Flash Economie

N° 16
23 août 2024

La pente de la courbe des taux d'intérêt n'est pas un indicateur avancé de la croissance future

Beaucoup d'investisseurs pensent encore que la pente de la courbe des taux d'intérêt (nous regardons la pente entre le taux d'intérêt de la banque centrale et le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique et entre le taux d'intérêt à 2 ans et le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique) est un indicateur avancé de la croissance future du PIB.

Nous montrons que ce n'est plus le cas depuis le début des années 2010 aux Etats-Unis comme en Allemagne.

Cette disparition du rôle de la pente de la courbe des taux d'intérêt comme indicateur avancé de la croissance future résulte probablement de la disparition de la corrélation entre inflation ou inflation anticipée et croissance, et du passage à des politiques monétaires qui assurent la crédibilité de la banque centrale.

Si l'anticipation d'une croissance forte n'a plus d'effet sur l'inflation anticipée, elle n'a plus non plus d'effet sur les taux d'intérêt à long terme.

Il faut donc abandonner l'idée que la pente de la courbe des taux d'intérêt permet de prévoir la croissance future.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

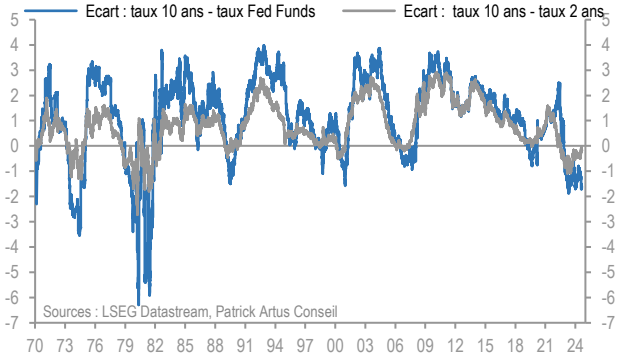
patrick.artus-ext@ossiam.com
@PatrickArtus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

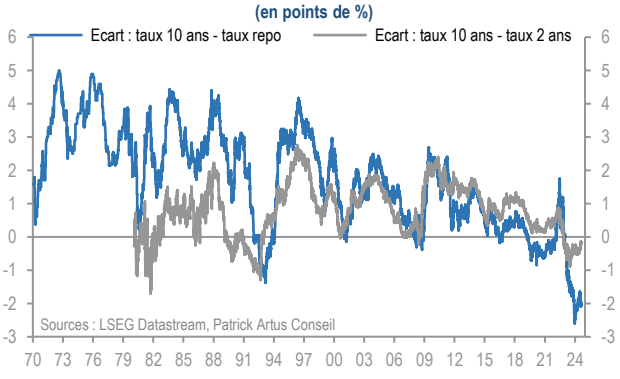
Beaucoup d'analyses relient encore la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future.

Beaucoup d'analyses supposent encore que **la pente de la courbe des taux d'intérêt est un indicateur avancé de la croissance future. Le Graphique 1a** montre **la pente de la courbe des taux d'intérêt aux Etats-Unis**, calculée comme l'écart entre le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique et soit le taux d'intérêt des Fed Funds, soit le taux d'intérêt à 2 ans sur la dette publique depuis 1970. **Le Graphique 1b** montre la pente de la courbe des taux d'intérêt en Allemagne.

Graphique 1a
Etats-Unis : écarts entre le taux 10 ans sur les emprunts d'Etat et le taux Fed Funds, entre les taux 10 ans et 2 ans sur les emprunts d'Etat (en points de %)



Graphique 1b
Allemagne : écarts entre le taux 10 ans sur les emprunts d'Etat et le taux repo, entre les taux 10 ans et 2 ans sur les emprunts d'Etat (en points de %)



Le mécanisme économique avancé pour expliquer le lien entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future est le suivant : une croissance future forte conduit à anticiper de l'inflation et l'inflation anticipée conduit à une hausse des taux d'intérêt à long terme.

Plus de lien entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future depuis le début des années 2010 aux Etats-Unis et en Allemagne.

