

# POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

## Une récession aux États-Unis : peu d'indicateurs le suggèrent

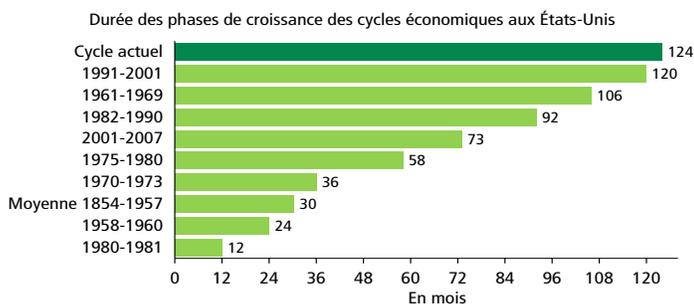
Après avoir analysé les indicateurs de récession dans les principales économies d'outre-mer dans un récent [Point de vue économique](#), on remarque maintenant que les inquiétudes entourant une possible fin de cycle aux États-Unis ont aussi augmenté, notamment depuis la débandade de la Bourse à l'automne 2018. Ces craintes semblent avoir culminé au cours de l'été dernier alors que plusieurs indicateurs pointaient vers le bas, que les marchés boursiers s'inquiétaient de la guerre commerciale sino-américaine et que la pente de la courbe de rendement devenait fortement inversée. En regardant une panoplie d'indicateurs de l'économie américaine, les mêmes que l'on utilisait en 2008-2009, on constate que des signes d'une récession prochaine aux États-Unis existent, mais qu'ils sont encore rares. Toutefois, la conjoncture reste fragile et la situation continuera d'évoluer. Il faudra surveiller si ces signes deviennent plus nombreux.

Le cycle économique actuel a débuté en juillet 2009 aux États-Unis selon le National Bureau of Economic Research (NBER), l'organisme qui date officiellement les fins et les débuts de cycle aux États-Unis. Les États-Unis en sont donc à 10 ans et 4 mois de croissance. En dépassant récemment celui des années 1990, le présent cycle est devenu le plus long répertorié sur un historique qui remonte à 1854 (graphique 1).

21 572 000 postes. Le taux de chômage est d'ailleurs tombé à un creux de 3,5 % en septembre dernier, un niveau inégalé depuis 1969. Notre [Point de vue économique](#) publié en octobre dernier recensait d'ailleurs les signes provenant du marché du travail américain.

Mais est-ce qu'un cycle peut-être trop long? Le présent cycle est plus de deux fois plus long que la moyenne de 58,4 mois répertoriée depuis 1945. Cette longévité amène à se poser des questions et, aussi, à s'inquiéter de chaque signe qui pourrait suggérer une fin de cycle. La baisse de la Bourse à l'automne 2018 a été l'un de ces éléments perturbateurs, tout comme l'inversion de la pente de la courbe de rendement à la mi-2019. On a d'ailleurs vu le nombre de recherches Google sur le sujet de la récession bondir en août 2019 (graphique 2).

### GRAPHIQUE 1 Aux États-Unis, le présent cycle économique est le plus long jamais enregistré



Sources : National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

Cette longévité a évidemment des effets positifs importants. Elle a permis aux États-Unis d'enregistrer une croissance totale du PIB réel de 26,4 % depuis l'été 2009. Le marché du travail a aussi fait des gains énormes alors qu'il n'y a eu aucune baisse mensuelle de l'emploi depuis 2010. Cela a permis de créer

### GRAPHIQUE 2 La récession est revenue au centre de l'actualité au cours de l'été dernier, mais la curiosité semble s'être estompée



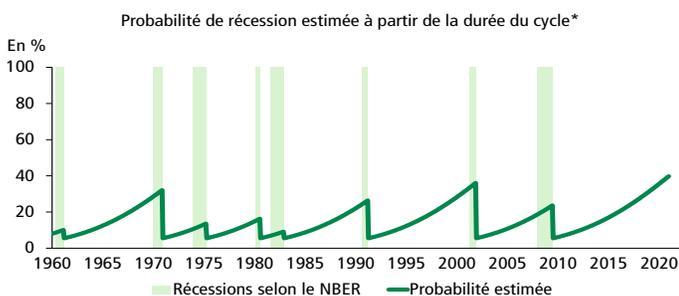
Sources : Google et Desjardins, Études économiques

