

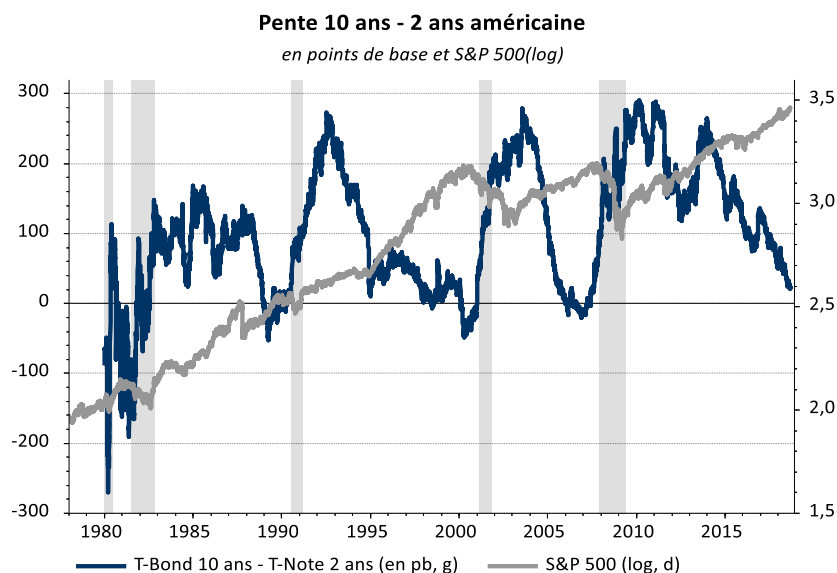


## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire  
10 septembre 2018**

### **Ne soyons pas obsédés par la courbe des taux**

Nous avons déjà abordé ce sujet, mais nous sommes encore souvent interrogés sur la courbe des taux américains et sur le potentiel de mauvaises nouvelles qu'elle semblerait annoncer. Plus précisément sur l'aplatissement accentué de la courbe dans la période récente (voir graphique ci-dessous) et de sa supposée déconnexion avec la poursuite de la montée du S&P 500.

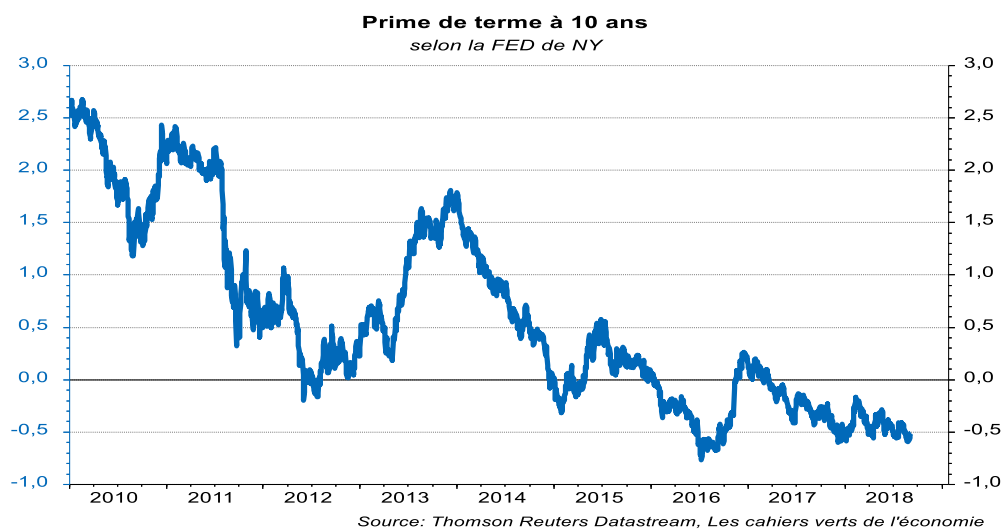


*Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie*

On sait qu'elle est considérée par beaucoup comme un signal avancé pertinent du cycle économique. Nous n'adhérons pas complètement à cette analyse. Plus exactement, nous ne négligeons pas le contenu informatif de la courbe des taux, mais nous estimons que cette information n'est pas nécessairement décisive.

En fait, il semble que le pouvoir prédictif de la courbe ait progressivement baissé depuis 35 ans. Une analyse à partir du modèle de JH Wright (économiste de la FED) montre que le caractère prédictif d'une récession à partir de la courbe des taux décline depuis le début des années 80. En 2007 par exemple, ce modèle ne probabilisait l'imminence d'une récession qu'à hauteur d'un peu plus de 40%. Pourquoi un tel déclin ? Tout simplement parce que le niveau des taux d'intérêt a considérablement et tendanciellement diminué durant cette période (sachant que le modèle est basé à la fois sur la

courbe et sur le niveau des taux d'intérêt). Et qu'en toile de fond, l'inflation et sa volatilité ont chuté depuis 1981. Rappelons d'ailleurs qu'aujourd'hui, et après 111 mois de cycle expansif, l'inflation sous-jacente ne s'établit ainsi qu'à 2% (core PCE) aux États-Unis. Dès lors, la prime de terme reste à un très bas niveau (voir graph ci-dessous).



Il est d'ailleurs intéressant de noter qu'à une période de l'histoire où l'inflation était durablement faible et où les anticipations étaient solidement ancrées (1875-1914), la courbe des taux était structurellement plate, avec de faibles oscillations<sup>1</sup>.

