

# L'inversion désormais acquise de la courbe US ne provoquera pas la récession

**16 Décembre 2005**

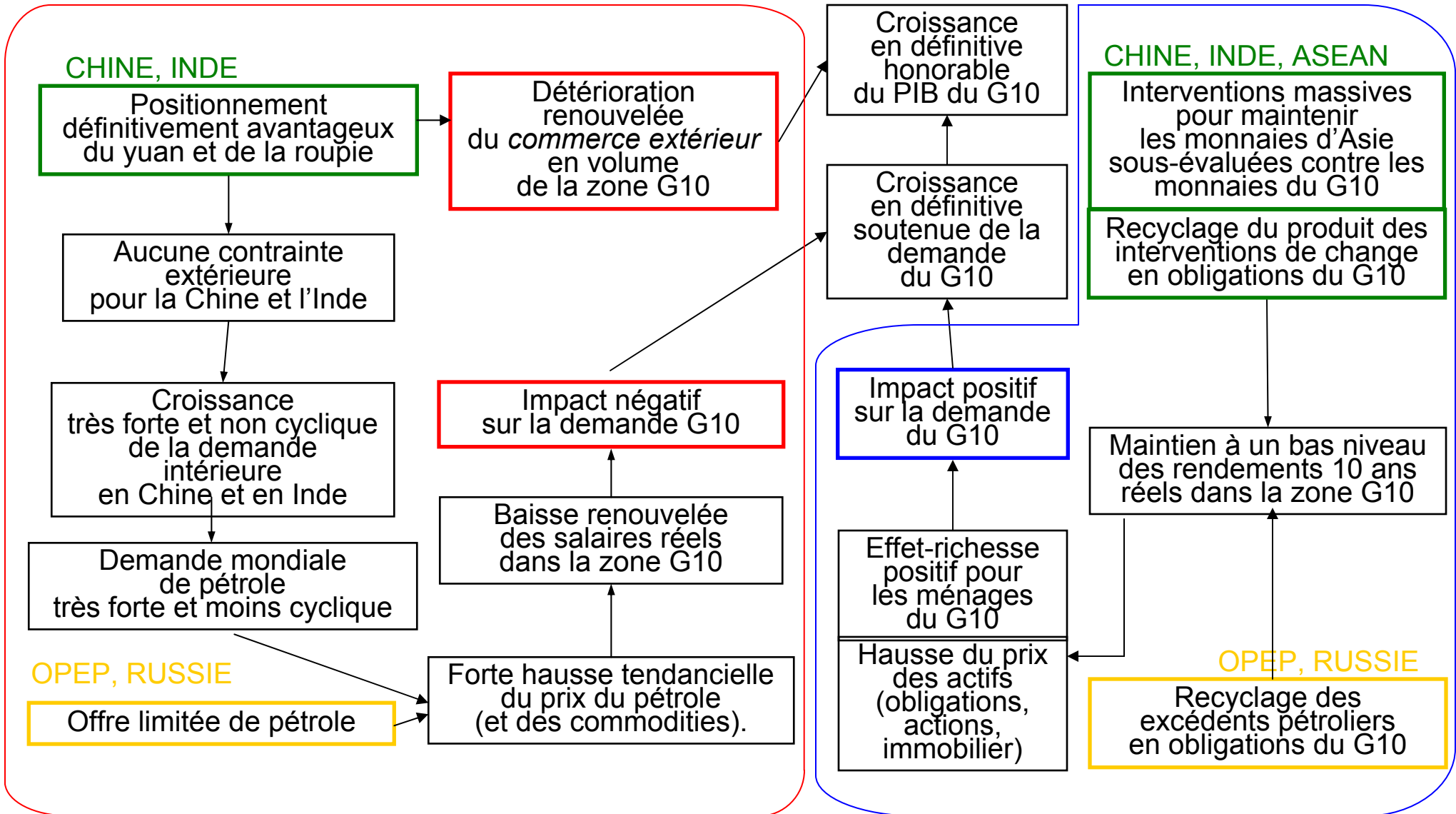
*Antoine Brunet  
Paul Douaihy  
Sophie Casanova*



# Le G10 face à la nouvelle donne internationale

## DEUX POISONS A COURT ET A MOYEN TERME

## UN ANTIDOTE A COURT TERME



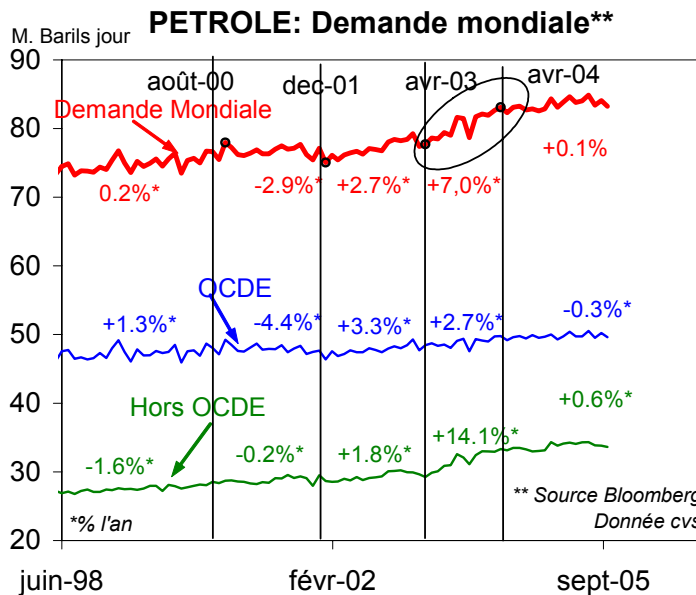
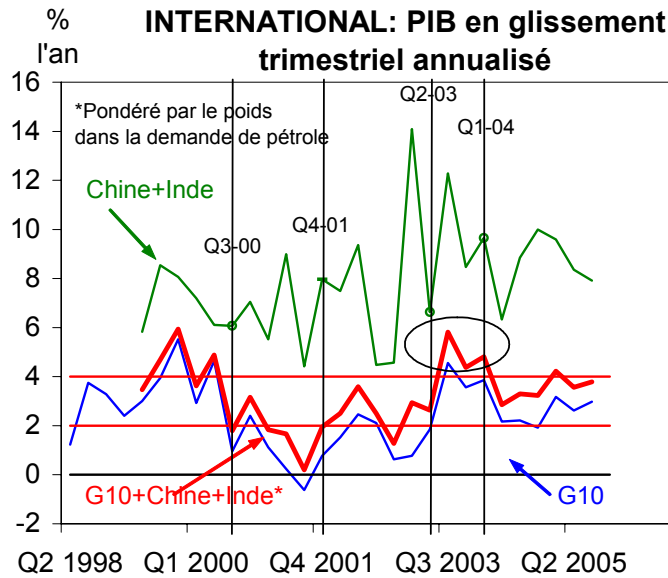
# International

1

La Chine et l'Inde, en maintenant dans la durée une croissance forte de leur PIB contribuent à rendre durablement plus dynamique la demande de pétrole.

Lorsque, par exception, le G10 connut une croissance très forte de son PIB (Q2 2003 à Q1 2004), on a assisté à une évolution explosive de la demande de pétrole. (+7% l'an entre avril 03 et avril 04)

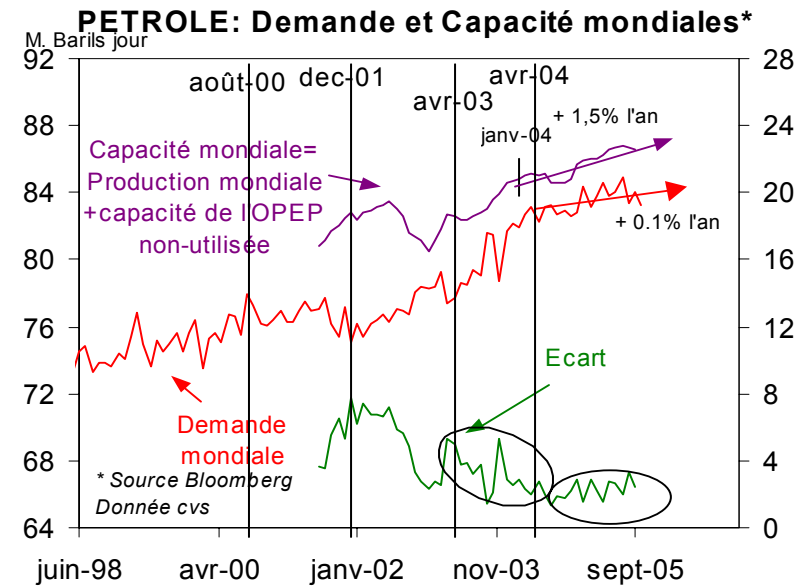
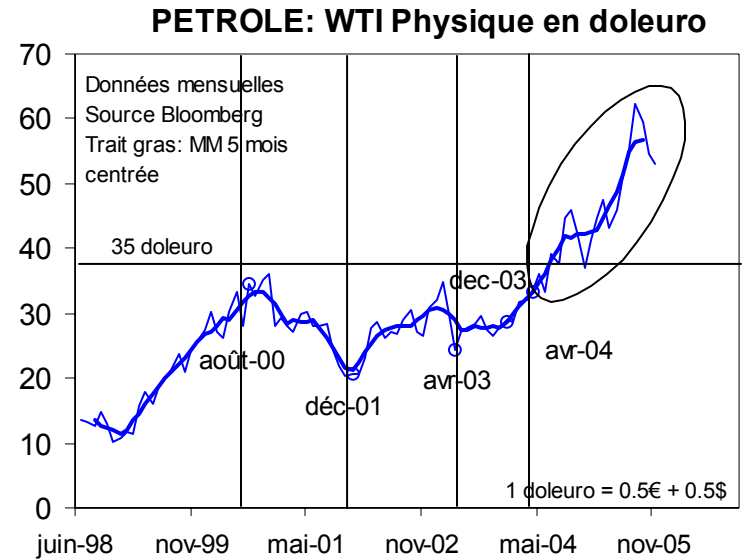
Cette forte progression de la demande entre avril 03 et avril 04 a réduit fortement et durablement l'écart entre capacité et demande. Tant que cet écart ne se réélargit pas, la tendance du prix du baril demeure haussière.



2

3

4



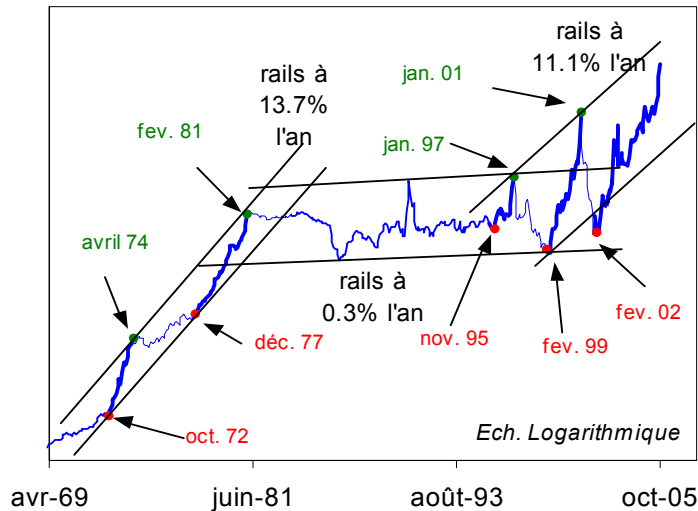
3

# International

Depuis début 2002, on est entré dans un choc matières premières rampant. Le rythme de hausse est à 35% l'an mais le choc rampant atteint déjà une durée record (44 mois) et ne semble pas prêt de s'interrompre.

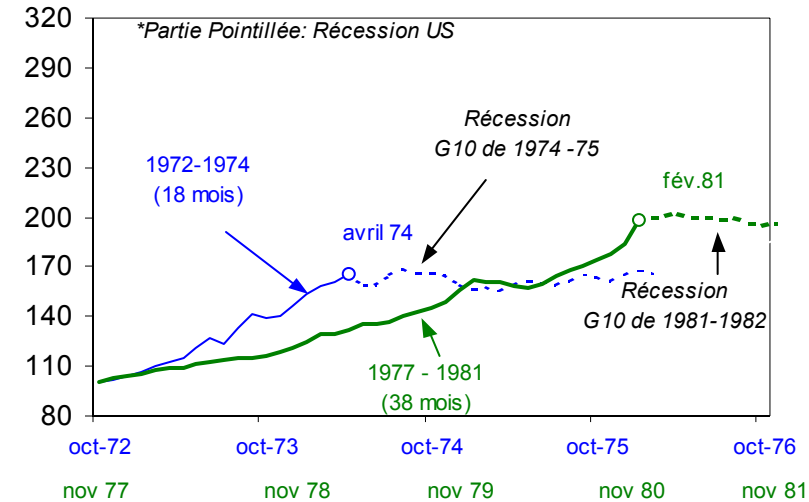
A l'évidence, seule une récession dans le G10 (comme en 2001) ou dans une partie des pays émergents (comme en 1997/1998) pourrait interrompre le mouvement de hausse.

