Bernard Keppenne
Chief Economist, CBC Banque

La courbe des taux, une théorie économique (de plus) devenue obsolète ?

La crise de 2008 a laissé de nombreuses traces et provoqué un séisme d'une ampleur inégalée au point que les théories économiques de référence en ont été bousculées. Certaines sont d'ailleurs aujourd'hui largement remises en cause. Après la courbe de Phillips qui relie inflation et chômage et dont la fiabilité n'est plus, ou encore l'absence d'impact entre baisse des taux et encours des comptes d'épargne, c'est au tour de la courbe des taux de perdre de sa pertinence.

D'ailleurs, la FED elle-même s'interroge sur la fiabilité des instruments dont elle dispose pour appréhender au mieux le point d'inflexion de cette courbe. Car face à la croissance que connaissent les Etats-Unis depuis 10 ans, certains s'interrogent et cherchent un signal qui augurerait un risque de récession après une période aussi longue.

Le spectre d'une récession

Jusqu'il y a peu, la forme de la courbe des taux, et en particulier l'évolution du différentiel de taux entre les bons du trésor à 2 ans et ceux à 10 ans, était considérée comme un indicateur particulièrement pertinent de la santé d'une économie. Car si l'on analyse l'évolution historique de ce différentiel, force est de constater que les périodes de récession ont toujours été précédées d'une réduction drastique de ce différentiel, voire d'un différentiel négatif. Or, ce différentiel qui était de 280 points de base (2.80%) en 2010 est désormais tombé à seulement 22 points de base (0.22%), soit son niveau le plus faible depuis juillet 2007.

Et si l'on en venait à basculer en territoire négatif, c'est-à-dire à partir du moment où les investisseurs exigeraient un rendement plus élevé pour détenir une obligation à 2 ans qu'une obligation à 10 ans, cela signifierait une perte de confiance des marchés face aux conditions économiques à venir et par la même occasion, il s'agirait là d'un signal de récession.

Ce scenario prend d'ailleurs toute son ampleur alors que la FED est en plein processus de normalisation des taux. Certains de ses membres s'interrogent alors sur la pertinence de poursuivre les hausses si la récession est réellement en chemin.

Une vision à plus court terme

Dans ce contexte, deux économistes, Eric Engstrom et Steven Sharpe, ont lors de la réunion de la FED en juin dernier estimé que cet écart entre le 10 ans et le 2 ans n'était peut-être pas assez pertinent et qu'il était plus judicieux de se baser sur l'écart entre les taux d'intérêt actuels des bons du Trésor à 3 mois et ceux prévus dans 18 mois. Ils ont justifié leur choix car ce différentiel reflète mieux les attentes du marché au sujet des conditions économiques à venir, mais sans les préoccupations à long terme. En se basant sur des taux courts, les chercheurs estiment en effet que l'approche est plus pertinente car les taux longs sont

Bernard Keppenne
Chief Economist, CBC Banque

également influencés par des facteurs démographiques qui n'ont rien avoir avec l'état de l'économie.

Et dans le cas où le marché devait prévoir des taux plus bas à court terme, cela signifierait qu'il s'attend à ce que la FED assouplisse ses taux. Mais ce raisonnement montre évidemment la limite de l'exercice, car finalement la FED se base sur le marché qui lui-même anticipe ce que fera la FED.

L'inflation, un agent perturbateur de plus

Pour expliquer l'aplatissement de cette courbe, la faiblesse de l'inflation dans un contexte de croissance soutenue vient perturber l'équation. En effet, les investisseurs n'exigent pas un rendement supérieur à long terme car ils n'anticipent pas de hausse de l'inflation. Le rétrécissement du différentiel de taux ne serait donc pas, ou plus, un indicateur de récession dans ces conditions.

Les oubliettes de l'économie

Manifestement, en réajustant le tir, les membres de la FED ont été rassurés de constater qu'en se basant sur les taux à court terme, il y avait peu de risque de récession. Ils pourront donc poursuivre leur processus de hausse de taux graduelle tout en sachant que l'aplatissement de la courbe donne le signal que la banque centrale s'approche de son point d'arrêt.

La conjonction de ces éléments mais aussi probablement le programme d'assouplissement quantitatif de la FED viennent donc une nouvelle fois battre en brèche une théorie économique. L'aplatissement de la courbe considéré comme un signal de récession très pertinent, voit son importance réduite. Sans le jeter aux oubliettes, il est désormais simplement ramené au rang d'indicateur « à suivre », au même titre que ceux sur l'état du marché immobilier notamment.

Pour autant, cet aplatissement des courbes n'en demeure pas moins une anomalie qui démontre que l'injection massive de liquidités a complètement faussé les marchés et que la normalisation des taux se fera à des niveaux largement plus bas que dans le passé.

***

Contacts presse :

PRIDE
Aurélie Coeckelbergh / Laure Miquel-Jean aurelie.coeckelbergh@pr-ide.be /
Laure.miquel-jean@pr-ide.be 0479 26 16 13 / 0477 31 71 61

Press Room CBC: http://cbc.prezly.com/

Vérifiez l'authenticité de ce document sur www.cbc.be/verification