

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Jusqu'où augmenteront les taux obligataires?

Premier volet : les taux réels et le taux neutre

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



Maintenant que le resserrement monétaire est amorcé au Canada et aux États-Unis, la grande question est de savoir jusqu'où augmenteront les taux d'intérêt? Leur évolution sera grandement influencée par celle des taux réels, qui demeurent pour le moment extrêmement faibles. Nous étudierons dans ce *Point de vue économique* la question du taux neutre, vers où devraient habituellement tendre les taux d'intérêt à moyen terme. Si le taux neutre semble avoir diminué depuis la crise financière, on peut penser qu'il demeure à 2,50 % ou plus en Amérique du Nord, en termes nominaux. Le resserrement graduel des politiques monétaires devrait ainsi se poursuivre pour encore plusieurs trimestres, favorisant une remontée des taux obligataires.

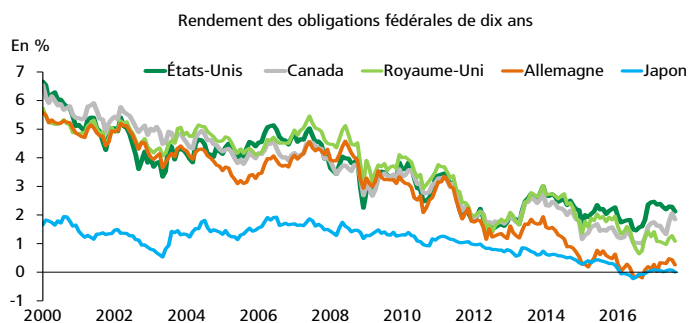
Résilience surprenante du marché obligataire

Il n'y a pas si longtemps, la grande question sur le marché obligataire était jusqu'où allait diminuer les taux d'intérêt. Au commencement de 2016, la popularité grandissante des taux directeurs négatifs et des achats de titres auprès des banques centrales et la baisse des anticipations inflationnistes semblaient ouvrir la voie à des taux toujours plus bas dans un monde économique qui semblait se diriger vers une stagnation. Les choses ont bien changé depuis un an alors que l'accélération de l'économie mondiale, une certaine remontée de l'inflation et la bonne performance du marché du travail dans plusieurs économies tracent un portrait beaucoup plus encourageant. Les signes que les taux d'intérêt extrêmement faibles avaient des conséquences préoccupantes, en particulier dans les économies où l'endettement est déjà élevé, ont aussi contribué à modifier l'attitude des banquiers centraux au cours de la dernière année.

Outre la Banque du Japon qui risque de poursuivre encore longtemps ses mesures de stimulation, la plupart des banques centrales sont ainsi maintenant en mode neutre ou de resserrement monétaire. En Amérique du Nord, la Réserve fédérale (Fed) a accéléré la remontée de ses taux directeurs au cours des derniers trimestres et elle semble sur le point de commencer à réduire sa détention de titres obligataires. Face à l'excellente performance de l'économie canadienne, la Banque du Canada (BdC) a aussi commencé récemment à augmenter ses taux directeurs, avec deux hausses consécutives. La Banque centrale européenne (BCE) n'est pas rendue au même point, mais elle devrait aussi prochainement confirmer son intention de ralentir ses achats de titres l'an prochain.

Malgré cela, les taux obligataires de moyen et de long terme demeurent extrêmement faibles dans les pays avancés (graphique 1). Même aux États-Unis, où la Fed a déjà augmenté ses taux directeurs de 1,00 %, le taux de dix ans peine à s'éloigner du niveau de 2,00 %. Les taux obligataires demeurent ainsi à des niveaux que l'on s'attendrait à observer au pire d'une récession ou d'une crise financière et non après plus de huit ans de croissance économique où l'économie s'approche d'une situation de plein emploi (graphique 2 à la page 2). L'an dernier, on pouvait encore justifier ces taux par le grand interventionnisme des banques centrales, mais, dans ce cas, il est encore plus surprenant de constater que l'important changement de ton de plusieurs d'entre elles n'a eu que peu d'effet sur les marchés financiers.