Les tableaux 1a/b montrent les corrélations entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future des Etats-Unis pour les années 1970, 1980, 1990, 2000 et de 2010 à 2024. On voit **une corrélation positive entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future** (plus précisément la croissance du PIB dans 3 ou 4 trimestres) dans les années 1970 et 1980. Sur la période 2000-2009, une corrélation apparaît entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance du PIB avec un décalage très long de 5 à 10 trimestres. A partir des années 2010, il n'y a plus de corrélation.

Tableau 1a : Etats-Unis : corrélations entre l'écart entre le taux 10 ans et le taux Fed Funds et le taux de croissance du PIB (de t à t+12)

	PIB_t	PIB_{t+1}	PIB_{t+2}	PIB_{t+3}	PIB_{t+4}	PIB_{t+5}	PIB_{t+6}	PIB_{t+7}	PIB_{t+8}	PIB_{t+9}	PIB_{t+10}	PIB_{t+11}	PIB_{t+12}
De 1970 à 1979	0.215	0.505	0.737	0.843	0.823	0.708	0.558	0.357	0.198	0.093	-0.006	-0.058	-0.101
De 1980 à 1989	0.358	0.434	0.540	0.636	0.712	0.667	0.643	0.598	0.403	0.192	-0.046	-0.315	-0.510
De 1990 à 1999	-0.178	-0.107	-0.084	-0.087	-0.121	-0.171	-0.168	-0.141	-0.062	0.039	0.147	0.246	0.341
De 2000 à 2009	-0.298	-0.116	0.084	0.281	0.435	0.563	0.654	0.678	0.664	0.610	0.516	0.393	0.260
De 2010 à 2024	0.080	0.084	0.051	0.076	0.071	0.015	-0.066	-0.172	-0.195	-0.192	-0.104	-0.047	-0.004

Source : Patrick Artus Conseil

Tableau 1b : Etats-Unis : corrélations entre l'écart entre le taux 10 ans et le taux 2 ans sur les emprunts d'Etat et le taux de croissance du PIB (de t à t+12)

	PIB_t	PIB_{t+1}	PIB_{t+2}	PIB_{t+3}	PIB_{t+4}	PIB_{t+5}	PIB_{t+6}	PIB_{t+7}	PIB_{t+8}	PIB_{t+9}	PIB_{t+10}	PIB_{t+11}	PIB_{t+12}
De 1970 à 1979	0.131	0.389	0.642	0.791	0.794	0.714	0.594	0.396	0.262	0.152	0.004	-0.059	-0.112
De 1980 à 1989	0.355	0.466	0.618	0.652	0.675	0.613	0.438	0.384	0.281	0.063	-0.079	-0.275	-0.470
De 1990 à 1999	-0.297	-0.187	-0.139	-0.089	-0.070	-0.106	-0.099	-0.100	-0.059	-0.003	0.038	0.098	0.185
De 2000 à 2009	-0.432	-0.260	-0.060	0.122	0.283	0.399	0.493	0.555	0.592	0.606	0.572	0.498	0.382
De 2010 à 2024	0.088	0.117	0.088	0.063	0.032	-0.003	-0.031	-0.048	-0.050	-0.066	-0.065	-0.088	-0.071

Source : Patrick Artus Conseil

Les tableaux 2a/b montrent les corrélations entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future de l'Allemagne.

Tableau 2a : Allemagne : Corrélations entre l'écart entre le taux 10 ans sur les emprunts d'Etat et le taux repo et le taux de croissance du PIB (de t à t+12)

