

Marchés mondiaux des titres à revenu fixe



NOUVEL AN 2022



Soo Boo Cheah, MBA, CFA

Premier gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (UK) Limited



Suzanne Gaynor

V.-p. et première gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



Taylor Self, MBA

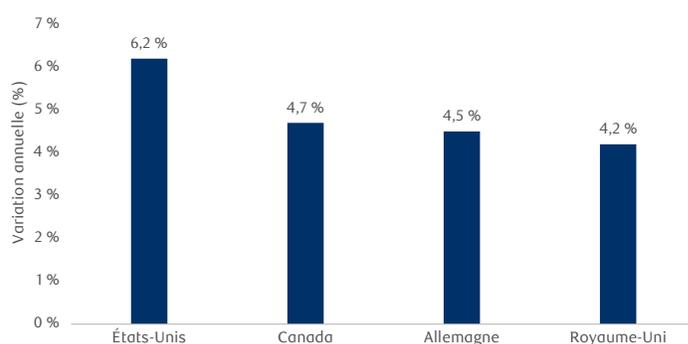
Gestionnaire associé de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

L'inflation se situe à ses niveaux les plus élevés en plusieurs décennies, l'activité économique va bon train, et les banques centrales devraient relever les taux directeurs considérablement au cours de la prochaine année. Pourtant, les obligations offrent encore de piètres rendements. Selon nos prévisions, le taux des obligations du Trésor américain à dix ans passera de 1,44 % à 1,80 % au cours de la prochaine année, ce qui restera près des creux historiques. Nous sommes donc de nombreux investisseurs à nous demander pourquoi les taux obligataires sont si bas quand l'inflation est aussi élevée.

La réponse est simple : pour reprendre un adjectif favori des banques centrales, les investisseurs des marchés obligataires pensent que l'inflation sera « transitoire ». En fait, on s'attend à ce que l'inflation soit d'environ 2 % en 2023, même si elle est actuellement d'au moins 4 % dans la plupart des grandes économies, soit un niveau jamais vu depuis les années 1990 (figure 1). La plupart des pressions exercées sur les prix se concentrent dans les secteurs de l'économie les plus touchés par la pandémie, si bien que nous pensons qu'il s'agit d'un choc isolé. Nous croyons que la hausse de l'inflation n'est que temporaire, mais notons qu'elle pourrait persister dans le monde entier pendant la plus grande partie de 2022.

Fort heureusement, le pire est probablement derrière nous. La poussée de l'inflation globale et de l'inflation de base a été alimentée par une demande particulièrement forte de biens dans un contexte de fermetures dans les secteurs des services et de perturbations des chaînes d'approvisionnement. Nous pensons que ce phénomène s'atténuera à mesure que la demande de biens diminuera

Figure 1 : Hausse des prix à la consommation dans le monde



Nota : En date d'octobre 2021. Sources : Bureaux nationaux de la statistique, Bloomberg

et que les chaînes d'approvisionnement se rétabliront. Par ailleurs, les consommateurs sont de plus en plus à l'aise avec les interactions en personne, ce qui devrait accélérer le report des dépenses vers des services tels que les loisirs et

les voyages. Enfin, la demande globale devrait se contracter parallèlement à la réduction progressive des programmes de dépenses publiques adoptés en réaction à la pandémie, qui ont donné un coup de pouce décisif aux ménages.

On nous demande de plus en plus souvent d'établir un parallèle entre les marchés d'aujourd'hui et la dernière période où des prévisions d'inflation croissante sont entrées en violente contradiction avec des taux obligataires faibles et stables (les années 1960 et 1970). À l'époque, les attentes d'inflation et les taux obligataires étaient faibles et stables parce que les banques centrales s'efforçaient de maintenir les taux à long terme à un niveau bas et Washington cherchait à maintenir la valeur du billet vert à 35 dollars américains l'once d'or. Cependant, les politiques budgétaires et monétaires de plus en plus expansives des administrations Johnson et Kennedy ont commencé à alimenter l'inflation. De plus, les banques centrales ont retardé les hausses de taux aussi longtemps que possible, car la croyance dominante de l'époque était que l'inflation devait commencer à progresser pour qu'il soit possible d'atteindre un niveau d'emploi optimal.

