

L'Observateur financier: La quête du taux R-Star

Beata Caranci, première vice-présidente et économiste en chef | 416-982-8067
James Orlando, CFA, directeur général et économiste principal | 416-413-3180

5 octobre 2023

Faits saillants

- La vigueur de l'économie américaine alimente le débat sur la nécessité ou non pour la Réserve fédérale américaine (Fed) de continuer à relever ses taux d'intérêt. La question est de savoir si le taux directeur actuel est suffisamment restrictif par rapport aux estimations du taux d'intérêt neutre (le taux R-Star).
- Selon nous, la hausse du taux neutre s'explique par l'accélération des investissements liés au changement climatique, la réorganisation des chaînes d'approvisionnement mondiales et l'accroissement des déficits publics. Un taux neutre plus élevé indique que le taux directeur actuel n'est peut-être pas aussi restrictif que ne le pense la Fed.
- Bien qu'au Canada aussi, les conditions soient favorables à un taux R-Star plus élevé, la grande différence réside dans le fort endettement des ménages. Ce facteur limitera la croissance et justifiera un taux neutre moins élevé au Canada qu'aux États-Unis.

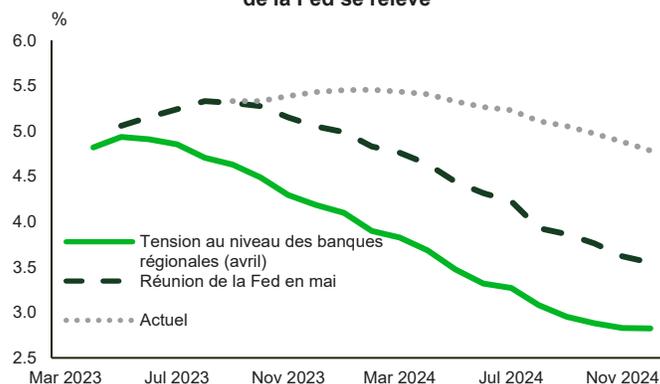
En septembre, la Fed a indiqué qu'elle n'écarterait toujours pas une autre hausse de taux avant la fin de l'année. Doit-on pour autant en conclure que ce cycle de hausse tire à sa fin?

Depuis 18 mois (graphique 1), face à un élan économique surprenant et à une inflation tenace, les investisseurs ont vu la Fed réviser à la hausse plusieurs fois les prévisions concernant le niveau auquel elle devra relever les taux d'intérêt. Ils sont enfin assez élevés pour se situer en territoire restrictif, mais jusqu'à quel point? La question peut faire débat. Tout dépend du niveau auquel on évalue le taux neutre, ce qui varie en fonction des époques.

Dans ce rapport, nous nous demandons comment un taux d'intérêt normalement ancré dans les concepts à long terme de la dynamique et des paramètres fondamentaux économiques peut afficher des variations d'une telle amplitude. Nous tentons également de déterminer si l'on est sur le point de basculer vers un mode de pensée axé sur un taux neutre plus élevé.

Il suffirait d'une très légère hausse du taux neutre pour conclure que le taux des fonds fédéraux actuel de 5,50 % n'est pas assez restrictif pour ramener durablement l'inflation à sa cible de 2 %.

Graphique 1 : L'orientation de la politique de la Fed se relève



Source : Bloomberg et Services économiques TD.

Un changement de paradigme pour le taux R-Star

Le taux d'intérêt neutre (également appelé R-Star dans le jargon économique) désigne le taux directeur des fonds fédéraux qui, déduction faite de l'inflation, n'a pas pour effet d'étouffer la croissance économique ni de l'accélérer. On peut aussi le définir comme le « taux naturel » qui maintient l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Le débat sur les estimations du taux R-Star fait rage et touche le fondement même de ce concept.

Au cours des 30 dernières années, plusieurs grandes forces à l'œuvre ont poussé les analystes à minorer les estimations du taux neutre (graphique 2). Les deux événements les plus marquants sont l'éclatement de la bulle technologique en 2001, puis l'effondrement du marché immobilier en 2008. Ces deux crises ont entraîné de longs cycles de désendettement du côté des entreprises (après l'éclatement de la bulle technologique) et du côté des consommateurs (après l'éclatement de la bulle immobilière). À chaque fois, ces crises ont finalement eu pour effet de brider la volonté de dépenser et d'investir, ce qui a pesé sur l'estimation du taux neutre.

