

Dans l'esprit des investisseurs

Mars 2019

L'aplatissement de la courbe des taux est-il le signe de difficultés à venir ?

Nous assistons à un aplatissement de la courbe des taux américains. Comme le montre le **graphique 1**, extrait de notre *Guide des marchés*, le rendement des obligations du Trésor à deux ans est désormais globalement au même niveau que celui des obligations à 10 ans. Dans le passé, l'inversion de la courbe des taux a été un indicateur fiable de récessions. Les investisseurs sont donc particulièrement inquiets d'observer la tendance actuelle.

En quoi la courbe des taux est-elle un indicateur fiable de retournement ? La courbe des taux est dans une large mesure un indicateur fiable de la santé de l'économie, car elle renseigne sur la volonté de la banque centrale de donner un coup d'accélérateur, ou de frein, à l'économie. Les taux d'intérêt à long terme doivent refléter une politique « neutre », c.-à-d. qu'ils ne doivent servir ni à stimuler ni à restreindre l'activité. Les courbes en pentification laissent penser que les taux d'intérêt à court terme sont inférieurs au taux « neutre » (effet stimulant), tandis que les courbes inversées peuvent indiquer au contraire que les taux d'intérêt à court terme sont supérieurs au taux neutre (effet restrictif).

Le délai entre une politique qui tend vers une rigueur relative et le ralentissement réel de l'économie a beaucoup évolué dans le passé, mais ce laps de temps est souvent long. L'inversion de la courbe intervient en moyenne 17 mois avant le pic du marché des actions et 22 mois avant le pic de l'économie. Au milieu des années 90, la courbe a été globalement plate pendant environ cinq ans. Sur cette période, l'économie et le marché des actions ont tous les deux connu une forte embellie, alimentée par l'optimisme autour des promesses des nouvelles technologies.

AUTEURS

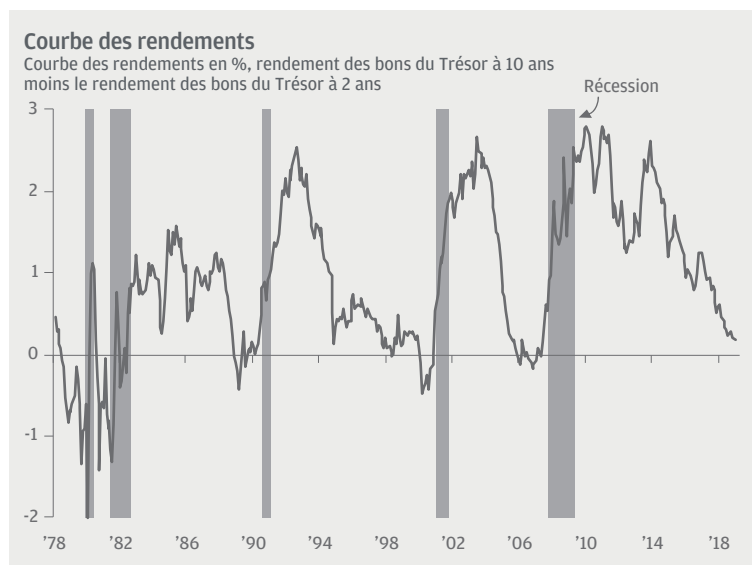


Karen Ward
Responsable de la
Stratégie EMEA



Jai Malhi
Analyste de marché

GRAPHIQUE 1 : LA COURBE DES TAUX AMÉRICAINS



Inversion de la courbe des taux et récession

Délai en mois

Date de l'inversion de la courbe des taux	Inversion de la courbe jusqu'au plus haut du S&P 500 avant la récession	Plus haut du S&P 500 jusqu'au début de la récession	Inversion de la courbe jusqu'à la récession
Août 78	18	0	18
Sept. 80	3	8	11
Déc. 88	19	1	20
Mai 98	22	12	34
Déc. 05	22	3	25
Point médian	19	3	20
Moyenne	17	5	22

Source : (Tous les graphiques) Bloomberg, Réserve fédérale, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Les Périodes de « récession » sont définies à partir des dates de cycles économiques du National Bureau of Economic Research (NBER) aux États-Unis. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. *Guide des marchés - Europe*. Données au 31 janvier 2019.