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Francis Généreux, économiste principal  
Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com) • [desjardins.com/economie](http://desjardins.com/economie)

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2019, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

Un modèle simple de probabilité de récession qui utilise seulement la durée du cycle haussier comme variable explicative montre que le passage du temps a une influence (graphique 3). Mais ce n'est jamais un élément suffisant pour amener une économie en contraction. D'ailleurs, Janet Yellen, l'ancienne présidente de la Réserve fédérale (Fed), semblait de cet avis en 2015 : « *I think it's a myth that expansions die of old age. I do not think that they die of old age. So the fact that this has been quite a long expansion doesn't lead me to believe that it's one that has—its days are numbered.* »

**GRAPHIQUE 3**  
**Le passage du temps fait augmenter les risques de récession**



NBER : National Bureau of Economic Research; \* Estimée à partir d'un modèle de type Probit avec une constante et une variable représentant le nombre cumulé de mois où l'économie est en expansion.  
Sources : NBER et Desjardins, Études économiques

Donc, si les cycles économiques ne meurent pas de vieillesse, il faut trouver d'autres éléments de la conjoncture qui pourraient nous aider à voir s'il y a vraiment une récession à l'horizon.

**Une conjoncture récente mi-chaude, mi-froide**

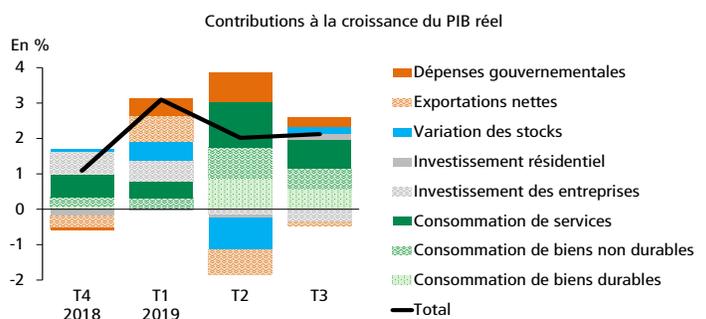
L'économie américaine continue de croître à un rythme proche de celui de son potentiel (2,1 % selon le Congressional Budget Office). La variation annuelle du PIB réel atteignait justement 2,1 % au troisième trimestre, tout comme la variation trimestrielle annualisée (après une hausse de 2,0 % au deuxième trimestre). Donc, comment explique-t-on que la croissance demeure relativement solide et le cycle, si long?

Plusieurs facteurs ont soutenu la croissance au cours des dernières années. Il y a d'abord le fait que les taux d'intérêt sont demeurés très faibles pendant très longtemps. La politique monétaire de la Fed est un élément important, tout comme d'autres facteurs tels que la tendance internationale des taux d'intérêt, la faiblesse de l'inflation, le vieillissement de la population et le ralentissement de la productivité. Un deuxième point est la bonne tenue de la confiance des consommateurs américains (et aussi des petites entreprises), surtout depuis l'élection présidentielle de 2016. Ensuite, les baisses d'impôt décrétées à la fin de 2017 ont aidé à soutenir temporairement l'économie en 2018. Finalement, les dépenses gouvernementales fédérales se sont nettement accélérées à partir de 2018.

Toutefois, d'autres éléments ont plutôt nui à la santé de l'économie américaine et plusieurs de ceux-ci sont au centre des inquiétudes quant à une possible récession. Il y a eu les hausses de taux d'intérêt, surtout en 2017 et en 2018 alors que la Fed a accéléré la normalisation de sa politique monétaire. On a aussi observé un plafonnement de l'investissement dans le secteur pétrolier, après une tendance nettement positive qui a permis le développement rapide du pétrole et du gaz de schiste en sol américain. Et, surtout, il y a eu les mesures protectionnistes de l'administration Trump et le déclenchement d'une guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis. Ce facteur a particulièrement nui à l'investissement des entreprises et au secteur de la fabrication. L'incertitude causée par les tensions commerciales a aussi eu des effets sur la volatilité des marchés financiers, sur la confiance des entreprises et sur la croissance économique en général. Au-delà du commerce, la gestion plutôt chaotique des politiques publiques fédérales (*shutdown* de 2018-2019, immigration, santé, environnement, pressions sur la Fed, etc.) de la part de la Maison-Blanche alimente aussi les incertitudes.

