

Marchés mondiaux des titres à revenu fixe

Perspectives du marché obligataire

Soo Boo Cheah, MBA, CFA – Premier gestionnaire de portefeuille
RBC Global Asset Management (UK) Limite

Taylor Self, MBA – Premier analyste
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Les marchés financiers ont connu à la fois une fin d'année 2018 tumultueuse et un début d'année 2019 incertain, alors que le ralentissement de la croissance économique et les discordes politiques aux États-Unis et en Europe ont créé un contexte défavorable aux actifs à risque. Les actions et les obligations de sociétés ont brusquement baissé, alors que les obligations d'État se raffermisaient, remplissant ainsi leur rôle de diversification des rendements dans un portefeuille de placement équilibré. Alors que les actions et les titres de créance de sociétés ont presque entièrement récupéré leurs pertes depuis le début de l'année, les obligations d'État ont conservé la plupart des gains réalisés lorsque les actifs à risque se sont dépréciés.

La vigueur des cours des obligations d'État s'explique entre autres par l'adoucissement du ton des banques centrales cette année ; nous nous attendons à ce que ces dernières restent prudentes, étant donné que les inquiétudes relatives au ralentissement de la croissance persistent et que l'inflation demeure modérée. Nous pensons donc que la Réserve fédérale américaine (Fed) a pour le moment mis un coup d'arrêt à la série de relèvement des taux des fonds fédéraux entreprise depuis décembre 2015 et que les autres banques centrales renonceront à mettre en œuvre tout plan visant à resserrer leur politique monétaire dans un avenir prévisible. Nous avons par conséquent revu à la baisse nos prévisions concernant les taux des obligations à long terme.

Dans le dernier numéro de *Regard sur les placements mondiaux*, nous prévoyions que la Banque d'Angleterre (BdA), la Banque centrale européenne (BCE), la Fed et la Banque du Canada (BdC) resserreraient toutes leur politique à un moment ou à un autre cette année. Il semble à présent qu'il ne faille pas s'attendre à voir de hausse de taux avant la fin de 2020 dans le cas de la BCE, et 2021 dans le cas de la BdA (figure 1). Aucune augmentation des taux n'est prévue non plus du côté de la BdC ou de la Fed cette année.

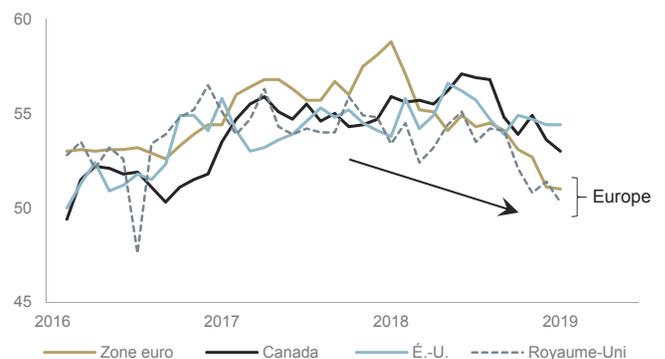
Si elle a enregistré une croissance impressionnante en 2018, l'économie mondiale a sensiblement ralenti (figure 2),

Figure 1. Les banques centrales ont beaucoup adouci le ton – Attentes du marché à l'égard de la prochaine hausse de taux après le 1^{er} janvier 2019



Sources : Bloomberg et RBC GMA, 15 février 2019.

Figure 2. L'économie a nettement ralenti depuis 2018
Indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier



Sources : IHS Markit, RBC GMA

notamment en Europe. Les banques centrales seront dès lors probablement disposées à marquer une pause pour observer la façon dont l'économie mondiale traverse ces difficultés passagères. Outre ce fléchissement de l'activité économique, l'inflation s'est modérée. La chute des cours du pétrole depuis l'an dernier a allégé les pressions inflationnistes, qui devraient continuer de s'atténuer au cours du premier semestre de 2019 (figure 3). Comme la majeure partie des analystes, nous pensons que les dirigeants des banques centrales resteront pour la plupart en attente dans un avenir prévisible, pour autant qu'aucune hausse importante et durable de l'inflation ne se produise.

