, la catégorie d'actif a inscrit des rendements supérieurs et considérablement réduit la volatilité du portefeuille en périodes de tensions.

Définir les récessions

Il y a eu huit récessions (selon la définition du National Bureau of Economic Research) aux États-Unis depuis 1969. Nous les classons en deux catégories : légères et sévères. Les récessions sévères ont trois caractéristiques :

- Une baisse de plus de 2 % du PIB sur 12 mois
- Une hausse de 3 % du taux de chômage
- Une baisse de l'écart de production supérieure à 4 %

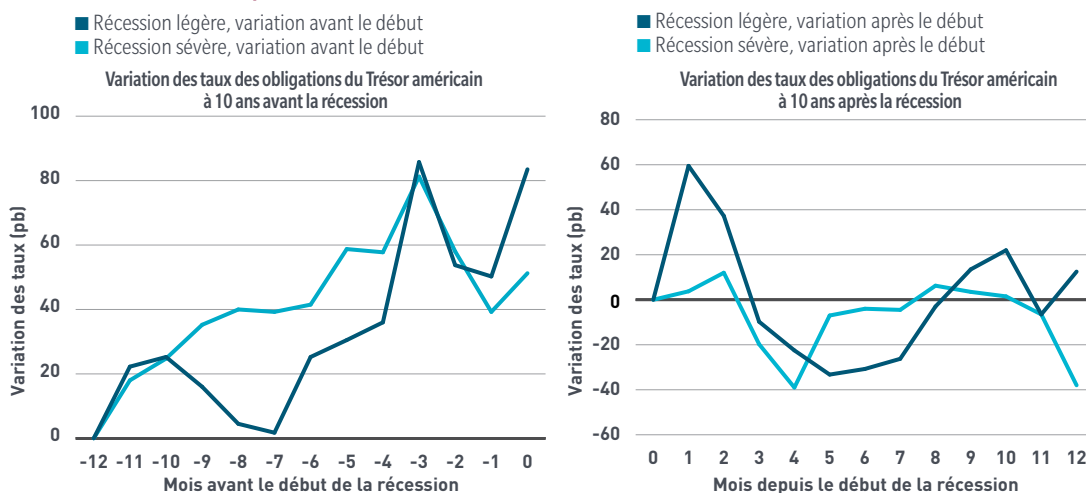
Classification des récessions	
Sévère	Légère
1973-1975	1969-1970
1981-1982	1980-1980
2007-2009	1990-1991
2020-2020	2001-2001

Les récessions qui n'ont pas ces caractéristiques entrent dans la catégorie des récessions légères. Depuis 1969, il y a eu quatre récessions sévères et quatre légères. Bon nombre d'entre elles ont commencé à la fin d'un cycle de resserrement monétaire amorcé par la Fed, qui, à l'instar d'autres banques centrales, a tendance à adopter une politique monétaire contracyclique, cherchant à resserrer les conditions financières lorsque l'économie est trop vigoureuse ou à stimuler l'économie lorsqu'elle a trop ralenti. Pour les titres à revenu fixe et les produits sensibles aux taux d'intérêt, cela signifie généralement une hausse des taux au cours du cycle de resserrement menant à la récession, puis une baisse des taux lorsque la Fed abaisse son taux directeur pour stimuler l'activité économique.

Variations des taux avant et après les récessions

La figure 1 illustre la trajectoire moyenne des taux des obligations du Trésor américain à 10 ans, 12 mois avant et 12 mois après des récessions légères et sévères.

Figure 1 : Variation moyenne des taux des obligations du Trésor américain à 10 ans, 12 mois avant et après la récession



Sources : Bloomberg, NBER, Banque fédérale de réserve de St. Louis. Données mensuelles du 31 décembre 1968 au 28 février 2021. Récessions légères = 1969, 1980, 1990, 2000. Récessions sévères = 1973, 1981, 2007, 2020. Les taux sont indexés à 0 au début de l'analyse.

