

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond - Associé - CIO



14 décembre 2018

Craintes infondées d'une inversion de la « yield curve » aux USA

Inversion de la « yield curve » toujours synonyme de récession ? Aplatissement contre inversion. Situation actuelle et perspectives. La Fed n'est pas dogmatique. Craintes infondées.

Points clés

Le risque d'inversion de la courbe des rendements effraie les marchés en décembre

Le mode « risk off » s'impose partout

Mais de quelle inversion de la courbe des taux d'intérêt parle-t-on au juste ?

Vers un aplatissement de la courbe des taux plutôt qu'une inversion ?

L'inversion de la courbe 2-10 ans est-elle un bon indicateur ?

Qu'en est-il de la situation actuelle ?

Don't fear the yield curve!

Le risque d'inversion de la courbe des rendements effraie les marchés en décembre

Au lendemain de l'annonce le 30 novembre d'une trêve de 90 jours devant permettre aux négociateurs américains et chinois de trouver un terrain d'entente sur la question des relations commerciales entre les deux pays, une « inversion » de la courbe des taux relançait brutalement l'inquiétude dans les marchés financiers.

Alors même que le principal facteur de risque pour l'économie mondiale trouvait enfin un début de solution, grâce à une reprise des discussions, considérée déjà comme prometteuse, entre les deux partenaires économiques, un nouveau facteur de risque surgissait soudainement et éclipsait les perspectives positives d'une résolution possible du différend.

En quelques jours seulement, la crainte d'une « inversion » de la courbe des rendements s'est répandue comme une trainée de poudre, contribuant très largement à la chute brutale du marché actions US de près de -8% en quatre jours seulement.

Cette nouvelle source d'inquiétude n'a pas atteint le seul marché américain, mais a également touché la plupart des marchés financiers et des classes d'actifs, dans un vent de panique rare pendant cette période précédant de peu les fêtes de fin d'année.

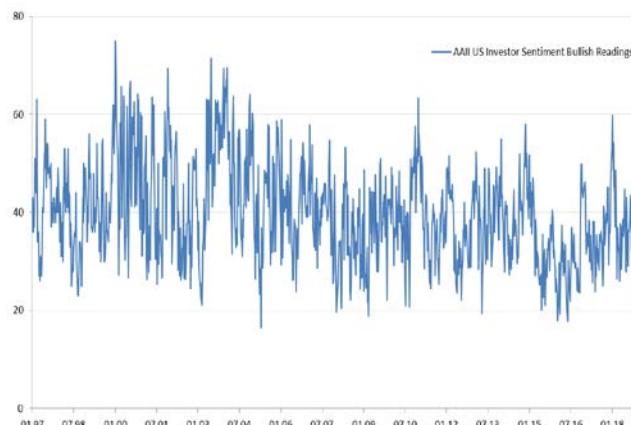
Le mois de décembre, qui statistiquement s'avère être un mois largement positif depuis plusieurs décennies, avec un ratio de plus de 80% de probabilités de hausse, débutait donc très fortement dans le rouge et dans une circonspection largement partagée par de nombreux investisseurs. Sans prendre le temps de se pencher sur la réalité de la situation de la courbe des taux, ni même de s'interroger sur les fondements et les principes ou les conditions pouvant influencer et conduire à une éventuelle inversion de la « yield curve » américaine, les investisseurs se sont emparés du thème, relevant et soulignant avec gravité parfois le caractère prédictif de ce phénomène annonciateur d'une prochaine récession.

A quelques semaines de la fin de l'année, c'en était certainement trop pour ceux qui craignaient déjà qu'un ralentissement très net ne se produise en 2019, en raison des effets négatifs induits par l'introduction des tarifs douaniers aux Etats-Unis et en Chine.

Le sentiment des investisseurs, mesuré par l'association américaine des investisseurs privés, témoignait à la mi-décembre de ce très net changement de perception des risques, en approchant de près son niveau d'optimisme le plus bas des vingt dernières années à environ 20% de « bull ».

Notons aussi qu'un tel niveau de défiance a été fréquemment suivi dans les mois ultérieurs par une normalisation du sentiment ainsi qu'une reprise des marchés financiers.

American Association of Individual Investors investor sentiment bullish readings 1997-2017



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Mais de quelle inversion de la courbe des taux d'intérêt parle-t-on au juste?

Cette inversion de la « yield curve » tant médiatisée trouve certainement son origine dans une situation observée sur le marché des obligations du Trésor américain le 4 décembre et les jours suivants. On constatait alors, pour la première fois, un rendement sur les obligations du Trésor américain à 3 ans supérieur à celui correspondant à une échéance de 5 ans. Cela suffisait pour commencer à répandre l'idée que les investisseurs recevaient désormais un rendement à court terme supérieur à celui obtenu à long terme sur de la dette gouvernementale américaine et qu'il s'agissait d'une indication que la courbe des taux était en phase de renversement généralisé.

Si ce mouvement s'est effectivement produit pendant une semaine seulement, à l'heure où nous écrivons ces lignes, il est cependant essentiel d'en préciser l'ampleur avant d'en tirer toute forme de conclusion ou de prévision. En effet, l'évolution de l'écart de rendement entre les obligations du Trésor US à 3 et à 5 ans est passé en territoire positif pendant neuf jours environ et l'écart maximum a tout juste atteint 2 points de base, soit 0.02% pendant cette même période. Cet écart correspondait au différentiel de taux entre ces deux maturités de 3 et 5 ans, soit à cette date 2.85% pour une échéance de 3 ans et 2.83% à 5ans.

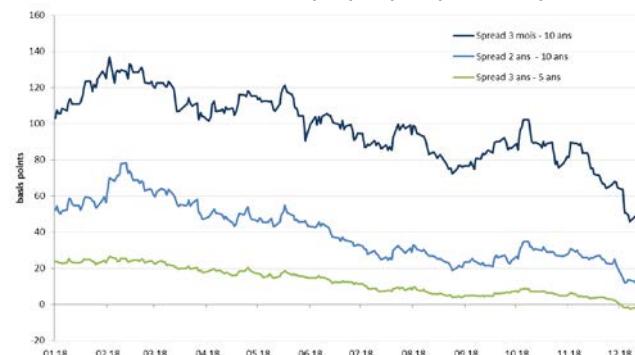
A l'analyse rationnelle de cette situation, force est de constater que nous sommes encore très loin de faire face à une réelle inversion de la courbe des rendements.

Il serait, dès lors, nettement plus approprié de parler d'un aplatissement de la courbe à ce niveau de rendements relatifs. Par ailleurs, ce phénomène ne s'est produit sur aucun autre segment de la « yield curve » et reste parfaitement unique à ce stade.

On est donc loin de constater une inversion annonciatrice de futures récessions, comme ce fut le cas depuis la seconde guerre mondiale, lorsque l'écart de rendement entre les taux à 2 ans et ceux à 10 ans s'accroissaient fortement en faveur des taux courts.

A ce point de l'analyse, il nous semble déjà tout à fait prématué, pour ne pas dire clairement inconsistant, d'évoquer un risque général de récession prochaine à la seule observation d'un écart de rendement positif d'à peine 0.02% sur un segment, par ailleurs, très restreint de la « yield curve ».

Evolution des écarts de rendements en 2018 « spreads » 3y-5y, 2y-10y, 3m-10y



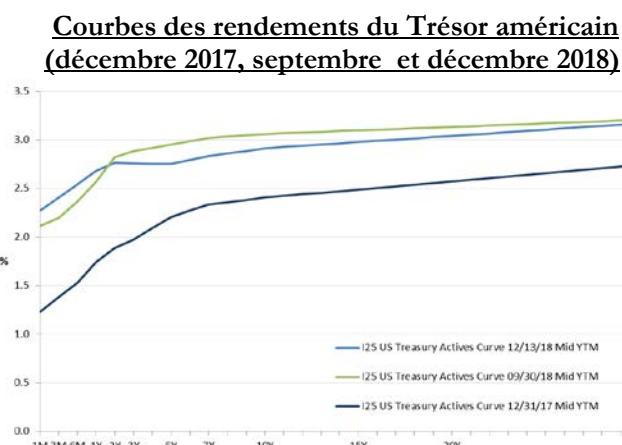
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Vers un aplatissement de la courbe des taux plutôt qu'une inversion ?

