

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Flirter avec une courbe de rendement plate

Par Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique

Pour plusieurs, les courbes de rendement plates ne sont plus ce qu'elles étaient. Ce qui faisait autrefois la référence en matière de prévision des récessions a perdu quelque peu de son éclat. Il est vrai qu'avec l'achat d'une grande partie de l'offre d'obligations gouvernementales en circulation ces dernières années par les banques centrales, les signaux en provenance des courbes de rendement sont devenus plus confus. Nous ne devons toutefois pas les écarter complètement. L'évolution passée de la courbe de rendement ne doit pas être ignorée. Même au cours du dernier cycle économique, alors que les bilans des banques centrales étaient déjà gonflés, l'aplatissement de la courbe de rendement a permis de prédire avec précision la réduction des taux directeurs américains.

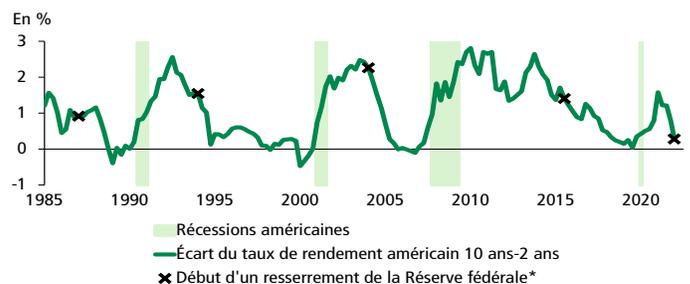
Une courbe de rendement plate

Actuellement, la courbe peut être décrite comme étant « pratiquement » plate. Le signal d'une récession n'est donc pas évident. Toutefois, l'écart entre les taux des obligations fédérales américaines de 2 ans et de 10 ans n'a jamais été aussi faible avant un cycle de resserrement monétaire (graphique 1). Les optimistes diront que la courbe est aussi plate en raison de la réduction artificielle des primes de terme découlant des cycles passés d'assouplissement quantitatif. Lorsque la Réserve fédérale (Fed) réduira son bilan, les primes de terme augmenteront et la courbe s'accrochera à nouveau. Il n'y a donc pas lieu de s'inquiéter. C'est du moins la logique qui prévaut.

Cependant, l'histoire suggère qu'il pourrait être difficile de voir les primes de terme entraîner une forte hausse des taux de 10 ans. En général, les primes de terme sont négativement corrélées aux hausses de taux (graphique 2). Par contre, la tendance montre que les taux à plus long terme augmentent généralement pendant les cycles de resserrement uniquement en raison de la hausse des attentes concernant l'évolution future des taux directeurs. Autrement dit, lorsque la banque centrale augmente ses taux, les marchés anticipent d'autres hausses.

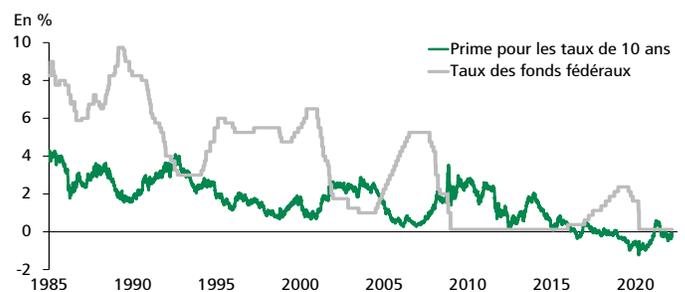
Cette fois-ci, les marchés intègrent déjà dans les taux à court terme un retour à des taux directeurs neutres. En effet, l'approximation de la moyenne du taux des fonds fédéraux attendue au cours des dix prochaines années se situe actuellement à un niveau qui n'avait été atteint que vers la fin du dernier cycle. Il n'y a donc pas autant de place pour une hausse de cette composante au sein des rendements obligataires qu'au début du précédent cycle de resserrement.

GRAPHIQUE 1
Une courbe de rendement plate



* La dernière observation est une prévision.
Sources : Bloomberg, National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Les primes de terme et les taux directeurs sont inversement corrélés

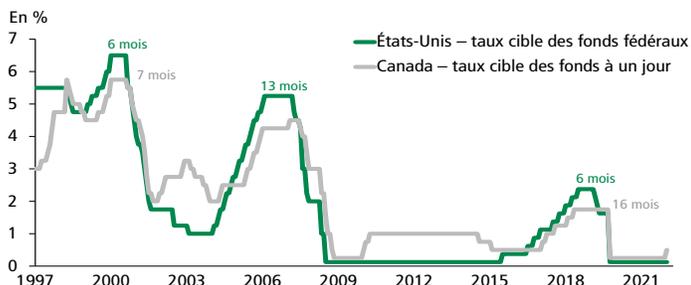


Sources : Bloomberg, Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

Par conséquent, l'aplatissement actuel de la courbe de rendement peut être considéré comme étant largement dû à deux facteurs fondamentaux. Premièrement, les estimations du taux d'intérêt neutre sont plus basses qu'elles ne l'ont jamais été, ce qui plafonne les taux à l'extrémité longue de la courbe. Deuxièmement, les marchés s'attendent à ce que le taux directeur se rapproche bientôt de ce niveau neutre, ce qui pousse à la hausse la partie courte de la courbe.

Réunis, ces deux facteurs sont préoccupants. Non pas parce que la rapidité des hausses de taux devrait effrayer les investisseurs : relever les taux neuf fois en 24 mois n'est pas exceptionnel et rien ne prouve que le rythme d'ajustement importe beaucoup pour l'économie. En revanche, les données historiques montrent qu'une fois que les taux directeurs ont atteint leurs sommets cycliques, ils ne s'y maintiennent que pendant 12 à 18 mois avant de baisser (graphique 3).

GRAPHIQUE 3
Il est difficile de maintenir les taux directeurs à un niveau neutre très longtemps



Sources : Réserve fédérale de Saint-Louis, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Ne vous méprenez pas, il ne s'agit pas d'une critique des banques centrales ou de leur politique monétaire. Les phases d'expansion économique ont été beaucoup plus longues au cours des dernières décennies comparativement à il y a 75 ans, alors que les responsables de la politique monétaire faisaient moins pour stabiliser l'économie. Il s'agit simplement d'un constat. Il est notamment difficile de maintenir une économie au plein emploi.

La question de savoir pourquoi reste ouverte. Mais le fait que l'on s'attend à ce que les taux soient rapidement relevés au niveau neutre au cours de ce cycle suggère qu'il ne faudra peut-être pas attendre longtemps avant que les taux directeurs aient besoin de baisser à nouveau. Le marché prévoit que les taux directeurs diminueront en 2024. Nous ne sommes pas prêts à en faire notre scénario de base pour l'instant, car il y a encore beaucoup de liquidités en réserve qui pourraient soutenir la dynamique économique pendant plus longtemps que d'habitude. Sur la base de l'expérience historique, les risques sont toutefois orientés vers des taux directeurs qui ne resteront pas à leurs sommets très longtemps. C'est d'autant plus important que la Fed et la Banque du Canada atteindront ces sommets beaucoup plus tôt dans ce cycle de hausses de taux.