GRAPHIQUE 1
Les taux obligataires demeurent plus bas que lors de la crise de 2008



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

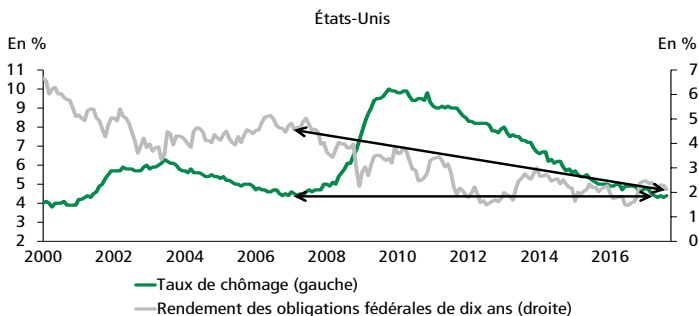
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 2

La dernière fois que le taux de chômage américain est descendu aussi bas, le taux de dix ans était près de 5 %



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

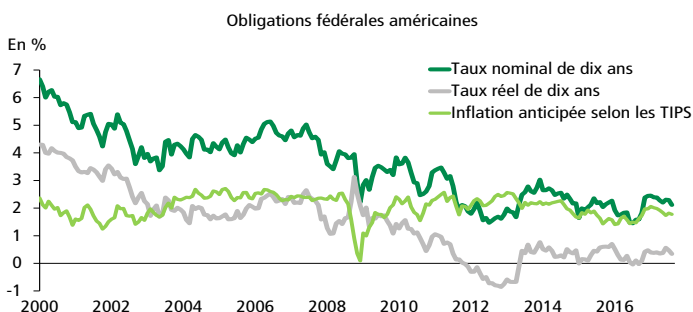
Les taux réels ignorent complètement le resserrement monétaire

Pour mieux comprendre les taux obligataires, il est souvent utile de les décomposer en différentes parties. Le graphique 3 décompose le taux américain nominal de dix ans entre le taux réel des *Treasury Inflation Protected Securities* (TIPS) de dix ans et une compensation pour l'inflation représentant l'écart entre le taux de rendement d'une obligation nominale et d'une TIPS. Bien que cette décomposition ne soit pas parfaite, puisque d'autres facteurs dont des primes de liquidité peuvent parfois influencer la performance relative des deux types d'obligations, elle permet habituellement de bien identifier l'impact de l'inflation sur les taux de long terme. La partie réelle du taux obligataire peut être vue comme la véritable compensation économique reçue par les prêteurs qui acceptent d'immobiliser leurs ressources pour une période de plusieurs années.

Le graphique 3 montre que la compensation pour l'inflation du taux américain de dix ans, actuellement aux environs de 1,80 %, demeure légèrement en dessous du niveau de 2,00 % ciblé par la Fed et environ 0,50 % en dessous des niveaux qui étaient observés avant la crise de 2008. L'essentiel de la faiblesse des taux nominaux s'explique cependant par les taux réels. Le

GRAPHIQUE 3

Les taux réels demeurent environ 2 % inférieurs aux niveaux observés avant la crise de 2008



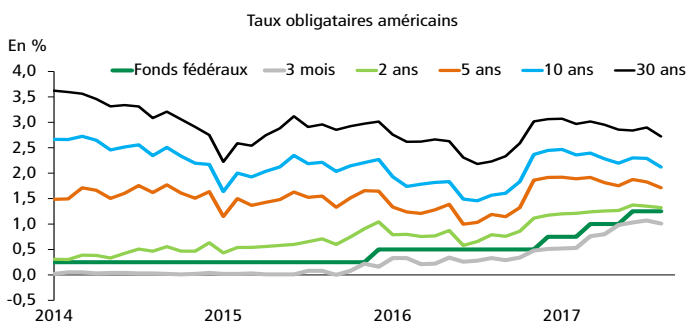
TIPS : *Treasury Inflation Protected Securities*
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

taux réel de dix ans fluctue ainsi aux environs de 0,50 %, soit très loin des taux de 2,00 % ou plus habituellement observés au début des années 2000. Il faut aussi noter qu'après avoir rebondi en territoire positif à la fin de 2013, les taux réels de dix ans n'affichent aucune tendance haussière depuis que la Fed a commencé à augmenter ses taux directeurs en décembre 2015.

Cette stabilité des taux réels de long terme malgré une hausse de 1,00 % des taux directeurs est difficile à justifier. En resserrant sa politique monétaire, la Fed vise à augmenter le coût du crédit. Cet effet est bien observable sur les taux de court terme alors que, par exemple, le taux des bons du Trésor de trois mois est passé d'environ 0 % à un peu plus de 1 % (graphique 4), et cette hausse s'est généralement transmise aux taux de marché, par exemple les taux interbancaires ou les taux sur le papier commercial. Le coût du crédit de court terme et la compensation reçue par les prêteurs ont ainsi fortement augmenté depuis 2015, contrairement à ce qui est observé pour les plus longues échéances. Le fait que les taux réels de court terme demeurent en territoire négatif et que les taux obligataires de long terme soient encore beaucoup plus bas au Japon et en Europe pourrait expliquer ce phénomène surprenant.

GRAPHIQUE 4

Contrairement aux taux de long terme, les taux de court terme ont suivi l'évolution des taux directeurs



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

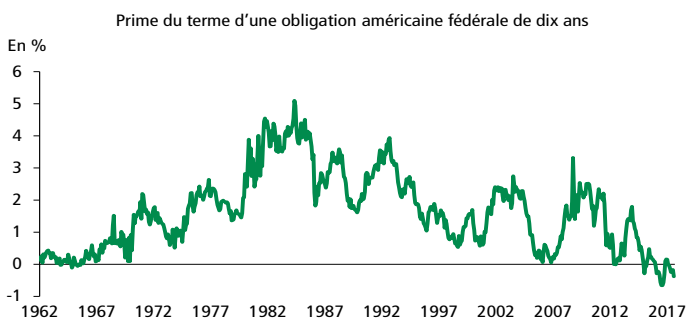
Il reste que la tendance haussière des taux de court terme ne pourra pas se poursuivre longtemps sans influencer les taux de long terme. Si le resserrement monétaire américain se poursuit au rythme signalé par les dirigeants de la Fed, les taux de court terme pourraient s'approcher du niveau actuel du taux américain de dix ans vers la fin de l'an prochain. Il ne serait pas logique que les prêteurs acceptent un taux réel plus faible sur une obligation de dix ans que sur une de un an, à moins de miser sur une récession imminente.

L'augmentation des taux directeurs tire-t-elle à sa fin?

À notre avis, il est clair que les taux obligataires ne pourront continuer à ignorer encore longtemps l'augmentation des taux de court terme, si elle se poursuit. La pente de la courbe de rendement s'est déjà fortement aplatie au cours de la dernière

année et cette tendance ne devrait pas aller beaucoup plus loin, surtout dans un contexte où l'offre d'obligations américaines demeurera abondante. De plus, les estimations de la Fed montrent que la prime du terme sur une obligation de dix ans, qui reflète la partie du taux obligataire qui ne s'explique pas par les anticipations concernant les taux de court terme, est déjà négative et une baisse supplémentaire serait aussi surprenante de ce côté (graphique 5).

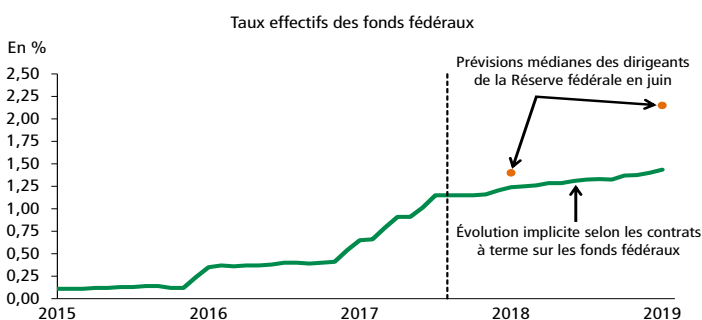
GRAPHIQUE 5 La prime du terme est actuellement négative



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Les taux obligataires actuels ne peuvent se justifier que dans un scénario où la Fed cesserait prochainement de relever ses taux directeurs. Les contrats à terme sur les fonds fédéraux confirment que les investisseurs prévoient une hausse de seulement 30 points de ces derniers d'ici la fin de 2018 alors que les dirigeants de la Fed signalent plutôt une hausse d'environ 100 points sur la même période (graphique 6). Bien sûr, l'arrivée soudaine d'une récession ou d'une crise financière pourrait amener la Fed à cesser son resserrement monétaire, voire à recommencer à diminuer ses taux directeurs. La bonne performance des Bourses et la faiblesse des primes de risque confirment toutefois que les investisseurs ne sont pas positionnés pour un scénario de catastrophe imminente.

GRAPHIQUE 6 Les investisseurs n'anticipent presque plus de resserrement monétaire aux États-Unis



Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Le positionnement actuel des marchés semble plutôt supposer un scénario où la croissance économique se poursuit dans les économies avancées, mais que les banques centrales décident de cesser leur resserrement monétaire. Un tel scénario pourrait se justifier par une accentuation des pressions désinflationnistes récemment observées dans plusieurs pays. Alors que la Fed et la BcC disent suivre la situation de l'inflation de près, il n'y a aucun doute que l'évolution de l'inflation sera déterminante pour les politiques monétaires et les marchés obligataires au cours des prochains trimestres. Nos analyses¹ tendent cependant à conclure que l'inflation devrait progressivement remonter vers les niveaux ciblés par les banques centrales au cours des prochains trimestres alors que des facteurs temporaires se dissiperont et que les capacités excédentaires de production des économies nord-américaines seront bientôt épuisées.

L'importance du taux neutre

Le scénario le plus probable est que la phase de croissance de l'économie mondiale se poursuive pour encore quelques années et que l'inflation remonte graduellement vers les niveaux ciblés par les banques centrales. Dans un tel scénario, la normalisation des politiques monétaires devrait se poursuivre, surtout que les banques centrales semblent de plus en plus conscientes des dangers pour la stabilité financière de maintenir des politiques extrêmement accommodantes. En l'absence de fortes pressions inflationnistes et étant donné l'endettement élevé observé dans plusieurs pays, il serait toutefois surprenant que les banques centrales aient besoin de mettre en place des politiques monétaires véritablement restrictives. Dans ce contexte, la notion de taux neutre devient très importante puisqu'elle indique à quel niveau les banques centrales devront mettre fin à leur resserrement monétaire.

On peut définir le taux neutre comme le taux d'intérêt qui maintient une économie à son plein potentiel et l'inflation au niveau ciblé par la banque centrale une fois que toutes les influences cycliques se sont dissipées. Le taux neutre est ainsi une notion théorique de moyen ou de long terme qui n'est jamais véritablement observable. Les économistes utilisent la notion de taux neutre depuis plus de 100 ans, mais elle est devenue particulièrement importante depuis les années 1980 alors que les taux d'intérêt de court terme sont devenus les principaux outils de politique monétaire. Dans ce cadre, une politique monétaire est jugée stimulante lorsque le principal taux directeur est inférieur au taux neutre et restrictive lorsqu'il est supérieur. En se basant sur l'expérience passée et sur la croissance tendancielle de l'économie américaine, la fameuse règle de Taylor supposait un taux neutre réel de 2 %². Avec une cible d'inflation de 2 %, un tel taux supposerait qu'une normalisation de la politique

¹ *L'inflation parviendra-t-elle à s'accélérer au Canada?* Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, 8 août 2017, 5 p.

² John B. TAYLOR, *Discretion versus policy rules in practice*, Stanford University, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 1993, 20 p.

monétaire pourrait entraîner une hausse supplémentaire d'environ 3 % des taux directeurs américains au cours des prochaines années.

Le taux neutre a-t-il chuté à 0 %?

L'hypothèse de Taylor d'un taux neutre réel constant à 2 % a rapidement été critiquée. En particulier, si le taux neutre est relié à la croissance économique tendancielle d'une économie, comme le pense la grande majorité des économistes, un changement du potentiel de croissance de long terme devrait aussi entraîner des variations du taux neutre. D'autres facteurs structurels, par exemple les préférences des agents économiques concernant l'épargne et l'investissement, pourraient aussi avoir un impact sur le taux neutre.

Les économistes ont ainsi développé plusieurs méthodes pour estimer le taux neutre. Celles-ci ont généralement confirmé que le taux neutre affichait une tendance baissière aux États-Unis depuis les années 1960, à l'image du potentiel de croissance économique. La méthode la plus connue est celle développée par Laubach et Williams, qui estime conjointement le taux neutre, le PIB potentiel et la croissance tendancielle de ce dernier à l'aide d'un filtre de Kalman³. Avant la crise, cette méthode estimait que le taux neutre réel était près du niveau de 2 % postulé dans la règle de Taylor. Ces estimations ont toutefois chuté depuis la crise financière de 2008 et elles laissent maintenant entrevoir un taux neutre réel pratiquement nul. C'est ce résultat qui fait dire à certains dirigeants de la Fed que le taux neutre est actuellement très faible et que, par conséquent, la politique monétaire américaine n'est pas très stimulatrice.

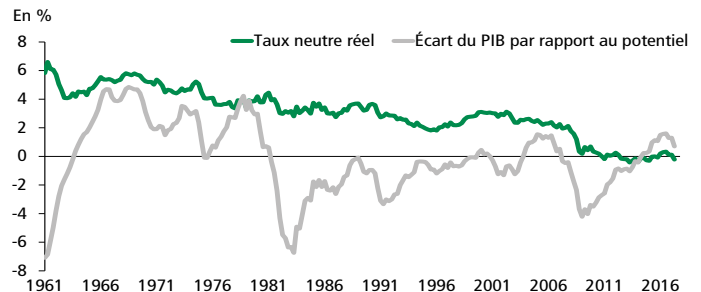
À notre avis, il y a cependant plusieurs problèmes à essayer d'estimer le taux neutre depuis la crise. En premier lieu, il faut se rappeler que le taux neutre est une notion de moyen terme qui suppose que l'économie évolue autour de l'équilibre. À notre avis, la dernière décennie représente plutôt une longue période difficile marquée par des vents contraires persistants découlant de la crise financière. Il devient extrêmement difficile d'estimer statistiquement des valeurs d'équilibre de long terme durant une telle période. Un signe d'un problème est que la méthode de Laubach et de Williams estime aussi que l'économie américaine évolue au-dessus de son plein potentiel depuis 2014 (graphique 7), ce qui ne semble pas conforme à la réalité. Finalement, il faut aussi savoir que les méthodes statistiques risquent de confondre une baisse du taux neutre avec une diminution de l'efficacité des politiques monétaires, ce qui pourrait caractériser la situation actuelle.

Un [intéressant papier](#) de la Brookings Institution sur le sujet conclut que le taux neutre est très difficile à estimer, mais qu'il y a peu de raisons de penser que le taux neutre réel est

GRAPHIQUE 7

Difficile de croire que l'économie américaine a rejoint son plein potentiel dès 2014

Estimations de Laubach et de Williams pour les États-Unis



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

descendu durablement à 0 %. De façon générale, il paraît raisonnable d'estimer que le taux neutre a diminué quelque peu en Amérique du Nord, mais qu'il demeure à plus de 0,5 % en termes réels et de 2,5 % en termes nominaux au Canada et aux États-Unis⁴.

Pas d'obstacle à la poursuite d'un resserrement monétaire

Alors que les vents contraires soufflant sur l'économie mondiale semblent de plus en plus se dissiper, il y a peu de raisons de croire que des taux réels nuls représentent une nouvelle normale. Il est très difficile de savoir à quel niveau exact se situent les taux neutres en Amérique du Nord, mais la balance des preuves tend à indiquer qu'ils atteignent encore au moins 2,5 % en termes nominaux. Si la croissance économique et l'inflation évoluent de façon acceptable, la Fed et la BdC pourront ainsi continuer à remonter graduellement leurs taux directeurs au cours des prochains trimestres sans craindre de mettre en place une politique monétaire restrictive. L'incertitude importante entourant le niveau du taux neutre représente toutefois un argument important en faveur d'une hausse très graduelle des taux, plutôt qu'à un retour à un rythme plus rapide comme par le passé. La poursuite d'une normalisation graduelle de la politique monétaire américaine, contrairement à ce qui est anticipé par plusieurs investisseurs, laisse entrevoir une remontée significative des taux obligataires de long terme au cours des prochains trimestres. D'autres facteurs influenceront l'ampleur et la vitesse de la remontée des taux obligataires nord-américains, nous en discuterons dans un prochain *Point de vue économique*.

Mathieu D'Anjou, CFA, économiste principal

³ Thomas LAUBACH et John C. WILLIAMS, « Measuring the Natural Rate of Interest », *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 4, novembre 2003, p. 1063-1070.

⁴ Rhys R. MENDES, *The Neutral Rate of Interest in Canada*, Banque du Canada, Document d'analyse du personnel 2014-5, septembre 2014, 25 p.