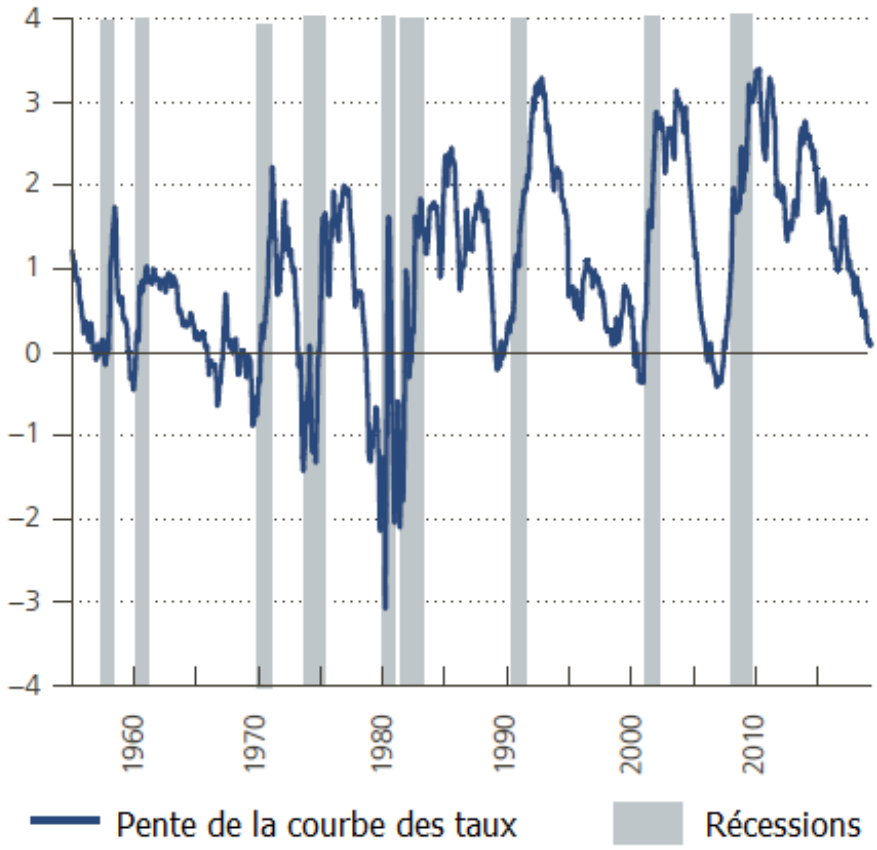
L’inversion de la courbe des taux signale-t-elle l’imminence d’une récession aux Etats-Unis ?

blog-illusio.com/2019/06/l-inversion-de-la-courbe-des-taux-signale-t-elle-l-imminence-d-une-recession-aux-etats-unis.html

Martin Anota, 2 juin 2019

Une variable a particulièrement attiré l’attention des analystes financiers ces dernières semaines : la pente de la courbe des taux (*yield curve*) aux Etats-Unis, c’est-à-dire la différence entre le rendement à dix ans et le rendement à un an des titres du Trésor américain. Jusqu’alors positive, elle est récemment devenue négative. Or, par le passé, la pente de la courbe des taux est devenue négative environ un an avant chacune des neuf récessions qui ont été enregistrées aux Etats-Unis depuis 1955 par le National Bureau of Economic Research (*cf*. graphique). C’est Reuben Kessel (1965) qui a probablement été le premier à noter ce phénomène, mais ce n’est qu’à partir des années quatre-vingt que la recherche empirique s’est réellement penchée dessus et y voit un véritable fait stylisé [Harvey, 1988 ; Stock et Watson, 1989 ; Estrella et Hardouvelis, 1991].

GRAPHIQUE Pente de la courbe des taux aux Etats-Unis (en %)



Beaucoup interprètent donc la récente inversion de la courbe des taux comme présageant l'éclatement prochaine d'une récession aux Etats-Unis, mais tous les analystes et responsables de la politique monétaire ne partagent pas leur pessimisme. Certains estiment que les temps sont différents, en raison de changements structurels et de l'exceptionnalité des mesures adoptées depuis une décennie par la Réserve fédérale. D'ailleurs, il y a déjà eu une fausse alarme par le passé : la courbe des rendements s'était inversée en 1966, mais le NBER n'identifia à l'époque aucune récession.

Cela dit, comment le notent Bruno De Backer, Marjolein Deroose et Christophe Van Nieuwenhuyze (2019) dans leur récente revue de la littérature, la croissance américaine a tout de même ralenti en 1967 et peut-être que les Etats-Unis auraient basculés dans une récession si la Fed n'avait alors pas fortement assoupli sa politique monétaire. Et régulièrement, à la veille des précédentes récessions, beaucoup ont aussi affirmé que les choses étaient alors différentes, reconnaissant certes que l'inversion de la courbe des taux avait été par le passé un bon indicateur avancé de l'éclatement des récessions, mais affirmant qu'elle ne disposait plus de cette capacité dans la période courante [Rudebusch et Williams, 2009]. En 2005, Alan Greenspan, alors à la tête de la Fed, déclarait que le pouvoir prédictif de la courbe des taux s'était fortement essoufflé et qu'il n'interprétait pas l'aplatissement de la courbe des taux alors à l'œuvre comme signalant un ralentissement significatif de la croissance américaine. En 2007, quelques mois avant le début officiel de la Grande Récession, l'économiste britannique Charles Goodhart estimait que le pouvoir prédictif de la courbe des taux avait largement disparu. Aujourd'hui, la plupart des membres du comité d'*open market* de la Fed estiment que les

choses sont différentes, que la courbe des taux a perdu de son pouvoir prédictif ; Neel Kashkari et James Bullard, respectivement présidents des Réserves fédérales de Minneapolis et de Saint Louis, font toutefois figures d'exception.

Depuis les années quatre-vingt, beaucoup ont conclue que la courbe des taux constitue l'un des meilleurs indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis, si ce n'est le meilleur [Estrella et Mishkin, 1998 ; Stock et Watson, 2003 ; Rudebusch et Williams, 2009]. Ce lien entre courbe des taux et activité a également été décelé dans d'autres pays, notamment dans la zone euro [Estrella et Mishkin, 1997]. Plusieurs études ont mis en évidence une rupture structurelle au milieu des années quatre-vingt avec une moindre sensibilité de la croissance du PIB à la pente de la courbe des taux et certaines ont régulièrement suggéré que le pouvoir prédictif de la courbe des taux s'était évanoui [Chauvet et Potter, 2002 ; Venetis *et alii*, 2003 ; Jardet, 2004 ; Schrimpf et Wang, 2010]. Certaines études ont toutefois conclu que si la courbe des taux permettait plus difficilement de prévoir la croissance du PIB, elles n'avaient pas pour autant perdu sa capacité à prévoir les récessions [Estrella *et alii*, 2003 ; Rudebusch et Williams, 2009]. En étudiant à leur tour les données relatives à 17 pays développés, De Backer et ses coauteurs confirment que la courbe des taux constitue l'un des meilleurs indicateurs avancés de l'activité économique, mais aussi que la sensibilité de la croissance du PIB à la pente de la courbe des taux s'est affaiblie autour de l'expérience Volcker.

Si certains pensent que les choses sont vraiment différentes aujourd'hui et qu'il ne faut pas s'inquiéter de l'inversion de la courbe des taux, c'est surtout en raison de la baisse de la « prime de terme » (*term premium*), c'est-à-dire de la part du rendement de long terme qui compense les détenteurs d'obligations pour l'incertitude à propos des variations futures des taux d'intérêt. Depuis plusieurs décennies, c'est-à-dire avant même qu'éclate la crise financière mondiale, plusieurs facteurs contribuent à l'affaiblir : la plus grande crédibilité des banques centrales dans leur lutte contre l'inflation a participé à réduire les anticipations d'inflation, tandis que l'excès d'épargne (*savings glut*) asiatique, les achats de bons du Trésor américain par les banques centrales des pays émergents et le vieillissement démographique, ont contribué à accroître la demande de titres de long terme, donc poussé leur rendement à la baisse. La plus grande aversion au risque lors de la crise a exacerbé la demande de titres sûrs, avant que ne le fassent les achats d'actifs à grande échelle réalisées par les banques centrales et le resserrement de la réglementation prudentielle. Dans tous les cas, d'autres forces que les anticipations futures de récession contribuent à façonner la prime de terme, en l'occurrence à l'affaiblir, et cette faiblesse rend plus probables les inversions de la courbe de taux sans que celles-ci ne signalent forcément l'arrivée prochaine de récessions. Plusieurs études ont en effet montré que la prime de terme avait significativement chuté depuis le milieu des années quatre-vingt, sans que la probabilité de récessions n'augmente.

Mais, que les choses soient différentes ou non aujourd'hui, l'inversion de la courbe des taux a constitué par le passé le meilleur indicateur des récessions aux Etats-Unis, chose qu'il faut bien expliquer. Or, il n'y a pas de théorie qui fasse consensus pour expliquer cette performance ; Luca Benati et Charles Goodhart (2008) parlaient d'ailleurs d'« un fait

stylisé en quête d'une théorie ». Selon un premier ensemble d'explications, l'inversion de la courbe des taux reflète une future récession, mais n'en est pas une cause : il y aurait donc une troisième variable qui expliquerait à la fois l'inversion de la courbe des taux et la survenue de la récession. Par exemple, comme la politique monétaire détermine essentiellement les rendements de court terme, elle peut influencer la pente de la courbe des taux. Un resserrement de la politique monétaire entraîne une hausse du taux à court terme, si bien que la pente s'atténue si les rendements de long terme augmentent moins vite, chose qu'ont notamment constatée Arturo Estrella et Frederic Mishkin (1997). Or, un resserrement monétaire tend à déprimer l'activité et l'inflation, ce qui accroît le risque de récession. Il se peut aussi que ce soit l'anticipation même d'une récession qui conduise à un aplatissement de la courbe des taux : par exemple, si les individus s'attendent à ce qu'une récession éclate prochainement, ils chercheront à acheter davantage de titres de long terme pour s'assurer un flux de revenus futurs, très probablement en vendant des titres de court terme ; dans ce cas, la demande de titres de long terme et l'offre de titres de court terme augmentent, ce qui pousse les rendements de long terme à la baisse et les rendements de court terme à la hausse [Harvey, 1988].

D'autres explications donnent un rôle actif à l'inversion de la courbe des taux. Par exemple, dans la mesure où les banques prêtent à long terme et ont des dépôts à court terme, leur profitabilité diminue lorsque la courbe des taux s'aplatit, ce qui peut les inciter à réduire leurs prêts, au détriment de l'activité réelle, voire accroît le risque qu'éclate une crise financière, notamment en incitant les banques à prendre plus de risques dans leur chasse au rendement [Borio *et alii*, 2017 ; Claessens *et alii*, 2018]. Selon un autre type d'explication donnant un rôle actif à l'inversion de la courbe des taux dans la survenue des récessions, il pourrait y avoir des prophéties autoréalisatrices : les banques et les marchés financiers interprétant l'inversion de la courbe des taux comme un signal avancé d'une récession, l'aversion au risque augmente, ce qui pèse sur le financement de l'activité économique, donc freine cette dernière.

En conclusion, les divers résultats empiriques et raisonnements théoriques amènent à prendre avec précaution le lien entre courbe des taux et récession. Ceux qui estiment que « cette fois, c'est différent » ne sont pas dénués d'arguments fondés et il ne faut pas oublier que l'activité économique dépend étroitement des politiques conjoncturelles, or les institutions en charge de ces dernières peuvent toujours donner crédit à cette relation et la déjouer en changeant de comportement. Selon les estimations que proposent De Backer *et alii*, la courbe des taux suggérait en avril 2019 qu'il y avait 45 % de chances que les Etats-Unis basculent en récession entre les 12 et 18 mois suivants, c'est-à-dire au milieu de l'année 2020. C'est une probabilité bien supérieure à la probabilité inconditionnelle (d'environ 20 %) qu'une récession éclate 12 à 18 mois après. Il faudra attendre l'année prochaine pour voir si la récente inversion de la courbe des taux marque ou non une fausse alerte comme il y a un demi-siècle, en 1967. En tout cas, au vu des velléités protectionnistes de l'administration Trump, le scénario d'une récession américaine est loin d'être irréaliste. Et la faiblesse du chômage offre un autre signal d'alarme [Fatas, 2019].

Références

BENATI, Luca, & Charles GOODHART (2008), « Investigating time-variation in the marginal predictive power of the yield spread », in *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 32.

BORIO, Claudio, Leonardo GAMBACORTA & Boris HOFMANN (2017), « The influence of monetary policy on bank profitability », in *International Finance*, vol. 20.

CHAUVET, Marcelle, & Simon POTTER (2002), « Predicting a recession: Evidence from the yield curve in the presence of structural breaks », in *Economics Letters*, vol. 77, n° 2.

CLAESSENS, Stijn, Nicholas COLEMAN & Michael DONNELLY (2018), « Low-for-long interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence », in *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35.

DE BACKER, Bruno, Marjolein DEROOSE & Christophe VAN NIEUWENHUYZE (2019), « Is a recession imminent? The signal of the yield curve », in Banque nationale de Belgique, *NBB Economic Review*.

ESTRELLA, Arturo, & Gikas A. HARDOUVELIS (1991), « The term structure as a predictor of real economic activity », in *Journal of Finance*, vol. 46, n° 2.

ESTRELLA, Arturo, & Frederic S. MISHKIN (1997), « The predictive power of the term structure of interest rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank », in *European Economic Review*, vol. 41.

ESTRELLA, Arturo, & Frederic S. MISHKIN (1998), « Predicting U.S. recessions: Financial variables as leading indicators », in *The Review of Economics and Statistics*, vol. 80, n° 1.

ESTRELLA, Arturo, Anthony R. RODRIGUES & Sebastian SCHICH (2003), « How stable is the predictive power of the yield curve? Evidence from Germany and the United States », in *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 3.

FATAS, Antonio (2019), « The 2020 (US) recession », in *Antonio Fatás on the Global Economy* (blog), 12 mars.

JARDET, Caroline (2004), « Why did the term structure of interest rates lose its predictive power? », in *Economic Modelling*, vol. 21, n° 3.

HARVEY, Campbell R. (1988), « The real term structure and consumption growth », in *Journal of Financial Economics*, vol. 22, n° 2.

KESSEL, Reuben A. (1965), *The Cyclical Behavior of the Term Structure of Interest Rates* , NBER.

RUDEBUSCH, Glenn D., & John C. WILLIAMS (2009), « Forecasting recessions: The puzzle of the enduring power of the yield curve », in *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 27, n° 4.

SCHRIMPF, Andreas, & Qingwei WANG (2010), « A reappraisal of the leading indicator properties of the yield curve under structural instability », in *International Journal of Forecasting*, vol. 26, n° 4.

STOCK, James H., & Mark W. WATSON (1989), « New indexes of coincident and leading economic indicators », in *NBER Macroeconomics Annual*.

STOCK, James H., & Mark W. WATSON (2003), « How did leading indicator forecasts perform during the 2001 recession? », in Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, vol. 89, n° 3.

VENETIS, Ioannis A., Ivan PAYA & David A. PEEL (2003), « Re-examination of the predictability of economic activity using the yield spread: A nonlinear approach », in *International Review of Economics and Finance*, vol. 12, n° 2.