ETATS-UNIS: PPI non food crude materials

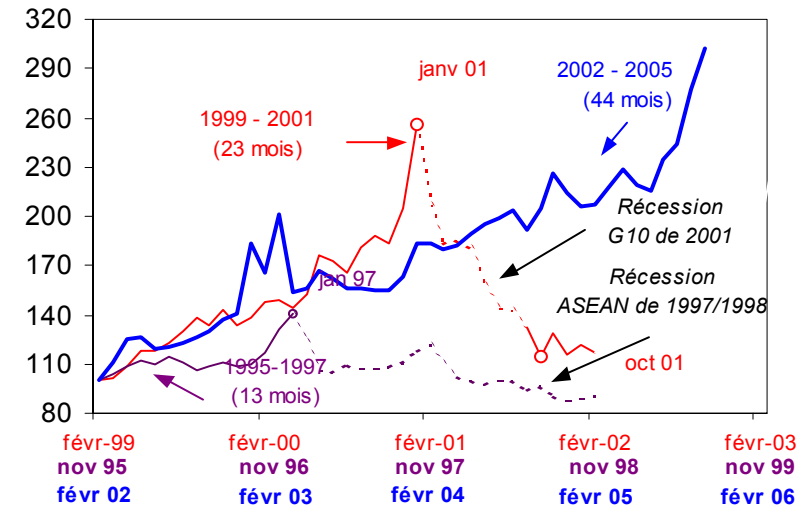


PPI Non Food Crude Materials	Rythme moyen annualisé	Nombre de mois	Progression cumulée
Oct. 72 - Avril 74	40%	18	66%
Déc. 77 - Fév. 81	23%	38	94%
Nov. 95 - Jan. 97	34%	14	41%
Fév. 99 - Jan. 01	63%	23	156%
Fév. 02 - Sept 05	35%	44	202%

ETATS-UNIS : PPI non food crude materials\* en 1972/1974 et en 1977/1981



ETATS-UNIS : PPI non food crude materials\* en 1995/1997, 1999/2001 et 2002/2005



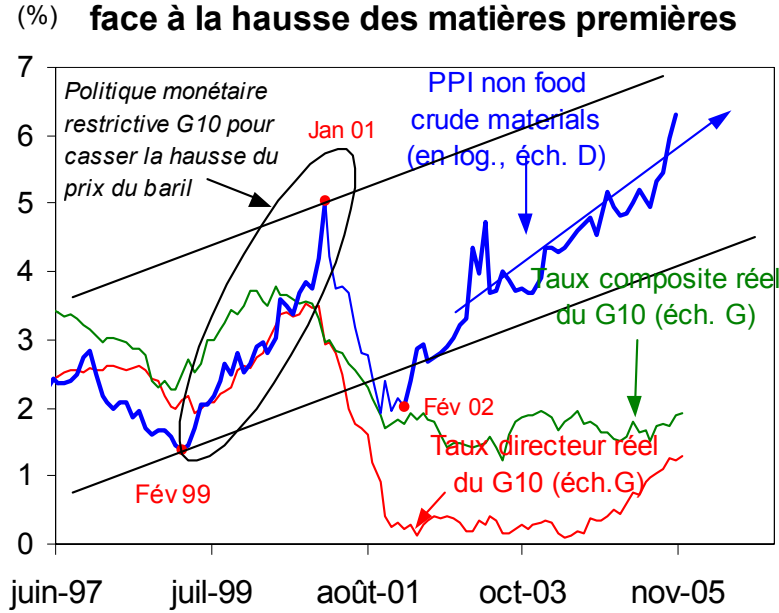
# International

Le G10 refuse pour l'instant une récession immédiate parce qu'elle serait trop dangereuse (trop proche de celle 2001).

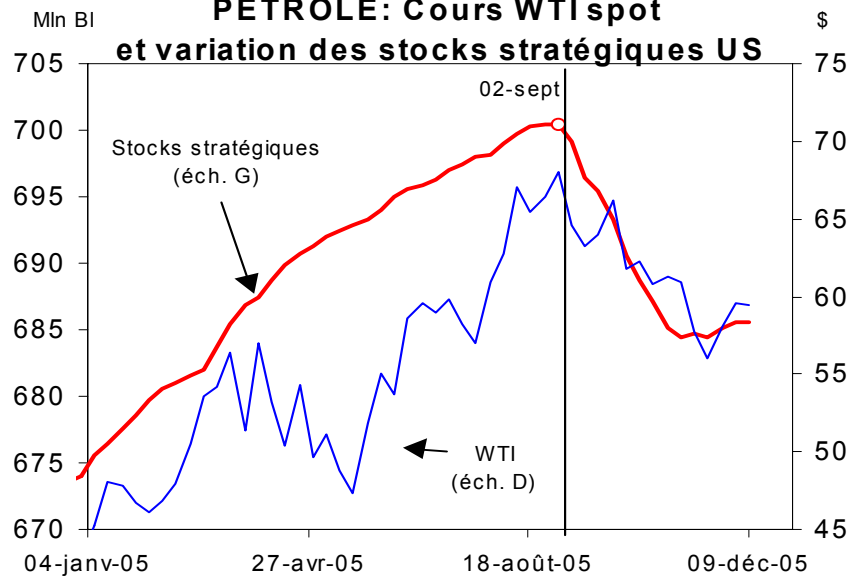
Les matières premières vont maintenir une tendance haussière.

Le G10 s'expose de ce fait à une pression significative renouvelée sur les coûts et sur les prix.

**Banques Centrales G10: Les taux réels face à la hausse des matières premières**



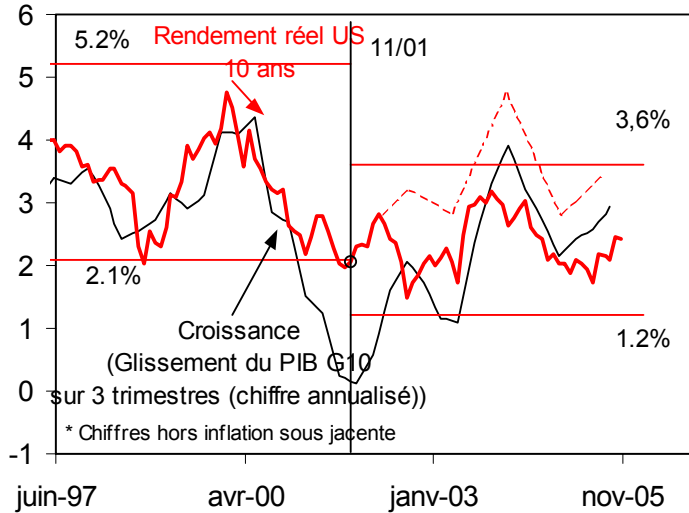
**PETROLE: Cours WTI spot et variation des stocks stratégiques US**



# Obligataire

1

**Croissance du G10 et rendement réel\* 10 ans US**



De 1982 à fin 2001, les rendements réels dans les pays du G10 coïncidaient en fonction de la conjoncture G10. Les bornes étaient 2.1% (récession G10) et 5.2% (surchauffe G10).

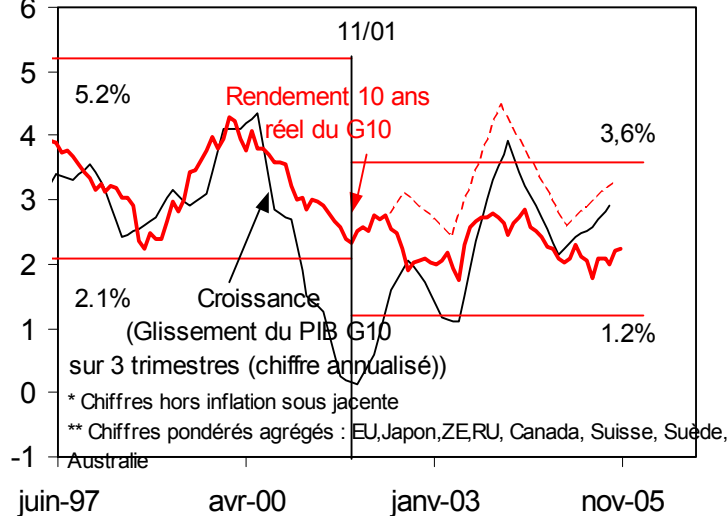
Depuis fin 2001, le principe de coïncidence en fonction de la conjoncture G10 demeure.

Mais la zone de fluctuation s'est translaturée vers le bas : 1.2% au lieu de 2.1%; 3.6% au lieu de 5.2%.

C'est ce que M. Greenspan et la Fed désignent comme l'énigme des rendements obligataires.

