

## Inversion de la courbe des taux, quelles conséquences ?

Ces derniers jours de nombreux observateurs se sont inquiétés de l'inversion de la courbe des taux aux Etats-Unis et de son caractère prédictif d'une récession prochaine.

L'écart entre le rendement des titres court terme (jusqu'à 2 ans) et long terme (au-delà de 5 ans) détermine la pente de la courbe des taux. La partie courte est influencée par la politique monétaire de la banque centrale tandis que la partie longue dépend des anticipations de croissance et d'inflation. Dans une configuration classique les taux longs offrent un rendement plus élevé (compensant l'incertitude) que les taux courts. On parle d'une courbe des taux pentue.

Lorsque l'économie arrive en fin de cycle la courbe des taux s'aplatit. La banque centrale augmente ses taux directeurs, entraînant les taux courts à la hausse. Dans le même temps la partie longue varie peu. L'écart entre la rémunération des taux courts et longs se réduit. A l'inverse, dans les phases de récession, la courbe des taux se pentifie, à travers une nette baisse de la partie courte (baisse des taux par la banque centrale). Cette pentification s'intensifie en début de reprise économique, les taux courts restent faibles et les taux longs augmentent (anticipation d'une hausse de l'activité).

Actuellement l'inversion de la courbe des taux US concerne uniquement les taux souverains à 3 et 5 ans. Le taux US à 3 ans offre un rendement très légèrement supérieur (1 bp) au taux à 5 ans. Cette inversion est peu significative.

De manière historique, l'indicateur à surveiller, le plus fiable, est l'inversion entre les taux à 2 et à 10 ans. Une courbe des taux inversée entre ces deux maturités signifie que les marchés s'attendent à une baisse significative des taux dans le futur. C'est le cas lorsque l'économie entre en phase de récession. Le spread (écart de rendement) entre les taux à 2 et à 10 ans est aujourd'hui de seulement 12 bp (0,12 %) aux Etats-Unis, signalant un net aplatissement depuis 2014 (250 bp). Nous sommes donc proches de l'inversion tant redoutée.

Depuis 1955 les Etats-Unis ont connu 9 périodes de récession. Toutes ces récessions ont été précédées par une inversion de la courbe des taux. Une seule fois, en 1966, la courbe des taux a envoyé un faux signal, l'inversion n'étant pas suivie d'une récession. Dans ce contexte on comprend les interrogations/craintes actuelles des investisseurs. Sommes-nous pour autant à l'aube d'une récession et d'une forte baisse des marchés financiers ?

L'aplatissement de la courbe des taux s'est accéléré ces dernières semaines à cause d'une hausse de l'aversion pour le risque (Brexit, guerre commerciale, chute du pétrole...). Un apaisement de ces tensions pourrait favoriser un rebond des taux longs. Néanmoins, si l'aplatissement de la courbe se poursuit au rythme en vigueur depuis 2014, l'inversion se produirait au printemps prochain, courant avril 2019.

Historiquement les marchés actions américains (en prenant le S&P 500 comme référence) ont toujours atteint un point haut après l'inversion de la courbe de taux. Ce point haut se matérialisant en moyenne 14 mois après l'inversion, avec un minimum de 202 jours et un maximum de 631 jours. Entre le moment où la courbe des taux s'inverse et le plus haut des marchés, la performance moyenne du S&P 500 est de +16,8 % (minimum +7,5 % et maximum + 33 %).

La récession débute en moyenne 4 mois après le point haut sur les marchés et donc 18 mois après l'inversion de la courbe des taux. Si les marchés financiers suivent la même trajectoire que lors des précédentes fins de cycle un net rebond aura lieu sur les marchés actions US, qui devraient atteindre un point haut au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre 2020. La prochaine récession américaine débiterait pendant l'été 2020.

L'inversion de la courbe des taux est un signal très important, puisque cela signale la fin du cycle économique américain. Néanmoins les actions devraient poursuivre leur progression après cette inversion. Sortir des marchés actions au moment de l'inversion de la courbe (nous n'y sommes pas encore) fait prendre le risque de louper entre 7,5 % et 33 % de hausse.

### Ecart de rendement entre les taux US à 2 et 10 ans (en bleu) et récessions (zones grisées) depuis 1976

