

ÉTATS-UNIS: DOIT-ON S'INQUIÉTER DE L'APLATISSEMENT DE LA COURBE DE TAUX? PAS ENCORE.

L'aplatissement de la courbe de taux américaine a suscité bien des commentaires car, d'après les corrélations historiques, le risque de récession serait en hausse. Il convient néanmoins de se garder de conclusions hâtives. Les anticipations d'inflation basées sur le marché, actuellement très élevées, devraient reculer après plusieurs relèvements de taux. Cela pourrait tirer vers le bas les rendements obligataires nominaux à long terme et entraîner un ré-aplatissement, voire une inversion de la courbe. Cependant, la baisse de l'inflation est favorable à la croissance. Autre raison de se montrer prudent : du fait des achats d'actifs effectués par la banque centrale antérieurement, la courbe de taux est moins pentue. Cet indicateur avancé de la croissance économique pourrait donc donner un signal de moins bonne qualité en raison de l'assouplissement quantitatif des années précédentes. C'est la raison pour laquelle un autre indicateur a été construit : le *spread forward* à court terme. Il compare les anticipations basées sur le marché, relatives aux taux d'intérêt à court terme à l'horizon de 18 mois, aux taux courts actuels. Il offre de meilleurs résultats en qualité d'indicateur avancé et, qui plus est, le *spread* actuel est très large. Autrement dit, il n'y a pas encore de raisons de s'inquiéter.

La courbe de taux américaine donne un fort sentiment de déjà-vu. Son aplatissement marqué, ces dernières semaines, a rapidement donné lieu à des commentaires dans la presse selon lesquels il pourrait annoncer une récession.

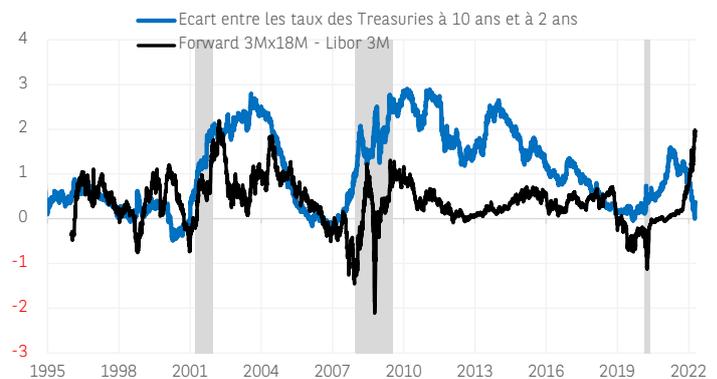
Une telle réaction se justifie d'un point de vue théorique. Les rendements des obligations à maturité longue reflètent essentiellement les anticipations de taux courts à plus long terme, qui dépendent des anticipations de politique monétaire, ainsi qu'une prime de terme¹. Une courbe de taux pentue correspond à une orientation de politique monétaire accommodante avec des taux directeurs bien inférieurs à leur valeur anticipée à long terme. Un aplatissement de la courbe, qui implique une réduction du soutien monétaire, peut entraîner une révision à la baisse des perspectives de croissance. Cette révision sera plus nette lorsque la courbe s'inversera. Dans ce cas, les taux courts dépassent leur valeur attendue à long terme, la politique monétaire est restrictive et on s'attend à un assouplissement de cette dernière quand la croissance et l'inflation auront diminué.

L'argument théorique peut convaincre mais les données empiriques sont une base encore plus solide pour les journalistes comme pour les analystes. La qualité perçue du signal de l'inversion de la courbe, comme indicateur avancé d'une récession, est telle qu'un simple aplatissement suscite déjà des inquiétudes, tant le sentiment d'une inversion imminente domine. Cependant, mieux vaut rester prudent et de ne pas partir du postulat que ces faits stylisés, valables hier, le sont tout autant aujourd'hui.

¹ Il s'agit d'une prime de risque au titre de l'investissement dans des obligations à maturité longue au lieu du réinvestissement systématique, sur la même période, de bons du Trésor à court terme.

En effet, les anticipations d'inflation basées sur le marché sont aujourd'hui très élevées, les investisseurs craignant que l'inflation continue de surprendre à la hausse. Lorsque qu'ils auront changé d'idée, le point mort d'inflation (*break-even inflation*, BEI) – soit la différence entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée sur l'inflation de même échéance – fléchira, tirant vers le bas, toutes choses étant égales par ailleurs, les rendements des obligations nominales sur les échéances plus longues. S'ensuivra alors un nouvel aplatissement, voire même une inversion de la courbe de taux.

