

## LE COÛT PRÉOCCUPANT DES CRAINTES DE RÉCESSION

**L'économie mondiale subit de nombreux chocs cette année : la résurgence de cas de Covid-19 en Chine, la guerre en Ukraine, la hausse des taux d'intérêt. Le comportement des marchés financiers et l'enquête américaine auprès des prévisionnistes professionnels traduisent l'inquiétude croissante entourant le risque de récession. Or, celle-ci a un coût pour l'économie et pourrait aggraver le ralentissement de la croissance. Un certain degré d'inquiétude contribue à la transmission efficace d'une politique monétaire restrictive. Au-delà d'un certain seuil, néanmoins, les craintes de ralentissement deviennent auto-réalisatrices. Un mécanisme qu'il serait difficile d'endiguer si l'inflation ne convergerait pas suffisamment vers l'objectif des banques centrales.**

Les craintes de récession se renforcent. Aux États-Unis, l'« *Anxious Index* » – qui mesure, à travers l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels, la probabilité d'une entrée de l'économie en récession au trimestre suivant – a récemment augmenté (graphique 1). Le terme « récession » est de plus en plus fréquent dans les médias et les cours des actions et des obligations d'entreprises ont reculé sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et du bond de l'aversion au risque des investisseurs.

Ces évolutions n'ont rien de surprenant. L'économie mondiale a, en effet, subi plusieurs chocs cette année : les restrictions drastiques de la mobilité en Chine après la résurgence de cas de Covid-19, la guerre en Ukraine, qui a exacerbé les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et entraîné une nouvelle hausse des prix des matières premières ainsi qu'une envolée de l'incertitude. De plus, les banques centrales de nombreux pays ont procédé à des resserrements de leur politique monétaire et d'autres tours de vis vont suivre. Pour autant, la montée de l'inquiétude ne signifie pas qu'une récession est inévitable. Ce n'est pas la première fois, après tout, que les marchés des actions et obligations d'entreprises envoient des signaux erronés et l'« *Anxious Index* » n'échappe pas à la règle.

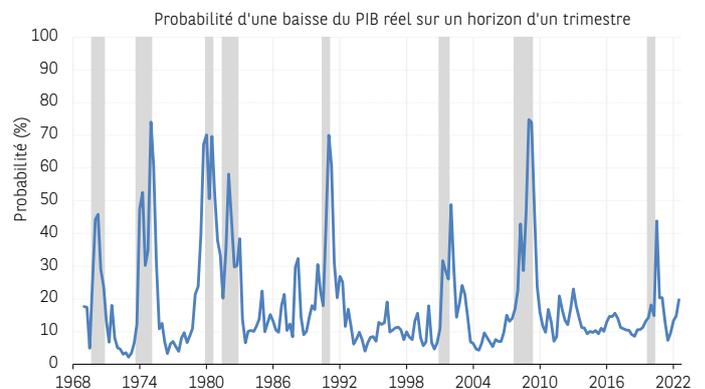
Cependant, les craintes sur le risque de récession ont un coût tout aussi préoccupant. Les entreprises peuvent opter pour une attitude attentiste et renoncer à augmenter leurs effectifs. Cela entraîne un coût d'opportunité pour les personnes qui n'ont pas de travail et resteront ainsi au chômage, ou pour celles que ne peuvent accéder à un emploi mieux rémunéré. Les ménages pourraient, par conséquent, se montrer plus prudents et augmenter leur épargne de précaution. Les entreprises peuvent aussi différer leurs décisions d'investissement. Résultat, la création de valeur actionnariale s'en trouve réduite car les projets présentant une valeur actualisée nette positive sont repoussés.

La logique microéconomique qui sous-tend un tel comportement est parfaitement compréhensible. L'objet du resserrement monétaire est de ralentir suffisamment la croissance pour juguler l'inflation. Cela oblige les entreprises à revoir à la baisse les flux de trésorerie attendus. De plus, la distribution s'élargit autour du scénario médian – reflétant une plus grande incertitude – et elle est biaisée du fait de la prédominance

des risques à la baisse. Le risque de perte extrême (*tail risk*) – c'est-à-dire une récession – croît également. Dans un tel environnement, les dirigeants d'entreprises sont plus réfractaires au risque même s'ils restent confiants dans les perspectives à moyen terme. Ils préfèrent donc attendre de retrouver une meilleure visibilité pour réaliser les investissements prévus.

