

Inversion de la courbe des taux américains : pas de panique



Lukas Daalder,
Directeur de
l'investissement de
Robeco Investment
Solutions

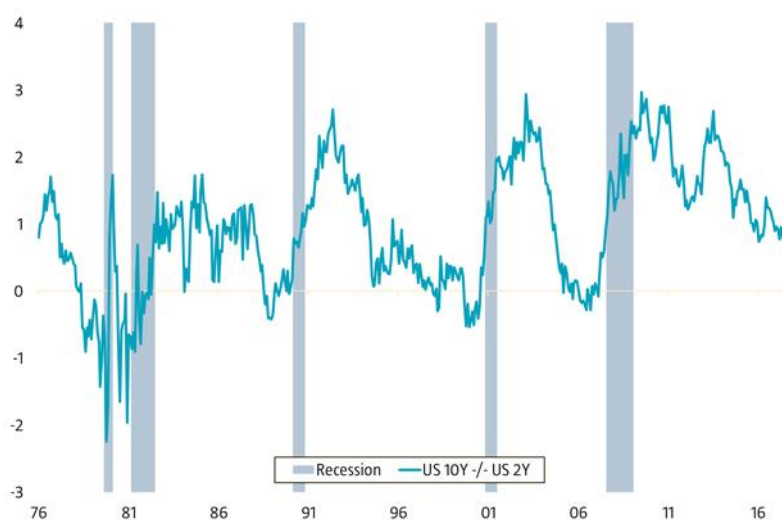
- L'aplatissement de la courbe des taux américains a suscité des craintes de récession qui n'ont pas lieu d'être.
- Ce mouvement ne traduit pas un ralentissement de la croissance et l'inversion n'est pas forcément un signal de vente.
- En 2018, la pente de la courbe des taux sera un non-événement pour les investisseurs.

Dire que l'inversion de la courbe des taux américains annonce une récession est inexact, selon Lukas Daalder de Robeco.

Pour de plus en plus d'observateurs, l'aplatissement de la courbe des taux (qui reflète l'écart entre obligations d'État à court et long terme) est de mauvais augure. « Cela suscite beaucoup d'inquiétude, d'autant que certains affirment que ce mouvement indique que la croissance américaine touche à sa fin », déclare Lukas Daalder, Directeur de l'investissement de Robeco Investment Solutions.

Cet émoi provient notamment du fait que, depuis le milieu des années 1970, toutes les récessions ont été précédées d'une période d'inversion de la courbe des taux, c'est-à-dire d'une période où le rendement à 10 ans est inférieur au rendement à deux ans. Cette

inversion a de facto eu raison à cinq reprises pour les cinq dernières récessions, ce qui n'est ni le cas des économistes (qui n'ont anticipé aucune des sept dernières) ni des marchés actions (qui ont prédit neuf récessions alors que seulement cinq se sont produites).



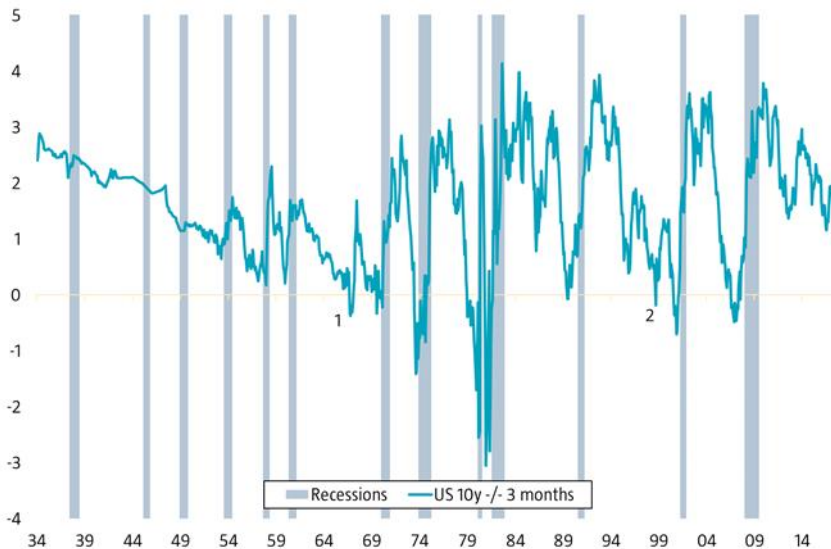
Inversion des courbes de taux : oiseau de mauvais augure... à première vue.
Source : Réserve fédérale de Saint-Louis, Robeco

« Pourtant, même si la pente de la courbe des taux pourrait être considérée comme un indicateur avancé fiable, certains éléments nous portent à croire que la peur d'une récession imminente est exagérée à l'heure actuelle », ajoute-t-il.