Nous constatons que les taux ont tendance à suivre la même trajectoire pendant les récessions légères et sévères, augmentant jusqu'au début de la récession et chutant à mesure que la récession s'installe. Les taux ont tendance à plafonner trois mois avant la récession, avant de baisser, atteignant en moyenne leur creux quatre ou cinq mois après le début de la récession. Dans le cas d'une récession sévère, les taux baissent de près de 70 points de base (pb) en moyenne pendant la période couvrant les trois mois précédant la récession et les quatre mois suivant son début. Pour ce qui est d'une récession modérée, les taux ont tendance à augmenter plus longtemps, atteignant généralement un sommet au premier mois de la récession et diminuant jusqu'au cinquième et au sixième mois. Lors de ce type de récession, les taux baissent en moyenne de 93 pb au cours du premier au cinquième mois de récession. Si l'on exclut la récession de 1980 au cours de laquelle les taux d'intérêt ont dégringolé par rapport à leur niveau de base élevé, les récessions modérées ont uniquement provoqué un recul de 55 pb en moyenne.

Rendement des titres du Trésor en période de récession

Bien que les récessions soient difficiles pour les investisseurs, la baisse des taux d'intérêt peut être bénéfique pour le segment des titres à revenu fixe d'un portefeuille diversifié. En ce qui concerne les rendements sur trois et six mois des obligations du Trésor américain, nous avons constaté que le point le plus bas survient environ trois mois avant le début des récessions, tandis que les obligations du Trésor atteignent des sommets environ cinq mois après.

Figure 2 : Rendements moyens des obligations du Trésor américain en période de récession

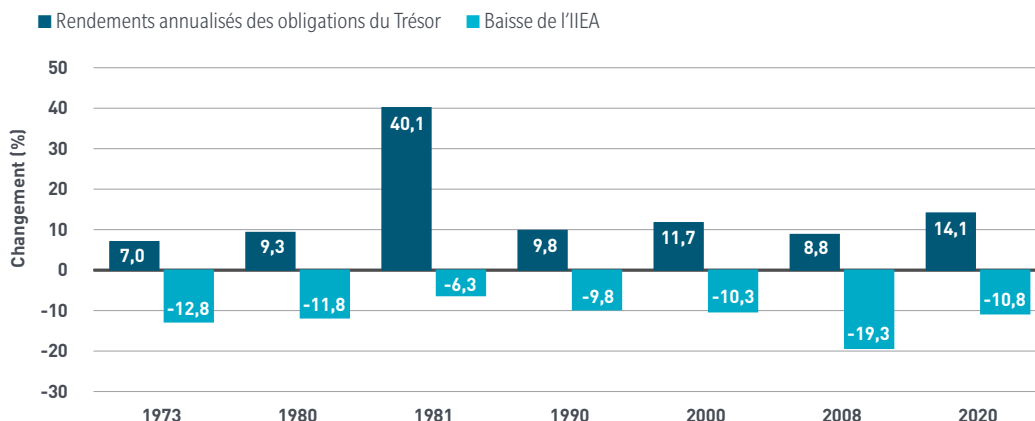
Indice Bloomberg US Treasury	Rendement sur 3 mois	Rendement sur 6 mois
6 mois avant	2,09 %	2,92 %
3 mois avant	0,22 %	2,29 %
Début de la récession	3,34 %	3,58 %
3 mois après	3,34 %	3,58 %
4 mois après	0,44 %	2,76 %
5 mois après	6,12 %	7,15 %
6 mois après	2,81 %	5,96 %
Fin de la récession	3,34 %	7,31 %
6 mois après la récession	1,15 %	1,94 %

Source : Bloomberg. Données mensuelles du 31 janvier 1973 au 31 octobre 2020. Obligations du Trésor américain = indice Bloomberg US Treasury. Les rendements sont les rendements bruts et libellés en dollars américains. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

Bien que les rendements présentés ci-dessus illustrent la façon dont les titres à revenu fixe augmentent pendant une récession, cette analyse profite du recul, car nous connaissons les dates de début et de fin des récessions que nous analysons. Pour prévoir l'arrivée d'une récession, les investisseurs doivent être à l'affût de signaux.