Dans une certaine mesure, la prudence à court terme des dirigeants s'explique par des problèmes d'agence. Ces derniers, en tant que mandataires des actionnaires (les mandants) craignent de se voir reprocher un manque de prudence à l'approche d'une récession. Les problèmes mandant-mandataire peuvent donc contribuer à un ralentissement de la croissance. On retrouve la même problématique lorsque les entreprises dépendent, pour une partie de leurs investissements, de sources de financement extérieur comme les

### INDICE D'ANXIÉTÉ DES ÉTATS-UNIS (ANXIOUS INDEX)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE PHILADELPHIE, BNP PARIBAS

” L'inquiétude à l'égard du risque de récession a un coût pour l'économie : si les craintes de ralentissement contribuent à l'efficacité de la transmission d'une politique monétaire restrictive, au-delà d'un seuil critique, elles deviennent auto-réalisatrices.

banques et les marchés de capitaux. Le ralentissement de la croissance fait en effet craindre une augmentation du risque de crédit, ce qui conduit les banques et les investisseurs sur les marchés financiers à faire preuve d'une plus grande prudence.

L'histoire montre, en effet, que la croissance économique et le risque de crédit sont négativement corrélés. Entre également en jeu la question de l'information asymétrique entre emprunteurs et prêteurs<sup>1</sup>. La hausse des coûts de financement (graphique 2) a un impact immédiat – une baisse de la rentabilité due à l'augmentation des charges d'intérêt – mais elle peut également peser sur la propension ou la capacité des entreprises à investir. Les problèmes d'agence jouent dans ce cas également un rôle clé. Les gestionnaires de fonds d'obligations d'entreprises (les mandataires) craindront de sous-performer leurs homologues en ne réduisant pas leur exposition au risque alors que ces derniers l'auront fait. Lorsqu'ils sont moins performants que leurs concurrents, les gérants d'actifs peuvent être confrontés à des rachats par leurs clients (les mandants)<sup>2</sup>.

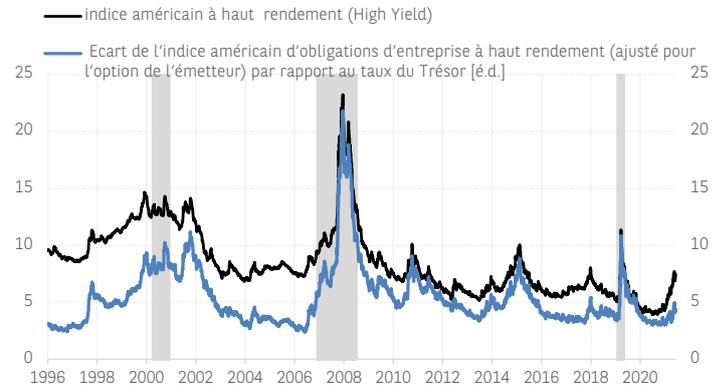
Plus l'inquiétude se renforce à l'égard des risques de récession et plus le coût à payer pour l'économie est préoccupant. Cela peut même conforter le sentiment que l'inquiétude était justifiée. On peut considérer qu'un certain niveau d'inquiétude est souhaitable dès lors qu'il facilite la transmission d'une politique monétaire restrictive en brouillant les perspectives économiques. Au-delà d'un seuil critique, néanmoins, les craintes de ralentissement deviennent auto-réalisatrices, un mécanisme qu'il serait difficile d'endiguer si l'inflation ne convergait pas suffisamment vers l'objectif des banques centrales.

**William De Vijlder**

<sup>1</sup> Il existe une potentielle divergence d'intérêts entre emprunteurs et bailleurs de fonds. Lorsque la croissance marque le pas, l'actif net des emprunteurs peut baisser, de sorte qu'ils ont moins à perdre en entreprenant des projets risqués. Les prêteurs doivent, quant à eux, supporter des coûts plus élevés pour analyser la qualité du crédit de l'emprunteur. Ces deux facteurs entraînent une hausse des coûts de financement des emprunteurs. C'est ce que l'on appelle l'« accélérateur financier ». Source : Ben Bernanke, Mark Gertler et Simon Gilchrist, *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, document de travail NBER n°6455, 1998.

<sup>2</sup> Les détenteurs d'actifs comme les compagnies d'assurance, qui gèrent leurs propres actifs, manifesteront également un moindre appétit pour le risque, car ils doivent rendre compte à leur conseil d'administration.

## ÉTATS-UNIS : TAUX ET SPREAD HIGH YIELD



GRAPHIQUE 2

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST. LOUIS, BNP PARIBAS