**L’OPINION**

**L’inversion des taux américains comme signal d’une récession,**

**« Is this time different? »**

**Bertrand Jacquillat**

Notre chronique de la mi-juin 2018 concluait : “Les investisseurs devraient continuer à privilégier les actions dans la perspective d’une poursuite d’un cycle boursier qui pourrait être le plus long de l’histoire ». Les marchés ont continué sur leur lancée, mais depuis s’est produit une inversion dans la courbe de structure des taux américains. La structure des taux d’intérêt encore appelée courbe des rendements à maturité, Yield Curve en anglais, désigne la représentation graphique des taux de rendement actuariels des obligations en fonction de leur échéance : taux au jour le jour, à trois mois, à un an, à deux ans, à trente ans, etc. Dans une économie en croissance, cette courbe présente normalement une forme ascendante. Mais lorsque l’incertitude s’accroit et que surgissent les craintes d’une récession, la demande des investisseurs se porte sur l’actif le plus sûr, les obligations à long terme du Trésor américain, avec pour effet de faire baisser leur taux. C’est en ce sens qu’Alan Greenspan, alors Président de la Réserve Fédérale américaine, avait employé l’expression de « conundrum », d’énigme, en observant en 2005-2006 l’allure descendante de la courbe des taux américains. Cette inversion traduisait le fait que le niveau des taux courts était plus élevé que celui des taux longs, et signifiait que les investisseurs s’attendaient à ce que les taux courts soient à l’avenir plus bas que le taux court instantané. Ce qui implique soit des taux d’inflation plus faibles, soit une économie en récession. D’où le terme d’énigme employé par Alan Greenspan, puisque rien dans la batterie des indicateurs économiques et financiers qu’il avait à sa disposition ne lui permettait de prévoir de tels scénarios, ni une diminution de l’inflation déjà faible, ni une récession. Et pourtant, celle-ci se produisit, mais bien plus tard, en 2008-2009, la plus grave récession mondiale depuis la grande dépression de 1929. Une telle inversion des taux vient de se produire, le 22 mars 2019, où les taux courts sont devenus supérieurs aux taux longs de 9 points de base. Ce jour-là, Campbell Harvey se demandait immodestement sur son blog « Que signifie vraiment une inversion de la courbe de la structure à terme des taux d’intérêt, selon le professeur qui découvrit la réponse ? ». C’est en effet avec sa thèse soutenue à l’Université de Chicago en 1988 et qui porte sur 30 années d’observation et d’analyse journalières des taux d’intérêt américains que Campbell Harvey a montré que suite à une telle inversion, une récession se produisait dans un laps de temps de 12 à 18 mois. Depuis, son modèle a parfaitement fonctionné, prévoyant les trois dernières récessions, de 1989, 2000, et 2007-2008. Un sans-faute pour un modèle qui a suscité un profond scepticisme de par son extrême simplicité, voire son simplisme. Ce scepticisme s’est exprimé lors de chacune des manifestations de cette inversion, en 2006 mais aussi en 2000 avant l’éclatement de la bulle internet et la légère récession qui s’en suivit en 2001. Ses détracteurs prétendaient que « This is time is different », et que l’inversion était artificielle, provoquée par la politique d’excédent budgétaire de l’administration Clinton qui n’avait donc pas besoin de recourir à l’émission d’obligations, avec pour conséquence une baisse des taux longs. Le même scepticisme s’exprime aujourd’hui. La courbe des taux serait inversée du fait des politiques monétaires laxistes pratiquées par les banques centrales, et de l’émission massive de bons du Trésor à court terme pour cause de déficit budgétaire, provoquant une pression à la hausse des taux courts. Comme pour se rassurer, d’aucuns suggèrent de changer d’étalon et de regarder un autre spread, celui entre les taux à 10 ans et les taux à 2 ans, qui est resté légèrement positif. L’interprétation à donner au niveau de l’étalon, quel qu’il soit, appelle d’autres questions. Quelle doit être la durée de l’inversion pour que le signal soit crédible et que la récession se produise ? L’inversion constatée depuis le 22 mars dernier constitue une période trop courte pour que le signal soit indubitable. Harvey Campbell recommande un trimestre continu d’inversion. Par ailleurs, cette inversion ne semble pas être un signal universel. En tout cas, celle-ci ne s’est pas (encore) manifestée dans la zone euro, en Grande Bretagne ou au Japon. Mais une autre interprétation plus fondamentale a été donnée à cette inversion. Celle-ci ne constituerait pas le signal d’une prochaine récession mais en serait la cause. En effet, une telle inversion enlèverait toute incitation aux banques à prêter, puisque la rémunération qu’elles obtiendraient sur leurs prêts serait inférieure au coût de leur financement. Et ceci a forcément un effet d’entraînement et de contagion sur le reste de l’économie. Quoi qu’il en soit, le délai qui se produit entre la constatation d’une inversion significative des taux et l’occurrence d’une récession semble devoir s’allonger. D’à peine un trimestre, le délai moyen est passé à cinq trimestres et fut même de deux ans entre le conundrum de Greenspan et la crise de 2008-2009. Et cette fois-ci, cela pourrait prendre encore davantage de temps. Les économistes de la Réserve Fédérale tablent en effet sur une croissance du PNB américain de 2.1% en 2019, 1.9% en 2020 et 1.8% en 2021. Par ailleurs, Donald Trump a bien compris le slogan « It’s the economy, stupid » et compte bien tout faire pour prolonger le cycle haussier du marché des actions et ainsi assurer sa réélection. Avec son intention de nommer deux de ses proches au Federal Reserve Board, notoirement incompétents mais très complaisants à son égard, combien de temps le banquier central Jay Powell résistera-t’il à ses injonctions de Donald Trump à baisser ses taux et rétablir une courbe de taux normale. C’est ce qu’avait fait Richard Nixon en 1972 lorsqu’il avait réussi à imposer au Président de la Réserve Fédérale de l’époque, Arthur Burns, que celui-ci abaisse ses taux directeurs. Par ce geste, la Banque Centrale américaine avait fait le sacrifice de son indépendance et de sa réputation, et l’économie américaine allait connaitre de profonds déséquilibres et une inflation élevée pendant une dizaine d’années. Mais après moi le déluge, et entretemps Richard Nixon avait été réélu haut la main, surfant sur un marché boursier prospère. Is this time different ?