

# ACTEURS

## Ecouter le message de la courbe des taux d'intérêt

EMMANUEL FERRY

Directeur des investissements **BANQUE PÂRIS BERTRAND**

**Aucune des cinq dernières récessions n'a été correctement prévue par les économistes. Or, la courbe des taux a (presque) toujours raison.**

L'inversion de la courbe des taux d'intérêt est devenu un sujet central. Le taux d'intérêt à 10 ans du Trésor américain est passé en dessous du taux à 3 mois et ce pour la première fois depuis 2007. Le même jour, le taux du Bund allemand à 10 ans est repassé en territoire négatif et le stock de dette mondiale à taux négatif est repassé au-dessus de 10.000 milliards de dollars. La pente de la courbe des taux d'intérêt donne une très bonne indication sur les attentes concernant le mix croissance / inflation. Depuis 2014, l'aplatissement de la courbe des taux américaine a été essentiellement tirée par la remontée des taux d'intérêt à court terme, reflétant le resserrement monétaire de la Fed. La baisse des taux d'intérêt à long terme a pris récemment le relais de la hausse des taux courts, traduisant une dégradation des perspectives économiques. Nous sommes désormais dans la situation où la courbe commence à s'inverser, signalant que le resserrement monétaire passé est allé trop loin. En d'autres termes, le passage des taux long sous les taux courts signifie tout simplement que le marché obligataire s'attend désormais à une baisse des taux directeurs de la Fed. Le processus d'inversion est déjà bien avancé. 56% de la courbe des taux aux Etats-Unis est inversé,

trois pays ont des taux d'intérêt négatifs de zéro à 10 ans (Suisse, Allemagne, Japon) et le marché obligataire anticipe déjà une détente de 25pb des taux directeurs de la Fed à horizon 2020. La Fed de New-York déduit de la forme actuelle de la courbe des taux une probabilité de récession de 29% à horizon 12 mois. Dans le passé, dans cinq cas sur sept, cela s'est concrétisé par une récession effective. Sachant qu'aucune des cinq dernières récessions n'a été correctement prévue par les économistes, il est hasardeux de ne pas écouter le message envoyé par la courbe des taux. Le délai moyen observé entre l'inversion de la courbe et l'entrée en récession est de 16 mois. Dix des douze derniers cycles de hausse des taux de la Fed ont débouché sur une récession. Les deux exceptions sont les *soft landings* de 1966 et 1995.

### «This time is different»

La plupart des commentaires n'hésitent pas à prononcer la phrase la plus coûteuse de l'histoire, «*This time is different*»: l'inversion de la courbe des taux aurait pour cause le QE des banques centrales et l'absence de normalisation monétaire en dehors des Etats-Unis. Son message serait donc erroné. Il faut se souvenir que des facteurs techniques avait déjà été avancés lors des deux précédents épisodes d'inversion de la courbe des taux (avril 2000, janvier 2006) et la récession avait débuté respectivement en mars 2001 et décembre 2007.



Le changement radical d'orientation de la Fed (arrêt du *Quantitative Tightening*, prévisions économiques en baisse, nouvelle *forward guidance*) signale un nouveau cycle d'assouplissement mondial. Si cela se confirme, la courbe des taux devrait connaître une repentification, mouvement activé par une baisse effective des taux d'intérêt à court terme. La Fed a réalisé que son resserrement monétaire cumulé (+225pb de relèvement des Fed Funds et l'équivalent de +300pb provenant de l'inversion du QE) est allé bien au-delà de la neutralité monétaire. La question porte désormais sur la capacité de la Fed à piloter un *soft landing*. La longueur exceptionnelle du cycle d'expansion des Etats-Unis (117 mois, à trois mois du record de 120 mois), le point bas du chômage et l'inversion des indicateurs avancés (écarts entre composantes futures et actuelles des différentes enquêtes) plaident pour une capacité limitée à prolonger le cycle actuel, sauf si la Fed réduit ses taux directeurs d'au moins 50pb. ■