Dans ces circonstances, puisque des éléments tirent vers le haut et d'autres vers le bas, où se situe l'économie américaine? Pour le moment et comme indiqué plus haut, elle parvient à croître autour de son potentiel. On observe que la consommation demeure résiliente et que la confiance des ménages reste relativement élevée. Toutefois, l'investissement des entreprises a nettement faibli et l'on note même des contributions négatives à la croissance du PIB réel au cours des deuxième et troisième trimestres de 2019 (graphique 4).

**GRAPHIQUE 4**  
**La croissance du PIB réel américain se maintient surtout grâce à la consommation**



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Une récession dans un horizon prochain? Pas selon notre grille!**

La situation économique se maintient, mais il y a quand même des signes de fragilité. Afin d'identifier ces signes, nous utilisons une grille (tableau à la page 5) montrant l'évolution depuis quelques mois d'indicateurs qui nous renseignent sur la santé de l'économie et sur les risques d'un possible revers. C'est

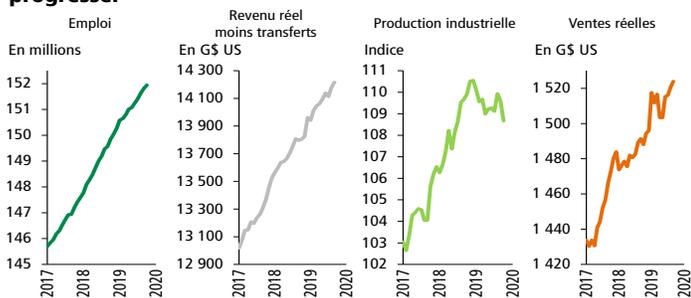
essentiellement la même grille que nous utilisons pendant la Grande récession de 2008-2009. Elle nous permettait, en [février 2008](#), de conclure que « les risques de connaître une décroissance de l'activité économique américaine, donc du PIB réel, au cours des deux premiers trimestres [de 2008] sont très élevés ». À ce moment, plus de dix indicateurs signalaient une récession.

Les 18 indicateurs contenus dans cette nouvelle grille sont présentés en 6 catégories, soit les variables utilisées par le NBER pour officialiser les dates de récession, les indicateurs avancés, les indices d'activité (indices ISM, confiance), les indicateurs du marché du travail, d'autres indicateurs (mises en chantier et stocks des entreprises) et, finalement, les marchés financiers. Un critère d'amplitude pour chacun des indicateurs est utilisé afin de s'assurer qu'il donne un signe probant de récession. Par exemple, il ne suffit pas que l'indice de confiance des ménages diminue de quelques points pour constituer un signe véritablement inquiétant, mais une baisse de plus de 20 points porte un message bien plus grave.

Le nombre d'indicateurs donnant un signal de récession a commencé à augmenter à l'hiver dernier. Il est toutefois demeuré relativement modeste et a culminé à cinq en avril. Il est ensuite descendu pour revenir à deux à la fin de l'été. En octobre, ce sont 4 indicateurs sur les 14 maintenant disponibles qui ont donné un signal de récession.

Parmi les quatre indicateurs utilisés par le NBER pour dater les cycles économiques, on remarque qu'il n'y a que la **production industrielle** qui est en baisse (graphique 5). Elle a culminé en décembre 2018 et a connu un début de 2019 difficile. Elle a, entre autres, été affectée par les problèmes du secteur manufacturier, lui-même freiné par le ralentissement du commerce mondial. Parmi les secteurs les plus touchés, on retrouve l'automobile, les équipements, les matériaux et les produits chimiques. La grève chez General Motors (GM) qui a commencé à la mi-septembre pour se terminer au tout début de novembre a probablement amplifié la baisse récente de la production.