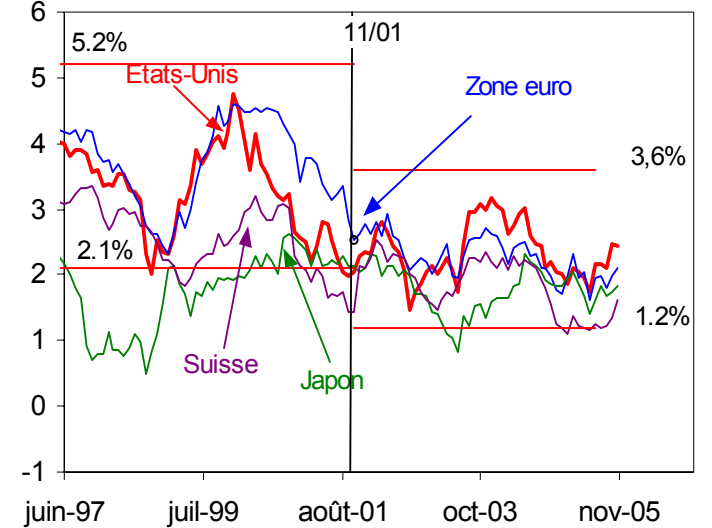
2

**Croissance du G10 et rendement réel\* 10 ans G10\*\***

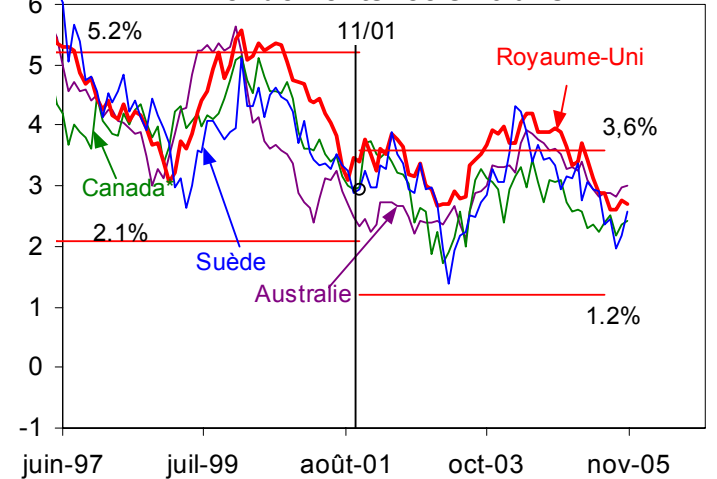


3

**Etats-Unis, Zone Euro, Japon, Suisse : Rendements réels 10 ans**



**Royaume-Uni, Suède, Canada, Australie : Rendements réels 10 ans**



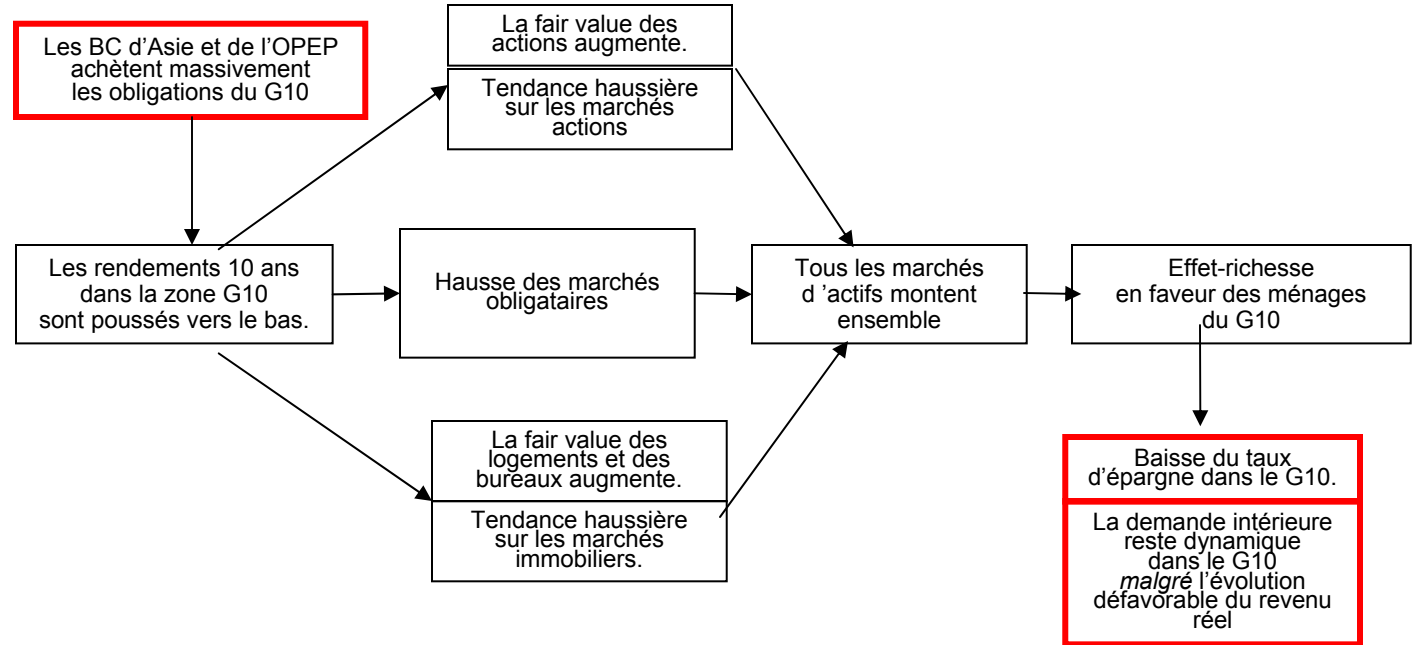
4

# Obligataire

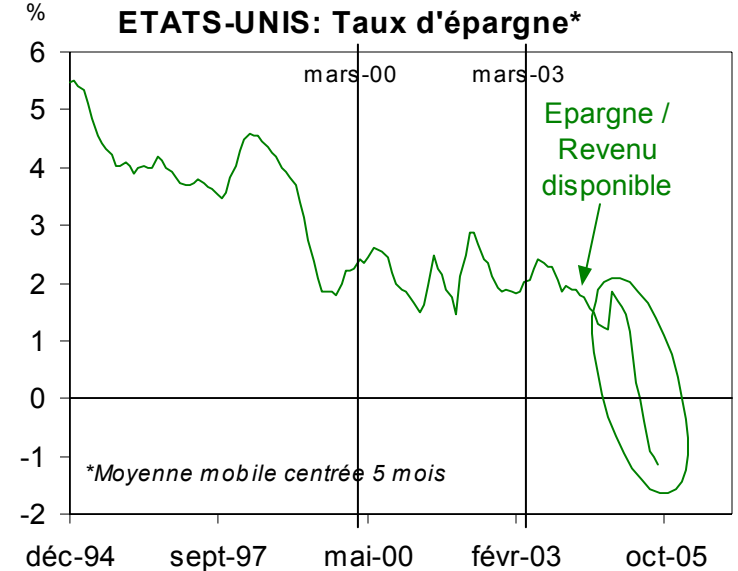
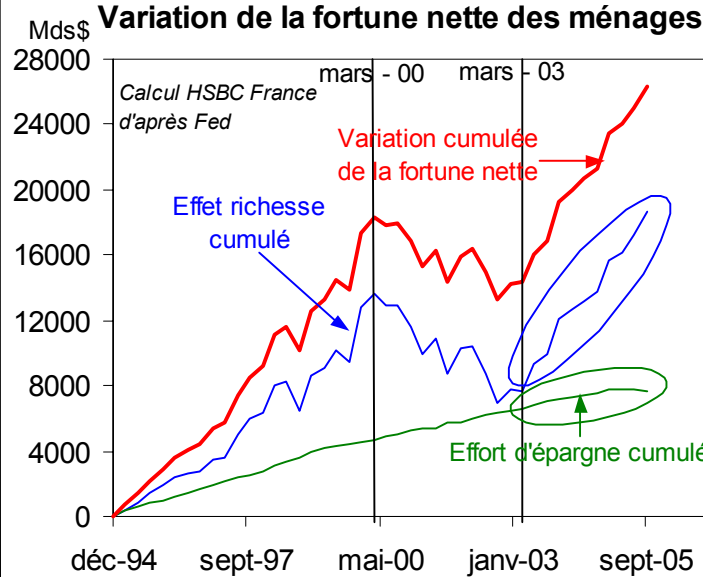
On vérifie ici que le niveau, artificiellement bas mais aussi durablement bas, du rendement réel 10 ans contribue à une forte progression simultanée des marchés d'actifs du G10.

La progression de leur fortune à travers la valorisation des marchés d'actifs dispense les ménages d'épargner.

Le taux d'épargne s'effondre, ce qui dynamise la consommation, malgré la quasi-stagnation du revenu.

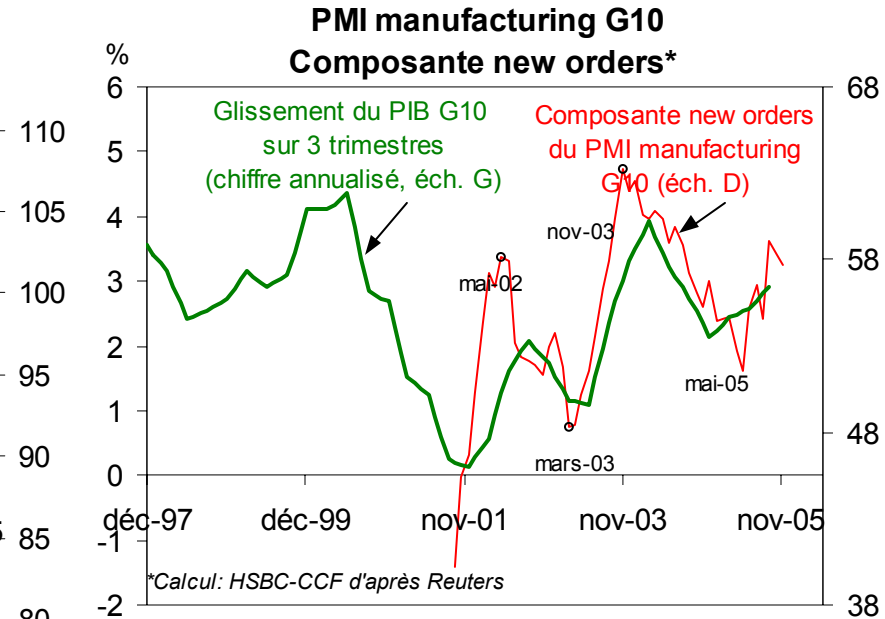
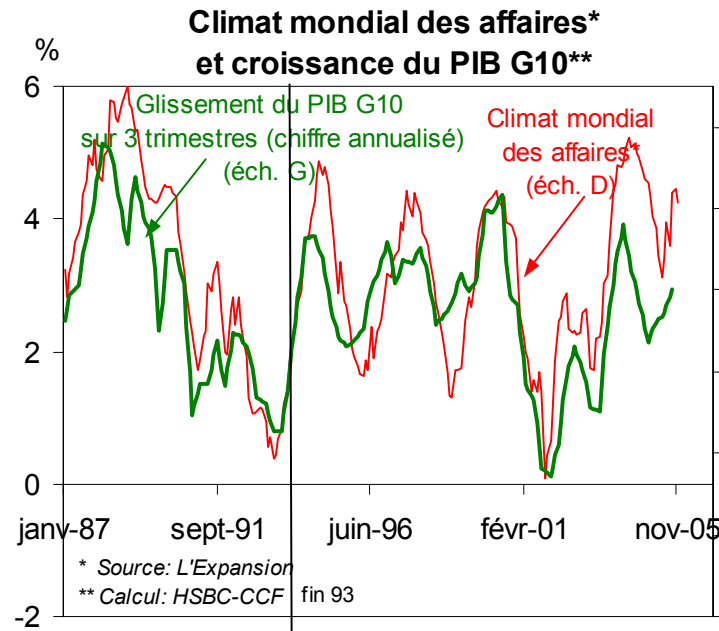
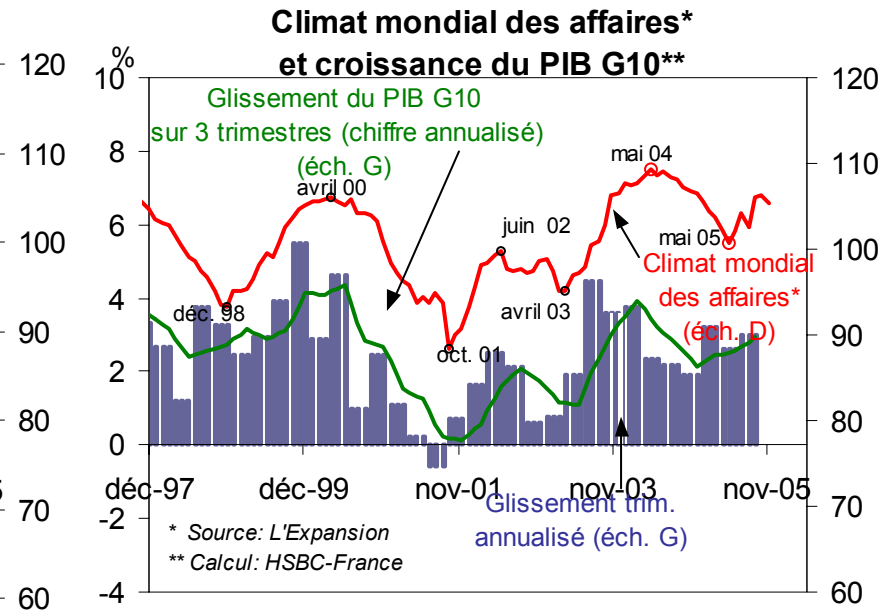
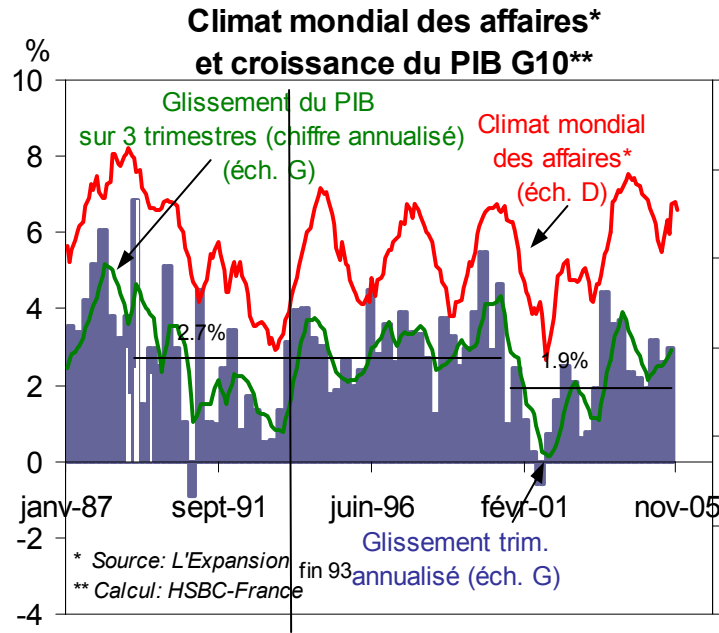


## ETATS-UNIS:



# International

Malgré la nouvelle vague de hausse du pétrole, grâce à un effet richesse très positif et grâce aux dépenses de reconstruction en Louisiane, la croissance dans le G10 devrait se maintenir d'ici mi 2006 au rythme de 3% annualisé



# International

L'inflation dans la zone G10 globalement a résisté remarquablement bien au choc pétrole et matières premières.

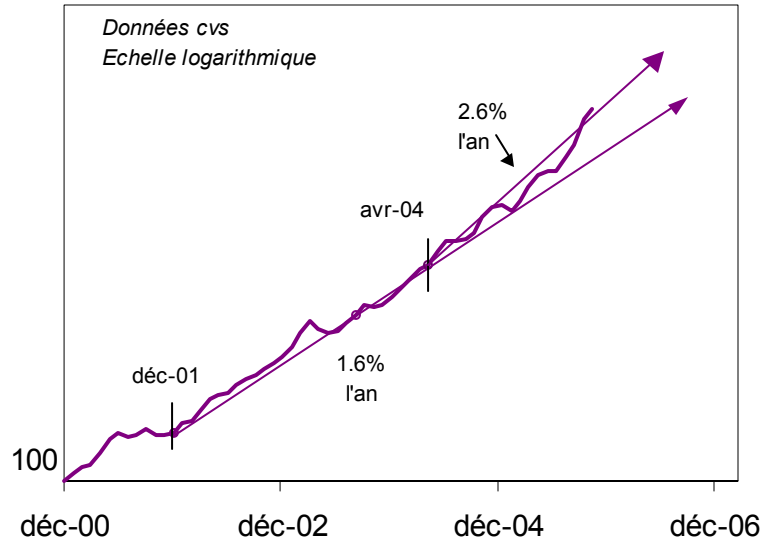
Il s'est introduit une différenciation :

- Les États-Unis subissent une accentuation de leur inflation.
- Leurs partenaires du G10 demeurent dans l'inflation faible.