Parallèlement, les économies de marché développées connaissaient une forte hausse de la demande, car la génération née dans les 20 années après la Seconde Guerre mondiale (les baby-boomers) et les femmes commençaient à rejoindre la population active en masse. Les syndicats étaient très présents et leur pouvoir de négociation était largement soutenu par la politique publique. Le choc

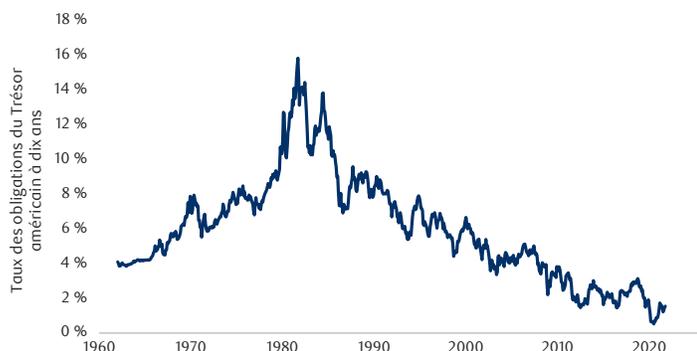
provoqué par l'abandon de l'étalon-or au début des années 1970, suivi de la hausse rapide des prix du pétrole, a fait exploser l'inflation et les attentes à cet égard. Ainsi, le taux des obligations du Trésor américain à dix ans est monté jusqu'à 15,8 % en 1981, d'où des pertes substantielles pour les investisseurs (figure 2).

On pourrait établir des parallèles entre la réticence de la Fed à agir dans les années 1970 et ses mesures actuelles de ciblage de l'inflation moyenne, qui visent à laisser l'inflation dépasser son objectif pendant un certain temps dans le but de stimuler l'emploi. Dans les deux cas, le coût d'une inflation plus élevée était censé être compensé par les bienfaits de la création d'emplois.

Cette hypothèse s'est finalement révélée fautive dans les années 1970, et est possible (mais peu probable à notre avis) que la pandémie puisse finir par constituer pour l'économie mondiale un choc d'une ampleur similaire à celui qui a fait grimper l'inflation dans les années 1970. Cette fois-ci, il se peut que les largesses financées par endettement de l'État fassent suffisamment croître la demande pour que l'effet soit similaire à celui de la progression de la population active il y a 50 ans.

Or, il existe une autre différence très importante entre la période qui a précédé la flambée inflationniste des années 1970 et celle qui a précédé la pandémie : le contexte macroéconomique. Il y a cinquante ans, des dépenses publiques et une politique monétaire expansionnistes ont été engagées alors que la croissance économique était déjà

Figure 2 : Évolution du taux des obligations du Trésor américain à dix ans



Nota : Au 22 novembre 2021. Source : Bloomberg

Figure 3 : Croissance potentielle de la population active américaine



Nota : Au 30 octobre 2021. Source : Congressional Budget Office des États-Unis

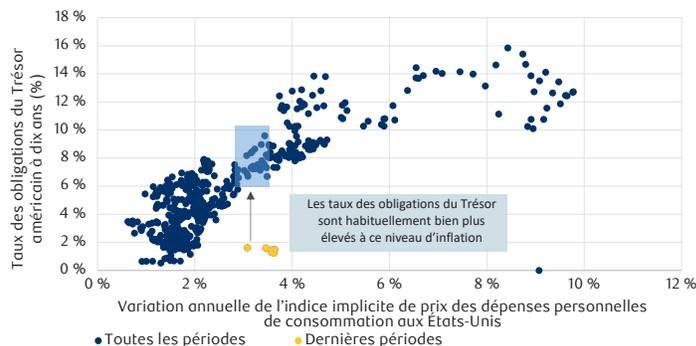
propulsée par des moteurs sous-jacents très puissants. En 1970, la population active augmentait de près de 3 %. En comparaison, les projections actuelles se situent entre 0,5 % et 1,0 % par an (figure 3) pour des niveaux de croissance économique du même ordre.