	PIB_t	PIB_{t+1}	PIB_{t+2}	PIB_{t+3}	PIB_{t+4}	PIB_{t+5}	PIB_{t+6}	PIB_{t+7}	PIB_{t+8}	PIB_{t+9}	PIB_{t+10}	PIB_{t+11}	PIB_{t+12}
De 1970 à 1979	-0.212	-0.007	0.146	0.207	0.197	0.152	0.039	-0.137	-0.268	-0.349	-0.364	-0.276	-0.147
De 1980 à 1989	0.388	0.528	0.428	0.243	0.126	0.063	0.078	0.212	0.367	0.456	0.444	0.355	0.264
De 1990 à 1999	0.367	0.419	0.402	0.332	0.240	0.131	0.047	-0.001	-0.032	-0.060	-0.032	0.032	0.148
De 2000 à 2009	-0.411	-0.094	0.204	0.411	0.532	0.529	0.490	0.454	0.363	0.275	0.160	0.026	-0.084
De 2010 à 2024	0.402	0.383	0.328	0.288	0.180	0.058	-0.018	-0.093	-0.070	-0.025	0.044	0.097	0.165

Source : Patrick Artus Conseil

Tableau 2b : Allemagne : Corrélations entre l'écart entre le taux 10 ans et le taux 2 ans sur les emprunts d'Etat et le taux de croissance du PIB (de t à t+12)

	PIB_t	PIB_{t+1}	PIB_{t+2}	PIB_{t+3}	PIB_{t+4}	PIB_{t+5}	PIB_{t+6}	PIB_{t+7}	PIB_{t+8}	PIB_{t+9}	PIB_{t+10}	PIB_{t+11}	PIB_{t+12}
De 1980 à 1989	0.303	0.445	0.501	0.443	0.400	0.304	0.213	0.246	0.282	0.403	0.508	0.540	0.602
De 1990 à 1999	-0.365	-0.257	-0.110	0.004	0.083	0.144	0.207	0.196	0.190	0.147	0.133	0.182	0.232
De 2000 à 2009	-0.747	-0.539	-0.216	0.076	0.291	0.445	0.502	0.526	0.537	0.520	0.444	0.337	0.220
De 2010 à 2024	0.391	0.375	0.328	0.290	0.192	0.081	-0.015	-0.083	-0.088	-0.068	-0.010	0.017	0.098

Source : Patrick Artus Conseil

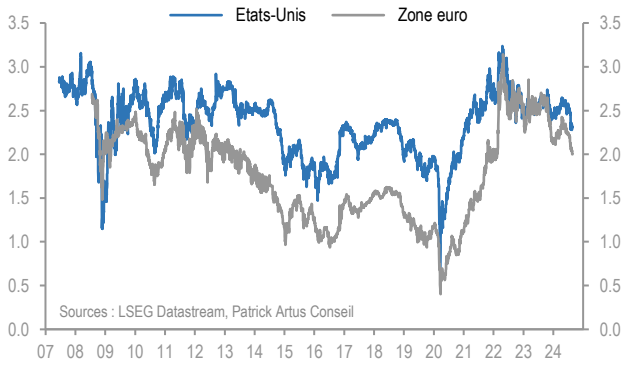
On voit une **corrélation positive entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future**, avec un trimestre d'avance dans les années 1980 et 1990, et avec 3 à 9 trimestres d'avance dans les années 2000. A partir des années 2010, la pente de la courbe des taux d'intérêt en Allemagne a une corrélation assez faiblement positive avec la croissance instantanée (celle du trimestre courant). On ne peut donc pas considérer qu'il s'agisse d'un indicateur avancé de la croissance future.

Synthèse : Pourquoi la corrélation entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future a-t-elle disparu depuis le début des années 2010 aux Etats-Unis et en Allemagne ?

La disparition de la corrélation entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future implique **qu'il faut arrêter d'interpréter une inversion de la courbe des taux d'intérêt comme annonçant une récession**.

Pourquoi la corrélation entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future a-t-elle disparu ? Probablement **en raison de la crédibilité des banques centrales qui a fait disparaître le lien entre l'inflation anticipée et la croissance. Le Graphique 2** montre la stabilité de l'inflation anticipée mesurée par les swaps d'inflation à 10 ans, en particulier l'absence d'anticipation d'inflation forte, l'inflation anticipée étant stable à un niveau peu élevé (jusqu'en 2014 et depuis 2021) ou faible (de 2014 à 2020).

Graphique 2
Swaps d'inflation à 10 ans



Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptible de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.