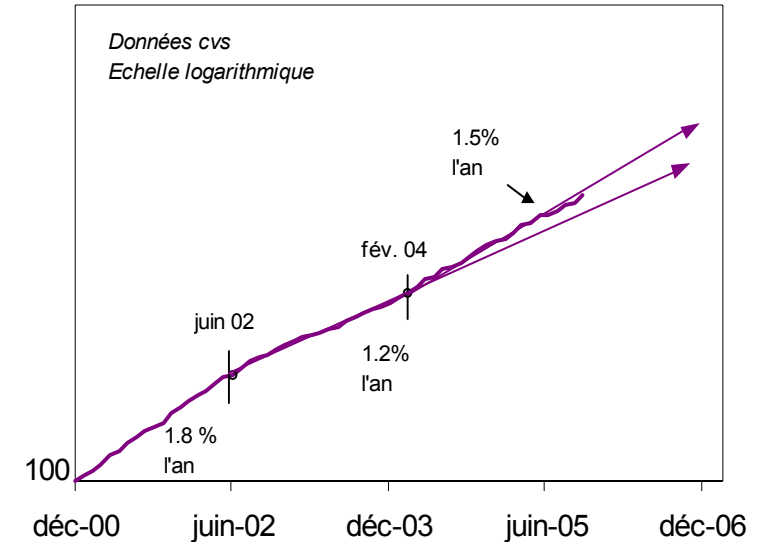
Aux États-Unis, la hausse des matières premières a été plus forte que chez leurs partenaires du G10 du fait de la baisse du dollar.

Or les États-Unis sont plus proches de la saturation (marché du travail, capacités) que leurs partenaires du G10.

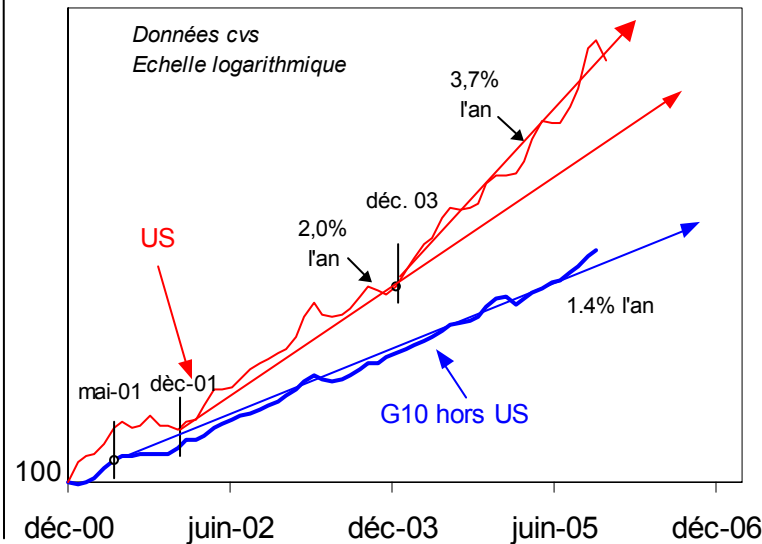
**Indice headline des prix à la consommation dans la zone G10**



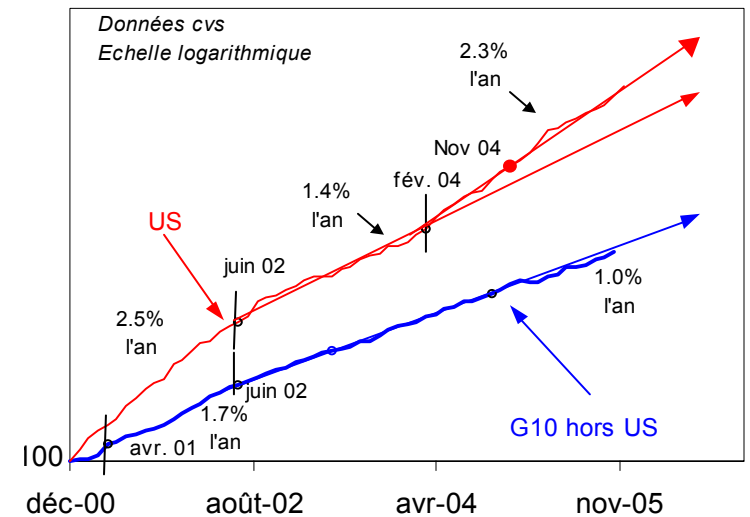
**Indice sous-jacent des prix à la consommation dans la zone G10**



**Indices headline des prix à la consommation US et G10 hors US**



**Indices sous-jacents des prix à la consommation US et G10 hors US**

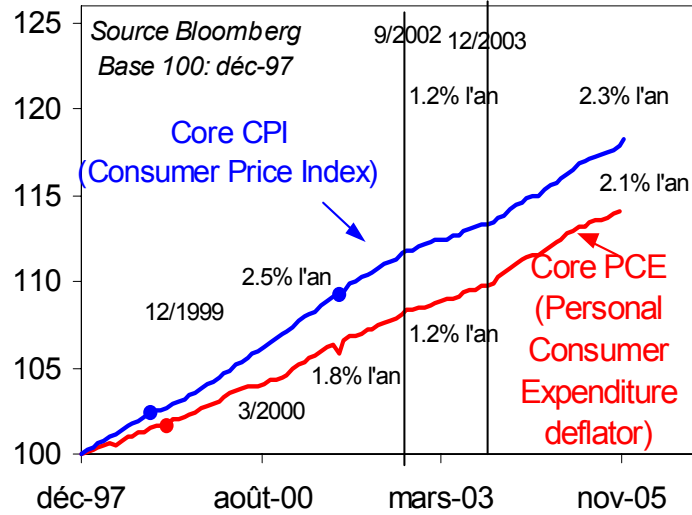


# États-Unis

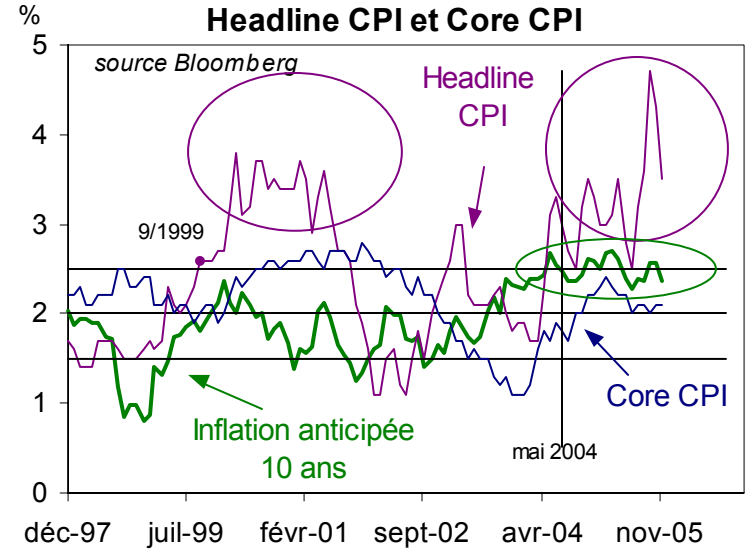
Les indicateurs privilégiés de la Fed (core CPI et core PCE) évoluent de façon rassurante.

Mais la Fed ne peut pas se désintéresser des indicateurs « headline », surtout lorsque ceux-ci divergent fortement à la hausse des indicateurs « core ».

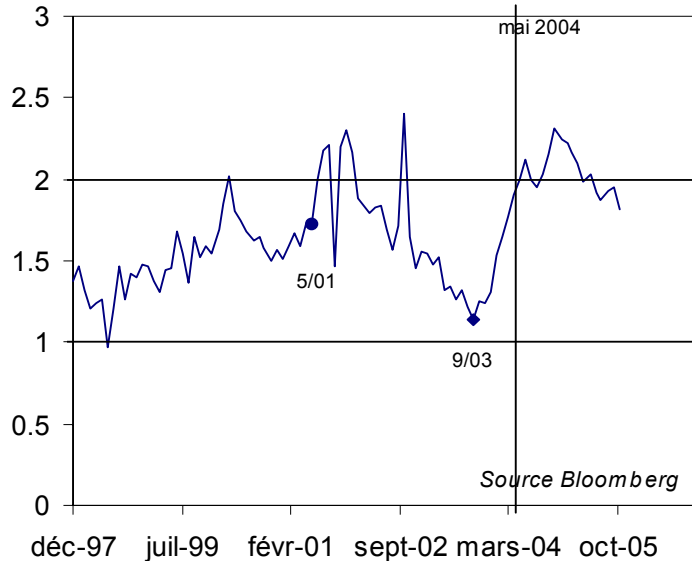
**ETATS-UNIS: Core CPI et Core PCE Deflator**



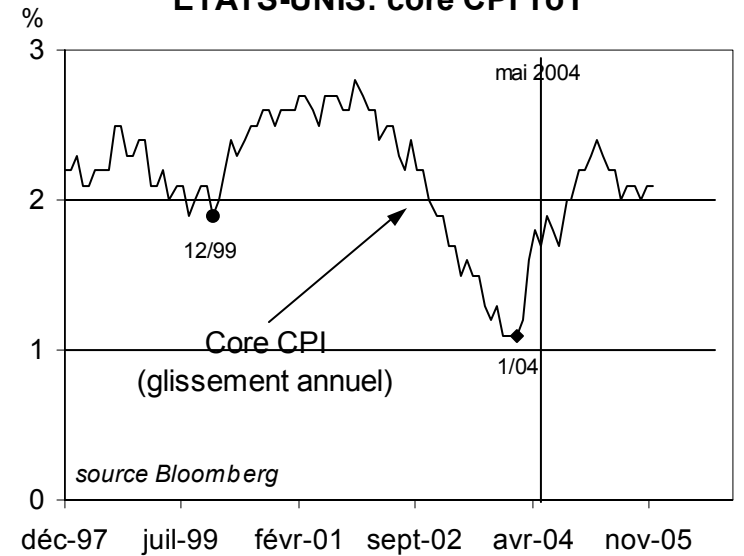
**ETATS-UNIS: Inflation anticipée 10 ans, Headline CPI et Core CPI**



**ETATS-UNIS: Core PCE Deflator YoY**



**ETATS-UNIS: core CPI YoY**

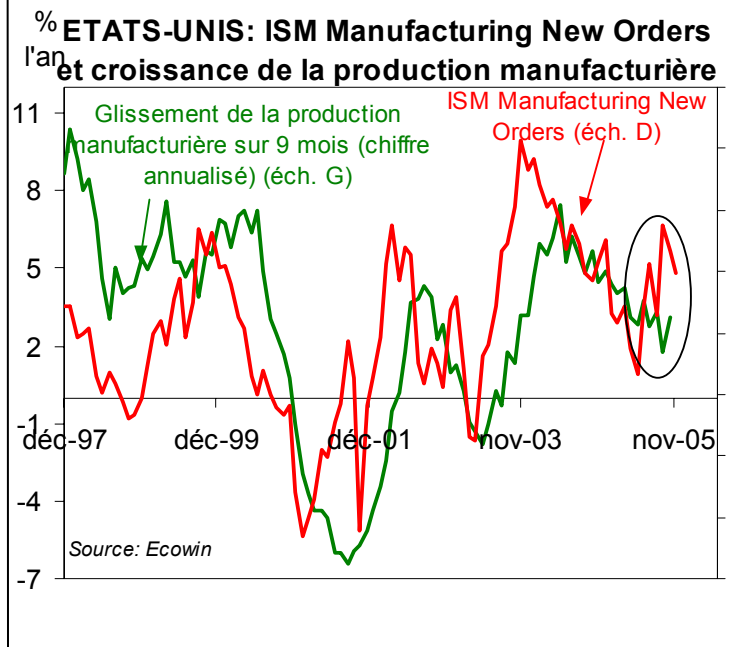
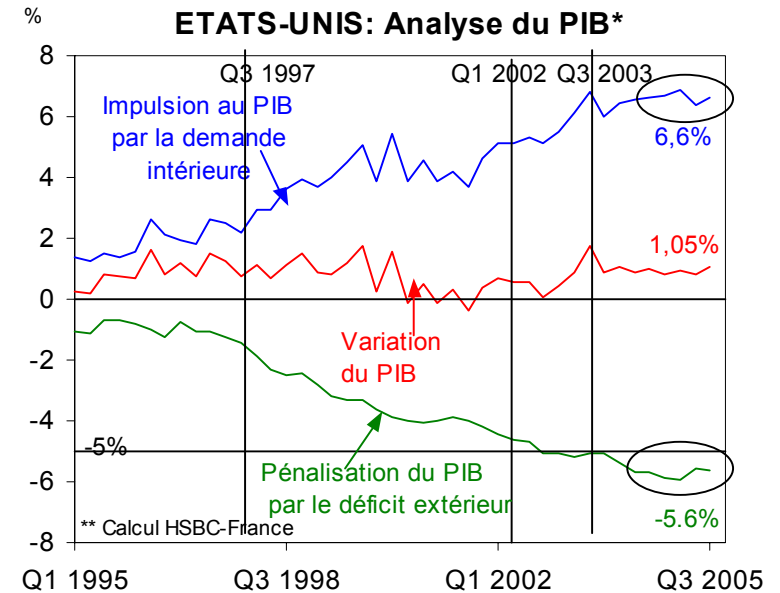
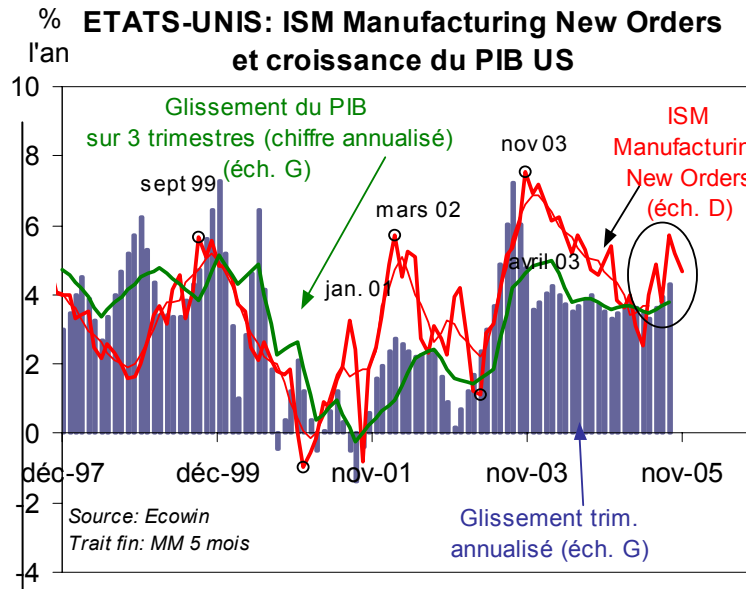