En outre, l'engagement pris aujourd'hui par la plupart des banques centrales de maintenir l'inflation aux alentours de 2 % n'existait pas dans les années 1970 et explique dans une large mesure la faiblesse persistante des taux obligataires à un moment où l'inflation augmente.

Toutefois, si les pressions sur les prix se généralisent hors des secteurs relativement peu nombreux où elles se font sentir, il y aura de plus en plus de chances que les taux obligataires s'accroissent beaucoup plus. En effet, les investisseurs inquiets de taux supérieurs à 2 % pendant une période prolongée pourraient commencer à exiger une rémunération supplémentaire sous la forme de taux plus élevés des obligations d'État. D'ailleurs, la figure 4 montre que les taux actuels d'inflation de base ont par le passé été associés à des taux obligataires à dix ans de 6 à 10 %.

À ce stade, nous ne voyons pas de signes flagrants d'une forte inflation persistante. Nous remarquons également que la faiblesse des taux est le résultat de facteurs structurels durables déjà présents avant la pandémie et susceptibles de subsister. Il s'agit notamment du vieillissement de la population, de l'évolution technologique, de la

Figure 4 : Inflation de base et taux des obligations du Trésor



Nota : Données de janvier 1980 à octobre 2021. Source : Bloomberg

mondialisation, de l'accroissement des inégalités de revenus et de richesse, de la hausse des dettes publiques et des achats massifs d'obligations par les banques centrales. Il est même possible que la pandémie ait renforcé certaines de ces tendances. En outre, un nombre croissant d'investisseurs détiennent des obligations pour des raisons de liquidité, de réglementation ou de politique, ce qui signifie qu'ils ne sont pas susceptibles d'exiger une rémunération prenant totalement en compte l'inflation. Nous pensons que l'inflation restera proche de 2 % à la longue et que les taux obligataires resteront faibles pour des raisons structurelles.



Orientation des taux d'intérêt



Nous relevons à 1,80 % notre prévision pour le taux des obligations du Trésor à dix ans l'an prochain, qui s'établissait à 1,75 % au dernier trimestre.

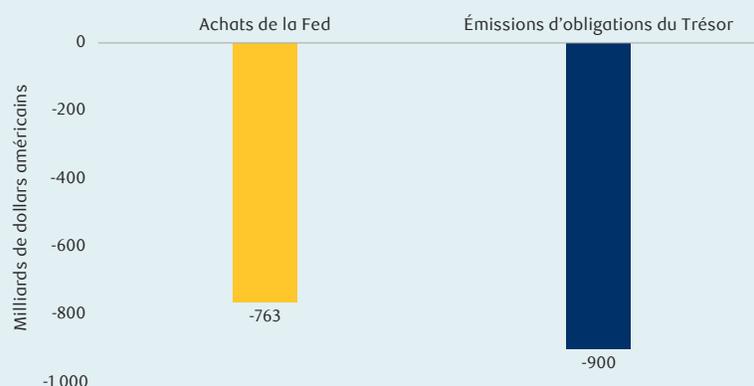
États-Unis – Encouragée par une reprise plus rapide que prévu du marché du travail et les inquiétudes suscitées par la persistance de l'inflation, la Réserve fédérale américaine (Fed) a commencé à réduire le rythme des achats d'actifs en novembre. Or, cette opération signifie aussi que les décideurs politiques se préparent à relever les taux d'intérêt. De nombreux investisseurs estiment que la première hausse surviendra probablement au second semestre de 2022, soit après l'arrêt complet des achats d'obligations par la Fed. Ils s'attendent à au moins deux hausses de taux d'ici la fin de 2022, voire trois, si on en juge par les contrats à terme sur les taux d'intérêt. De notre côté, nous n'en prévoyons qu'une seule, car nous sommes un peu plus préoccupés par l'effet négatif durable de la pandémie sur l'économie.

