

ÉTATS-UNIS

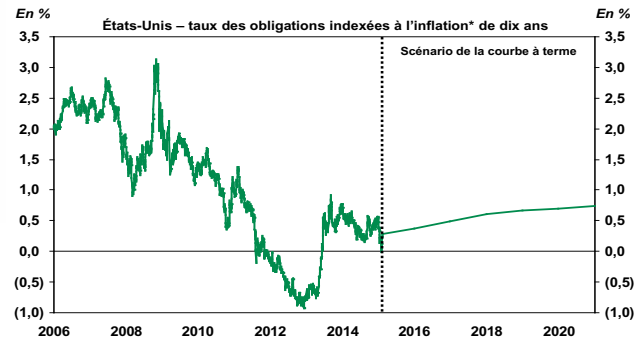
Un nouveau *conundrum* pour la Réserve fédérale?

La Réserve fédérale (Fed) se voit confrontée à un dilemme qu'elle n'envisageait probablement pas lorsqu'elle élaborait son scénario de normalisation de politique monétaire. Voilà que l'économie et le marché de l'emploi progressent bien, pourtant les taux obligataires de long terme demeurent obstinément faibles. L'impact de la chute des prix de l'énergie sur les anticipations d'inflation explique une partie du phénomène, mais il reste que les taux obligataires réels demeurent remarquablement bas si l'on considère l'amélioration des perspectives économiques aux États-Unis. Par surcroît, si l'on retient le signal des contrats à terme, les taux réels, même à l'échéance de dix ans, ne remonteront que très faiblement ces prochaines années, et n'atteindront pas les niveaux d'avant-crise dans l'horizon de moyen terme.

Ce faisant, les marchés envoient plusieurs messages. D'abord, les ambitions de hausses de taux de la Fed ne semblent pas être prises au sérieux. Les dirigeants du comité de politique monétaire s'attendent à ce que les taux des fonds fédéraux aient été relevés de 100 points de base d'ici la fin de cette année. Par contraste, les marchés des contrats à terme sur fonds fédéraux ne tablent pas sur un tel degré de resserrement avant le troisième trimestre de 2016. Ensuite, après des années d'efforts de la Fed pour maintenir son emprise sur les taux à travers l'ensemble de la courbe, les marchés ne semblent plus juger nécessaire d'exiger une compensation élevée pour le risque inhérent à investir dans le marché obligataire sur le long terme. Cette compensation est connue comme étant la prime du terme. En situation normale, à l'aube d'un resserrement monétaire, l'augmentation de la prime du terme contribue à relancer les taux vers le haut, mais ce n'est pas le cas à l'heure actuelle. Dans une autre mesure, la faiblesse des taux pourrait refléter l'anticipation d'une demande internationale soutenue pour des obligations américaines, dans un contexte de politiques d'assouplissement quantitatif qui s'échelonnent sur plusieurs trimestres, voire années, en Europe et au Japon.

Le relèvement des taux qu'amorcera la Fed pourrait mettre fin à une certaine inertie des anticipations et normaliser le canal de transmission de la politique monétaire à travers la courbe. Toutefois, un scénario alternatif où les taux de

Les investisseurs s'attendent à peu de normalisation des taux réels



* Treasury Inflation Protected Securities (TIPS).
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

longue échéance demeurent quasi insensibles, voire indifférents à une remontée des taux courts, n'est pas impensable. Une situation similaire s'était observée au milieu de la dernière décennie, amenant le président de la Fed d'alors, Alan Greenspan, à parler de *conundrum* (énigme). Des hausses de taux ne seraient-ce que minimales de la Fed, pourraient causer une inversion de la courbe obligataire si les taux de long terme ne réagissaient pas. En outre, une courbe inversée pourrait nuire à la rentabilité des banques et plausiblement les dissuader d'octroyer des prêts aux ménages et aux entreprises.

Implications : L'apathie des taux longs pourrait constituer une complication pour la Fed. À la limite, elle pourrait songer à réduire ses détentions d'obligations de long terme pour assurer la transmission de sa politique à l'ensemble de la courbe. Toutefois, elle devrait alors procéder avec beaucoup de délicatesse pour ne pas causer de rajustement trop brusque des taux longs, qui enrayerait alors la reprise immobilière et causerait une appréciation supplémentaire du dollar américain. Il va sans dire, le processus de normalisation des taux pourrait donner des maux de tête aux dirigeants du FOMC!

Jimmy Jean
Économiste principal

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com