# États-Unis

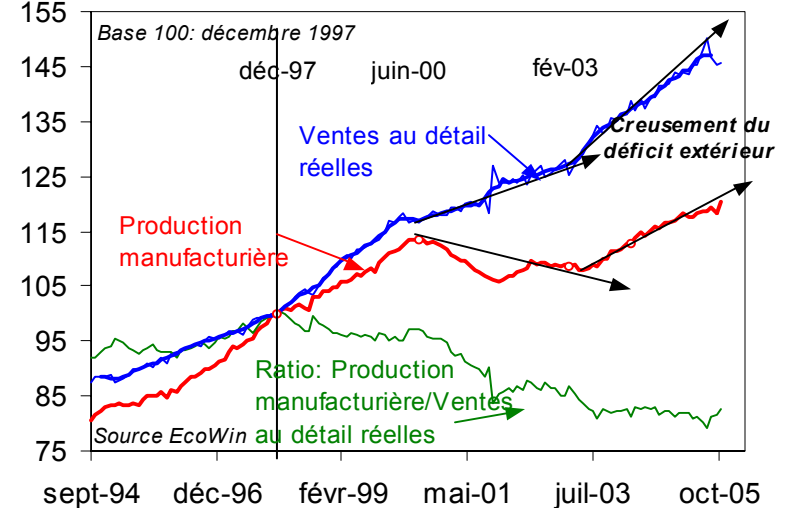
Le risque inflationniste ne disparaîtra pas spontanément. Le PIB fluctue autour de 4% l'an, c'est à dire très au dessus du taux de croissance potentiel (3.2% l'an selon la Fed).

La reconstruction de la Louisiane du Texas et de la Floride viendra donner une impulsion au PIB en 2006, ce qui est très inopportun aux yeux de la Fed.

La Fed se doit de ralentir l'économie pour résorber le risque inflationniste



## ETATS-UNIS: Ventes au détail Réelles et Production manufacturière



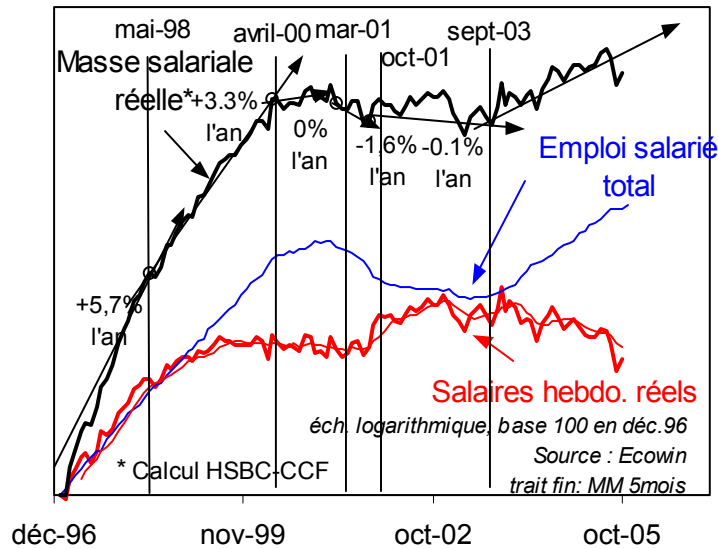
# États-Unis

Tout concourt à ce qu'aux États-Unis comme dans la plupart des pays du G10 la masse salariale réelle ne progresse que peu.

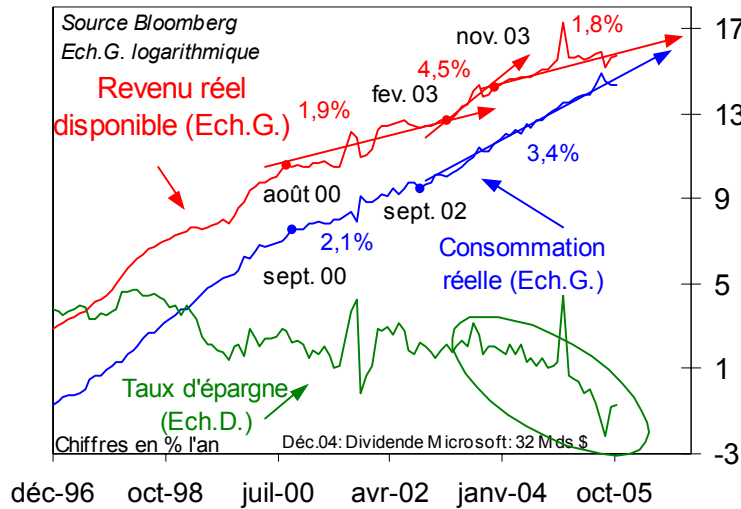
En dépit de cela, la consommation se maintient à 3.4% l'an depuis fin 2002.

Elle s'alimente à une très forte baisse du taux d'épargne, qui elle même, s'articule avec un formidable enrichissement des ménages américains sur les marchés d'actifs (US et hors US).

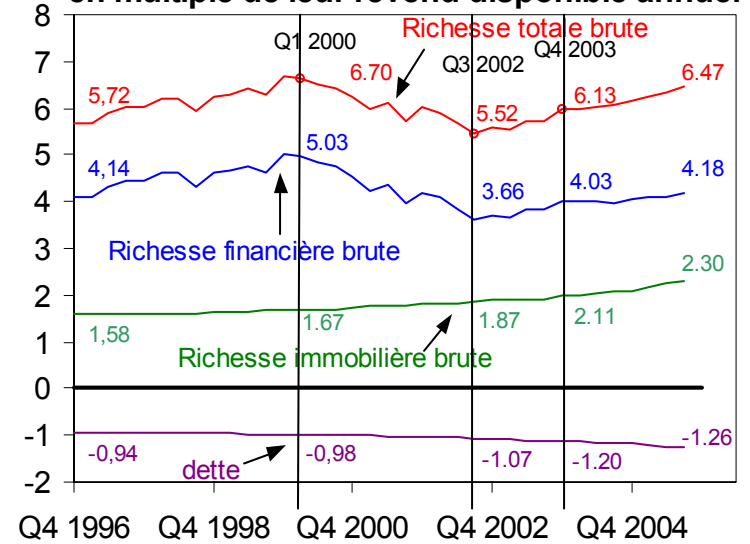
**ETATS-UNIS: Indices\* de l'emploi salarié total, des salaires hebdomadaires réels et de la masse salariale réelle**



**ETATS-UNIS: Revenu réel disponible, consommation réelle et taux d'épargne**

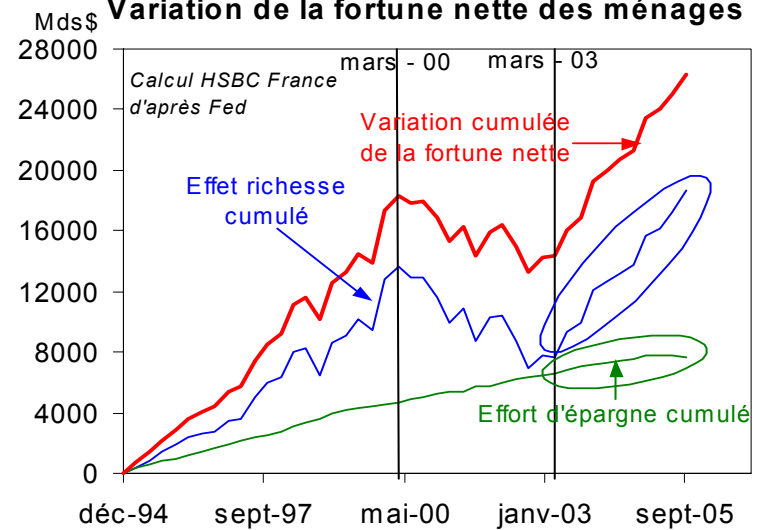


**ETATS-UNIS: Richesse et dette des ménages en multiple de leur revenu disponible annuel**



**ETATS-UNIS:**

**Variation de la fortune nette des ménages**



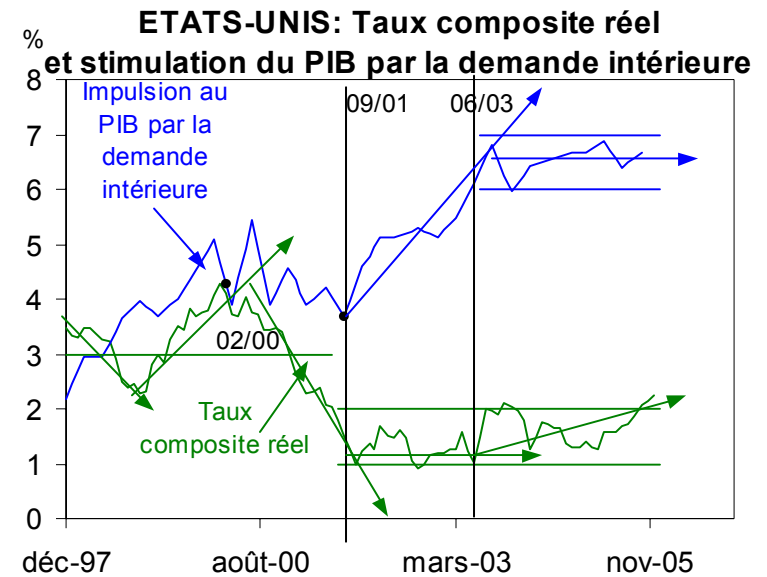
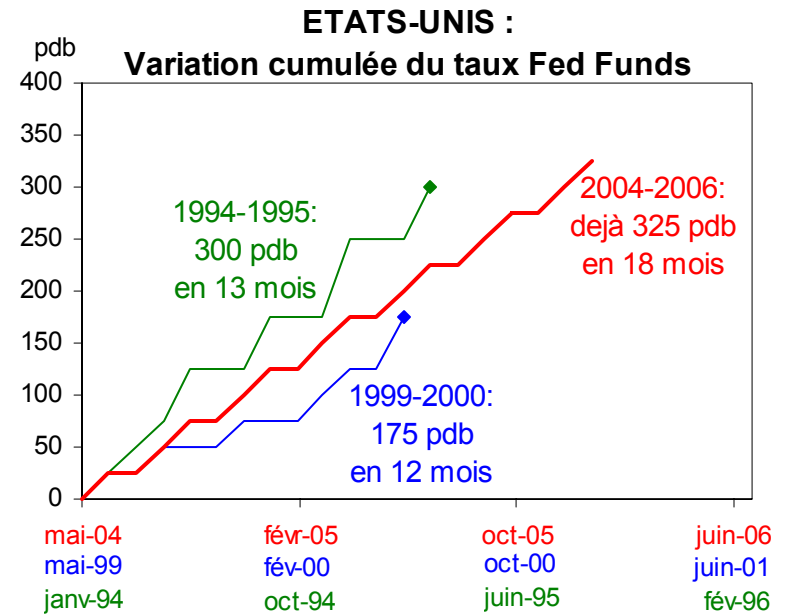
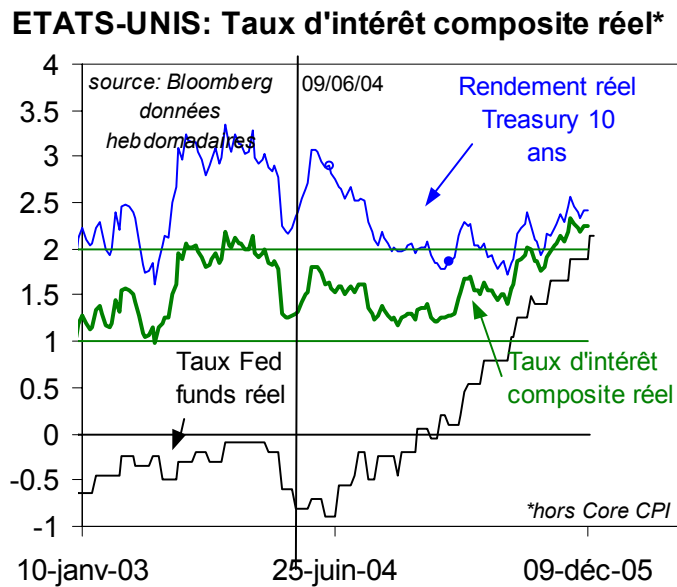
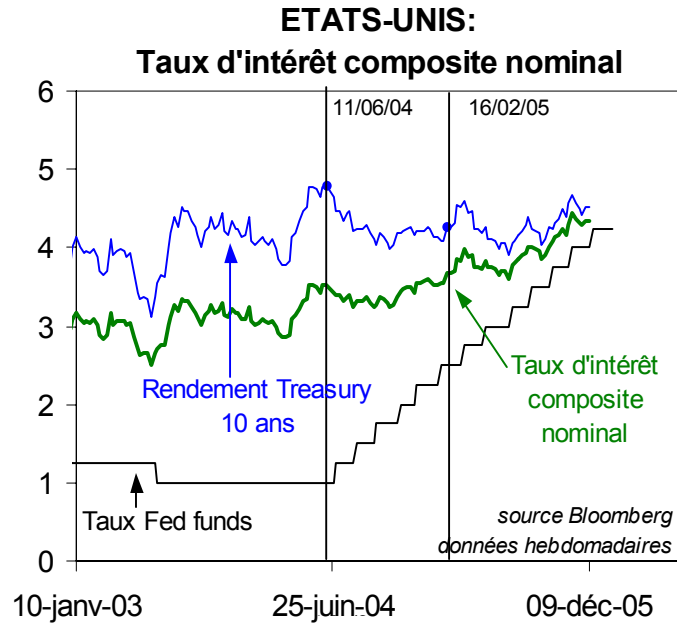
# États-Unis

Les Etats-Unis doivent ralentir leur économie. Il leur faut élever le niveau général du coût de l'argent.