COURBE DE TAUX AMÉRICAINE ET COURBE DU MARCHÉ MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

La courbe de taux s'est très significativement aplatie mais le *spread forward* à court terme est très élevé. Ces signaux opposés, ajoutés à la plus grande fiabilité du *spread forward* comme indicateur avancé, indiquent qu'il ne devrait pas encore y avoir des raisons de s'inquiéter de l'aplatissement de la courbe de taux.

Une telle évolution réduirait cependant le risque de récession au lieu de l'augmenter : la baisse de l'inflation est favorable à la croissance dans la mesure où elle accroît le pouvoir d'achat des ménages. De plus, la Réserve fédérale pourrait s'autoriser à mener une politique monétaire moins restrictive que prévu. Autre raison de se montrer prudent : l'effet exercé par la taille du bilan de la Fed sur le niveau des rendements des *Treasuries*. Les achats d'actifs par la banque centrale visaient à influencer les rendements des obligations à maturité longue en abaissant la prime de terme, de sorte que la courbe de taux est moins pentue qu'en l'absence d'assouplissement quantitatif.

Analyser les perspectives de croissance à travers la focale de la pente de la courbe de taux revient à déterminer si la politique monétaire est favorable à la croissance ou si elle constitue une menace. L'examen de la partie courte de la courbe de taux est, à cet égard, pertinent. Compte tenu de sa plus forte amplitude cyclique, par rapport à la partie longue de la courbe, elle est plus sensible aux changements des perspectives de croissance et d'inflation. Elle pourrait, par conséquent, offrir un signal de meilleure qualité. Telle était l'approche de la Réserve fédérale dans un document de 2018². Cependant, la comparaison entre un rendement à deux ou trois ans et le taux d'intérêt à court terme peut toujours être influencée par la prime de terme.

Pour éviter cet écueil, les auteurs calculent le *spread forward* à court terme, c'est-à-dire la différence entre le taux d'intérêt implicite sur les bons du Trésor à trois mois, à un horizon de 18 mois, et le taux actuel à trois mois³. Le résultat obtenu sert ensuite à calculer la probabilité d'une récession sur les quatre prochains trimestres⁴. Il en ressort que le *spread forward* à court terme est très significatif contrairement à l'écart des taux à long terme (rendement à 10 ans moins rendement à 2 ans), lorsqu'il est ajouté à l'équation. Le graphique s'inspire de cette approche même si, en raison des données disponibles, nous avons utilisé les taux Libor (*spot* et *forward*) pour calculer le *spread forward* à court terme⁵. On y voit que les récessions ont été précédées d'une inversion de ce *spread*, en association avec une courbe de taux plate ou même inversée. À l'heure actuelle, la courbe de taux s'est très significativement aplatie mais le *spread forward* à court terme est très élevé.

Ces signaux opposés, ajoutés à la plus grande fiabilité du *spread forward* comme indicateur avancé, indiquent qu'il ne devrait pas encore y avoir de raisons de s'inquiéter de l'aplatissement de la courbe de taux. Une importante réserve s'impose néanmoins. L'énorme *spread forward* à court terme reflète les anticipations du marché relatives à un resserrement monétaire significatif au cours des prochains trimestres. Si la politique monétaire se déroule comme prévu, cela pourrait finir par pousser à la baisse les rendements des obligations à maturité longue et par déclencher une inversion de la courbe de taux. Ceci alimenterait les craintes de récession. Par ailleurs, un durcissement draconien pourrait aussi modifier brusquement les perspectives de politique monétaire, entraînant une baisse du *spread forward* à court terme. Dans un tel contexte, les craintes de récession augmenteraient inévitablement.

William De Vijlder

² Source : "(Don't Fear) the yield curve, Eric Engstrom and Steven Sharpe", Notes de la Fed, 28 juin 2018.

³ On peut obtenir ce taux *forward* en comparant le rendement à l'échéance des bons du Trésor arrivant à maturité dans six et sept trimestres à partir de maintenant.

⁴ Les données couvrent la période allant de 1972 à 2018.

⁵ Cela peut biaiser le signal en période de tension financière, c'est-à-dire lorsque le TED *spread* ou différence entre les taux Libor et ceux des bons du Trésor, augmente.