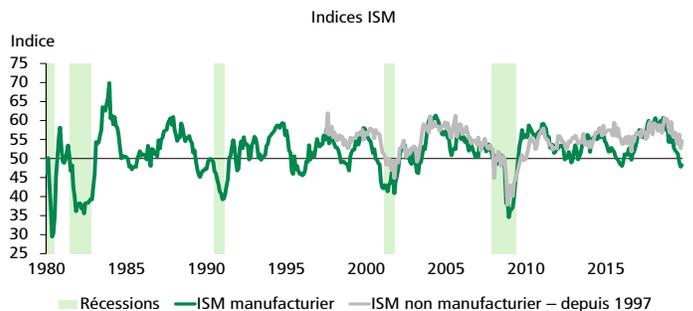
**GRAPHIQUE 5**  
La plupart des variables utilisées par le NBER continuent de progresser



NBER : National Bureau of Economic Research  
Sources : Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board, U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Parmi les indices d'activité, on remarque que l'**ISM manufacturier** signale aussi une récession. Il subit évidemment les mêmes effets qui ont causé le recul de la production industrielle avec la guerre commerciale à l'avant-plan. Le signal négatif qu'il procure n'est cependant pas très prononcé. Ce serait plus inquiétant si l'ISM non manufacturier tombait lui aussi sous la barre de 50 (graphique 6).

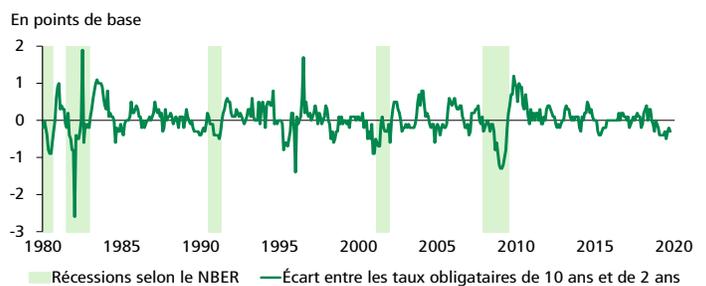
**GRAPHIQUE 6**  
Pour signaler une contraction de l'économie, il faudrait que l'ISM non manufacturier passe lui aussi sous la barre de 50



Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

Le troisième indicateur négatif est celui des **heures travaillées** dans le secteur manufacturier. Encore là, ce signal est directement lié aux problèmes de la fabrication qui ont débuté en 2018. On remarque que les faux signaux provenant de cet indicateur plutôt volatil sont nombreux (graphique 7). Il faut aussi rappeler qu'aux États-Unis, le secteur manufacturier ne constitue que 8,5 % des emplois et 11,0 % du PIB.

**GRAPHIQUE 7**  
La variation des heures est négative, mais les faux signaux sont nombreux



NBER : National Bureau of Economic Research  
Sources : NBER, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Le dernier indicateur négatif est peut-être celui qui a fait le plus jaser en 2019 : l'inversion de la pente de la **courbe de rendement**, ici représentée par l'écart entre les taux 10 ans du gouvernement fédéral américain et le taux effectif des fonds fédéraux. Le passage sous zéro de la pente pendant l'été a

souvent été mentionné comme étant à lui seul un signal probant de récession prochaine. Il est vrai que les faux signaux sont plutôt rares et que la pente a correctement signalé les derniers revers de la conjoncture (graphique 8). Toutefois, la gestion de la politique monétaire américaine depuis la Grande récession, notamment avec le gonflement du bilan de la Fed, fait que le signal de la pente est maintenant plus flou. D'ailleurs la Banque du Canada a déjà mentionné que de « [telles inversions pourraient désormais être plus fréquentes et constituer de moins bons indicateurs de récession que par le passé](#) ». De plus, la hausse récente des taux obligataires a fait en sorte que la pente est revenue en territoire positif dans les dernières semaines (graphique 9).

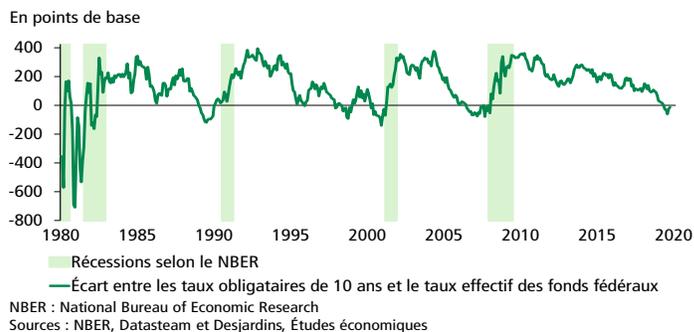
### Les signes de récession sont encore rares

Somme toute, peu d'indicateurs suggèrent un revers soudain de la conjoncture. L'économie américaine ne semble donc pas tomber en récession de façon imminente. Il y a cependant des fragilités, notamment au sein du secteur de la fabrication, qui est davantage touché par la guerre commerciale et le ralentissement de la demande mondiale. Ces fragilités, surtout si elles finissent par miner la création d'emplois et l'humeur des consommateurs, signalent qu'un choc important pourrait faire basculer la conjoncture.