La Fed a constaté que malgré la hausse de son taux, les rendements 10 à 30 ans restaient largement inertes.

Elle se trouve obligée de surréagir sur son taux fed funds. Elle ira probablement jusque 5.00%.

Elle finira par provoquer une configuration d'inversion.



# États-Unis

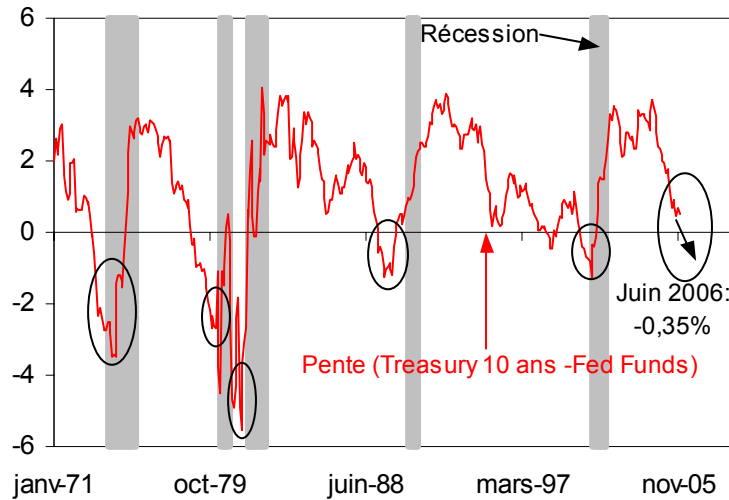
Les cinq dernières récessions correspondent sans omission ni répétition avec les cinq configurations d'inversion de la courbe des taux.

D'où la conviction très forte dans le marché qu'une configuration d'inversion début 2006 provoquerait une récession 3 à 6 mois plus tard.

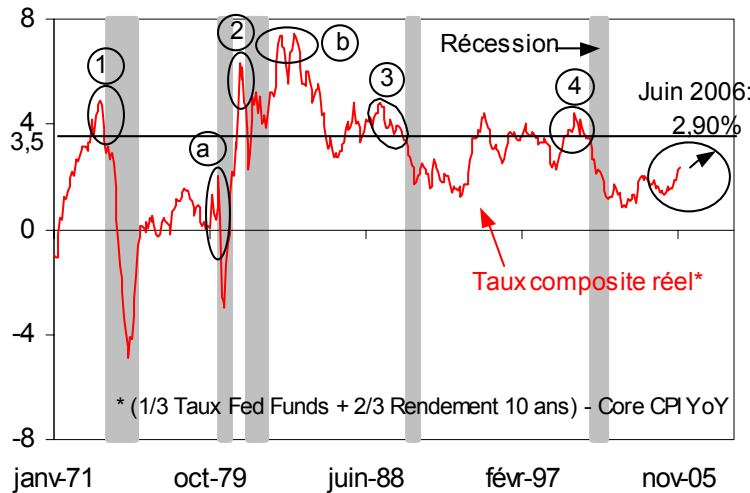
Pour notre part, nous sommes convaincus que début 2006, la courbe des taux s'inversera légèrement.

Nous n'en déduisons pourtant pas une récession en 2006. Par exception, l'inversion de 2006 s'assortira d'un taux composite réel qui restera très bas (2,90% environ). Or, selon nous, les récessions antérieures étaient survenues seulement parce que le taux composite réel s'était maintenu durablement au-dessus de 3.50%.

**ETATS-UNIS: Les 5 dernières récessions et la pente (Treasury 10 ans - Fed Funds)**



**ETATS-UNIS: Les 5 dernières récessions et le niveau des taux réels**

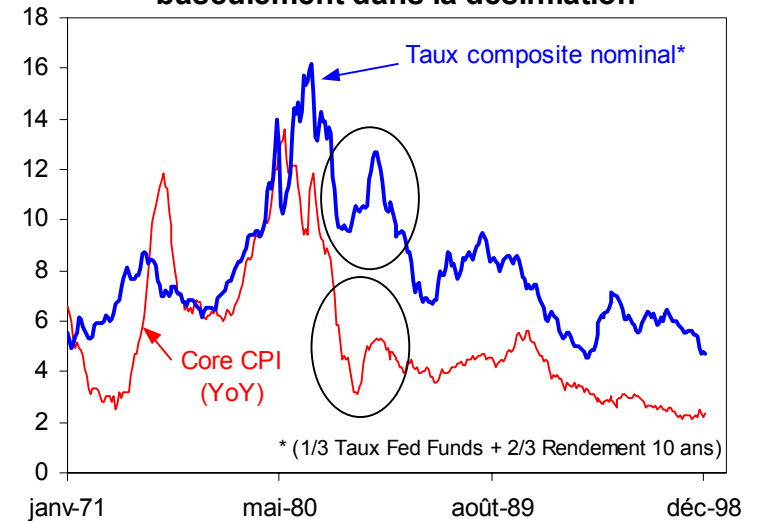


**1980 et 1983, deux exceptions explicables à la relation biunivoque entre taux réels élevés et récession :**

**a) 1980:** Récession non précédée de taux réels supérieurs à 3.5%. Elle résulta d'une restriction brutale du crédit par voie administrative (un encadrement très strict du crédit bancaire) et non par un renchérissement des taux d'intérêt réels.

**b) 1983:** Taux réels supérieurs à 3.5% mais pas de récession. On est passé brusquement et par surprise d'une longue période d'accroissement de l'inflation US (1953-1983) à une longue période de désinflation (1983-2003). Les taux nominaux sont alors restés momentanément inchangés induisant une hausse, très singulière et très momentanée, du taux composite réel. Parce qu'elle n'était pas significative, cette hausse du rendement réel ne fut pas suivie d'une nouvelle récession.

**ETATS-UNIS: Inertie des taux en 1982-84 face au basculement dans la désinflation**



# Change

C'est le risque inflationniste propre aux États-Unis qui a amené la Fed et la Maison Blanche à interrompre le processus de dépréciation du dollar.

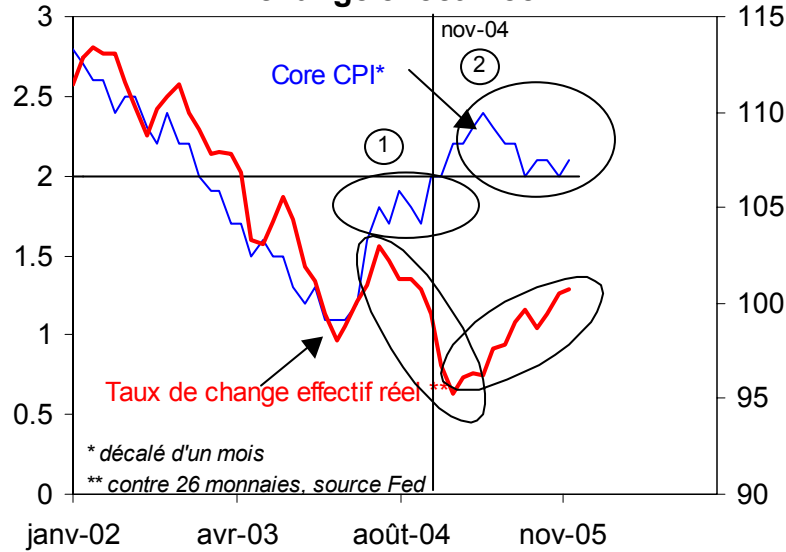
**Premier temps (Janvier 2005):** la communication baissière-dollar est interrompue.

**Deuxième temps (été 2005):** la Fed surprend les marchés de change en refusant toute pause dans la hausse de son taux.

Elle réagissait à quatre éléments nouveaux et tous inflationnistes:

- 1) une croissance du PIB plus robuste qu'attendu.
- 2) Une nouvelle vague inattendue de hausse du baril (Iran + Katrina).
- 3) Un accroissement inattendu de la dépense publique en 2006 (Louisiane, Texas, Floride).
- 4) Une inertie du rendement Treasury 10 ans plus forte encore qu'escompté.

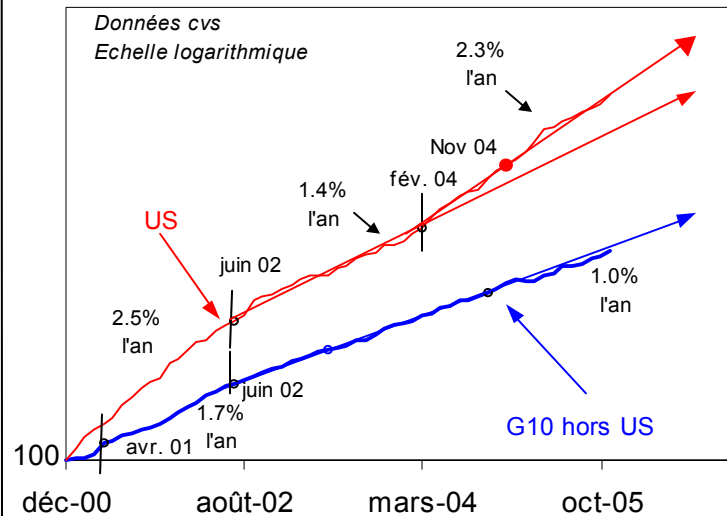
## ETATS-UNIS: Inflation sous-jacente et taux de change effectif réel



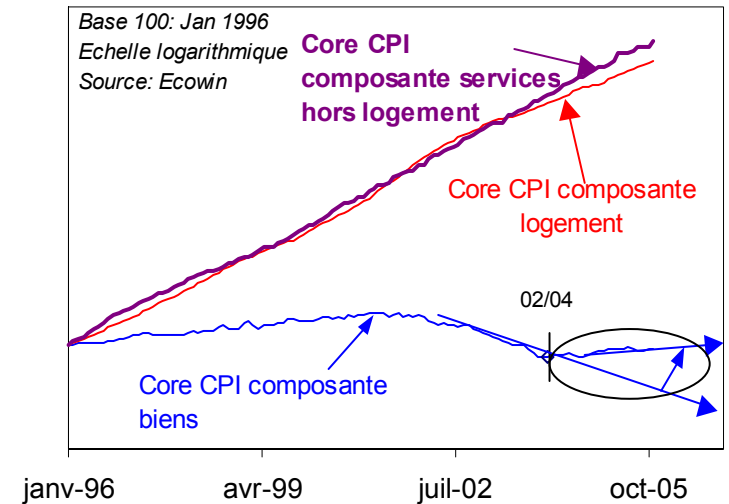
① **Automne 2004:** En expliquant publiquement que les États-Unis pouvaient supporter l'impact haussier sur les indices CPI et core CPI d'une baisse supplémentaire du dollar, la Fed encourage et favorise la baisse du dollar.

② **Début 2005:** Au vu des indices publiés, la Fed adopte un pronostic plus pessimiste sur l'inflation et interrompt sa communication baissière-dollar. Mécaniquement, le dollar se renforce.

## Indices sous-jacents des prix à la consommation US et G10 hors US



## ETATS-UNIS: Core CPI composante biens et services



# Change

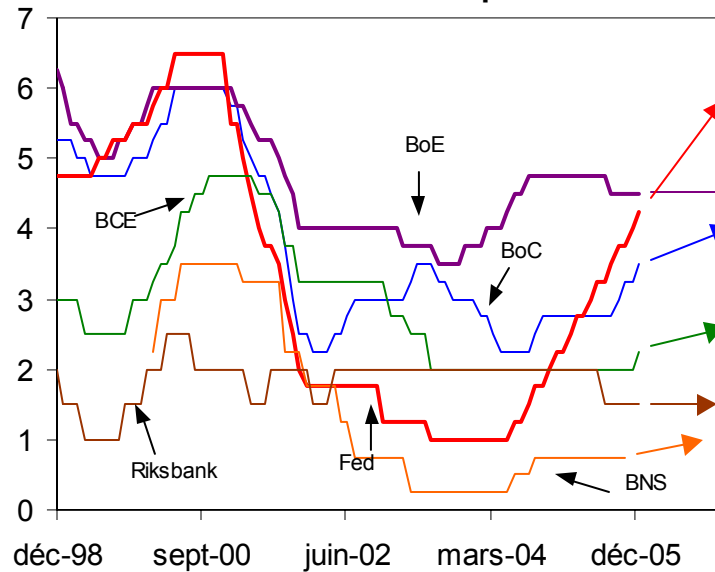
Il faut, selon nous, remonter aux années 81-85 pour retrouver une configuration aussi inhabituelle de hausse unilatérale du taux de la Fed.