Il est possible que l'assouplissement quantitatif (QE) ait réduit la capacité qu'a la courbe des taux à indiquer l'état de l'économie. Le QE a été conçu pour faire baisser les rendements des obligations à long terme sous un taux dit « neutre ». Une des manières de jauger l'impact d'un QE au niveau mondial consiste à prendre en compte la prime à terme : les investisseurs qui enregistrent un excès de rendement doivent placer leur argent dans des obligations à long terme. Bien que la Réserve fédérale américaine ait entamé un processus de resserrement quantitatif, la prime à terme reste extrêmement faible (**Graphique 2**).

C'est pour cette raison que la courbe des taux peut potentiellement avoir perdu son pouvoir de prédiction si elle ne fournit plus aujourd'hui d'indicateur sur la politique relative au taux neutre. La courbe peut rester plate même si les taux d'intérêt continuent de stimuler l'économie réelle et, par conséquent, ne servent pas à faire baisser l'activité.

Il peut y avoir un lien de cause à effet entre la courbe des taux et un ralentissement de l'économie si un aplatissement de la courbe décourage les banques commerciales de prêter de l'argent avec, pour conséquence, le ralentissement de l'activité. L'aplatissement de la courbe donnera lieu à une réduction des marges d'intérêts nets étant donné que les banques continuent, comme toujours, d'emprunter à taux courts et de prêter à taux longs.

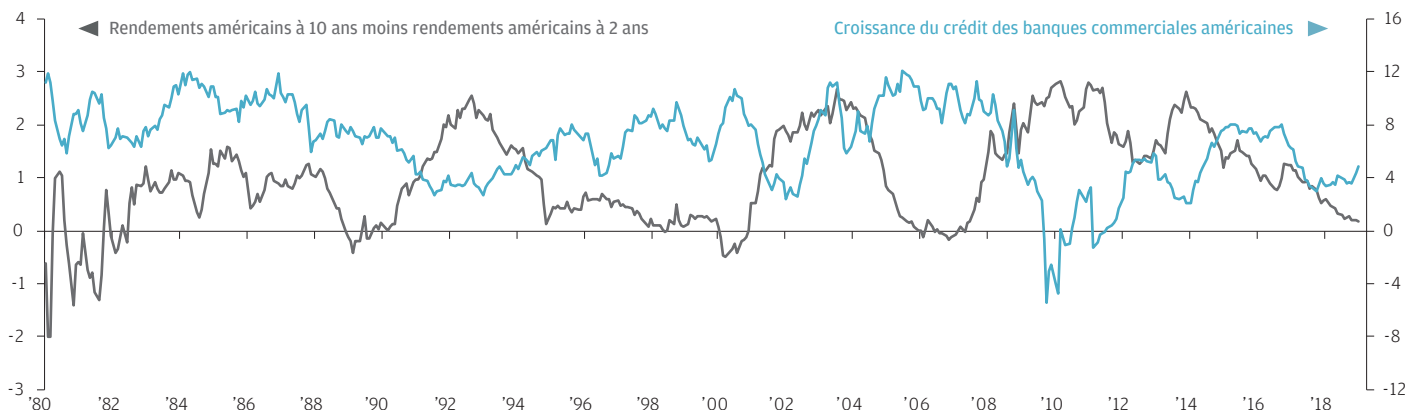
GRAPHIQUE 2 : PRIME À TERME DU BON DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Mesure Adrian Crump & Moench de la prime à terme du bon du Trésor américain à 10 ans. Données au 31 janvier 2019.

GRAPHIQUE 3 : COURBE DES RENDEMENTS AMÉRICAINS ET CROISSANCE DU CRÉDIT DES BANQUES COMMERCIALES

En %, rendement des bons du Trésor à 10 ans moins le rendement des bons du Trésor à 2 ans (axe de gauche) ; variation annuelle en % (axe de droite)