Orientation des taux

États-Unis – Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale américaine (Fed) laisse les taux d'intérêt inchangés en 2019, contrairement à nos prévisions précédentes de deux hausses d'ici la fin de l'année. Nous avons déjà prédit que le rythme de resserrement de la politique de la Fed ralentirait en 2019, celle-ci ayant donné une orientation plus neutre à sa politique. Depuis la crise financière, la Fed est la seule grande banque centrale à avoir relevé ses taux au-dessus de niveaux typiques d'un état d'urgence. Après huit hausses de taux, le taux directeur actuel est proche de ce que la plupart considèrent comme le point neutre.

Les changements de taux d'intérêt étant suspendus, les investisseurs prêteront davantage attention au bilan de la Fed, qui a fondu de quelque 10 % depuis son sommet de 4 500 milliards de dollars US en 2017. Même si la banque centrale fait tout son possible pour dissocier la politique touchant son bilan de sa politique de taux d'intérêt, les investisseurs s'inquiètent de plus en plus de l'incidence négative que pourrait avoir une nouvelle réduction du bilan de la Fed sur les cours des actifs. Nous estimons donc que celle-ci mettra fin au processus de diminution de son bilan plus tôt que prévu, probablement dans le courant de l'année. Un autre argument en faveur d'un bilan élevé réside dans le fait que le cadre actuel de maîtrise des taux d'intérêt à un jour exige, pour être efficace, que le système bancaire dispose d'importantes réserves excédentaires. Par conséquent, en maintenant un bilan plus important que prévu, la banque centrale éliminerait un des facteurs à long terme exerçant une pression à la hausse sur les taux des obligations américaines. Comme la Fed maintient les taux à leurs niveaux actuels, nous nous attendons à voir les obligations

Figure 3. Inflation dans les pays développés et prix du pétrole – Inflation et prix du pétrole dans le G4



Sources : Bloomberg, RBC GMA

du Trésor à 10 ans fluctuer autour de 2,50 % au cours de la période de prévision. Ce taux est inférieur à notre prévision précédente de 3,00 %.

Allemagne – Le départ prochain de Mario Draghi, dont le mandat à la présidence de la BCE expirera à la fin d'octobre, plonge la zone euro dans une période d'incertitude. Nous pensons toutefois que son départ n'aura pas de grandes répercussions sur l'orientation de la politique de la BCE, qui a fini par accepter l'idée qu'elle avait pour responsabilité d'assurer la continuité de l'euro et de renforcer l'intégration des politiques européennes après la crise de la dette des États de 2011-2012 en Europe. Les dirigeants de la BCE s'accordent aujourd'hui presque unanimement à dire que les mesures de politique monétaire non traditionnelles deviendront probablement une caractéristique permanente des politiques monétaires.

À court terme, en raison du ralentissement de l'activité économique et de la baisse des cours du pétrole, il est plus difficile pour la BCE de faire remonter l'inflation vers la cible de 2 % qu'elle a fixée. Le taux directeur est toujours proche de niveaux propres à une situation d'urgence, et nous ne nous attendons à aucun changement dans les 12 prochains mois.

Indépendamment de ses interventions touchant le taux directeur, la BCE poursuivra sa politique de soutien des banques européennes, notamment en Italie, par l'intermédiaire d'un programme d'opérations de refinancement à long terme (LTRO) destiné à générer des

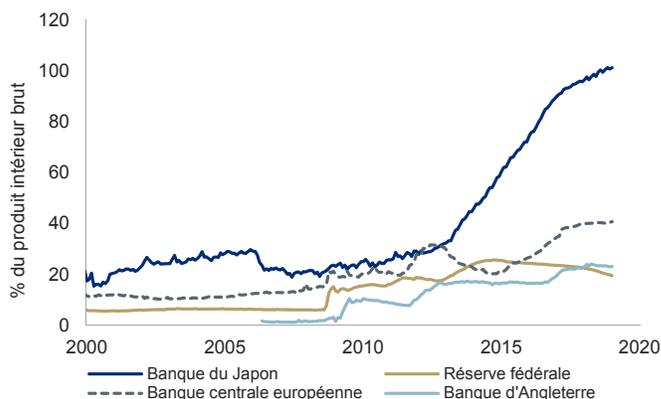
liquidités pour favoriser les prêts aux entreprises. La prolongation de ce programme, qui devait prendre fin cette année, soutiendra les prix des obligations d'État, notamment celles de l'Italie, de l'Espagne et du Portugal.

Parallèlement à la révision à la baisse des prévisions de hausse des taux par la BCE, les taux des obligations d'État allemandes ont chuté. Le taux du titre de référence allemand à dix ans s'établissait récemment juste au-dessus de 0 %, mais les taux pourraient peiner à augmenter notablement tant que les investisseurs compteront sur la BCE pour assurer la santé financière à long terme de la zone euro. Nous estimons que le taux de l'obligation d'État allemande à dix ans s'établira à 0,25 % dans 12 mois, ce qui représente une forte baisse par rapport à notre prévision précédente de 0,75 %.

Japon – Après environ cinq ans de stimulation monétaire constante, l'inflation reste invariablement sous la cible de 2 % de la Banque du Japon (BdJ). Entre-temps, la banque centrale japonaise a acheté plus de la moitié des obligations d'État japonaises en circulation, ce qui signifie que ses avoirs sont de loin supérieurs à ceux des autres banques centrales, en proportion de la taille des économies en question (figure 1). Il sera tôt ou tard crucial de se demander si, et comment, la BdJ pourra un jour réduire son bilan. Pour l'instant, nous pensons que la banque centrale restera fidèle à sa politique monétaire extraordinairement accommodante, qui consiste à acheter des obligations pendant une durée indéterminée pour agir sur la courbe des taux. La BdJ pourrait apporter de légères modifications à sa politique, en prenant par exemple des mesures visant à accentuer la courbe des taux, pour atténuer certains effets négatifs des taux d'intérêt bas sur la rentabilité des banques. Nous ne nous attendons pas à voir la banque centrale modifier son taux directeur à court terme au cours des 12 prochains mois, et nous sommes d'avis que le taux des titres à dix ans devrait fluctuer dans la fourchette cible de la BdJ, qui est de plus ou moins 0,20 %.

Royaume-Uni – À cause de l'incertitude entourant le Brexit, qui pèse sur l'économie britannique et freine tant l'inflation que l'activité économique, la Banque d'Angleterre (BdA) hésite à relever ses taux d'intérêt par rapport à des niveaux justifiés par un état d'urgence. Cette situation a eu pour effet de repousser encore le moment prévu pour la prochaine hausse des taux. Nous ne nous attendons pas à voir la BdA changer son taux directeur avant la fin de l'année. Nous

Figure 4. La Banque du Japon se démarque
Bilan des banques centrales en pourcentage du PIB



Sources : Banques centrales, bureaux de la statistique et RBC GMA

avons revu à la baisse notre prévision de taux de l'obligation d'État du Royaume-Uni à dix ans, de 1,75 % à 1,00 %, pour tenir compte de la grande prudence de la BdA dans une conjoncture marquée par un ralentissement de la croissance et de l'inflation, et de l'incertitude persistante quant au Brexit.

Canada – La Banque du Canada (BdC) a relevé son taux d'intérêt de référence de 75 points de base au total en 2018. Cependant, elle semble beaucoup moins encline à continuer dans cette voie depuis le début de l'année, étant donné le ralentissement de la croissance économique. La BdC a récemment revu à la baisse ses prévisions de croissance économique pour le Canada. Elle a aussi annoncé qu'elle évaluerait l'incidence de la baisse des cours du pétrole et du resserrement des conditions financières sur l'économie avant de décider de la marche à suivre. Toutes les mesures de l'inflation de base par la BdC s'établissent sous les 2 % et sont, de ce fait, trop basses pour pousser la banque centrale à resserrer encore sa politique. Le rythme actuel de l'expansion économique n'est lui non plus pas suffisamment vigoureux pour inciter la BdC à agir : tant la croissance mondiale que la croissance intérieure devraient diminuer en 2019, la dernière risquant de souffrir de baisses de la production pétrolière et d'un ralentissement du marché du logement. Nous estimons dès lors que la banque centrale maintiendra son taux directeur pour l'instant, cette dernière ayant toutefois souligné que « le taux d'intérêt directeur devra augmenter avec le temps jusqu'à l'intérieur d'une fourchette neutre pour assurer l'atteinte de la cible d'inflation ».

