



# Une courbe des taux allemande trop inversée ?

16 décembre 2024

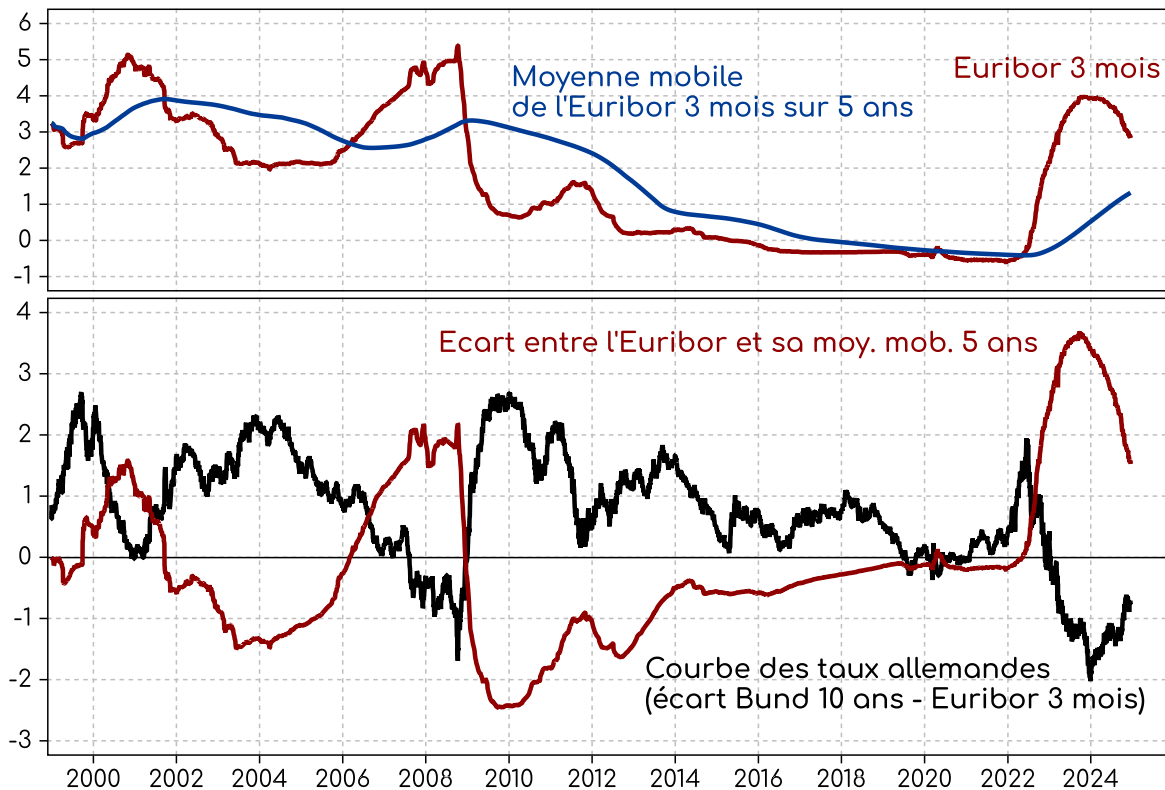
Chers clients, chers partenaires,

Alors que la BCE confirme sa politique de baisse des taux d'intérêt à court terme, les taux allemands à long-terme ont désormais du mal à suivre. Les déterminants habituels de la courbe des taux allemandes suggèrent en effet que celle-ci est probablement trop inversée, ce qui réduit l'attrait des Bunds comme couverture d'un portefeuille d'actions.

Malgré quatre baisses des taux de la BCE depuis juin 2024, la courbe des taux de référence de la zone euro reste nettement inversée : à 2,2%, les taux allemands à 10 ans se situe en effet toujours 65 points de base en-dessous de l'Euribor 3 mois. A première vue, cette situation d'inversion pourrait sembler logique puisque les taux à long terme fournissent une représentation approximative du niveau moyen des taux courts anticipés. Or, à un peu moins de 3%, les taux à court terme demeurent supérieurs au niveau jugé « normal » par la plupart des observateurs (entre 1,5% et 2,5% suivant les sources). Un modèle comparant le niveau des taux courts à sa moyenne des cinq dernières années, produit un résultat similaire : à 2.85%, l'Euribor 3 mois se situe toujours au-dessus de sa moyenne mobile de 1,3%, ce qui pourrait expliquer la courbe inversée (graphique 1).