Un signal utile est l'indice des indicateurs économiques avancés (IIEA) du Conference Board, qui regroupe plusieurs indicateurs économiques ayant tendance à devancer le cycle économique. Depuis 1973, l'IIEA est passé au-dessous de zéro à dix reprises, dont sept ont mené à une récession. Les trois faux signaux ont été caractérisés par une seule mesure mensuelle inférieure à zéro avant que l'indice ne rebondisse. Par conséquent, toute baisse soutenue en deçà de zéro est une forte indication qu'une récession pourrait se profiler à l'horizon. En ce qui concerne les sept mesures qui annonçaient une récession, l'IIEA a commencé à reculer en moyenne six mois avant la récession et a touché son creux environ 14 mois après le début de la récession. Cet horizon coïncide étroitement avec le sommet et la baisse subséquente des taux d'intérêt. La figure 3 montre le rendement annualisé de l'indice Bloomberg US Treasury à partir du moment où l'IIEA est passé en territoire négatif jusqu'à son creux récessionniste. En moyenne, les obligations du Trésor ont inscrit un rendement de 14,4 % durant ces baisses de l'IIEA. Cela donne à penser que, lorsqu'ils sont jumelés à des actifs risqués comme les actions, qui ont tendance à afficher un rendement moins favorable en période de récession, les titres à revenu fixe peuvent aider à gérer le risque de baisse pendant les replis.

Figure 3 : Rendements des obligations du Trésor américain durant les baisses de l'IIEA



Sources : Bloomberg, Conference Board. Données mensuelles du 31 janvier 1973 au 30 avril 2020. Obligations du Trésor = indice Bloomberg US Treasury. Les rendements sont les rendements bruts et libellés en dollars américains. Baisse = variation sur 12 mois la plus faible de l'IIEA au cours des périodes indiquées. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

Rendement relatif par rapport aux autres catégories d'actif

Il est instructif de comparer les titres à revenu fixe à d'autres catégories d'actif du point de vue de la répartition stratégique de l'actif afin de déterminer comment les utiliser le plus efficacement possible dans un portefeuille.

Les récentes hausses de taux des banques centrales ont fait des liquidités un placement intéressant pour la première fois depuis de nombreuses années, et cette catégorie d'actif affiche généralement un rendement supérieur aux titres à revenu fixe pendant les cycles de hausse des taux, comme le montre la figure 4. Toutefois, selon les analyses historiques, les obligations sont bien placées pour profiter des réductions de taux qui suivront lorsque les banques centrales auront relevé leur taux directeur pour la dernière fois du cycle (ce qui constituera le taux directeur final), et ont historiquement surpassé les placements en liquidités pendant et après les périodes de taux final.

Figure 4 : Rendements des obligations du Trésor américain par rapport aux liquidités

Rendement des catégories d'actif lors des épisodes antérieurs de taux final		12 mois avant l'atteinte du taux final	Pendant la période de taux final*	12 mois suivant l'atteinte du taux final
Taux final = de juin 2000 à décembre 2000	Liquidités	5,87	3,48	5,03
	Obligations du Trésor américain	4,58	6,42	8,13
Taux final = de juillet 2006 à juillet 2007	Liquidités	4,35	5,52	4,64
	Obligations du Trésor américain	1,80	5,63	8,77
Taux final = de janvier 2019 à juillet 2019	Liquidités	2,20	1,38	1,92
	Obligations du Trésor américain	2,84	3,36	7,55
Cycle actuel de hausse des taux**	Liquidités	3,92	À déterminer	À déterminer
	Obligations du Trésor américain	-2,21	À déterminer	À déterminer

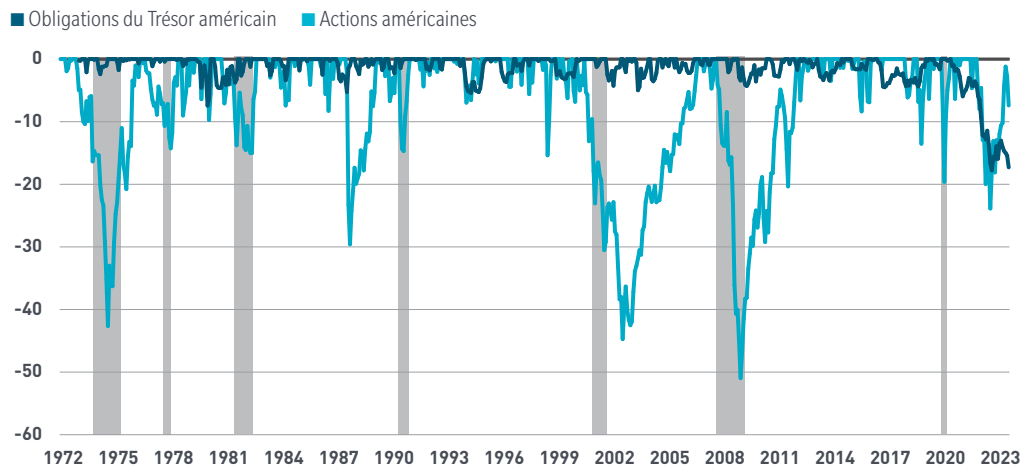
Sources : Bloomberg, FactSet, ICE BofA, Réserve fédérale américaine. Données mensuelles du 31 janvier 1998 au 31 août 2023. Taux des obligations du Trésor à moyen terme = indice Bloomberg US Treasury Intermediate. Liquidités = indice ICE BofA USD 3-Mo Deposit Offered Rate Constant Maturity. Les rendements sont les rendements bruts libellés en dollars américains. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

