

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La tendance haussière des taux obligataires devrait se poursuivre



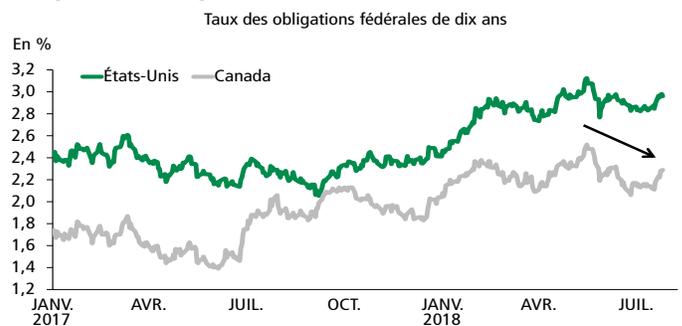
Les craintes d'une guerre commerciale ont récemment fait redescendre le taux obligataire américain de dix ans aux environs de 2,85 %. Le positionnement des marchés voulant que la Réserve fédérale (Fed) puisse bientôt ralentir son resserrement monétaire nous semble toutefois erroné, surtout dans un contexte où les risques inflationnistes ont augmenté. Nous prévoyons que le taux américain de dix ans terminera l'année aux environs de 3,30 %, et une hausse plus marquée nous paraît plus probable qu'une baisse importante.

Les inquiétudes font redescendre les taux obligataires

Après un début d'année décevant, les économies nord-américaines ont rebondi au printemps. Le PIB réel américain a ainsi enregistré une progression annualisée spectaculaire de 4,1 % au deuxième trimestre et une forte croissance est aussi attendue au Canada. Un tel rythme ne sera pas soutenable, mais le maintien d'indices précurseurs élevés des deux côtés de la frontière laisse entrevoir que la progression des économies nord-américaines pourrait demeurer légèrement supérieure au rythme de croissance potentiel de l'économie (estimé à un peu moins de 2,0 % tant pour les États-Unis que pour le Canada). Dans ce contexte, il n'est pas surprenant de voir que la Fed et la Banque du Canada (BdC) ont toutes deux augmenté leurs taux directeurs à leur dernière rencontre respective. De plus, ces deux banques centrales signalent clairement que la normalisation graduelle des politiques monétaires est appelée à se poursuivre.

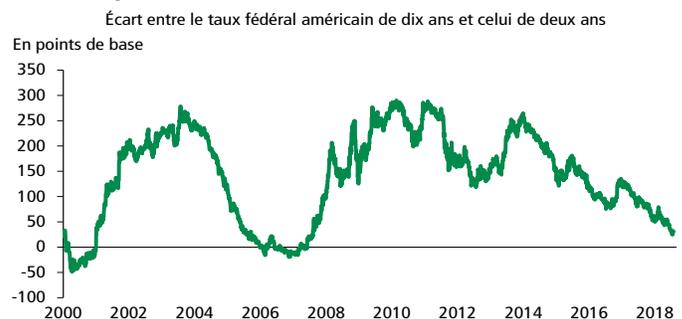
Malgré cela, les taux obligataires à long terme ont significativement redescendu depuis la mi-mai alors que, par exemple, le taux américain de dix ans est passé de plus de 3,10 % à environ 2,85 % à la mi-juillet et que son homologue canadien est passé d'un peu plus de 2,50 % à environ 2,10 % (graphique 1). Ce recul est notable dans un contexte de resserrement des politiques monétaires en Amérique du Nord qui exerce des pressions haussières sur les taux à court terme. On a ainsi observé au cours des derniers mois un fort aplanissement de la courbe de rendement (graphique 2). Cela inquiète certains observateurs puisqu'une courbe inversée a souvent été précurseur d'une récession.

GRAPHIQUE 1 Après avoir atteint des sommets cycliques à la mi-mai, les taux obligataires à long terme ont reculé



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2 La pente américaine est récemment descendue à son plus faible niveau depuis 2007



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 © 2018, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

La récente baisse des taux obligataires à long terme semble surtout refléter la poussée des tensions commerciales à la suite de l'imposition plus généralisée des tarifs américains sur les importations d'acier et d'aluminium et à la mise en place de tarifs douaniers réciproques par les États-Unis et la Chine. Face à cette poussée d'inquiétude, les investisseurs se sont réfugiés du côté des valeurs refuges américaines, entraînant une poussée du billet vert et une baisse des taux obligataires à long terme.

Les tensions commerciales mettront-elles fin aux hausses de taux?

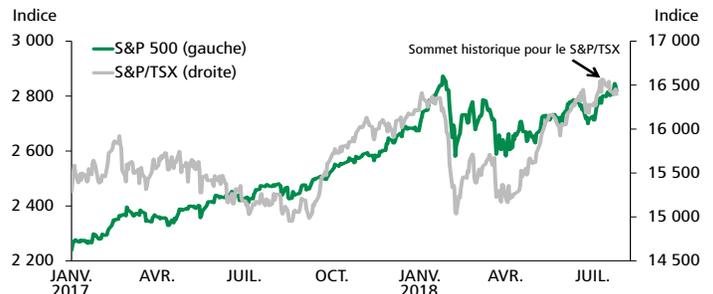
On peut comprendre les préoccupations de plusieurs investisseurs face à la montée des tensions commerciales. Dans un récent [Point de vue économique](#) sur le sujet, nous jugions que les effets des tarifs annoncés jusqu'à maintenant devraient être relativement contenus, mais qu'une véritable guerre commerciale généralisée à l'échelle planétaire aurait de graves conséquences sur l'économie mondiale et sur les marchés financiers. Il est difficile de prévoir l'effet d'une guerre commerciale sur les taux obligataires, puisqu'elle pourrait entraîner à la fois un ralentissement économique et une augmentation des pressions inflationnistes. On peut toutefois imaginer un scénario extrême où une guerre commerciale entraîne une dégradation tellement marquée des perspectives économiques que les banques centrales n'ont d'autres choix que de recommencer à assouplir leurs politiques monétaires malgré la poussée temporaire des prix. Dans un tel scénario, il faudrait s'attendre à un recul important des taux obligataires fédéraux qui profiteraient aussi grandement de leur caractéristique de valeur refuge.

Un scénario aussi extrême demeure toutefois relativement peu probable alors que la plupart des gouvernements poursuivent leurs efforts pour éviter une escalade protectionniste. La rencontre positive de la semaine dernière entre Donald Trump et Jean-Claude Juncker est un développement encourageant. Il est aussi important de noter que, jusqu'à maintenant, les nouvelles barrières commerciales ne sont que bilatérales entre les États-Unis et d'autres pays, ce qui limite les effets négatifs à l'échelle mondiale. L'évolution générale des marchés financiers confirme qu'ils ne sont pas positionnés pour un scénario très négatif à l'égard de la croissance alors que, par exemple, les places boursières continuent de bien faire (graphique 3) et que les écarts de crédit demeurent très faibles. Si les investisseurs anticipaient vraiment qu'une récession était imminente, on s'attendrait à ce qu'ils abandonnent en masse ces actifs risqués.

Les anticipations concernant les taux directeurs américains permettent de mieux comprendre le positionnement actuel du marché (graphique 4). Les contrats à terme sur les fonds fédéraux laissent entrevoir une augmentation d'environ 40 points de base des taux directeurs en seconde moitié de 2018 suivie d'une hausse similaire pour l'ensemble de 2019. Si les attentes d'ici la fin de 2018 paraissent raisonnables, celles pour 2019 sont très conservatrices dans un contexte où la prévision médiane des dirigeants de la Fed signale une augmentation de 75 points des

GRAPHIQUE 3

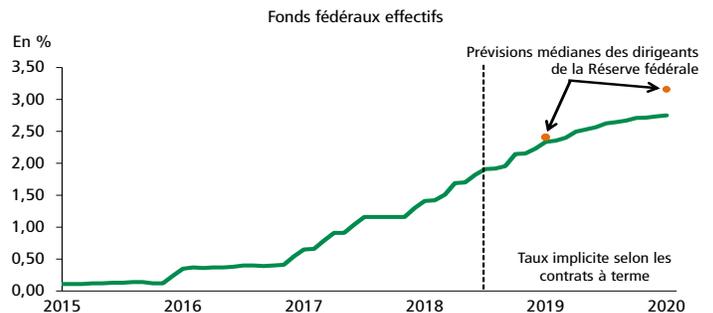
L'évolution récente des Bourses ne cadre pas avec une forte détérioration des perspectives économiques



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4

Les marchés semblent penser que les tensions commerciales amèneront la Réserve fédérale à ralentir ses hausses de taux

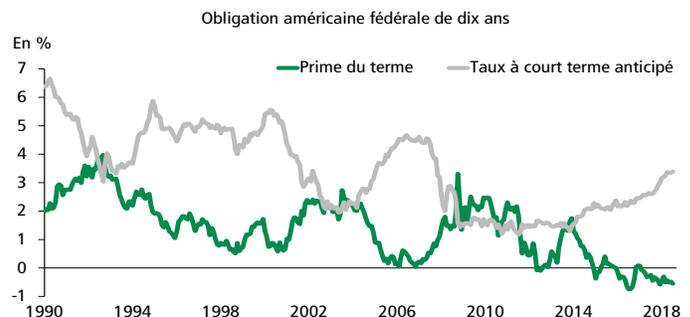


Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

taux directeurs l'an prochain. Ces attentes conservatrices des investisseurs concernant le niveau des taux directeurs à moyen terme combinées à une nouvelle diminution de la prime du terme¹ (graphique 5) expliquent le recul récent des taux obligataires à

GRAPHIQUE 5

La prime du terme négative explique le maintien de taux à long terme très faibles malgré les hausses des taux directeurs



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

¹ La prime du terme reflète la différence entre un taux obligataire et le taux à court terme anticipé durant la durée de l'obligation. Il devrait habituellement être positif pour compenser le risque accru lié à la détention d'une obligation à long terme.

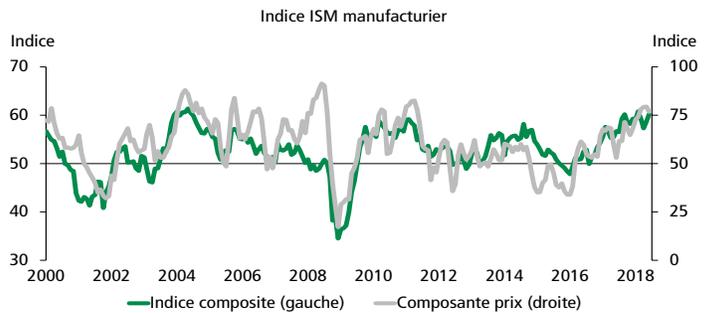
long terme. En résumé, les investisseurs semblent actuellement positionnés pour un scénario où les tensions commerciales auraient peu d'effets négatifs sur l'économie, mais inciteraient les banques centrales à ralentir leur resserrement monétaire dès l'an prochain. Un tel scénario ne nous paraît pas très probable.

Les risques inflationnistes paraissent sous-estimés

Le principal problème avec le positionnement actuel du marché est qu'il néglige les risques haussiers sur l'inflation que font peser les tensions commerciales. On observe pourtant déjà des effets notables sur les prix de certains produits américains touchés par des tarifs (graphique 6). Dans un contexte où l'inflation est déjà au-dessus du niveau ciblé et où les taux de chômage évoluent à des creux de plusieurs décennies, il serait difficile pour les banques centrales d'ignorer les risques inflationnistes qui découleraient de la mise en place de tarifs supplémentaires. À ce sujet, le gouverneur de la BdC a été très clair au moment de la présentation du *Rapport sur la politique monétaire* du mois de juillet déclarant : « Étant donné les multiples canaux par lesquels les mesures protectionnistes se répercutent sur les économies, il devrait être clair que la politique monétaire peut difficilement contrer tous leurs effets. Elle peut, bien sûr, jouer un rôle de soutien, en combinaison avec d'autres politiques. Mais, disons-le carrément, l'économie ralentirait, l'inflation augmenterait et le taux de change se déprécierait, ce qui ajouterait encore aux pressions à court terme sur les prix au sein de l'économie canadienne. »

demeure très favorable, mais que les tensions inflationnistes sont de plus en plus présentes (graphique 7). Il faut aussi se rappeler que la Fed est une banque centrale qui réagit essentiellement à ce qui affecte l'économie américaine. Pour qu'un conflit commercial l'amène à ralentir son resserrement monétaire, il faudrait qu'il entraîne une dégradation notable des perspectives de croissance aux États-Unis.

GRAPHIQUE 7
L'environnement est favorable pour les entreprises américaines, mais les pressions sur les prix des intrants augmentent



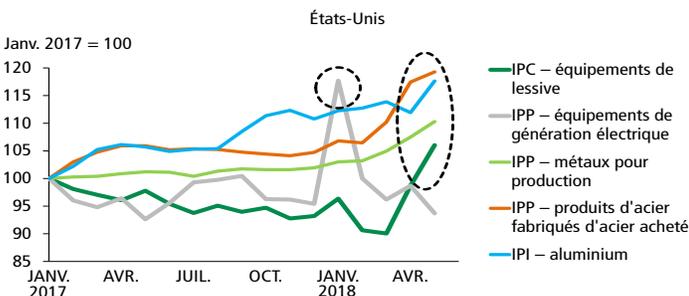
Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

À notre avis, le plus grand risque que fait peser le présent conflit commercial pour l'économie américaine est qu'il pourrait amplifier la tendance haussière de l'inflation pour l'amener à un niveau préoccupant. Cela pourrait entraîner une hausse plus importante à celle que nous anticipons actuellement des taux directeurs et des taux obligataires et avoir des conséquences négatives importantes pour les places boursières. Cette évolution défavorable des marchés financiers risquerait de faire fortement redescendre la confiance des ménages et des entreprises et, ainsi, de freiner l'activité économique. Il est toutefois frappant de voir que l'évolution récente des marchés financiers, la hausse des Bourses et la baisse des taux obligataires, va dans le sens inverse et risque plutôt de stimuler l'économie américaine.

Les taux obligataires ont probablement reculé pour mieux rebondir

La baisse récente des taux obligataires américains nous semble ainsi difficile à justifier. On peut bien sûr imaginer des scénarios catastrophes qui feraient chuter les taux obligataires encore plus bas, mais les investisseurs craignant de tels scénarios feraient mieux de miser sur une correction boursière ou une augmentation des écarts de crédits. Il semble toutefois beaucoup plus probable que l'environnement économique demeure relativement favorable malgré les manœuvres protectionnistes américaines. Le rythme de resserrement graduel signalé en juin par les dirigeants de la Fed nous semble ainsi raisonnable et tout indique que d'autres hausses des taux directeurs américains seront annoncées dans le cadre des rencontres de septembre et de décembre prochains. L'évolution des taux directeurs est plus incertaine en 2019, mais, alors que les pressions fondamentales

GRAPHIQUE 6
Certains prix sont déjà touchés par les hausses de tarifs



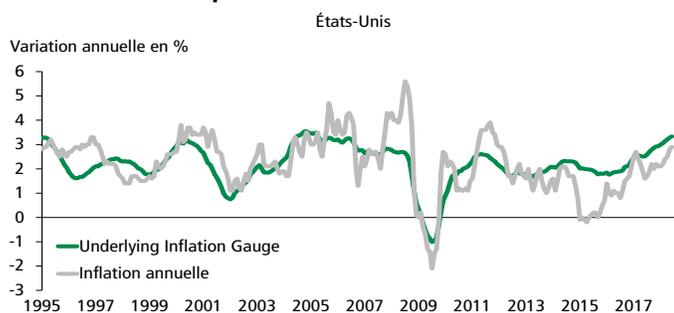
IPC : indice des prix à la consommation; IPP : indice des prix à la production; IPI : indice des prix à l'importation
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Il apparaît donc que même au Canada, une petite économie ouverte très dépendante de son commerce avec les États-Unis, il ne faut pas compter sur la politique monétaire pour contrer les effets négatifs des tensions commerciales. Il devrait être encore plus clair que la possibilité de barrières tarifaires ne risque pas de faire dévier la Fed de son intention de poursuivre la normalisation graduelle de ses taux directeurs. Les conséquences sur l'inflation risqueraient de dominer celles sur la croissance économique américaine, du moins à court terme. Les derniers indices ISM montrent bien que la situation des entreprises américaines

sur l'inflation² se font plus insistantes (graphique 8), il y a peu de raison de penser que les dirigeants de la Fed décideront bientôt de signaler que moins de hausses de taux sont à prévoir. Le taux obligataire américain de deux ans devrait ainsi terminer l'année aux environs de 2,90 %. Il semble ainsi très peu probable de voir la récente baisse des taux à long terme se poursuivre et nous anticipons plutôt qu'une légère pentification amènera le taux de dix ans aux environs de 3,30 % à la fin de 2018. Une hausse plus marquée des taux obligataires à long terme pourrait facilement survenir si les pressions inflationnistes continuent d'augmenter ou si la prime du terme retourne rapidement en territoire positif.

GRAPHIQUE 8

La hausse des pressions inflationnistes fondamentales incitera la Réserve fédérale à poursuivre son resserrement monétaire

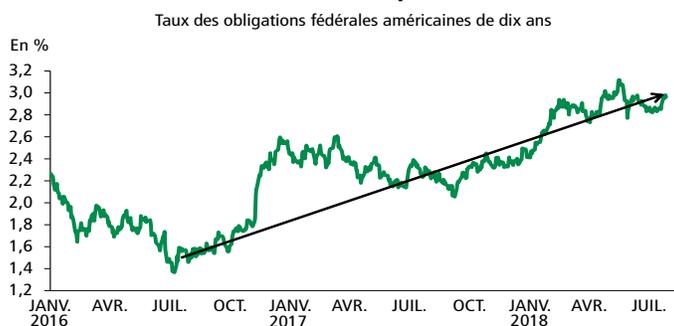


Sources : Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

Si les taux obligataires reprennent bientôt une tendance haussière, comme ils semblent vouloir le faire depuis quelques jours, ce sera la troisième fois en autant d'années que le marché obligataire américain aura fait temporairement fausse route en sous-estimant la volonté de la Fed de normaliser sa politique monétaire (graphique 9). À l'été 2016, certaines données

GRAPHIQUE 9

Les périodes de replis n'ont pas empêché les taux obligataires d'afficher une tendance haussière depuis la mi-2016



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

américaines plus faibles et le vote en faveur du Brexit avaient fait chuter plusieurs taux obligataires à des creux historiques alors que la Fed semblait hésiter à poursuivre son resserrement monétaire. Des statistiques économiques encourageantes avaient toutefois rapidement rassuré la Fed et l'élection de Donald Trump avait entraîné une hausse spectaculaire des taux obligataires à la fin de 2016. L'histoire s'était répétée à la fin de l'été 2017 lorsque plusieurs semblaient convaincus que la faiblesse de l'inflation convaincrait la Fed de ralentir son resserrement, ce qui avait ramené le taux de dix ans aux environs de 2 %. La Fed a toutefois gardé le cap et, aidé par les assouplissements fiscaux, le taux de dix ans a franchi la barre de 3 % en début de 2018. La faiblesse de l'inflation semble maintenant véritablement derrière nous alors que l'économie américaine roule pratiquement à pleine capacité et les tensions commerciales risquent d'augmenter les pressions haussières sur les prix à court terme. Il y a donc encore moins de raisons de penser que la Fed dévierait du chemin qu'elle s'est tracée au cours des prochains trimestres. Les taux obligataires à long terme ne devraient ainsi pas tarder à atteindre un nouveau sommet cyclique.

Mathieu D'Anjou, CFA, économiste principal

² Underlying Inflation Gauge : une mesure des mouvements durables de l'inflation à partir d'un large ensemble de données sur les prix, l'activité et les marchés financiers.