## Dynamique des taux courts et courbe des taux en zone euro

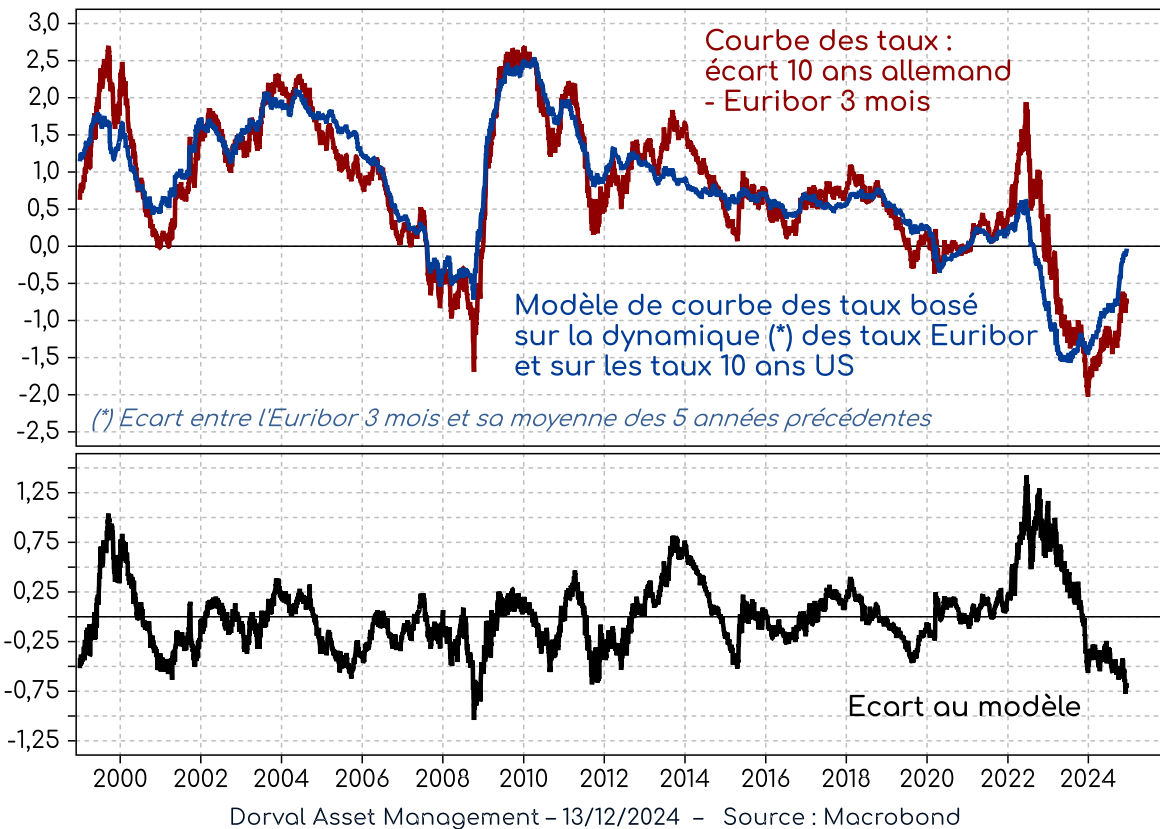


Dorval Asset Management – 13/12/2024 – Source : Macrobond

Si l'on suit cette seule logique, la courbe des taux allemandes ne redeviendra « normale », avec des taux longs supérieurs aux taux courts, que lorsque ces derniers passeront en-dessous des taux courts jugés normaux par le marché. L'analyse est cependant insuffisante, car d'autres facteurs sont à l'œuvre. Sur longue période, on observe généralement une prime de terme, ce qui implique que les taux longs sont la plupart du temps plus élevés que les taux courts, même quand les taux courts sont un peu au-dessus de la normale. Cette prime semble avoir aujourd'hui disparue. De plus, les taux longs européens subissent aussi l'influence des taux longs américains. En ajoutant les taux américains comme variable dans un modèle de régression linéaire, celui-ci suggère que la courbe des taux allemandes devrait être aujourd'hui plate, donc avec un Bund 10 ans à 2,85% (graphique 2). Le modèle suggère en outre que l'écart entre la courbe des taux actuelle et la courbe des taux théorique est le plus élevé de l'histoire de la zone euro, à la seule exception de la fin de l'année 2008 pendant laquelle le niveau des taux monétaires était perturbé par la crise bancaire.



### La courbe des taux allemande est-elle trop inversée ?



Le niveau très bas des taux longs allemands est donc difficilement explicable à l'aune des variables classiques : niveau des taux courts, logique des anticipations, prime de terme et niveau des taux longs américains. D'autres éléments propres à la zone euro jouent donc probablement, dont le statut d'obligations refuges des obligations allemandes, statut renforcé récemment par la crise politique et budgétaire française. Les craintes d'une récession en Europe expliquent aussi certainement pourquoi les investisseurs surpayent les obligations allemandes. Pour nous, cela signifie que si la croissance tient en Europe et que les taux longs américains ne baissent plus, les taux allemands ont davantage de marge de hausse que de baisse au niveau actuel de 2,2%. Cette asymétrie retire aux Bund une partie significative de leur attrait en tant que couverture contre une baisse des actions provoquée par une hypothétique récession européenne. Nous continuons donc pour l'instant à préférer l'investissement monétaire aux obligations refuges dans la partie « sans risque » de nos allocations, comme nous le faisons depuis la fin de l'année 2021.



## Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 27% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 22%, Antifragiles 2,5%, Panier financières Europe/Japon 2,5%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 54% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 39%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Antifragiles 5%, Panier financières Europe/Japon 4%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 77%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, Anti-fragiles 7%, Financières Europe/Japon 6%.
- **Dorval Convictions** : 65% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 7%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 80% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 9%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.



## Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 493.876 euros  
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08  
111, boulevard Pereire, 75017 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37  
[www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com)

### Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : [www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com).