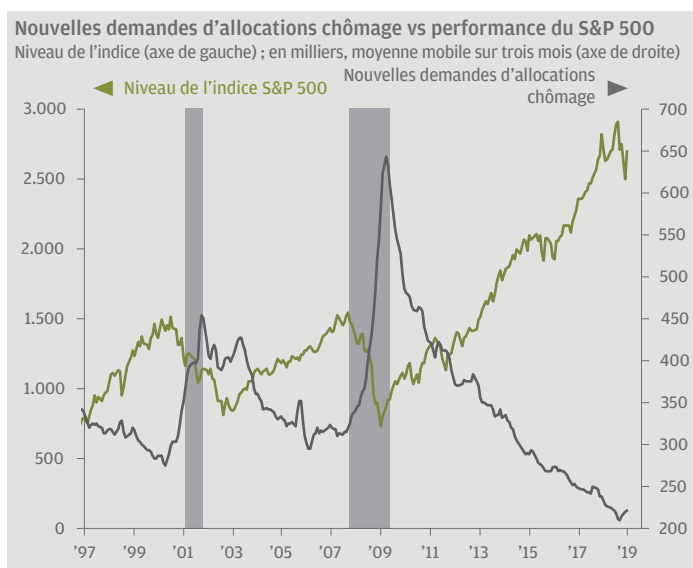
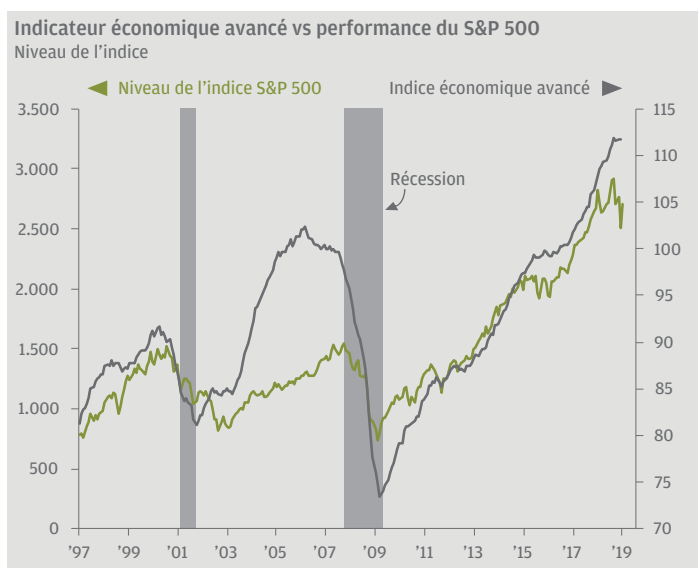
Source : Réserve fédérale, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 janvier 2019.

Pourtant, l'aplatissement de la courbe des taux ne se traduit pas historiquement par une baisse de la croissance du crédit, c'est même plutôt l'inverse (**Graphique 3**). La propension des banques à continuer à prêter alors que la courbe des taux s'aplatit reflète vraisemblablement le fait que l'optimisme des ménages et des sociétés (et par conséquent leur envie d'emprunter) tend à augmenter à travers le cycle. Dans le même temps, les dévalorisations ont tendance à être relativement faibles, ce qui encourage les banques à prêter.

Pour résumer, pour ce cycle, nous pensons qu'il ne faut pas se fier uniquement au pouvoir de prédiction de la courbe des taux. En ce qui nous concerne, nous porterons davantage notre attention sur la confiance des consommateurs et des entreprises, et sur le marché du travail (**Graphique 4**).

En effet, historiquement, ces éléments sont d'excellents indicateurs du ralentissement de l'économie et il n'y a pas de raisons apparentes de douter des signaux qu'ils envoient aujourd'hui. Ces indicateurs montrent que l'expansion américaine ralentit à mesure que l'effet de la stimulation financière s'estompe, mais cela ne veut pas dire que l'économie est sur le point de se contracter de manière significative. Par conséquent, nous pensons qu'à ce stade, il serait plus prudent d'adopter une approche légèrement plus modeste quant au risque, avec des portefeuilles d'actions davantage tournés vers les valeurs défensives (voir notre article *Dans l'esprit des investisseurs*¹.)

GRAPHIQUE 4 : CORRÉLATIONS MACRO DES ACTIONS AMÉRICAINES



Source : (Gauche) Conference Board, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. (Droite) BLS, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Les Périodes de « récession » sont définies à partir des dates de cycles économiques du National Bureau of Economic Research (NBER) aux États-Unis. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. *Guide des marchés - Europe*. Données au 31 janvier 2019.

¹Changer de positionnement : considérations de portefeuille en fin de cycle, Michael Bell, J.P. Morgan Asset Management, octobre 2018.

Le programme Market Insights fournit des données et commentaires détaillés sur les marchés internationaux sans se référer à des produits d'investissement. Conçu comme un outil permettant aux clients d'appréhender les marchés et d'accompagner leur prise de décision en matière d'investissement, le programme examine les répercussions des statistiques économiques actuelles et de l'évolution des conditions de marché. Dans le cadre de la réglementation MiFID II, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFID II et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituent pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement.

Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs.

J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. - Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris -Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, n°492 956 693.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

LV-JPM51893 | 02/19 | FR | 0903c02a82525ce9