L'aplatissement de la courbe des taux n'est pas en soi un bon indicateur du cycle. Tout au plus peut-on noter qu'il s'agit d'un phénomène normal en seconde partie de cycle. Mais les phénomènes d'aplatissement n'ont pas pu apporter un quelconque contenu prédictif utile sur les tendances cycliques aux États-Unis dans la période contemporaine. Souvenons-nous que la pente de la courbe s'est aplatie tout au long de la 2<sup>ème</sup> moitié des années 90 (voir graphique supra), alors que la croissance a plutôt accéléré à cette période. En fait, la récession n'a démarré qu'en mars 2001.

Quant au cycle actuel, rappelons que la tendance à l'aplatissement de la courbe s'est affirmée depuis 2010 (voir graphique supra) sans aucun contenu informatif sur les oscillations cycliques de la conjoncture américaine depuis et notamment pas sur la ré accélération de 2017-18.

Il faut aussi dire que l'assouplissement quantitatif et la forward guidance ont joué un rôle inédit dans la conduite de la politique monétaire récente.

Une claire inversion de la courbe est en revanche plus riche. Et il est vrai que les 5 dernières récessions<sup>2</sup> aux États-Unis ont toutes été précédées par une inversion de la courbe (voir tableau ci-

<sup>1</sup> L'inflation se situait à cette époque à 0,8% l'an. La courbe des taux corporate (la dette fédérale était très faible à l'époque) était de 40pb en moyenne.

<sup>2</sup> Nous regroupons en fait le retournement de 1980 et celui de 1981-82.

dessous). Mais d'une part, cet indicateur se révèle très avancé par rapport au pic du cycle et du marché (sachant que le pic du marché se produit quelques mois avant le pic du cycle). En effet, l'inversion de la courbe des taux a précédé le pic du S&P 500 avec une médiane de 21 mois et le pic du cycle économique avec une médiane de 25 mois lors des 5 derniers retournements macro. D'où une impression de faux signal, ou de signal trop avancé. D'autre part, l'écart de rendement 2/10 ans est encore aujourd'hui positif, pour s'établir à 20/25 pb.

### **Pente de la courbe américaine (10 ans – 2 ans), marchés actions et cycle économique américain (\*)**

inversion de la courbe	pic du s&p 500	pic économique	lead sur marché actions (en mois)	lead sur cycle économique (en mois)
01/08/1978	28/11/1980	01/01/1980	28	17
13/12/1988	16/07/1990	01/07/1990	19	19
10/06/1998	24/03/2000	01/03/2001	22	33
27/12/2005	09/10/2007	01/12/2007	22	23
		moenne	23	23
		médiane	21	25

Source: Datastream, Les Cahiers Verts

*\*Lead sur marché actions = différence entre la date du pic du S&P500 et l'inversion de la courbe*

*Lead sur cycle économique = différence entre la date du pic du cycle et l'inversion de la courbe*

*Absence de signal pour le krach de 1987 qui n'est pas dû à un retournement économique*

Plutôt que de signaler un retournement de cycle, les phénomènes d'aplatissement de la courbe des taux reflètent avant tout un resserrement de la politique monétaire et une baisse des anticipations de croissance nominale. Or, le resserrement monétaire est indéniable depuis novembre 2014 (fin du QE), puis décembre 2015 (1<sup>er</sup> relèvement de taux directeur), puis octobre 2017 (1<sup>ère</sup> baisse du bilan de la Fed).

Toutes les phases de resserrement monétaire depuis 40 ans se sont en effet accompagnées d'un aplatissement. Mais les phases de resserrement monétaire n'ont pas en soi été toutes suivies d'une récession (comme en 1983-84 ou en 1994-95 par exemple), sachant par ailleurs que le processus de resserrement est aujourd'hui loin d'être achevé en l'état.

C'est pourquoi il nous paraît plus pertinent de regarder d'autres indicateurs prédictifs réels (taux de marges, taux de chômage, conditions de crédit bancaire, taux de défaut corporate,...) plus fiables d'une éventuelle future récession.

Et s'il faut rester dans le domaine des taux d'intérêt, nous préférons regarder les taux directeurs réels (ajustés de l'inflation sous-jacente) qui sont, malgré un cycle expansif de 111 mois, bien en deçà des niveaux de début de pic de marché et donc de récession. Par exemple, le niveau moyen des taux directeurs réels (déflatés par le core CPI) au moment du début des 5 derniers bear markets s'établissait à 3%. Aujourd'hui, nous ne sommes même pas en territoire positif, alors que la Fed estime le taux directeur neutre réel à 0,9%.

Conclusions opérationnelles ?

Ne soyons pas obsédés par la courbe des taux. Sa pente actuelle ne nous informe en rien des conditions économiques futures, ni de l'évolution directionnelle du marché actions américain, ni même des arbitrages sectoriels souhaitables<sup>3</sup>.

On ne s'intéressera à la courbe des taux que si elle s'inverse franchement et on regardera, en étudiant parallèlement de nombreux autres indicateurs macroéconomiques et macro financiers, si cela est de nature à préfigurer un changement profond.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).  
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**

---

<sup>3</sup> Les financières sont avant tout sensibles au niveau des taux et non à la forme de la courbe, comme nous l'avons souvent mentionné.