Attention aux faux signaux

Tout d'abord, selon Lukas Daalder, l'inversion de la courbe des taux n'est pas un indicateur infaillible, notamment si l'on modifie l'échéance des obligations utilisées, comme le montre le graphique ci-dessous. Il explique que les choses sont quelque peu différentes si l'on élargit l'horizon temporel, par exemple en remplaçant un taux à 2 ans contre un taux à 3 mois.

« Dans ce cas, nous obtenons deux faux signaux : ni l'inversion de 1966 ni celle de 1998 ne précédaient une récession. En outre, toutes les inversions n'ont pas conduit à une récession. Cela ne fait aucun doute : la courbe des taux n'a pas toujours été un système d'alerte précoce fiable et il serait pertinent de se demander si, dans un contexte d'intervention des banques centrales sur les marchés obligataires, elle conserve la même capacité de prévision que par le passé », poursuit-il.



Avec une période plus longue, la perspective est légèrement différente.
Source : Réserve fédérale de Saint-Louis, Shiller et Robeco

Alors pourquoi cette peur persiste-t-elle, puisque l'inversion de la courbe des taux ne semble pas imminente aux États-Unis, que l'on utilise des taux à deux ans ou à trois mois ? Les craintes proviennent de la Fed : elle a déclaré prévoir trois relèvements de 25 points de base chacun en 2018, ce qui ferait passer la barre des 2 % aux taux directeurs pour la première fois depuis 2008, selon Lukas Daalder.

« Si vous ajoutez 75 points de base au taux à deux ans sans que le taux à 10 ans ne bouge, c'est bon : votre courbe s'inverse ! », résume-t-il. Mais ce n'est pas aussi facile. Plusieurs hypothèses majeures sont formulées ici, et toutes peuvent être remises en cause.

Combien de relèvements de taux ?

Tout d'abord, ces dernières années, les prévisions de la Fed en matière de relèvement de taux se sont souvent révélées trop optimistes. Sans surprise, les marchés financiers anticipent donc une progression de seulement 50 points de base, comme le montrent les taux des contrats à terme sur les fonds fédéraux à échéance 2018.

En outre, le lien entre taux directeurs américains et rendements à deux ans est relativement flou. Mais l'hypothèse phare, et pourtant la moins vraisemblable, est celle d'une stabilité du rendement à 10 ans en 2018. Cela signifierait donc que le marché des bons du Trésor serait imperméable au débouclage des positions obligataires de la Fed et au reste de l'actualité, réforme fiscale et tensions sur le marché du travail y compris.

En d'autres termes, la Fed relèverait ses taux en raison d'une embellie progressive de la croissance mais les obligations ne seraient pas concernées par cette amélioration sous-jacente. Tout cela ne semble pas très plausible.

Dix-huit mois de décalage

Pour Lukas Daalder, même si la courbe des taux finit par s'inverser, la récession n'est pas forcément imminente. « Historiquement, il faut en moyenne 18 mois pour que la récession débute », précise-t-il. Puisque les actions amorcent généralement un repli quatre mois avant la contraction, il semble clair que cela ne constitue pas un signal de vente fiable, a minima pour le moment.

Autre élément qui induit en erreur : penser que la pente de la courbe des taux est un indicateur de l'état de l'économie. Si c'est effectivement le cas, rien d'étonnant à ce que son aplatissement suscite l'inquiétude, puisqu'il annoncerait un taux de croissance encore plus bas que celui de ces dernières années.

Pourtant, historiquement, les deux ne sont pas liés de manière automatique. À la fin des années 1980 puis des années 1990, l'aplatissement de la courbe des taux ne s'est pas accompagné d'un tassement du taux de croissance, mais bien d'une accélération. De fait, si l'on observe la croissance et la courbe des taux pendant la phase actuelle d'expansion, tout se passe comme si la relation s'était inversée.

Lisez l'intégralité des Perspectives mensuelles sur www.robeco.com/fr

Important Information

Robeco Institutional Asset Management B.V., hereafter Robeco, has a license as manager of UCITS and AIFs from the Netherlands Authority for the Financial Markets in Amsterdam. Without further explanation this presentation cannot be considered complete. It is intended to provide the professional investor with general information on Robeco's specific capabilities, but does not constitute a recommendation or an advice to buy or sell certain securities or investment products. All rights relating to the information in this presentation are and will remain the property of Robeco. No part of this presentation may be reproduced, saved in an automated data file or published in any form or by any means, either electronically, mechanically, by photocopy, recording or in any other way, without Robeco's prior written permission. The information contained in this publication is not intended for users from other countries, such as US citizens and residents, where the offering of foreign financial services is not permitted, or where Robeco's services are not available

Additional Information for investors with residence or seat in France

RIAM is a Dutch asset management company approved by the AFM (Netherlands financial markets authority), having the freedom to provide services in France. Robeco France has been approved by the French prudential control and resolution authority (formerly ACP, now the ACPFR) as an investment firm since 28 September 2012.

Additional Information for investors with residence or seat in Germany

This information is solely intended for professional investors or eligible counterparties in the meaning of the German Securities Trading Act.

Additional Information for investors with residence or seat in Italy

This document is considered for use solely by qualified investors and private professional clients (as defined in Article 26 (1) (d) of Consob Regulation No. 16190). If made available to Distributors and individuals authorized by Distributors to conduct promotion and marketing activity, it may only be used for the purpose for which it was conceived. Therefore, the information set forth herein is not addressed and must not be made available, in whole or in part, to other parties, such as retail clients. Robeco disclaims all liability arising from uses other than those specified herein. All rights relating to the information in this presentation are and will remain the property of Robeco.

Additional Information for investors with residence or seat in Spain

The Spanish branch Robeco Institutional Asset Management BV, Sucursal en España, having its registered office at Paseo de la Castellana 42, 28046 Madrid, is registered with the Spanish Authority for the Financial Markets (CNMV) in Spain under registry number 24.

Additional Information for investors with residence or seat in Switzerland

RobecoSAM AG has been authorized by the FINMA as Swiss representative of the Fund, and UBS AG as paying agent. The prospectus, the articles, the annual and semi-annual reports of the Fund, as well as the list of the purchases and sales which the Fund has undertaken during the financial year, may be obtained, on simple request and free of charge, at the head office of the Swiss representative RobecoSAM AG, Josefstrasse 218, CH-8005 Zurich. If the currency in which the past performance is displayed differs from the currency of the country in which you reside, then you should be aware that due to exchange rate fluctuations the performance shown may increase or decrease if converted into your local currency. The value of the investments may fluctuate. Past performance is no guarantee of future results. The prices used for the performance figures of the Luxembourg-based funds are the end-of-month transaction prices net of fees up to 4 August 2010. From 4 August 2010, the transaction prices net of fees will be those of the first business day of the month. Return figures versus the benchmark show the investment management result before management and/or performance fees; the fund returns are with dividends reinvested and based on net asset values with prices and exchange rates of the valuation moment of the benchmark. Please refer to the prospectus of the funds for further details. The prospectus is available at the company's offices or via the www.robeco.ch website. Performance is quoted net of investment management fees. The ongoing charges mentioned in this publication is the one stated in the fund's latest annual report at closing date of the last calendar year.

Additional Information for investors with residence or seat in the United Kingdom

This statement is intended for professional investors only. Robeco Institutional Asset Management B.V. has a license as manager of UCITS and AIFs from the Netherlands Authority for the Financial Markets in Amsterdam and is subject to limited regulation in the UK by the Financial Conduct Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Conduct Authority are available from us on request.

Additional Information for investors with residence or seat in Hong Kong

This document has been distributed by Robeco Hong Kong Limited ('Robeco'). Robeco is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong. The contents of this document have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. If you are in any doubt about any of the contents of this document, you should obtain independent professional advice.

Additional Information for investors with residence or seat in Singapore

This document has not been registered with the MAS. Accordingly, this document may not be circulated or distributed directly or indirectly to persons in Singapore other than (i) to an institutional investor under Section 304 of the SFA, (ii) to a relevant person pursuant to Section 305(1), or any person pursuant to Section 305(2), and in accordance with the conditions specified in Section 305, of the SFA, or (iii) otherwise pursuant to, and in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA.

This information is for informational purposes only and should not be construed as an offer to sell or an invitation to buy any securities or products, nor as investment advice or recommendation. The contents of this document have not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore ("MAS"). Robeco Singapore Private Limited holds a capital markets services licence for fund management issued by the MAS and is subject to certain clientele restrictions under such licence. An investment will involve a high degree of risk, and you should consider carefully whether an investment is suitable for you.

Additional Information for investors with residence or seat in Australia

This document is distributed in Australia by Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ('Robeco') which is exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence under the Corporations Act 2001 (Cth) pursuant to ASIC Class Order 03/1103. Robeco is regulated by the Securities and Futures Commission under the laws of Hong Kong and those laws may differ from Australian laws. This document is distributed only to wholesale clients as that term is defined under the Corporations Act 2001 (Cth). This document is not for distribution or dissemination, directly or indirectly, to any other class of persons. It is being supplied to you solely for your information and may not be reproduced, forwarded to any other person or published, in whole or in part, for any purpose.

Additional Information for investors with residence or seat in the Dubai International Financial Centre (DIFC), United Arab Emirates:

Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai Office), Office 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, UAE. Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai office) is regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA") and only deals with Professional Clients and does not deal with Retail Clients as defined by the DFSA.