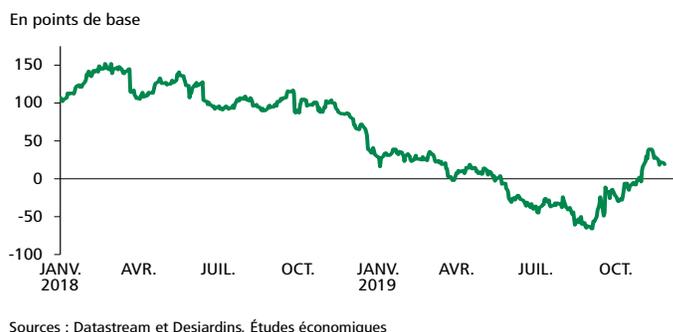
La situation économique reste donc à surveiller de près et il faudra continuer à voir si une augmentation prochaine du nombre d'indicateurs portant un signal de récession se manifesterait. Ce n'est que dans ce cas que l'on pourra véritablement penser que les probabilités de récession sont devenues prépondérantes. Dans cette éventualité, il faudra aussi s'attendre à une réaction de la Fed ainsi que du gouvernement fédéral, qui voudront minimiser les effets potentiels sur la croissance et sur l'emploi.

**Francis Généreux**, économiste principal

### GRAPHIQUE 8 Une inversion de la courbe de rendement a précédé les dernières récessions américaines



### GRAPHIQUE 9 La pente est tout récemment revenue en territoire positif



**TABLEAU**  
**Synthèse des variables indicatrices des récessions américaines**

	VARIABLES UTILISÉES PAR LE NBER				INDICATEURS AVANCÉS		INDICES D'ACTIVITÉ				MARCHÉ DU TRAVAIL				AUTRES INDICATEURS		MARCHÉS FINANCIERS		NOMBRE DE CRITÈRES POSITIFS
	Emploi	Prod. industr.	Ventes réelles	Revenu réel	Conference Board	OCDE	ISM manuf.	ISM non manuf.	Confiance des cons.	Indice de la Fed de Chicago	Taux de chômage	Demandes d'ass.-chômage	Heures travaillées <sup>2</sup>	Travailleurs à temps partiel <sup>3</sup>	Mises en chantier	Ratio stock/livraison	S&P 500	Pente <sup>6</sup>	
EN VARIATION (SAUF SI INDIQUÉ)	3 mois < 0	3 mois < 0	3 mois < 0	3 mois < 0	6 mois ann. < -2	6 mois ann. < -2	indice < 48,5	indice < 50	sommet <sup>1</sup> < -20	mm3m < -0,7	6 mois > 0	3 mois/mm3m > 25	6 mois < 0	ann. > 8	sommet <sup>4</sup> < -30	creux <sup>5</sup> > 0,1	ann. < -10	% < 0	
<b>Périodes pour 2018</b>																			
Janvier	0,38	0,60	0,36	1,48	7,05	1,16	59,6	59,4	-4,6	-0,27	-0,20	-2,0	-0,1	-13,4	0,8	0,02	23,9	1,1	1/18
Février	0,46	0,42	-0,33	1,07	7,62	1,20	60,7	59,1	-0,6	0,71	-0,30	-14,3	0,2	-8,7	-3,0	0,02	14,8	1,5	1/18
Mars	0,46	0,67	-0,72	0,84	7,60	1,12	59,3	58,7	-1,9	0,24	-0,20	-16,3	0,3	-8,9	-0,2	0,02	11,8	1,4	1/18
Avril	0,48	1,84	0,12	0,58	6,34	0,94	57,9	57,2	-2,3	0,38	-0,18	-16,3	0,4	-6,2	-5,1	-0,03	11,1	1,1	0/18
Mai	0,44	0,68	0,39	0,50	5,54	0,72	58,7	58,9	-1,5	-0,36	-0,37	-10,0	0,0	-6,0	-0,2	-0,03	12,2	1,4	0/18
Juin	0,49	0,86	0,14	0,50	5,31	0,46	60,0	58,7	-4,6	0,38	-0,06	-3,7	0,3	-10,1	-11,6	-0,03	12,2	1,0	0/18
Juillet	0,48	0,40	0,47	0,80	5,47	0,17	58,4	56,7	5,47	0,28	-0,27	-7,7	0,3	-13,1	-11,3	0,02	14,0	0,9	0/18
Août	0,49	2,01	0,48	1,06	5,05	-0,16	60,8	58,8	-3,8	0,46	-0,30	-8,0	0,0	-16,6	-4,2	0,02	17,4	0,9	0/18
Septembre	0,38	1,39	0,73	0,67	5,61	-0,50	59,5	60,8	0,0	0,08	-0,32	-9,3	-0,1	-10,1	-7,4	0,02	15,7	1,1	1/18
Octobre	0,45	1,16	0,37	0,38	4,26	-0,86	57,5	60,0	-1,3	0,02	-0,16	-3,3	-0,3	-5,7	-9,3	0,04	5,3	1,0	1/18
Novembre	0,39	0,90	0,35	0,12	4,45	-1,23	58,8	60,4	-2,7	0,26	-0,09	1,3	0,0	-1,7	-10,0	0,04	4,3	0,9	0/18
Décembre	0,47	0,80	0,31	1,20	2,94	-1,58	54,3	58,0	-3,9	-0,05	-0,18	6,3	-0,1	-6,6	-14,5	0,04	-6,2	0,7	1/18
<b>Périodes pour 2019</b>																			
Janvier	0,49	0,18	1,98	0,99	1,64	-1,88	56,6	56,7	-11,7	-0,04	0,15	6,0	-0,2	3,3	-3,3	0,04	-4,2	0,3	2/18
Février	0,40	-0,85	1,16	1,36	1,08	-2,07	54,2	59,7	-6,7	-0,61	-0,01	0,0	-0,4	-15,7	-13,9	0,04	2,6	0,3	3/18
Mars	0,35	-0,79	1,38	0,60	0,36	-2,12	55,3	56,1	-1,9	-0,06	0,12	-4,0	-0,4	-9,5	-10,2	0,04	7,3	0,2	4/18
Avril	0,28	-1,03	-0,93	0,87	0,72	-2,05	52,8	55,5	-3,4	-0,84	-0,17	-12,7	-3,4	-6,0	-4,9	0,01	11,2	0,1	5/18
Mai	0,29	-0,31	-0,56	0,60	0,54	-1,90	52,1	56,9	3,3	-0,14	-0,08	-9,7	-0,4	-11,5	-5,3	0,01	1,7	0,0	4/18
Juin	0,30	-0,38	-0,09	0,66	0,90	-1,73	51,7	55,1	-4,5	0,10	-0,19	-8,0	-0,3	-8,2	-7,6	0,01	8,2	-0,3	4/18
Juillet	0,27	0,12	0,76	0,36	1,62	-1,58	51,2	53,7	-3,2	-0,41	-0,29	7,7	-0,5	-13,2	-9,8	-0,01	5,8	-0,3	2/18
Août	0,37	0,64	1,44	0,59	0,90	-1,46	49,1	56,4	-14,5	0,15	-0,13	11,0	-0,3	0,3	3,0	-0,01	0,9	-0,6	2/18
Septembre	0,37	0,30	0,82	0,55	0,18	-1,31	47,8	52,6	-10,8	-0,45	-0,29	8,3	-0,2	-6,6	-7,9	-0,01	2,2	-0,2	3/18
Octobre	0,35	-0,41	1,13	nd	-0,18	nd	48,3	54,7	-9,9	nd	-0,02	1,3	-0,3	-4,1	-4,4	nd	12,0	-0,1	4/14

NBER : National Bureau of Economic Research; OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques; ISM : Institute for Supply Management; Fed : Réserve fédérale; nd : non disponible; mm3m : moyenne mobile 3 mois; <sup>1</sup> Variation depuis le sommet des 12 derniers mois, indice de l'Université du Michigan; <sup>2</sup> Dans le secteur manufacturier;

<sup>3</sup> Sur une base involontaire; <sup>4</sup> Variation depuis le sommet des 2 dernières années; <sup>5</sup> Variation depuis le creux des 2 dernières années; <sup>6</sup> Pente de la courbe de rendement : taux de 10 ans moins taux effectif des fonds fédéraux. NOTE : Une case verte signifie que la donnée signale un début de récession.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques