

Naoum Tabet
Directeur général,
Gestion de Placements TD Inc.

Trouver une orientation grâce au taux neutre (taux R-star) pour gérer les attentes à long terme à l'égard des taux

Qu'est-il advenu du scénario de faiblesse prolongée des taux d'intérêt? Il a été mis de côté au cours des deux dernières années, les banques centrales ayant relevé les taux d'intérêt pour freiner la flambée de l'inflation. Maintenant que les hausses de taux d'intérêt ont été suspendues, quel type de taux les investisseurs devraient-ils prévoir à long terme?

Pour fournir quelques éléments de réponse, nous discuterons du concept du taux neutre et de la façon dont il peut orienter les perspectives à long terme en matière de taux d'intérêt.

Le taux neutre correspond au niveau des taux d'intérêt lorsqu'une économie fonctionne à plein régime et que l'inflation est stable à long terme (le taux optimal). Le concept du taux neutre a été élaboré par plusieurs économistes au fil du temps et son origine remonte aux travaux effectués au début du 20^e siècle par l'économiste suédois Knut Wicksell. Il ne s'agit pas d'un nouveau concept, mais le

taux neutre a gagné en importance auprès de la Réserve fédérale américaine (Fed) au début des années 2000 grâce aux travaux de Lael Brainard, ancien vice-président et membre du conseil d'administration de la Fed. Il est depuis devenu un point de données très utilisé.

Dans cet article, nous utiliserons de façon interchangeable le taux neutre et le taux d'intérêt naturel ou le taux R-Star. Le Fonds monétaire international (FMI) définit le taux d'intérêt naturel comme étant « **le taux d'intérêt réel qui ne stimule ni ne contracte l'économie** ».

La mesure du taux d'intérêt naturel peut être modélisée à l'aide de diverses techniques, la plus courante étant le modèle Holston-Laubach-Williams, qui considère que le taux neutre évolue au fil du temps. Il s'agit d'un cadre sophistiqué qui décompose le taux d'intérêt naturel en ses composantes, ce qui permet à la Fed et aux autres banques centrales de mieux comprendre les forces économiques sous-jacentes et les mesures de politique monétaire appropriées.

Le taux neutre correspond au niveau des taux d'intérêt lorsqu'une économie fonctionne à plein régime et que l'inflation est stable à long terme.

La tendance

Au cours des 20 dernières années, le taux d'intérêt naturel modélisé a diminué. Nous expliquerons pourquoi plus loin, mais pour l'instant, nous tenons à souligner que le niveau absolu du taux naturel ne signifie rien, car il fluctue au fil du temps. Un taux directeur réel de 3,5 % en 1999 peut refléter une politique expansionniste, tandis qu'un taux directeur réel de 1 % en 2015 peut refléter une politique restrictive – cela semble contre-intuitif. La raison pour laquelle cela se produit est simple : le taux neutre est indépendant du contrôle direct d'une banque centrale; il est plutôt dicté par des facteurs économiques à long terme comme la productivité et la démographie, et des facteurs financiers à moyen terme comme les flux de capitaux. En cette fin de 2023, alors que les banques centrales cherchent

à contrer les pressions inflationnistes, le taux réel des fonds fédéraux est d'environ 1,8 % par rapport au taux neutre de 1,3 %. Cela peut être défini comme une politique monétaire restrictive.

Au cours des deux dernières décennies, le taux neutre aux États-Unis et au Canada a reculé, puisque la croissance de la productivité a diminué et que la population a considérablement vieilli. Le déclin de la croissance de la productivité est imputable au fait que la technologie a été largement adoptée et que les possibilités de gains rapides ont diminué par rapport au boom Internet et à la reconversion de la production, de militaire à civile, après la Deuxième Guerre mondiale.

Figure 1 : Taux neutre aux États-Unis



Source : Estimations de Holston, Laubach et Williams, Réserve fédérale de New York, au deuxième trimestre de 2023.

Facteurs économiques à long terme

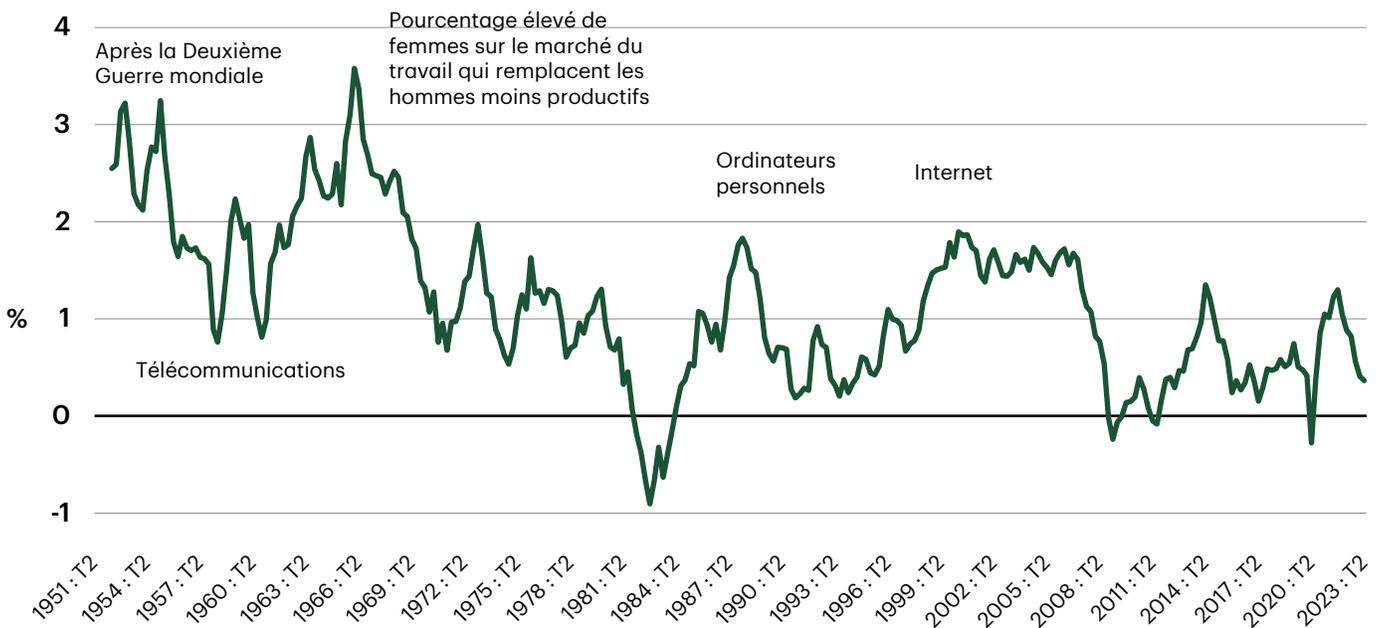
Le monde est en constante évolution et les facteurs qui influent sur la croissance changent constamment. Les principaux facteurs qui influent sur les perspectives économiques à long terme comprennent la croissance de la productivité et le vieillissement de la population.

Croissance de la productivité :

Il s'agit d'une mesure de l'efficacité qui examine la façon dont la main-d'œuvre et le capital sont utilisés pour générer une production. En gros, elle reflète la production qui ne peut pas être expliquée uniquement par les intrants. Voici un exemple d'une situation que la plupart d'entre vous ont déjà vécue : votre enfant se prépare à un examen et il passe beaucoup de temps à étudier un sujet. Vous réalisez que ses habitudes d'étude pourraient être plus efficaces grâce à une meilleure gestion du temps et à de meilleures techniques d'étude, ce qui lui permettrait d'obtenir le même résultat en déployant moins d'efforts.

La productivité s'améliore constamment, divers exemples étant mis en évidence dans la **figure 2**. Comme une forte proportion de femmes sont entrées sur le marché du travail dans les années 1960, cela a accru le bassin de talents instruits, ce qui a permis à certaines femmes de remplacer les hommes moins productifs. À la fin des années 1990, l'Internet a eu un impact important sur la productivité dans de nombreux secteurs, parce qu'il donnait un accès immédiat à de l'information qui était auparavant difficile à obtenir et qu'il modifiait les habitudes de magasinage en simplifiant le processus d'achat au moyen du commerce électronique.

Figure 2 : Productivité totale des facteurs aux États-Unis (moyenne sur 5 ans)



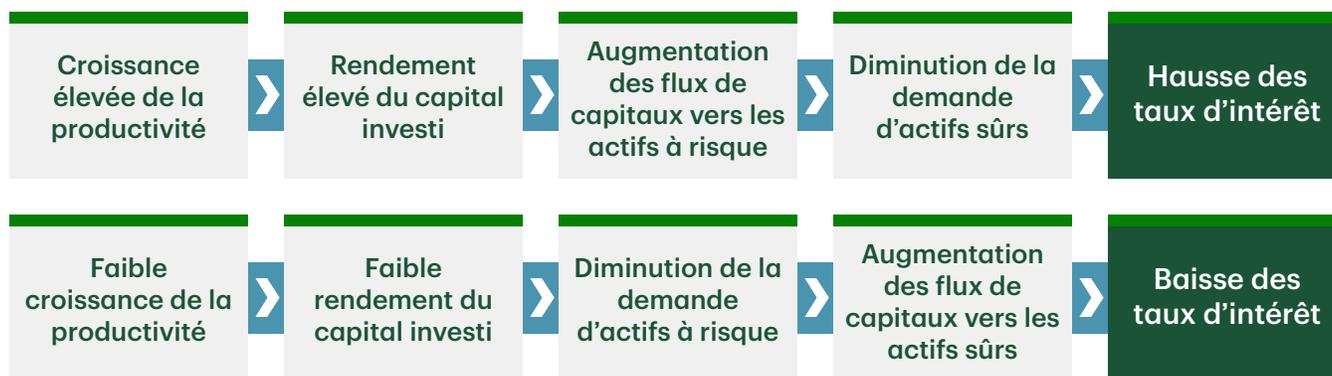
Source : Productivité totale des facteurs selon l'utilisation trimestrielle pour le secteur des affaires aux États-Unis (John Fernald), Réserve fédérale de San Francisco, au premier trimestre de 2023.

Efficacité



Il est important de noter qu'il est facile d'innover, mais plus difficile de créer quelque chose qui entraînera un grand nombre d'améliorations et de gains d'efficacité. La contribution marginale de l'innovation diminue au fil du temps et, pour que la productivité totale des facteurs augmente constamment, l'humanité doit continuellement innover pour accroître l'efficacité. De temps à autre, les humains révolutionnent le monde grâce à l'innovation, ce qui stimule la croissance de la productivité totale des facteurs.

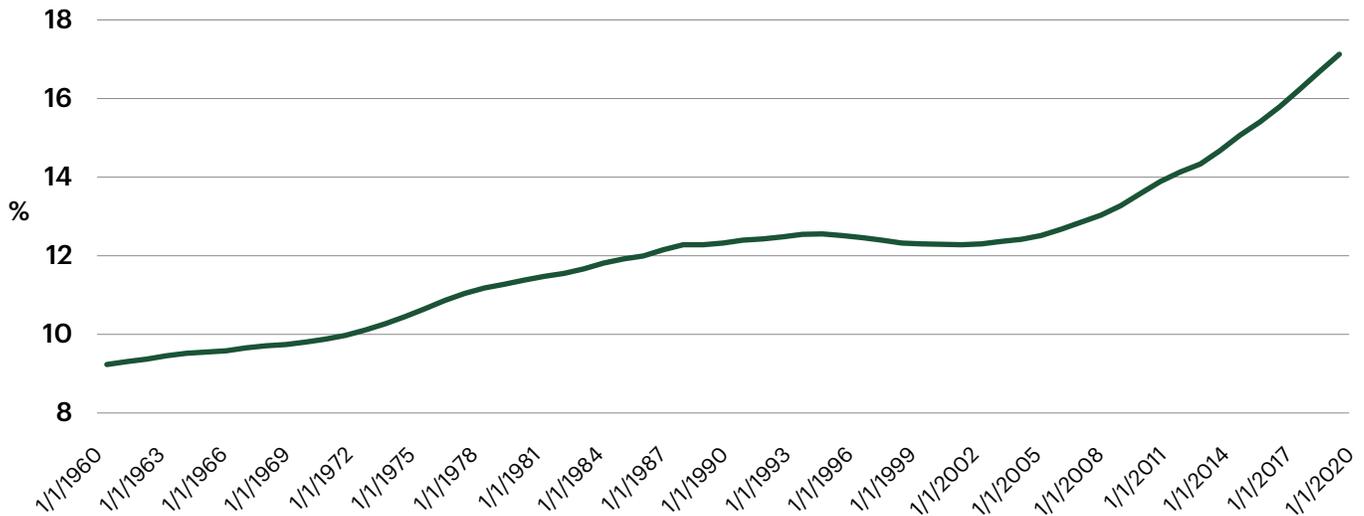
Figure 3 : Croissance de la productivité et taux d'intérêt



Comment la productivité totale des facteurs déterminera-t-elle le taux d'intérêt naturel? En général, les placements attrayants attirent le capital, car ces occasions de placement offrent des rendements intéressants. Si les placements intéressants sont moins nombreux, une partie du capital sera redirigée vers des actifs sûrs/obligations. Par conséquent, une faible croissance de la productivité n'attire pas autant de capitaux et les investisseurs se tournent davantage vers les actifs refuges. À mesure que la demande d'actifs sûrs augmente, cela réduira le rendement requis de ces actifs, ce qui aura pour effet de limiter le taux d'intérêt naturel.

Démographie :

Figure 4 : Population âgée de 65 ans et plus aux États-Unis (en pourcentage du total)



Source : Réserve fédérale de St. Louis, en date du premier trimestre de 2023.

Aux États-Unis, le pourcentage de personnes de 65 ans et plus a grimpé en flèche au cours des 20 dernières années en raison de l'augmentation de l'espérance de vie et de la baisse du taux de natalité, une tendance observée également dans d'autres marchés développés. Ce phénomène stimule l'épargne globale, car les gens conservent leur capital en vue de la retraite et prennent moins de risques. Le portefeuille de placement d'une personne à la retraite comporte plus d'obligations que d'actions. Cela accroît la demande d'actifs sûrs à long terme et fait baisser le taux neutre.

La productivité totale des facteurs et la démographie sont des facteurs macroéconomiques qui ont des répercussions durables sur les taux d'intérêt, mais les facteurs financiers peuvent créer de la volatilité à moyen terme pour le taux neutre.





Facteurs financiers

Les principaux facteurs financiers qui dictent le taux neutre sont la disponibilité des actifs sûrs et la demande d'actifs sûrs. La dynamique de l'offre et de la demande des actifs sans risque entraînera une volatilité du taux d'intérêt naturel à moyen terme. D'une part, la demande pour de tels actifs augmentera ou diminuera en fonction des flux de capitaux transfrontaliers et de l'aversion des investisseurs pour le risque. Toutefois, l'offre de titres du Trésor est alimentée par les besoins de financement du gouvernement,

qui sont influencés par son déficit budgétaire, ses dépenses, la conjoncture économique et la politique monétaire.

Les principaux facteurs financiers qui dictent le taux neutre sont la disponibilité des actifs sûrs et la demande d'actifs sûrs.

Un actif est considéré comme sûr ou sans risque s'il est liquide, soutenu par une monnaie stable et émis par une économie solide. Si l'offre d'actifs sûrs n'a pas suivi le rythme de la hausse de la demande pour ces actifs, la valeur de ces titres augmentera, ce qui réduira les taux d'intérêt. Si un nombre croissant d'investisseurs sont prêts à prêter de l'argent à un pays, le taux d'intérêt que ce pays sera prêt à payer diminuera, ce qui aura pour effet de réduire le taux

naturel. Par exemple, les acheteurs internationaux considèrent les obligations d'État américaines comme sûres, car les titres du Trésor sont pleinement garantis par le gouvernement des États-Unis, la plus grande et la plus stable économie du monde. De plus, le dollar américain est la principale monnaie de réserve du monde. Comme la demande de titres du Trésor n'a cessé d'augmenter et de dépasser l'offre, le taux neutre a constamment reculé.

En revanche, lorsque la dette d'un pays augmente, cela peut amener les investisseurs à percevoir ses obligations comme moins sûres, ce qui augmente le taux naturel, car un moins grand nombre d'investisseurs sont prêts à prêter des capitaux à cette économie.

À plus court terme, la demande d'actifs sûrs est touchée par l'aversion des investisseurs pour le risque, puisque la valeur des actifs sûrs augmente en période de stress, alors que les participants au marché réduisent le risque dans leurs portefeuilles de placement. Cela stimule la demande d'obligations d'État, ce qui fera baisser le taux neutre. Point important : les fluctuations à court terme n'ont pas un impact important sur les perspectives à long terme du taux neutre.



Perspectives pour le taux R-star

Notre société s'attend à ce que les perspectives à long terme pour le taux R-star au Canada et aux États-Unis demeurent inchangées et se maintiennent entre 0 % et 2 %, son niveau des 20 dernières années.

Cela suppose qu'il est peu probable que les tendances démographiques s'inversent, car la population continuera de vieillir pendant des décennies. Il faut garder une chose à l'esprit. Comme la transition démographique est déjà bien amorcée, la demande d'actifs sûrs continuera d'augmenter, mais le rythme de cette hausse ralentira et l'effet à la baisse sur le taux neutre sera moins prononcé.

Du point de vue de la productivité, il est possible que la croissance de la productivité surprenne à la hausse, mais c'est difficile à prévoir. Ce qui est certain, c'est qu'il n'y a rien d'aussi important que l'intelligence artificielle (IA) qui aurait le potentiel de révolutionner les pratiques dans tous les secteurs. Nous croyons qu'il est beaucoup trop tôt pour dire à quelle vitesse et dans quelle mesure l'IA aura un impact sur la productivité.

Du point de vue des facteurs financiers, les titres du Trésor américain devraient demeurer la réserve de valeur la plus sûre au monde. La demande d'obligations d'État des économies développées continuera probablement d'augmenter, alors que les économies émergentes cherchent à stocker leur richesse, étant donné que le PIB par habitant de

ces économies devrait augmenter plus rapidement que celui des économies avancées. Cela exercera des pressions à la baisse sur le taux neutre des économies avancées.

En même temps, la hausse de la dette publique devrait servir de contrepoids et faire grimper le taux naturel. Le FMI a souligné que des écarts prévisibles du taux neutre peuvent se produire dans le cadre d'une multitude de différents scénarios – par exemple, si la dette publique augmente considérablement pour financer les programmes d'aide financière ou si la transition énergétique fait baisser le taux naturel à moyen terme, car la hausse des prix de l'énergie réduit la productivité du capital.¹

Le taux R-star est un point de données essentiel, car il guide les décisions de politique monétaire et donne un aperçu de la conjoncture économique. Il s'agit d'un outil précieux pour les décideurs et les investisseurs qui cherchent à comprendre les complexités du contexte macroéconomique général et à s'y adapter.

Il est toujours difficile de prédire l'avenir. Toutefois, pour les investisseurs qui aimeraient connaître l'orientation des taux d'intérêt à long terme, il peut être utile de tenir compte du concept du taux neutre, d'autant plus que les fluctuations à court terme n'ont aucun impact sur les perspectives à long terme du taux d'intérêt naturel. ■

¹ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/ch2.ashx>

Croissance



Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun.

Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Ces documents n'ont été examinés par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et ne sont pas enregistrés auprès de ceux-ci.

Toute discussion ou opinion générale contenue dans ces documents concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et sous réserve de changement. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces prévisions et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier.

Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.