* Pendant les périodes de taux final, les données sur le rendement annualisé sont utilisées en raison de la durée variable de l'atteinte et du maintien du taux final.

** Les données sur le cycle actuel de hausse des taux sont en date du 31 juillet 2023 et montrent le rendement sur 12 mois au cours du dernier cycle.

Contrairement aux titres à revenu fixe, qui sont favorisés par les banques centrales en période de baisse de l'activité économique, les actions ont généralement été à la traîne. La figure 5 compare les obligations du Trésor américain aux actions américaines lors des périodes de récession depuis 1972. Dans chaque cas, les obligations du Trésor ont enregistré une baisse plus faible et se sont redressées plus rapidement. Sur les sept récessions présentées, les obligations du Trésor américain affichent une baisse maximale moyenne de 3,6 %, avec une période de récupération moyenne de 10 mois par rapport à la baisse initiale. Les actions ont enregistré quant à elles une baisse maximale moyenne de 38,4 % et une période de récupération de 44 mois, soit un peu plus de 3,5 ans.

Figure 5 : Baisses des obligations du Trésor américain et des actions américaines

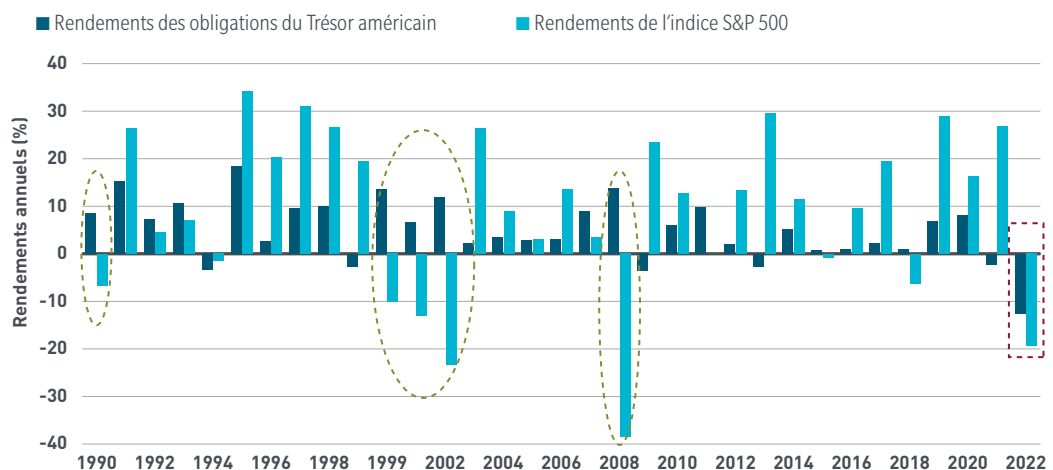


Source : FactSet. Données mensuelles du 31 octobre 1972 au 29 septembre 2023. Actions américaines = indice S&P 500. Obligations du Trésor américain = indice Bloomberg US Treasury. Les rendements sont les rendements bruts et libellés en dollars américains. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

Avantages de la diversification

Alors que les replis ont été moins prononcés et les reprises plus rapides pour les titres à revenu fixe, les obligations d'État ont aussi produit des rendements positifs pendant les récessions. La figure 6 illustre la divergence entre les rendements des obligations gouvernementales et des actions en période de tensions sur les marchés, et démontre à nouveau les avantages de la diversification procurés par les titres à revenu fixe, qui peuvent aider à gérer le risque de baisse.

Figure 6 : Rendements annuels des obligations du Trésor américain et des actions américaines

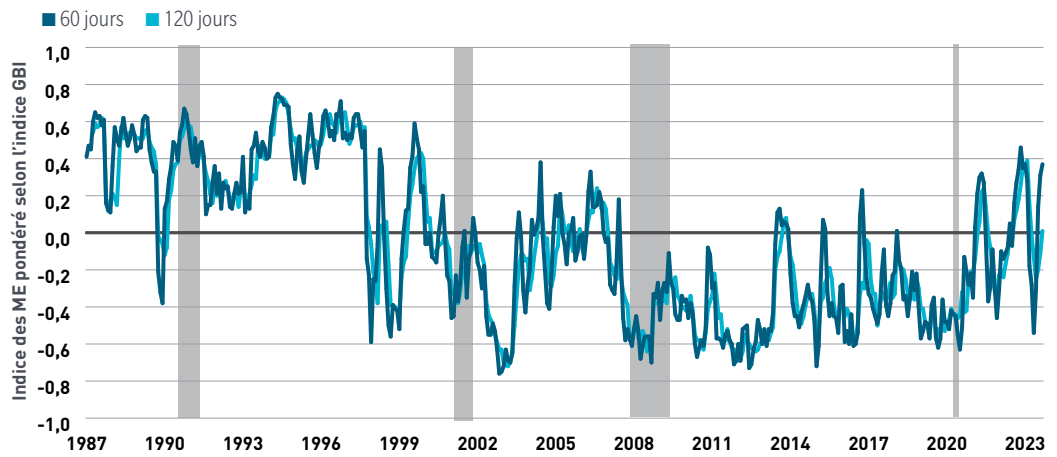


Source : Bloomberg. Données annuelles de 1990 à 2022. Rendement de l'indice S&P 500 = indice de rendement total S&P 500. Rendements des obligations du Trésor américain = indice Bloomberg US Treasury. Les rendements sont les rendements bruts et libellés en dollars américains. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

Cette relation a été mise à l'épreuve en 2022, lorsque l'économie mondiale faisait face à des niveaux d'inflation observés pour la dernière fois dans les années 1980 et qu'un resserrement monétaire colossal a été décrété dans un très court laps de temps (figure 6) pour remédier à cette situation.

Les corrélations entre les actions et les titres à revenu fixe peuvent changer avant et après une récession. Comme le montre la figure 7, nous avons pu voir lors des quatre dernières récessions des corrélations entre les obligations du Trésor et les actions qui ont généralement été à leur plus fort plusieurs mois avant le début de la récession et qui se sont affaiblies pendant celle-ci. Nous avons observé des baisses tangibles des corrélations lors de toutes les récessions examinées, certaines des périodes de récession sévères ayant présenté des diminutions très importantes, comme en 2008.

Figure 7 : Corrélations sur des périodes mobiles entre les obligations du Trésor américain et les actions américaines



Différence de corrélation (creux moins sommet)	60 jours	120 jours	Temps pour atteindre le creux (années)
Du 26 avril 1989 au 23 mai 1991	-0,26	-0,18	2,08
Du 28 septembre 2000 au 13 septembre 2001	-0,66	-0,18	0,96
Du 18 octobre 2006 au 6 octobre 2008	-1,02	-0,84	1,97
Du 29 novembre 2019 au 10 mars 2020	-0,28	-0,09	0,28
Moyennes	-0,55	-0,32	1,32

Sources : ICE BofA, Bloomberg. Corrélations calculées à partir des données quotidiennes et échelonnées mensuellement du 30 novembre 1986 au 29 septembre 2023. Actions américaines = indice S&P 500. Obligations du Trésor américain = indice ICE BofA US Treasury, indice Bloomberg US Agency Intermediate. Les données quotidiennes sont utilisées pour le calcul des tableaux au cours de la même période. Les rendements sont les rendements bruts et libellés en dollars américains.

La réduction des corrélations profite souvent aux portefeuilles des investisseurs, car des corrélations plus faibles font habituellement diminuer le risque global des portefeuilles. Par exemple, un investisseur ayant un portefeuille composé à 60 % d'actions, avec une volatilité de 20 %, et à 40 % d'obligations, avec une volatilité de 5 %, verrait le risque global de son portefeuille diminuer de 70 pb si la corrélation baissait de 0,35 point. Cela renforce les arguments en faveur des titres à revenu fixe, compte tenu de leurs excellents avantages en matière de diversification et de réduction du risque au niveau du portefeuille.