Les considérations liées au marché du travail et à l'inflation devraient inciter la Fed à réfléchir avant de s'engager dans un cycle de hausse des taux d'intérêt. Nous ne nous attendons pas à ce que le ralentissement et l'arrêt subséquent des achats d'obligations du Trésor par la Fed aient de fortes répercussions sur les taux. En effet, les réductions seront probablement compensées par une baisse des émissions d'obligations l'année prochaine (figure 5), compte tenu de l'abandon progressif des programmes de dépenses liés à la pandémie et du retour de la croissance.

La nomination de Lael Brainard au poste de vice-présidente de la Fed n'aura probablement que peu d'effet sur la politique monétaire, mais elle montre que la réglementation bancaire revient sur le devant de la scène. Un nouveau groupe de membres votants choisis par rotation doit rejoindre en janvier le Comité fédéral de l'open market, l'organe décisionnel de la Fed, ce qui la conduira selon nous à adopter des positions un peu plus fermes.

Nous relevons à 1,80 % notre prévision pour le taux des obligations du Trésor à dix ans l'an prochain, qui s'établissait à 1,75 % au dernier trimestre.

Figure 5 : Achats d'obligations de la Fed et émission d'obligations du Trésor – Changements prévus pour 2022 par rapport à 2021



Nota : Au 30 octobre 2021. Sources : Deutsche Bank, Réserve fédérale, département du Trésor des États-Unis



Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada resserre sa politique deux fois d'ici la fin de 2022, ce qui porterait le taux directeur à 75 points de base et ferait passer le taux à dix ans d'environ 1,60 % à 2,00 %.

Canada – La Banque du Canada a mis fin à l'assouplissement quantitatif en novembre, alors que les investisseurs s'attendaient à ce qu'elle le fasse en fin d'année. Cette fin inopinée a nui aux obligations : leurs taux ont augmenté en prévision de hausses plus rapides du taux directeur. La Banque du Canada prévoit désormais que les capacités excédentaires de l'économie devraient être résorbées au cours du premier semestre de 2022 et que le taux d'inflation restera supérieur à son objectif. Elle pourrait donc commencer à relever les taux d'intérêt dès avril prochain.

Le marché entrevoit cinq hausses de taux de la Banque du Canada avant la fin de 2022, ce qui nous semble improbable, car elle ne prend presque jamais autant d'avance sur la Fed, qui devrait procéder à trois hausses au cours de la même période. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada resserre sa politique deux fois d'ici la fin de 2022, ce qui porterait le taux directeur à 75 points de base et ferait passer le taux à dix ans d'environ 1,60 % à 2,00 %. Comme aux États-Unis, l'atténuation probable des tensions inflationnistes et la réduction anticipée de l'offre d'obligations grâce à la limitation des dépenses publiques devraient alléger la pression à la hausse sur les taux des obligations d'État canadiennes.



Nous prévoyons que le taux des obligations du Royaume-Uni à dix ans passera à 1,25 % l'an prochain, contre environ 0,90 % actuellement.

Royaume-Uni – La Banque d'Angleterre a, contre toute attente, maintenu les taux d'intérêt en l'état lors de sa réunion de novembre, mais a laissé entrevoir des hausses de taux d'intérêt l'an prochain. Nous prévoyons au moins deux hausses qui porteraient son taux d'escompte à 0,50 %, contre 0,10 % actuellement. La première hausse, qui devrait être relativement faible (0,15 %), éloignerait le taux directeur des niveaux d'urgence, et la seconde serait de 0,25 %, ce qui correspondrait davantage à l'ampleur des hausses de taux antérieures. Nous nous attendons à ce que la Banque d'Angleterre laisse ses taux inchangés l'année prochaine, mais les mesures qu'elle a adoptées face à la poussée mondiale de l'inflation sont parmi les plus énergiques. Elle projette également de mettre un terme à l'assouplissement quantitatif d'ici la fin de l'année. Nous prévoyons que le taux des obligations du Royaume-Uni à dix ans passera à 1,25 % l'an prochain, contre environ 0,90 % actuellement.



Nous pensons que le taux des obligations à dix ans devrait atteindre -0,05 % avant la fin de 2022, contre -0,20 % actuellement. Nous ne prévoyons aucune hausse de taux pendant cette période.

Zone euro – Comme pour la plupart des autres régions, nous nous attendons à ce que la zone euro adopte une politique monétaire plus restrictive au cours de la prochaine année. La flambée de cas de COVID le mois dernier a quelque peu compromis la reprise économique en Europe, mais elle ne fera probablement pas dévier la Banque centrale européenne (BCE) de son projet de retrait des mesures de soutien d'urgence. Cette résolution est justifiée par un taux d'inflation qui atteint des sommets jamais vus depuis plusieurs années dans de nombreux pays membres de l'union monétaire ; un resserrement progressif de la politique monétaire n'est donc pas à écarter pour 2022.

Toutefois, contrairement à la plupart des autres banques centrales, la BCE devrait limiter ses mesures de soutien à une réduction des achats d'actifs plutôt qu'à une augmentation des taux d'intérêt de référence. À titre d'exemple, nous prévoyons que le programme de 1 500 milliards d'euros mis en place au moment de la pandémie, au début de 2020, sera abandonné en 2022.

Cette évolution est importante pour la zone euro, car 2022 sera probablement la première année depuis 2018 où la valeur des obligations achetées par la BCE sera inférieure au montant des émissions des États de la zone euro. L'augmentation de l'offre d'obligations qui en résultera aura tendance à faire monter les taux, notamment en Italie, qui figure parmi les cinq plus gros emprunteurs souverains. Les émissions d'obligations allemandes devraient rester modestes. Toutefois, nous prévoyons une hausse des taux compte tenu de l'augmentation des émissions de l'ensemble des membres de la zone euro, qui aura pour effet de réduire la demande d'obligations d'État allemandes. Nous pensons que le taux des obligations à dix ans devrait atteindre -0,05 % avant la fin de 2022, contre -0,20 % actuellement. Nous ne prévoyons aucune hausse de taux pendant cette période.

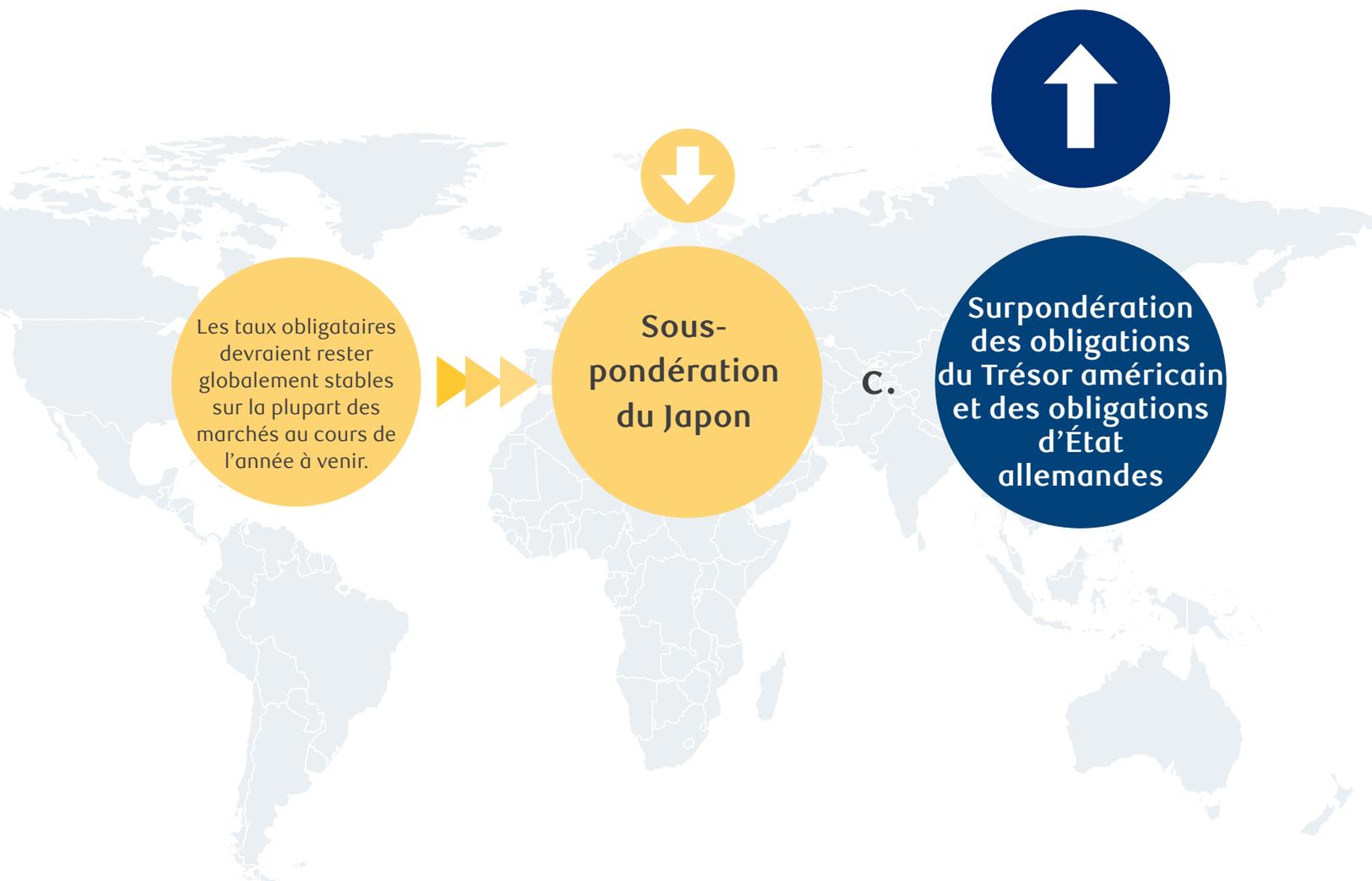


Nous prévoyons que le taux des obligations d'État japonaises à dix ans restera globalement inchangé à 0,10 % l'an prochain, contre 0,07 % actuellement.

Japon – En matière de reprise économique à la suite de la pandémie, le Japon est à la traîne de la plupart de ses pairs mondiaux, compte tenu du déploiement relativement limité des vaccins dans le pays. Cette situation devrait inciter la Banque du Japon à acheter des quantités illimitées d'obligations d'État afin de maintenir le taux à dix ans dans une fourchette de -0,20 % à +0,20 %. Pour l'heure, la politique de « contrôle de la courbe des rendements » de la Banque du Japon est une des multiples tentatives ratées du pays pour soutenir la croissance des prix. Un bond plus vigoureux de la croissance économique grâce à des mesures de relance budgétaire devrait aider à maintenir les taux dans la partie supérieure de la fourchette cible de la Banque du Japon au cours des prochains mois. Nous prévoyons que le taux des obligations d'État japonaises à dix ans restera globalement inchangé à 0,10 % l'an prochain, contre 0,07 % actuellement.

Perspectives régionales

Selon nos prévisions, les taux obligataires devraient rester globalement stables sur la plupart des marchés au cours de l'année à venir. Par conséquent, les pays et les régions offrant des taux plus élevés après couverture du risque de change et des courbes de rendement relativement prononcées devraient être intéressants au cours des prochains mois. Nous maintenons la surpondération des obligations du Trésor américain et des obligations d'État allemandes, et la sous-pondération du Japon.



Prévisions sur 12 mois des taux d'intérêt

Calcul du rendement total : 30 novembre 2021 – 30 novembre 2022

É.-U.						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,38 %	0,75 %	1,50 %	1,80 %	2,20 %	(0,96 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,25 %	0,10 %	0,25 %	0,05 %	(0,15 %)	
Élevé	0,63 %	1,40 %	2,15 %	2,50 %	2,85 %	(5,07 %)
Faible	0,13 %	0,13 %	0,50 %	0,90 %	1,30 %	5,50 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (0,7%)						

Allemagne						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	(0,50 %)	(0,30 %)	(0,25 %)	(0,05 %)	0,25 %	(3,94 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,10 %	0,15 %	0,20 %	0,10 %	
Élevé	(0,50 %)	(0,25 %)	(0,00 %)	0,20 %	0,45 %	(6,24 %)
Faible	(0,50 %)	(0,60 %)	(0,60 %)	(0,50 %)	(0,35 %)	2,73 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (2,6 %)						

Japon						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,05 %)	0,10 %	0,75 %	(0,43 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,00 %	0,45 %	0,00 %	0,00 %	
Élevé	(0,10 %)	(0,05 %)	0,00 %	0,25 %	0,85 %	(2,08 %)
Faible	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,10 %)	0,40 %	4,94 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : 0,3 %						

Canada						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,75 %	1,50 %	1,80 %	2,00 %	2,30 %	(1,83 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,50 %	0,80 %	0,55 %	0,50 %	0,30 %	
Élevé	1,00 %	1,60 %	2,00 %	2,25 %	2,60 %	(3,99 %)
Faible	0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %	1,40 %	6,77 %
Rend. total prévu couvert en \$ US : (1,5 %)						

R.-U.						
	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,50 %	0,60 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	(8,80 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,40 %	0,40 %	0,60 %	0,45 %	0,20 %	
Élevé	0,60 %	1,30 %	1,60 %	1,75 %	1,90 %	(14,74 %)
Faible	0,10 %	0,20 %	0,50 %	0,75 %	1,10 %	(2,41 %)
Rend. total prévu couvert en \$ US : (9,0 %)						

Source : RBC GMA

Déclaration

Le présent document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA), aux fins d'information uniquement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services dans aucun territoire. Il n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Ce document ne peut pas être distribué aux personnes résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Global Asset Management (Asia) Limited, et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes, mais affiliées de RBC.

Au Canada, ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (y compris Phillips, Hager & North gestion de placements), qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de laquelle elle est inscrite. Aux États-Unis, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et régie par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

Vous trouverez des précisions sur RBC GMA à www.rbcgam.com.

Ce document n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus auprès de tiers sont jugés fiables ; toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite ni donnée par RBC GMA ou ses sociétés affiliées ni par aucune autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions exprimées dans les présentes sont celles du leadership avisé RBC GMA et peuvent changer sans préavis. Elles sont fournies aux fins d'information uniquement, n'ont pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doivent pas servir de fondement à de tels conseils. RBC GMA n'assume aucune obligation ou responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions.

RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Les rendements antérieurs ne se répètent pas nécessairement. Tout placement comporte un risque de perte de la totalité ou d'une partie du montant investi. Les rendements, si indiqués, sont fournis à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement actuel peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement, notamment à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Certains énoncés contenus dans ce document peuvent être considérés comme étant des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement de ceux qui y sont indiqués en raison de divers facteurs. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement tous les facteurs pertinents.