Les obligations émises par des entités canadiennes n'ont guère suscité d'intérêt à l'international durant une grande partie de 2018, la faiblesse de la monnaie, la baisse des cours des marchandises, les retards touchant les pipelines et les inquiétudes quant au commerce ayant poussé les investisseurs à se détourner du marché canadien. Vers la fin de l'année, les craintes pour la croissance mondiale en général ont toutefois poussé les investisseurs à chercher des valeurs refuges telles les obligations canadiennes. Les obligations provinciales ont attiré de solides afflux de capitaux ; les provinces ont été des émetteurs actifs dans d'autres monnaies grâce à des conditions de marché favorables.

Selon les prévisions générales, la BdC devrait décréter une nouvelle hausse des taux en 2019, vers la fin de l'année. Nous sommes d'avis que la BdC a probablement mis fin à ses hausses de taux et pourrait marquer une pause jusqu'en 2020. Nous prédisons que le taux des obligations d'État à dix ans devrait augmenter légèrement à 2,00 %, soit 40 points de base en dessous de nos prévisions précédentes.

Pondérations régionales recommandées

Nous recommandons de surpondérer les titres du Trésor américain de 5 points de pourcentage, et de sous-pondérer en contrepartie de 2,5 points de pourcentage les positions dans les obligations d'État allemandes et japonaises. L'écart entre les taux des obligations américaines et allemandes reste important au regard des normes passées. Qui plus est, selon les écarts de croissance économique, les taux des obligations des États-Unis sont trop élevés et sont soumis à des pressions baissières, ou les taux des titres européens sont trop faibles et ont de fortes chances d'augmenter. Au Japon, les taux des obligations d'État sont tombés au bas de la fourchette cible fixée par la BdJ pour agir sur la courbe des taux, ce qui nous incite à penser qu'une sous-pondération de ces titres offre une autre piste potentielle pour obtenir des rendements relatifs intéressants.

Pour en savoir plus sur nos perspectives et prévisions, consultez la version complète de la publication *Regard sur les placements mondiaux*, sur notre site Web, au <http://www.rbcgma.com/rpm>.

Ce rapport a été fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.). Au Canada, ce rapport est fourni par RBC GMA Inc. (dont Phillips, Hager & North gestion de placements). Aux États-Unis, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe et au Moyen-Orient, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Investment Management (Asia) Limited aux investisseurs professionnels et institutionnels et aux grossistes. Il ne vise pas les investisseurs du secteur détail. RBC Investment Management (Asia) Limited est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong. Tous les fonds ou stratégies mentionnés dans ce document ne sont pas enregistrés à Hong Kong, en Chine, à Singapour, en Corée ou à Taïwan et ne doivent pas y être vendus, émis ou offerts. Ce document ne vise aucunement à commercialiser, à offrir, à émettre ou à vendre ces fonds ou ces stratégies dans ces pays.

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

Ce rapport 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. Vous trouverez des précisions sur RBC GMA à www.rbcgma.com.

Il n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et les informations qu'il présente ne doivent pas servir de fondements à de tels conseils. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour offrir des informations qu'elle considère comme à jour, exactes et fiables, au moment de mettre sous presse. En raison de la possibilité d'erreurs humaines ou mécaniques, ainsi que d'autres facteurs tels que, sans s'y limiter, des inexactitudes, des erreurs typographiques ou des omissions, RBC GMA décline toute responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions, quelles qu'elles soient, contenues dans ce document. Les opinions présentées ici correspondent à notre jugement en date du 15 mars 2019 et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont présentées de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. RBC GMA se réserve le droit, en tout temps et sans préavis, de changer, de modifier ou de cesser la publication de l'information. Toute information prospective sur les placements ou l'économie contenue dans ce document a été préparée par RBC GMA à partir de plusieurs sources. L'information obtenue de tiers est considérée comme digne de foi, mais aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite par RBC GMA, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. RBC GMA et ses sociétés affiliées déclinent toute responsabilité quant à des erreurs ou des omissions, quelles qu'elles soient. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « croire », « prévoir », « anticiper », « estimer », « avoir l'intention de », « compter sur », « perspectives », « objectifs » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Elles comportent des incertitudes et des risques inhérents concernant les facteurs économiques généraux ; par conséquent, il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.
© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2019