Depuis la dernière intervention de la Réserve fédérale américaine, on observe effectivement un aplatissement de la courbe des taux, sous l'impulsion de deux forces distinctes agissant de manières différentes sur les échéances courtes et plus longues. La première de ces deux forces est pilotée par la Fed, tandis que la seconde est plutôt la résultante des anticipations des investisseurs en matière de perspectives de croissance et d'inflation. Ainsi, l'action menée par la banque centrale visant à « normaliser » sa politique monétaire par des hausses régulières de taux directeurs agit sur la partie courte de cette courbe de taux, en la faisant progresser par étape vers le haut sur les échéances comprises entre 1 et 12 mois en particulier. On observe logiquement une tension

correspondant environ à 0.25% de hausse de taux, lorsque la banque centrale monte d'autant ses taux directeurs en septembre ou prochainement en décembre par exemple. En ce qui concerne les plus longues échéances, le mouvement s'est produit dans l'autre sens dans le contexte récent de ces dernières semaines caractérisé par une diminution des pressions inflationnistes et une progression des incertitudes en matière de croissance économique pour 2019. Ainsi, la courbe de taux se déplaçait vers le haut sur la partie courte, tandis qu'elle baissait sur la partie longue. Ce phénomène conduisait, de ce fait, à un rapprochement des diverses échéances, mais ne modifiait pas le caractère « normal » de la courbe.

En d'autres termes, les rendements à long terme restaient toujours supérieurs aux rendements à court terme, mais la pente de la courbe avait naturellement tendance à s'aplatir.



Fallait-il pour autant déjà en tirer la conclusion qu'un aplatissement de la courbe des taux devait nécessairement et rapidement être suivi d'une inversion de celle-ci, comme cela semble avoir été perçu par de nombreux investisseurs au début décembre ? Il est aussi étonnant de constater comment un tel « raccourci » dans l'analyse et l'appréciation des risques a pu affecter autant de participants et d'investisseurs, sans doute trop pressés de réagir que de vérifier la pertinence de cette prévision.

L'inversion de la courbe 2-10 ans est-elle un bon indicateur ?

Force est de constater qu'une inversion de la courbe des taux entre ces deux échéances a effectivement été suivie d'une récession aux Etats-Unis à plusieurs reprises par le passé. Notamment en 1980, 1981-82, 1990-91, 2000-01 et 2008-09, ce phénomène annonçait une récession économique avec un effet de retard variant, cependant, de plusieurs trimestres à plusieurs années.

Il faut souligner encore une fois que l'observation récente ne correspond encore en rien à une inversion notable de la courbe des taux et ne constitue, à notre avis pour l'instant, qu'une convergence de ces rendements probablement temporaire.

Par ailleurs, relevons que l'inversion de la courbe n'est pas, en soi, un facteur déclencheur d'une situation de crise, mais plutôt la résultante de conditions économiques et des politiques monétaires pouvant engendrer une future récession. Ainsi, c'est en général plutôt dans un contexte de forte croissance économique, accompagnée de poussées inflationnistes significatives, qu'une remontée des taux directeurs, et plus généralement des taux courts, initiée par la banque centrale conduit à un resserrement des conditions monétaires trop important empêchant un atterrissage en douceur de l'économie et provoquant une récession non désirée.

En observant simplement l'évolution du « spread » 2-10 ans entre 1977 et 2018, on observe bien que les récessions américaines ont effectivement été précédées d'une phase d'inversion, mais celles-ci se sont parfois produites des années plus tard et après que d'autres facteurs n'aient finalement conduit à une telle issue. La récession de 2008-2009, par exemple, n'est intervenue qu'environ trois ans après le début de l'inversion de la « yield curve » ; autant dire qu'il sera évidemment essentiel d'observer l'évolution prochaine de ce différentiel de taux pour évaluer les réels risques qui menacent la croissance américaine et dans quel horizon ceux-ci peuvent développer leurs effets.