A l'époque, M. Volcker essayait de s'opposer par une forte hausse de son taux à une croissance trop longtemps trop forte du PIB, dynamisée par des déficits budgétaires croissants.

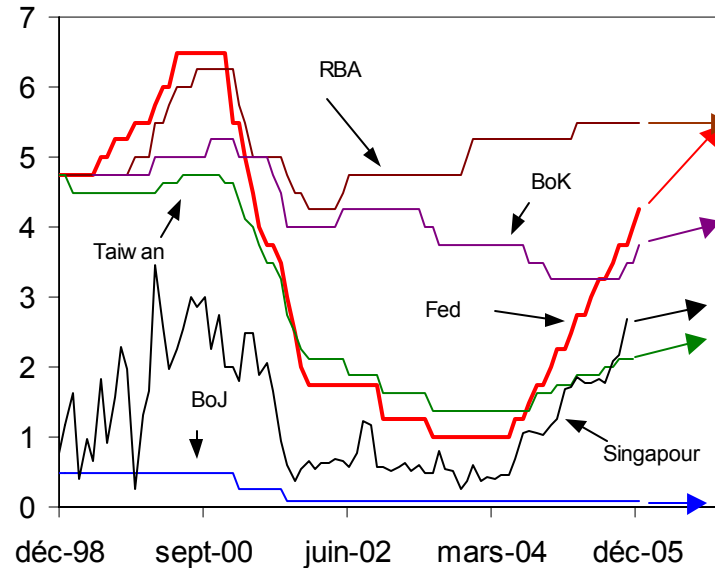
Cette fois, M. Greenspan et son successeur doivent s'opposer à une croissance trop longtemps trop forte qui provient d'un effet richesse considérable et qui s'alimentera en 2006 à une reconstruction financée par un déficit budgétaire accru.

Pour la première fois depuis la libéralisation des mouvements de capitaux (années 89 et 90), on va voir les États-Unis pratiquer un taux directeur très supérieur aux autres.

### Taux directeurs: Fed vs Europe et Canada



### Taux directeurs: Fed vs Asie



# Zone euro

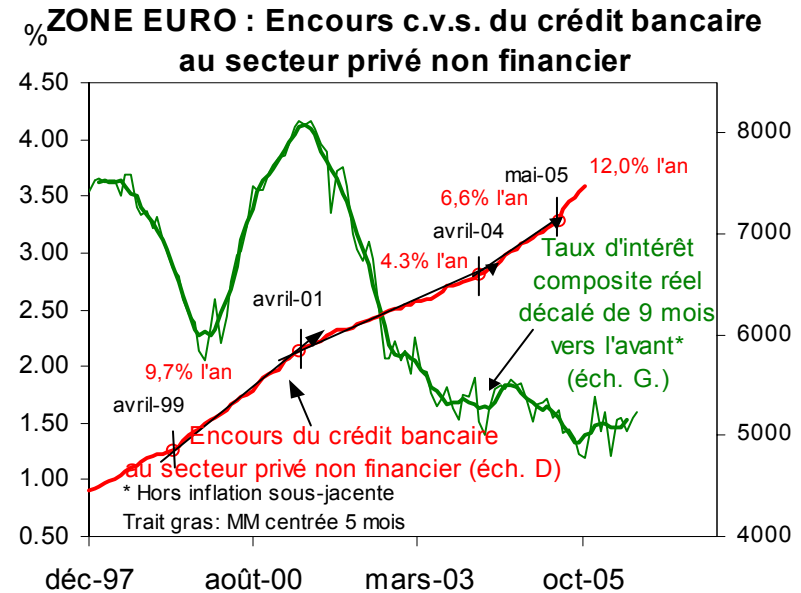
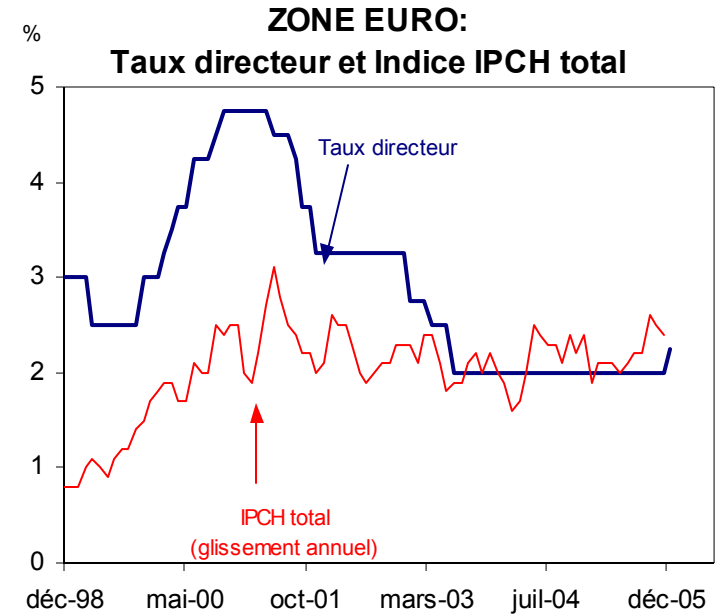
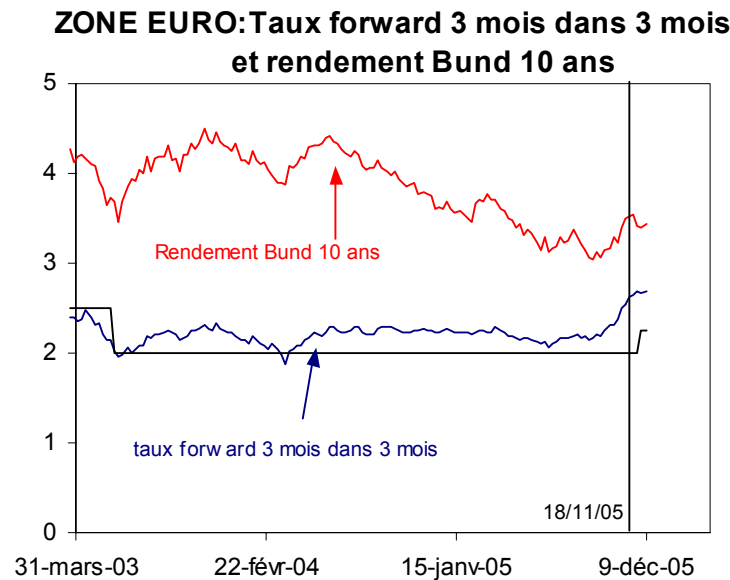
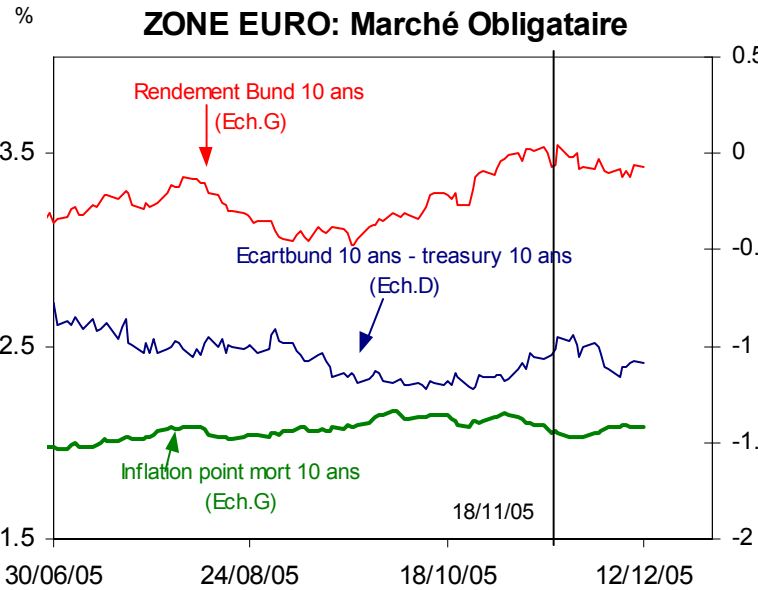
De mi-septembre à mi-novembre, la BCE a subi un sell-off obligataire : le rendement 10 ans est passé de 3.02% le 21/9 à 3.54% le 14/11.

Sans doute, ce sell-off s'est-il enclenché sur la base d'un écart accru entre taux directeur et hausse totale des prix et sur la base d'une explosion du crédit bancaire.

La BCE y a vu un danger à la fois pour sa crédibilité et pour l'évolution ultérieure des rendements longs en zone euro.

Elle a constaté que, cette fois-ci, la seule communication sur une possible hausse de taux ultérieure ne suffirait plus.

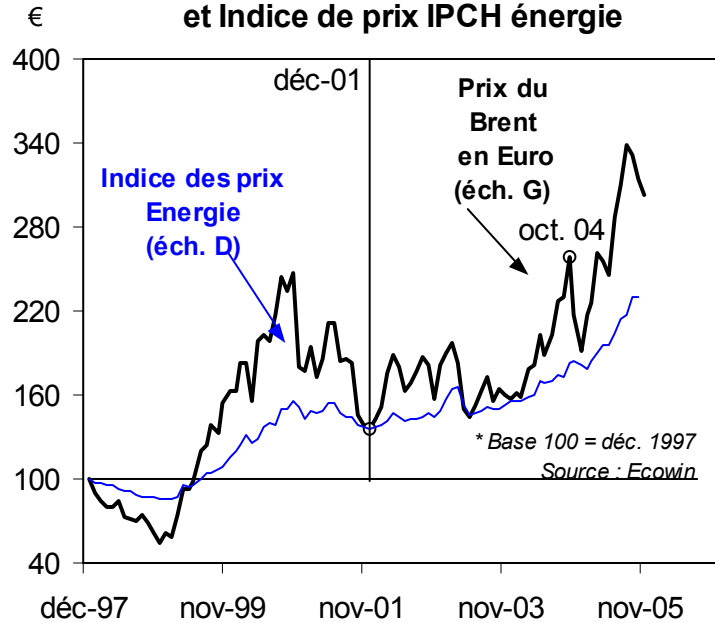
Elle a décidé de précipiter une première hausse de taux le 1/12/05.



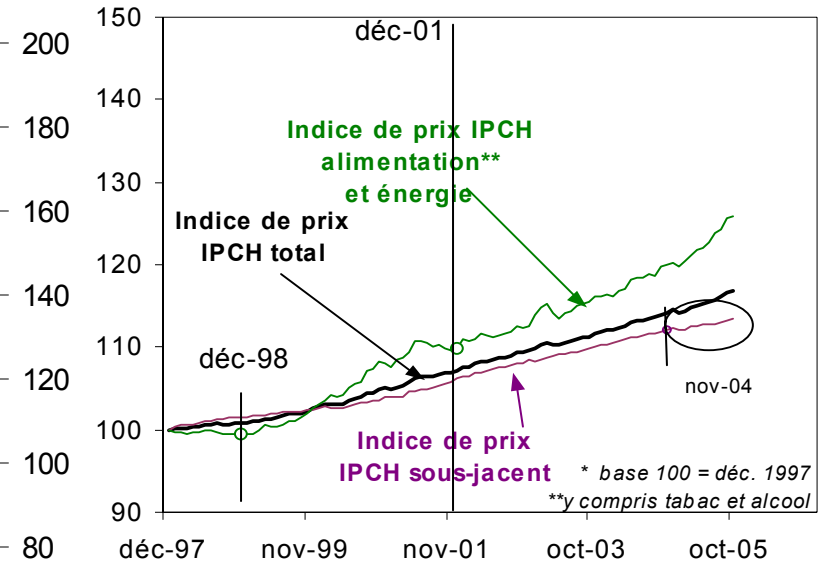
# Zone euro

En réalité à l'exception d'une hausse supplémentaire significative du prix du baril en 2006, il n'y a pas de vrai péril inflationniste.

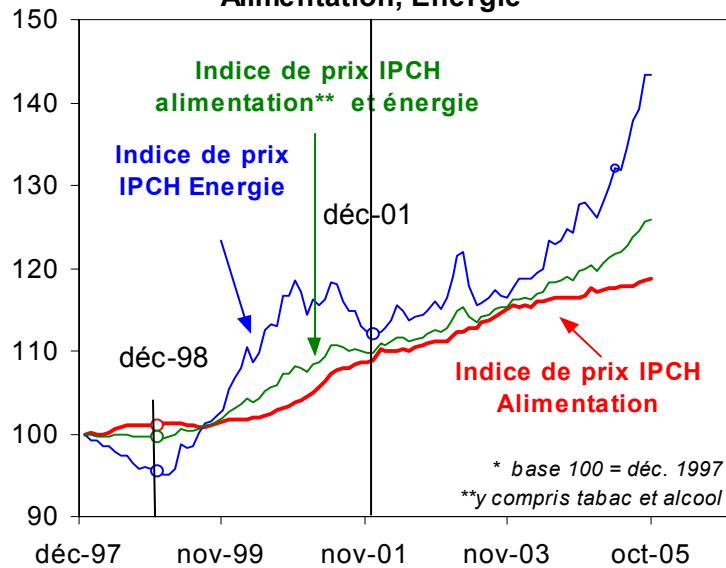
**ZONE EURO: Indice du prix du Brut en euro et Indice de prix IPCH énergie**



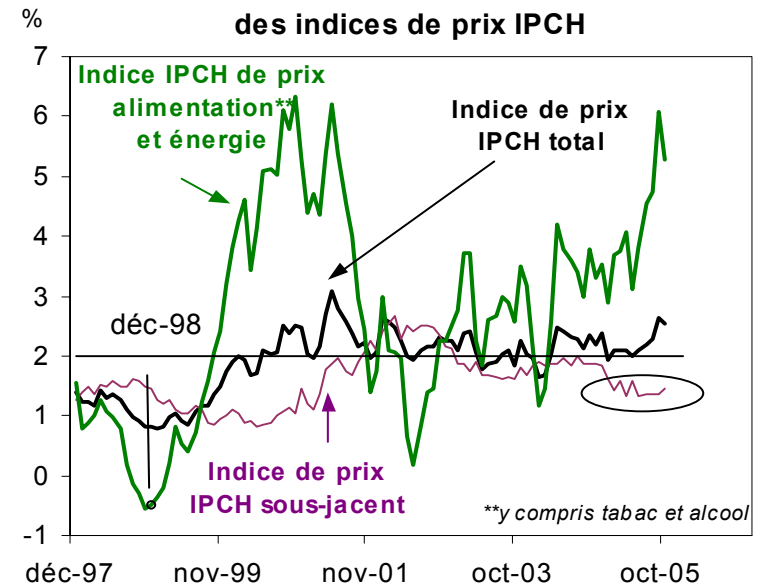
**ZONE EURO: Indices de prix IPCH (cvs)\***



**ZONE EURO: Indices de prix IPCH (cvs)\* Alimentation, Energie**



**ZONE EURO: Glissement annuel des indices de prix IPCH**



# Zone euro

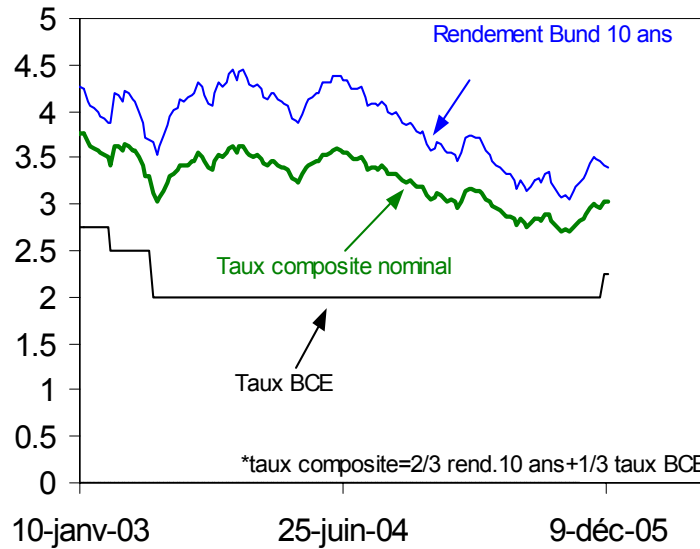
En effet, dès le moment où des craintes inflationnistes s'étaient emparées des marchés de taux, la BCE se trouvait confrontée à deux options alternatives :

- Laisser son taux inchangé et s'exposer à un désaveu coûteux sur la partie longue de la courbe.
- Monter son taux en espérant stabiliser la partie longue de la courbe.

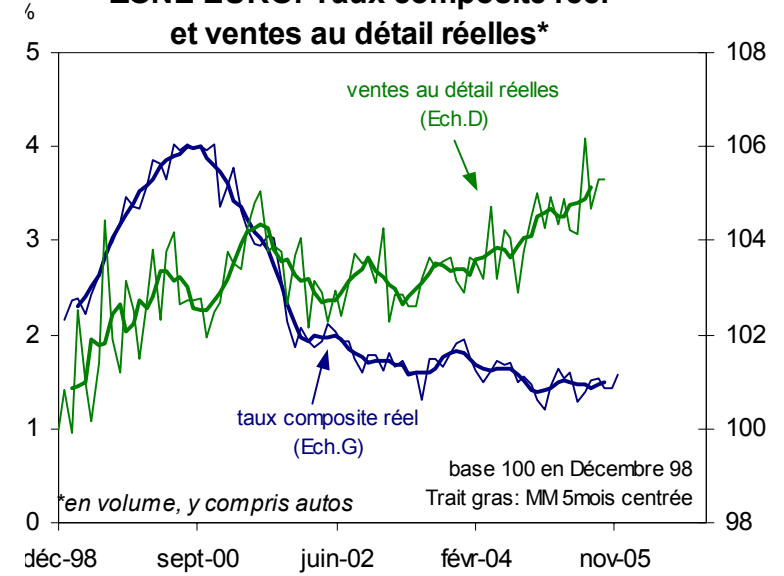
C'est cette deuxième option qu'elle a retenue.

Il est probable que cette deuxième option sera favorable à l'évolution du taux composite réel.

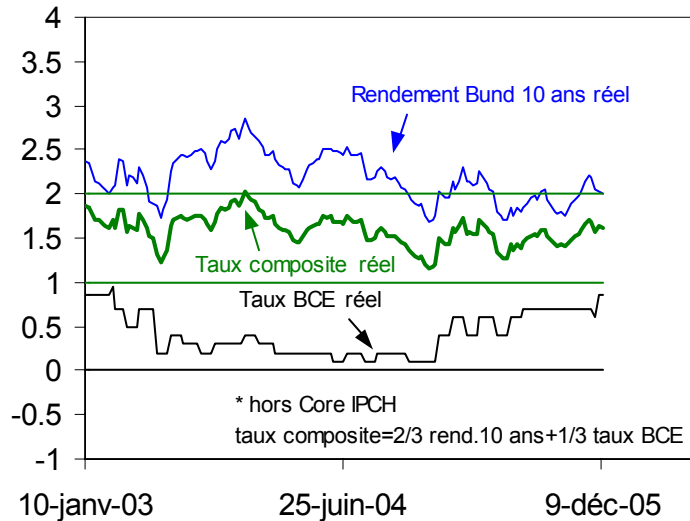
**ZONE EURO: Taux d'intérêt composite nominal\***



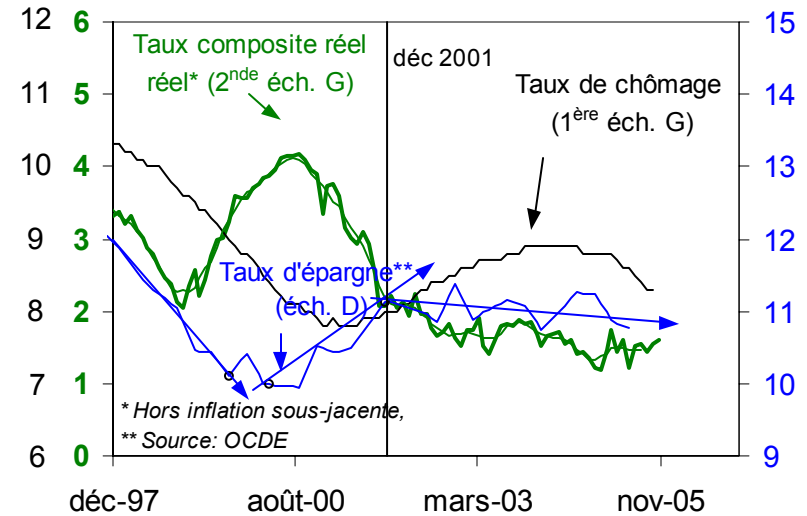
**ZONE EURO: Taux composite réel et ventes au détail réelles\***



**ZONE EURO: Taux d'intérêt composite réel\***



**ZONE EURO: Taux composite réel, taux de chômage et taux d'épargne des ménages**



# Zone euro

La BCE devra se montrer prudente dans le mouvement de hausse de son taux directeur.

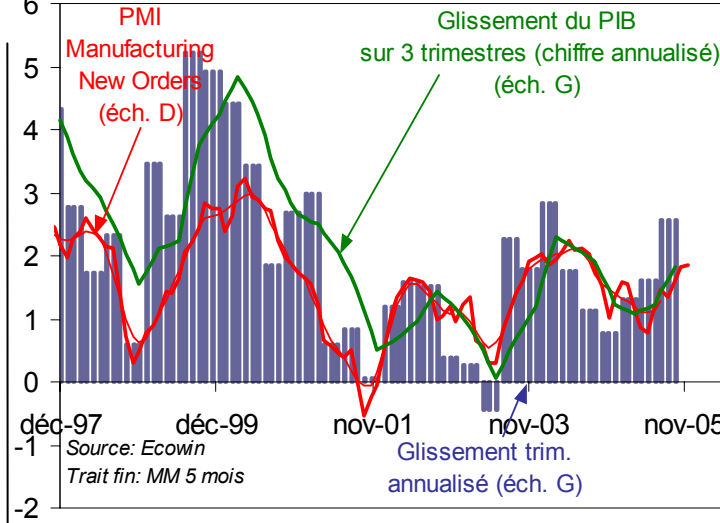
C'est en bonne part parce que l'euro s'était affaibli que l'économie européenne avait redémarré.

Or depuis mars 2005, la communication baissière dollar des États-Unis s'est interrompue.

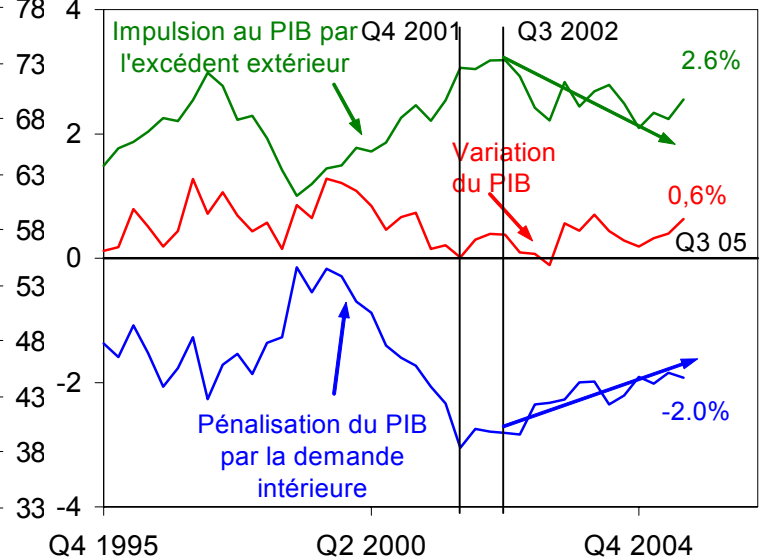
Depuis lors, c'est le différentiel des taux directeurs anticipés qui est le paramètre majeur pour le cours de change entre grandes monnaies (\$,€,Y,£).

Nous retenons un pic à 2.50 ou 2.75%.

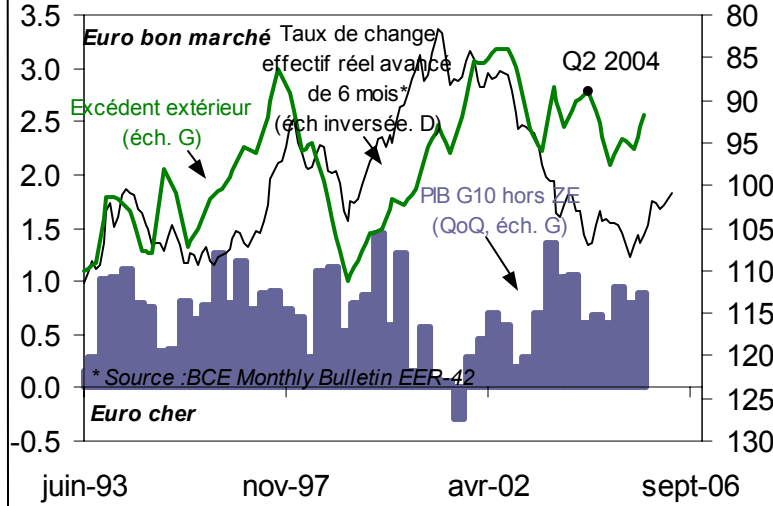
**ZONE EURO: PMI Manufacturing New Orders et croissance du PIB**



**ZONE EURO: Analyse du PIB**



**ZONE EURO : Excédent extérieur en % du PIB, taux de change effectif réel de l'euro\* et PIB G10 hors ZE**



**ZONE EURO : Ventes au détail\* et production manufacturière**