On pense que deux autres phénomènes sont à l'origine de la baisse du taux neutre : la surabondance mondiale de l'épargne et une stagnation séculaire. En 2005, l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, avait souligné que la montée en puissance de pays en développement ayant des taux d'épargne plus élevés, en particulier la Chine, combinée à

celle des pays producteurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, avait engendré une offre d'épargne mondiale qui n'était pas égalée par des investissements. En parallèle, la stagnation séculaire a eu de nombreuses répercussions. Certains ont notamment avancé que la pénurie d'investissements a été accentuée par l'essor de l'économie numérique, qui nécessite moins de capital. Un ralentissement de la croissance de l'emploi et de la production s'en est suivi.

Toutes ces théories et observations allaient dans le même sens : un excès d'épargne pour trop peu d'actifs dans lesquels investir, d'où une baisse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale. Et la tendance a semblé se vérifier entre 2001 et 2020, puisque l'inflation est restée proche de 2 % malgré un taux directeur moyen de seulement 1,5 %.

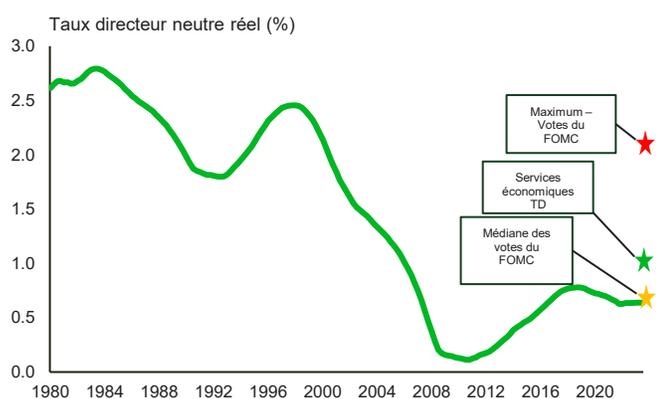
La question est maintenant de savoir dans quelle mesure ces facteurs restent pertinents dans le monde d'aujourd'hui.

L'économie numérique (que l'on pourra bientôt appeler l'économie de l'IA) constitue le premier catalyseur du changement. Elle rejoint les politiques gouvernementales en faveur de l'énergie propre et de la sécurité des chaînes d'approvisionnement. Cette situation a ravivé les investissements traditionnels dans les installations de productions américaines, malgré des taux d'intérêt élevés.

Deuxième catalyseur : la pandémie, qui a fait grimper en flèche la dette publique à l'échelle mondiale. De nombreux pays affichent désormais un niveau d'endettement plus élevé. Dans ce contexte, la concurrence pour financer la dette souveraine au moyen de l'épargne mondiale s'est accentuée, potentiellement au détriment de la dette du secteur privé. Aux États-Unis, le Congressional Budget Office prévoit que le ratio de la dette fédérale au PIB (brut) augmentera de plus de 8 points de pourcentage d'ici 2027 et de 22 points de pourcentage d'ici 2033 (pour atteindre 119 %). D'après les prévisions, des déficits de 5 % à 6 % du PIB devraient persister – et en fin de compte, se creuser. Ce scénario se matérialiserait en cas de poursuite de l'expansion économique, a fortiori si une phase de ralentissement marquait le cycle.

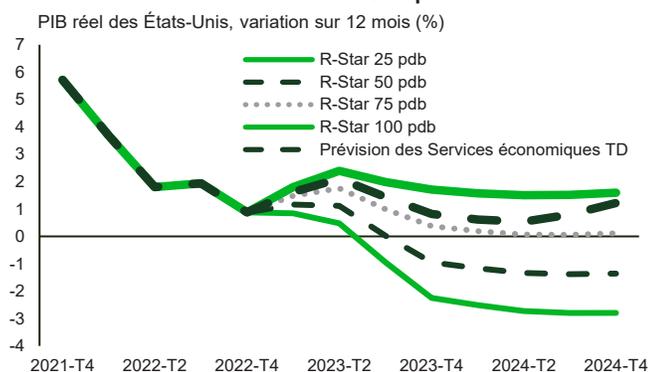
Troisième catalyseur : la Chine, qui contribue de moins en moins à la surabondance de l'épargne mondiale. Les pays avancés limitent activement leur exposition à la chaîne

Graphique 2 : L'évolution du taux R-Star



Source : Federal Open Market Committee, Holston-Laubach-Williams, Services économiques

Graphique 3 : L'économie américaine valide l'estimation d'un taux R-Star plus élevé



Source : Services économiques TD. Remarque : Données réelles jusqu'au T2 2023.

d'approvisionnement en Chine. Par ailleurs, le pays affiche un net ralentissement du fait du vieillissement de sa population, mais aussi en raison de forces économiques structurelles très puissantes qui sont à l'œuvre dans les secteurs des services financiers et de l'immobilier. On est loin de l'époque de la croissance économique à deux chiffres, lorsque l'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce avait entraîné une expansion rapide de la mondialisation. La

croissance économique devrait tendre vers 3,5 % d'ici 2028. Dans le prolongement logique, le pendule va commencer à osciller dans l'autre sens et le rythme de création d'épargne va ralentir à l'échelle mondiale.

La diversification des chaînes d'approvisionnement visant à contourner la Chine contribuera probablement à réduire le risque de fortes perturbations économiques à l'avenir, mais elle pourrait se faire au détriment de la productivité. La baisse de la productivité mondiale entraîne une réduction du revenu mondial, et donc de l'épargne disponible. Et même si la productivité ne baisse pas, le déplacement de la production vers des pays où les taux d'épargne sont plus faibles risque de réduire la réserve d'épargne mondiale.

En fin de compte, le flux d'épargne pourrait se normaliser dans les prochaines années, ce qui pourrait augmenter le coût marginal du capital... et donc le taux d'intérêt neutre.

Collision en vue

La collision de ces forces remet en question le niveau du taux R-Star. Malheureusement, personne ne sait ce que réserve l'avenir. Néanmoins, nous penchons en faveur

Tableau 1 : Facteurs exerçant une influence sur le taux R-Star

	Cycle précédent	Cycle actuel
Croissance de la productivité	Baisse de la productivité et faiblesse des investissements (-)	Investissement dans la chaîne d'approvisionnement et potentiel de l'IA générative (+)
Tendances démographiques	Baisse du taux de natalité, baisse de l'immigration, faible participation à la population active (-)	Aucun changement, hormis une hausse notable de la participation à la population active (+)
Politique budgétaire/Investissements	Le niveau élevé d'emprunts publics compense le désendettement des consommateurs (+)	Les emprunts publics demeurent élevés, avec des investissements liés au changement climatique (+)
Évolutions internationales	L'émergence de la Chine a entraîné des investissements importants (+)	L'évolution de l'ordre commercial mondial pourrait donner lieu à de nouveaux investissements (+)
Rareté des actifs sûrs	La croissance des marchés émergents et la demande de produits de base ont accru la demande pour la devise américaine et les actifs en dollars américains sont rares (+)	Poursuite de la tendance antérieure, sans solution de rechange au dollar américain (+)

Source : Services économiques TD.

d'un taux légèrement plus élevé qu'au cours de la dernière décennie. La résilience de l'économie américaine envoie d'ailleurs des signaux qui soutiennent ce point de vue, comme le montre le tableau 1. Bien sûr, cela ne répond pas à la question cruciale : jusqu'où le taux R Star a-t-il grimpé? Il est encore trop tôt pour se prononcer, mais nous pensons qu'une hausse d'environ 25 points de base (voire de 50 points de base) entre dans le champ des possibilités raisonnables.

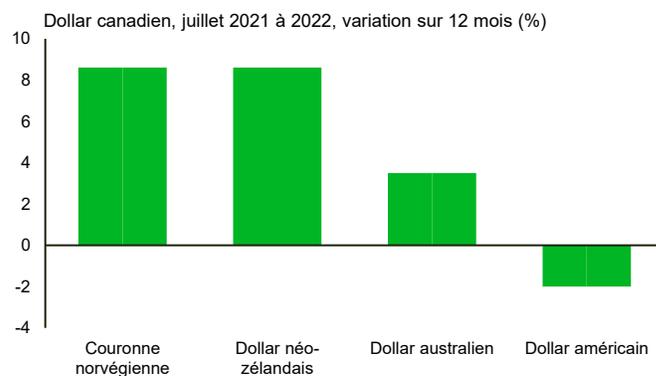
Pour étayer ce point de vue, nous nous sommes livrés à un exercice de réflexion. En prenant différentes hypothèses pour le taux R-Star, nous pouvons utiliser nos modèles pour déterminer quelle croissance aurait enregistré le PIB au cours des trois premiers trimestres de 2023, et jusqu'en 2024 (graphique 3). Si le taux R-Star était resté à son niveau d'après la crise financière mondiale, on voit que l'économie américaine se serait déjà engagée sur la voie d'une récession. Mais en réalité, la croissance du PIB au cours des trois premiers trimestres de 2023 révèle plutôt que le taux R-Star se situe entre 0,75 % et 1,0 % (alors que la Fed l'estime à 0,5 %). Ce résultat est conforme aux [prévisions économiques](#) que nous avons publiées récemment.

Est-ce suffisant pour ralentir l'économie et ramener l'inflation à 2 %? Notre indice des conditions monétaires, qui ajuste le taux directeur de la Fed en fonction de l'inflation et du taux R-star, donne des éléments de réponse (graphique 4). Le graphique montre que si la Fed a raison et que le taux R-star n'a pas changé depuis la fin de la crise financière mondiale, l'indice des conditions monétaires devrait atteindre le même niveau restrictif qu'avant les récessions de 2001 et de 2008. Si le taux R-star a augmenté, la politique monétaire actuelle n'est pas aussi restrictive que la Fed le pense. L'estimation d'un taux R-star compris entre 0,75 % et 1,0 % (soit un taux neutre nominal de 2,75 % à 3,00 %) valide notre point de vue selon lequel l'économie américaine se dirige très probablement vers un atterrissage en douceur.

L'économie canadienne ralentit, mais l'inflation reste obstinément élevée.

Les mêmes forces qui influencent le taux R-Star aux États-Unis sont à l'œuvre au Canada, mais il faut noter une distinction de taille sur le plan national. En effet, le fort endettement des ménages canadiens expose le pays à un cycle de

Graphique 4 : Le dollar canadien surpasse les autres devises de produits de base



Sources : WSJ, Services économiques TD.

désendettement prolongé, ce qui a généralement pour effet de réduire le niveau auquel les taux d'intérêt se stabilisent.

On observe déjà des signes avant-coureurs. Même si la Banque du Canada a relevé son taux directeur de 50 points de base de moins que la Fed, la dynamique économique est déjà en train de s'infléchir, ce qui indique que le taux R-Star au Canada pourrait être inférieur à celui des États-Unis. Il suffit d'observer les données du secteur immobilier. Après avoir atteint un sommet, les ventes de logements existants ont plongé de plus de 50 % depuis que la Banque du Canada a commencé à relever son taux directeur en 2022. Depuis, le prix de vente moyen a chuté de 20 %. Même si le marché a amorcé un redressement au printemps après la pause marquée en janvier par la Banque du Canada, les hausses de taux successives de juin et juillet ont à nouveau fait chuter les ventes d'habitations.

Si les mesures prises par la Banque du Canada ont des effets très sensibles sur le marché de l'habitation, l'impact sur les consommateurs a été moins immédiat. Jusqu'au premier trimestre de 2023, les dépenses de consommation étaient le principal moteur de la croissance économique. Mais depuis, un changement notable s'est opéré. Les ventes au détail ont progressivement diminué, et les chiffres sur trois mois affichent une tendance résolument négative depuis mars. Cette évolution se produit dans un contexte de ralentissement du marché de l'emploi. Le nombre d'offres d'emploi a chuté de 25 % depuis leur sommet, tandis que le nombre de chômeurs a bondi à 138 000 et que le taux de changement d'emploi est tombé à 0,4 % – soit un

niveau inférieur à celui d'avant la pandémie. Les travailleurs accusent une perte de confiance et, comme de plus en plus de Canadiens doivent renouveler leur prêt hypothécaire, les consommateurs ajustent leur comportement en matière de dépenses. Nous tenons compte de ces données dans notre estimation du taux R-Star pour le Canada. Au vu de la vive réaction de l'économie aux hausses de taux précédentes, le taux neutre est probablement plus faible au Canada qu'aux États-Unis.

Même si on en déduit que la Banque du Canada peut maintenir un taux directeur inférieur à celui de la Fed, la lutte contre l'inflation n'en est pas pour autant terminée. En raison des effets décalés, combinés à l'impulsion de la vigueur économique antérieure, l'inflation canadienne reste élevée. L'indice des prix à la consommation (IPC)

du mois d'août a de nouveau progressé pour atteindre 4,0 % sur 12 mois. Pire encore, l'inflation de base s'est accélérée, s'élevant également à 4,0 % sur 12 mois en août (contre 3,8 % le mois précédent). La Banque du Canada n'y verra aucun signe encourageant, et il faudra encore patienter avant que le récent ralentissement économique ne se répercute sur les prix à la consommation. Comme le montrent nos récentes [prévisions économiques](#), des signes d'atténuation des pressions inflationnistes devraient se manifester au premier semestre de 2024. D'ici là, la Banque du Canada n'a pas d'autre choix que de continuer à communiquer sur un ton résolument ferme.

Perspective des taux d'intérêt													
Taux d'intérêt	Taux au 4-oct.	2023				2024				2025			
		T1	T2	T3	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
CANADA													
Taux cible financement un jour (%)	5.00	4.50	4.75	5.00	5.00	5.00	4.50	4.00	3.50	5.00	4.50	4.00	3.50
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	5.13	4.34	4.90	5.07	5.00	4.75	4.25	3.75	3.25	4.75	4.25	3.75	3.25
Rendem. oblig. d'État 2 ans (%)	4.91	3.74	4.58	4.87	4.90	4.60	4.30	4.00	3.70	4.60	4.30	4.00	3.70
Rendem. oblig. d'État 5 ans (%)	4.35	3.02	3.68	4.25	4.30	4.05	3.75	3.50	3.30	4.05	3.75	3.50	3.30
Rendem. oblig. d'État 10 ans (%)	4.17	2.90	3.26	4.03	4.10	3.85	3.65	3.45	3.25	3.85	3.65	3.45	3.25
Rendem. oblig. d'État 30 ans (%)	3.94	3.00	3.08	3.81	3.85	3.75	3.65	3.55	3.45	3.75	3.65	3.55	3.45
Écart oblig. 10 et 2 ans (%)	-0.74	-0.84	-1.32	-0.84	-0.80	-0.75	-0.65	-0.55	-0.45	-0.75	-0.65	-0.55	-0.45
ÉTATS-UNIS													
Taux cible des fonds fédéraux (%)	5.50	5.00	5.25	5.50	5.75	5.75	5.50	5.00	4.50	5.75	5.50	5.00	4.50
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	5.34	4.68	5.17	5.32	5.65	5.55	5.15	4.65	4.15	5.55	5.15	4.65	4.15
Taux bons du Trésor 2 ans (%)	5.05	4.06	4.87	5.03	5.00	4.70	4.40	4.10	3.80	4.70	4.40	4.10	3.80
Taux bons du Trésor 5 ans (%)	4.72	3.60	4.13	4.60	4.65	4.35	4.10	3.80	3.55	4.35	4.10	3.80	3.55
Taux bons du Trésor 10 ans (%)	4.74	3.48	3.81	4.59	4.70	4.45	4.20	4.00	3.80	4.45	4.20	4.00	3.80
Taux bons du Trésor 30 ans (%)	4.88	3.67	3.85	4.73	4.90	4.75	4.50	4.30	4.10	4.75	4.50	4.30	4.10
Écart bons du Trésor 10 et 2 ans (%)	-0.31	-0.58	-1.06	-0.44	-0.30	-0.25	-0.20	-0.10	0.00	-0.25	-0.20	-0.10	0.00
ÉCART CANADA - É.-U.													
Écart bons du Trésor 3 mois Can - É.-U.	-0.21	-0.34	-0.27	-0.25	-0.65	-0.80	-0.90	-0.90	-0.90	-0.80	-0.90	-0.90	-0.90
Écart bons du Trésor 10 ans Can - É.-U.	-0.57	-0.58	-0.55	-0.56	-0.60	-0.60	-0.55	-0.55	-0.55	-0.60	-0.55	-0.55	-0.55

P : Prévisions des Services économiques TD, octobre 2023. Toutes les prévisions sont de fin de période.

Sources : Statistique Canada, Banque du Canada, Bloomberg.

Perspectives des devises étrangères														
Devise	Taux de change	Taux au 4-oct.	2023				2024				2025			
			T1	T2	T3	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
Taux de change au dollar U.S.														
Yuan chinois	CNY par USD	7.30	6.87	7.25	7.30	7.35	7.40	7.45	7.40	7.30	7.20	7.10	7.00	6.90
Yen japonais	JPY par USD	149	133	144	149	150	149	147	146	144	143	141	140	138
Euro	USD par EUR	1.05	1.09	1.09	1.06	1.05	1.04	1.03	1.05	1.07	1.09	1.12	1.14	1.16
Livre sterling	USD par GBP	1.21	1.24	1.27	1.22	1.22	1.21	1.20	1.22	1.25	1.27	1.30	1.30	1.30
Dollar canadien	CAD par USD	1.37	1.35	1.32	1.35	1.37	1.38	1.39	1.38	1.35	1.33	1.30	1.27	1.25
Dollar australien	USD par AUD	0.63	0.67	0.67	0.65	0.63	0.62	0.62	0.62	0.63	0.65	0.66	0.67	0.72
Dollar néo-zélandais	USD par NZD	0.59	0.63	0.61	0.60	0.58	0.57	0.57	0.57	0.58	0.60	0.61	0.62	0.66
Taux de change à l'euro														
Dollar U.S.	USD par EUR	1.05	1.09	1.09	1.06	1.05	1.04	1.03	1.05	1.07	1.09	1.12	1.14	1.16
Yen japonais	JPY par EUR	157	144	158	158	158	154	151	153	154	156	157	159	161
Livre sterling	GBP par EUR	0.87	0.88	0.86	0.87	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.88	0.89
Dollar canadien	CAD par EUR	1.44	1.47	1.45	1.43	1.44	1.44	1.43	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
Dollar australien	AUD par EUR	1.66	1.62	1.64	1.64	1.68	1.68	1.67	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69	1.61
Dollar néo-zélandais	NZD par EUR	1.78	1.73	1.78	1.76	1.82	1.82	1.82	1.84	1.84	1.84	1.84	1.84	1.75
Taux de change au yen japonais														
Dollar U.S.	JPY par USD	149	133	144	149	150	149	147	146	144	143	141	140	138
Euro	JPY par EUR	157	144	158	158	158	154	151	153	154	156	157	159	161
Livre sterling	JPY par GBP	181	164	184	183	183	180	176	178	180	181	183	182	180
Dollar canadien	JPY par CAD	108.4	98.2	109.2	110.4	109.5	107.6	105.8	105.5	106.5	107.6	108.7	109.8	110.7
Dollar australien	JPY par AUD	94.2	89.0	96.3	96.4	93.8	92.2	90.6	90.4	91.3	92.2	93.2	94.1	99.7
Dollar néo-zélandais	JPY par NZD	88.1	83.2	88.6	89.9	86.3	84.9	83.4	83.2	84.0	84.9	85.7	86.6	91.7
Taux de change au dollar canadien														
Dollar U.S.	USD par CAD	0.73	0.74	0.76	0.74	0.73	0.73	0.72	0.73	0.74	0.76	0.77	0.79	0.80
Yen japonais	JPY par CAD	108.4	98.2	109.2	110.4	109.5	107.6	105.8	105.5	106.5	107.6	108.7	109.8	110.7
Euro	CAD par EUR	1.44	1.47	1.45	1.43	1.44	1.44	1.43	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
Livre sterling	CAD par GBP	1.67	1.67	1.68	1.65	1.67	1.67	1.67	1.69	1.69	1.69	1.69	1.66	1.63
Dollar australien	AUD par CAD	1.15	1.10	1.13	1.15	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.11
Dollar néo-zélandais	NZD par CAD	1.23	1.18	1.23	1.23	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.21

P : Prévisions des Services économiques TD, octobre 2023. Toutes les prévisions sont de fin de période.

Sources : Réserve fédérale, Bloomberg.

Marchés boursiers mondiaux					
Principaux indices boursiers	Prix au 4-oct.	% var. 30 jrs	% var. 2023	Sommet 52 sem.	Creux 52 sem.
Indice S&P 500	4,247	-6.0	10.6	4,589	3,577
Ind. comp. S&P/TSX	18,989	-7.6	-2.0	20,767	18,206
Indice DAX	15,100	-4.7	8.4	16,470	12,172
Indice FTSE 100	7,412	-0.7	-0.5	8,014	6,826
Indice Nikkei	30,527	-6.7	17.0	33,753	25,717
Indice MSCI AC Monde*	645	-6.2	6.5	707	550

* Indice boursier pondéré comprenant les marchés développés et émergents.
Sources : Bloomberg, Services économiques TD.

Avis de non-responsabilité

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.