Incidence des titres à revenu fixe dans les portefeuilles

Quelle pondération des titres à revenu fixe convient à un portefeuille donné? Les objectifs et les niveaux de tolérance au risque de chaque investisseur diffèrent, mais nous croyons qu'une plus grande pondération des titres à revenu fixe au début d'une récession aide généralement à gérer le risque de baisse tout au long de la récession, comparativement aux portefeuilles qui ont une pondération d'actions plus élevée. La figure 8 compare les baisses mensuelles de trois portefeuilles fictifs, dont la composition va de 20 % à 60 % de titres à revenu fixe.

Figure 8 : Rendement des portefeuilles fictifs pendant une récession

Répartition du portefeuille :	Baisse maximale en période de récession :					
	Récession de 1980	Récession de 1982	Récession de 1991	Début des années 2000	Crise financière mondiale	Pandémie
80 % actions, 20 % titres à revenu fixe	-8,47 %	-8,49 %	-10,95 %	-6,72 %	-39,54 %	-9,30 %
60 % actions, 40 % titres à revenu fixe	-7,25 %	-6,54 %	-8,38 %	-3,75 %	-29,40 %	-6,25 %
40 % actions, 60 % titres à revenu fixe	-6,08 %	-4,57 %	-5,79 %	-0,79 %	-17,88 %	-3,21 %
Écart entre les portefeuilles à 60 % de titres à revenu et à 20 % de titres à revenu	2,39 %	3,92 %	5,16 %	5,92 %	21,66 %	6,10 %
Indice S&P 500	-9,73 %	-13,28 %	-13,83 %	-9,68 %	-48,45 %	-12,35 %
Indice Bloomberg US Treasury	-4,91 %	-1,08 %	-1,44 %	-1,24 %	0,00 %	0,00 %

Source : Bloomberg. Données mensuelles du 31 décembre 1979 au 30 avril 2020. Les rendements sont les rendements bruts et libellés en dollars américains. Actions = indice S&P 500. Titres à revenu fixe = indice Bloomberg US Treasury. **Les portefeuilles fictifs analysés sont fournis à titre indicatif seulement.**

Comme on peut le voir ci-dessus pour chaque portefeuille fictif, la baisse maximale des actions américaines a été beaucoup plus importante que celle des obligations du Trésor américain, tandis que la pondération plus élevée des titres à revenu fixe a procuré une volatilité moindre. De plus, comme le rendement des titres du Trésor est historiquement devenu positif bien avant celui des actions, nous croyons qu'un investisseur pourrait tirer parti d'un rééquilibrage des portefeuilles à la répartition cible et d'un achat d'actions à un moment où elles sont plus susceptibles de bien se comporter, ce qui peut placer un portefeuille dans une meilleure position pour le prochain début de cycle économique.

En conclusion

Même si chaque récession est différente, nous croyons que les avantages des titres à revenu fixe en période de récession continueront de se manifester. Alors que les banques centrales poursuivent leur cycle de hausse et de réduction, nous nous attendons à ce que la tendance historique selon laquelle les taux montent en récession, chutent juste avant le début et continuent de chuter au cours des quatre ou cinq premiers mois de la récession se poursuive. Nous nous attendons également à ce que bon nombre des avantages liés à la diversification et à la réduction du risque que procurent les titres à revenu fixe par rapport aux actions continuent de profiter aux investisseurs en période de ralentissement économique. Si de sombres nuages de récession se profilent à l'horizon, les investisseurs devraient envisager d'investir dans les titres à revenu fixe. ▲

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG^{MD} est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

« Standard & Poor's^{MD} » et S&P « S&P^{MD} » sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC (« S&P ») et Dow Jones est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC (« Dow Jones »). Les marques déposées ont été accordées sous licence aux fins d'utilisation par S&P Dow Jones Indices LLC et ont fait l'objet d'une sous-licence à certaines fins en faveur de MFS. L'indice S&P 500^{MD} est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC utilisé sous licence par MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P et leurs sociétés affiliées respectives ne parrainent pas les produits de MFS, pas plus qu'elles ne les appuient, n'en vendent les parts ou n'en font la promotion. Elles ne font en outre aucune déclaration quant à l'occasion d'effectuer un placement dans ces produits.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles du Groupe des solutions de placement de MFS au sein de l'unité de distribution de MFS et peuvent différer de celles des gestionnaires de portefeuille ainsi que des analystes de recherche de MFS. Ces opinions peuvent changer sans préavis et ne doivent pas être interprétées comme des conseils de placement, des recommandations de titres ou une indication d'intention de placement du conseiller au nom de MFS.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse** : Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse)** : Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social se situe au S. à r. l. 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.