Ecart de rendement entre taux du Trésor 2 et 10 ans et récessions US depuis 1977



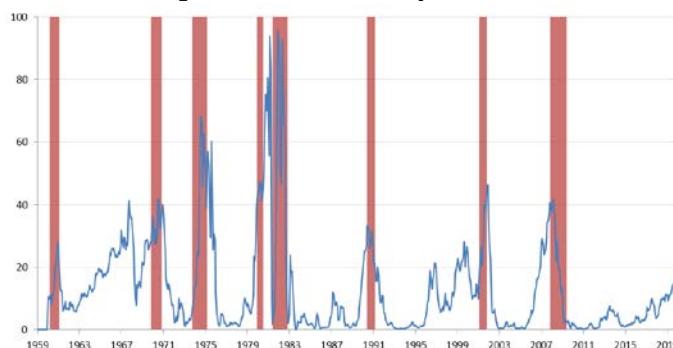
Qu'en est-il de la situation actuelle ?

A ce propos, il n'est pas intéressant de s'appuyer sur la mesure publiée par la Fed de New-York, qui évalue en permanence les risques de récession, pour mettre en perspectives les anticipations négatives des investisseurs qui se sont exprimées ces derniers jours. Le graphique ci-

après suggère que le risque d'une récession dans douze mois est actuellement de 15% seulement.

En comparaison historique, un tel niveau de risque ne peut pas être considéré comme suffisamment élevé et significatif pour justifier un changement brutal des perspectives et, par conséquent, de la perception des risques. Toutefois, si dans plusieurs cas une récession est bien intervenue dans un délai de plusieurs trimestres à plusieurs années, cet indicateur n'a pas été pertinent au cours des dernières décennies à deux reprises, dans les années nonantes, et pendant les trois années qui ont précédé la récession de 2008-2009.

Probabilité d'une récession dans 12 mois calculée par la Fed de New-york



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Relevons également que la situation économique actuelle, ainsi que les perspectives pour l'année 2019 ne semblent pas pointer vers une accélération de la dynamique économique porteuse de pressions inflationnistes excessives.

La conjoncture américaine n'a que peu de probabilités d'accélérer, dans l'environnement actuel, et l'inflation marque logiquement le pas avec la chute des cours du brut. Elle glisse, en effet, de 2.5% à 2.2% au mois de novembre pour revenir à un niveau proche de l'objectif de la Réserve fédérale. Le déclin de l'inflation est, dans le contexte présent, un facteur essentiel à l'appréciation de la future politique monétaire appliquée par la banque centrale américaine.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces dernières ne peuvent être utilisées ou considérées comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

Un ralentissement conjoncturel probable en 2019 et une inflation sous contrôle, malgré un taux de chômage au plus bas, ne nous semblent donc pas être des conditions justifiant une poursuite de la « normalisation » de la politique monétaire américaine.

Don't fear the yield curve!

Ainsi, notre analyse privilégie le scénario d'un changement de posture prochain de la Fed qui devrait souligner la vigilance accrue de l'ensemble des membres du FOMC face aux risques d'une éventuelle inversion non désirée de la « yield curve ».

Le président de la Fed a déjà suggéré un tel changement de politique, en évoquant le fait que le niveau actuel des taux directeurs était désormais juste en dessous du niveau qu'il considérait comme neutre, dans le contexte économique actuel.

La Réserve fédérale devrait rester particulièrement attentive à ne pas risquer de freiner la conjoncture par une remontée des taux non appropriée.

Nous estimons qu'elle adoptera une politique prudente, au cours des prochains trimestres, en laissant ses taux directeurs inchangés aussi longtemps qu'un renforcement de la croissance ne provoquera pas d'accélération de l'inflation.

BBGI Group
Rue Sigismond-Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T+4122 5959 611- F+4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch