

MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE

Orientation des taux

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.

Au cours des six dernières années, les taux des effets du Trésor américain ont été confinés dans une fourchette, et les annonces de la mort du marché obligataire haussier restent sans écho. Nous comprenons que le marché obligataire haussier, qui a débuté dans les années 1980, doit prendre fin un jour. Cependant, la stabilisation des taux obligataires ne devrait pas être interprétée comme le présage d'une hausse soutenue. À notre avis, les taux obligataires pourraient faire du surplace pendant une période prolongée, puisque l'endettement de l'économie mondiale et la réglementation du système bancaire soutiennent la demande d'obligations d'État des pays développés (figure 1). Dans ce contexte, les taux obligataires pourraient sortir temporairement de cette fourchette, avant tout simplement de la réintégrer.

Figure 1 : Le taux des obligations américaines à 10 ans est confiné dans une fourchette depuis 6 ans



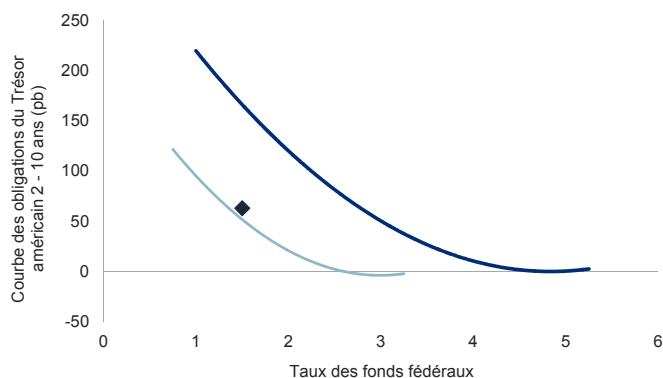
À court terme, les pessimistes à l'égard des obligations se réjouiront de la probabilité que la volatilité soit plus élevée qu'elle ne l'a été depuis de longues années. Dans la section sur les perspectives du marché obligataire, nous soulignons le comportement imprévisible de l'administration Trump, les changements imminents à la composition du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed) et la possibilité que les trois grandes banques centrales durcissent simultanément leurs politiques au cours de notre période de prévision. Par conséquent, les taux obligataires pourraient connaître des envolées temporaires de 50 à 100 points de base.

Nous gardons essentiellement inchangées nos prévisions à l'égard des taux obligataires et nous nous attendons à ce que la plupart des banques centrales envisagent de durcir leurs politiques à mesure que la croissance économique se raffermira. La Fed accélère le rythme du resserrement monétaire et la Banque centrale européenne (BCE) pourrait réduire ses achats d'obligations à l'approche des élections qui auront lieu en Allemagne en septembre. La Banque du Japon gardera sans doute à un bas niveau le taux des obligations d'État japonaises à 10 ans puisque l'inflation reste inférieure à sa cible. Il ne faudrait donc pas prendre trop au sérieux les remarques de la banque centrale au sujet d'un abandon de l'assouplissement quantitatif. La Banque d'Angleterre modifiera sa politique en fonction d'une croissance lente et des préparations au Brexit. La Banque du Canada (BdC) pourrait procéder à une hausse des taux pendant la période envisagée, en raison du raffermissement de l'expansion mondiale.

États-Unis – Nous prévoyons que la Fed décrètera trois hausses du taux des fonds fédéraux au cours des 12 prochains mois. La Fed accordera ensuite la priorité à une réduction progressive du montant d'actifs à son bilan. Son approche graduelle devrait empêcher une nouvelle hausse marquée des taux des États-Unis par rapport à ceux d'autres grandes économies. Elle donnera aussi le temps à la Fed d'évaluer, d'une part, l'incidence éventuelle de toute mesure budgétaire et réforme de la réglementation du président Trump pour stimuler l'inflation et, d'autre part, l'effet des taux plus élevés sur l'économie dans son ensemble. Pour en savoir plus sur les actifs de la Fed, veuillez lire l'article « Le bilan de la Réserve fédérale » dans le présent numéro de *Regard sur les placements mondiaux*.

Notre prévision d'un resserrement de la politique est très similaire à ce qu'anticipe actuellement le marché. Nos modèles donnent à penser que l'écart entre les taux à 2 ans et à 10 ans des obligations du Trésor, actuellement

Figure 2 : La courbe des taux devrait s'aplatir, l'écart passant de 95 pb à 65 pb



Source : RBC GMA

de 100 points de base, se réduira à 65 pb au cours des 12 prochains mois (figure 2), et que la courbe des taux s'aplatira, car le taux directeur poursuivra sa progression. D'après nous, le taux à 10 ans grimpera à 2,50 % au cours des 12 prochains mois, et pourrait dépasser 3 % avant de retomber aux niveaux que nous anticipons. Le taux des fonds fédéraux devrait passer d'environ 0,88 % à 1,63 %.

Allemagne – Le programme d'achat d'obligations de la BCE reste le facteur qui maintient les taux des obligations d'État à de bas niveaux dans toute l'Europe, puisque la banque centrale gère ses actifs en fonction des élections européennes. Par exemple, pendant la période qui a précédé l'élection présidentielle en France, la BCE a acquis proportionnellement plus d'obligations françaises que d'obligations allemandes afin d'empêcher une nouvelle hausse des taux de la France par rapport à ceux de l'Allemagne. Nous croyons que la BCE continuera d'utiliser l'assouplissement quantitatif pour assurer une stabilité financière à l'échelle de la zone euro. Cela dit, vu l'amélioration des perspectives économiques en Europe, la BCE pourrait réduire la taille de son programme d'achat d'obligations d'ici la fin de l'année, car les taux des obligations d'État allemandes devraient être plus élevés. Nous croyons que les dirigeants de la BCE laisseront le taux de référence des dépôts à -0,40 % et nous prévoyons que le taux des obligations d'État allemandes à 10 ans restera à 0,75 %.

Japon – La Banque du Japon pourrait assouplir sa politique, qui vise essentiellement à dicter l'évolution de la courbe des taux, en raison de la hausse des taux des titres du Trésor et du fait que la BCE s'apprête à ralentir le rythme de ses achats d'obligations. Comme la croissance mondiale se

PRÉVISIONS SUR 12 MOIS DES TAUX D'INTÉRÊT
 Calcul du rendement total : 31 mai 2017 – 30 mai 2018

É.-U.

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	1,63 %	1,85 %	2,25 %	2,50 %	3,10 %	0,29 %
Var. p. rap. au trim. préc.	0,25 %	0,10 %	0,25 %	0,00 %	0,00 %	
Élevé	1,88 %	2,50 %	3,00 %	3,25 %	3,75 %	(3,37 %)
Faible	0,88 %	0,90 %	1,25 %	1,60 %	2,30 %	5,60 %
Rend. total prévu couvert en \$ US :	0,45 %					

ALLEMAGNE

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	(0,40 %)	(0,10 %)	0,20 %	0,75 %	1,30 %	(1,98 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	
Élevé	0,00 %	0,50 %	0,80 %	1,25 %	1,60 %	(5,66 %)
Faible	(0,40 %)	(0,50 %)	(0,25 %)	0,00 %	0,50 %	5,97 %
Rend. total prévu couvert en \$ US :	(0,16 %)					

JAPON

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	(0,10 %)	(0,05 %)	(0,07 %)	0,10 %	0,95 %	(1,00 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	0,05 %	(0,02 %)	0,00 %	0,00 %	
Élevé	0,00 %	0,10 %	0,10 %	0,25 %	1,10 %	(3,05 %)
Faible	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,10 %)	(0,10 %)	0,60 %	3,45 %
Rend. total prévu couvert en \$ US :	0,82 %					

CANADA

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,75 %	2,30 %	(0,67 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,25 %	0,10 %	0,10 %	0,00 %	(0,10 %)	
Élevé	1,25 %	1,65 %	1,90 %	2,35 %	2,85 %	(5,46 %)
Faible	0,25 %	0,25 %	0,40 %	0,90 %	1,60 %	6,34 %
Rend. total prévu couvert en \$ US :	(0,51 %)					

R.-U.

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	Rendement (local)
Base	0,25 %	0,30 %	0,75 %	1,25 %	2,00 %	(2,34 %)
Var. p. rap. au trim. préc.	0,00 %	(0,30 %)	(0,25 %)	(0,25 %)	(0,25 %)	
Élevé	0,50 %	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	(9,28 %)
Faible	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,50 %	1,40 %	6,49 %
Rend. total prévu couvert en \$ US :	(1,09 %)					

Source : RBC GMA

poursuit à son rythme récent, nous prévoyons que la Banque du Japon conservera une cible officielle de 0,00 % pour le taux des obligations d'État à 10 ans, mais qu'elle laissera ce taux remonter jusqu'à 0,10 %. Notre prévision à l'égard du taux des dépôts demeure inchangée, à -0,10 %.

Canada – L'économie canadienne a amorcé l'année en force, assez pour amener le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, à indiquer que de nouvelles baisses de taux sont peu probables pour le moment. Cependant, M. Poloz a prévenu que l'incidence de toute politique commerciale protectionniste proposée par les États-Unis pourrait grandement miner la croissance. Les autres préoccupations demeurent l'endettement des ménages et la surchauffe du marché du logement de Toronto. En avril, le gouvernement de l'Ontario a annoncé des mesures visant à freiner la spéculation et à combler l'insuffisance de l'offre à long terme. À notre avis, les taux directeurs ne devraient pas commencer à croître au moins avant le milieu de 2018, moment auquel la BdC estime que l'écart de production disparaîtra.

Les investisseurs internationaux ont continué de s'intéresser aux obligations canadiennes étant donné que le Canada fait partie de la douzaine de pays ayant une cote de crédit AAA et que le contexte politique et financier y est relativement stable. La quiétude des investisseurs étrangers a entraîné un abandon des obligations les plus sûres du gouvernement du Canada en faveur des titres provinciaux, dont le rendement est supérieur. Cette forte demande étrangère comble opportunément les besoins de financement accrus des provinces et permet la réalisation d'émissions à l'extérieur du Canada, dont récemment en dollars américains, en euros et en dollars australiens. L'année en cours laisse présager le plus haut niveau d'émission d'obligations provinciales jamais enregistré. Le record de 27 G\$ CA a été atteint en 2009, durant la crise du crédit, alors que les investisseurs se ruèrent sur les titres de qualité supérieure. La demande actuelle découle du fait que l'assouplissement quantitatif en Europe et au Japon amène les investisseurs à rechercher ailleurs de meilleurs rendements en revenu.

Les obligations canadiennes ont surclassé les effets du Trésor américain depuis le début de l'année. C'est logique, puisque la BdC devrait garder le taux directeur à 50 points de base pendant la majeure partie de l'année, tandis que les investisseurs anticipent un resserrement par la Fed. Le recul des prix du pétrole et les inquiétudes liées au marché du logement appuient la préférence de la BdC pour un

maintien du statu quo. Nous notons que la corrélation entre le prix du pétrole et l'orientation des taux d'intérêt, qui a généralement été très forte, a quelque peu diminué. Les valorisations des titres canadiens à long terme semblent désormais excessives.

Nous tablons sur une hausse de 25 points de base du taux directeur de la BdC, à 75 points de base, à la fin de notre horizon de 12 mois. Cependant, notre prévision pour le taux des obligations d'État à 10 ans reste à 1,75 %.

Royaume-Uni – De récentes données indiquent que l'inflation recule après que le vote sur le Brexit, qui avait fait plonger la livre, eut entraîné une série de résultats supérieurs au niveau souhaité. L'attention, qui se concentrait sur l'incidence de la devise, se tourne maintenant vers les perspectives de croissance économique et les répercussions des négociations sur le Brexit à la suite de l'élection générale de la semaine dernière. La Banque d'Angleterre est prête à soutenir l'économie étant donné que les entreprises retardent leurs investissements en raison de l'incertitude à l'égard de la relation entre le Royaume-Uni et l'UE, son principal partenaire commercial. Une nouvelle baisse importante de l'optimisme des investisseurs, de l'activité économique et de la consommation pourrait inciter la Banque d'Angleterre à lancer une autre phase d'assouplissement monétaire en 2018. Pour l'instant, nous croyons qu'elle maintiendra le statu quo en laissant son taux directeur à 0,25 % et nous abaissons de 25 points de base notre prévision pour le taux des obligations du Royaume-Uni à 10 ans, qui passe à 1,25 %.

Pondérations régionales recommandées

Nous avons modifié nos recommandations en ce qui a trait aux pondérations régionales. Notre sous-pondération des obligations allemandes passe à 5 points de pourcentage, contre 2,5 points de pourcentage au dernier trimestre, et nous adoptons une pondération neutre pour les obligations japonaises, que nous sous-pondérions de 2,5 points de pourcentage. Notre surpondération des effets du Trésor américain reste de 5 points de pourcentage. À notre avis, la progression des taux des obligations d'État allemandes devrait être plus forte que celle des effets du Trésor américain, car les investisseurs anticiperont graduellement la possibilité que la BCE commence à réduire son assouplissement quantitatif vers la fin de la période visée par nos prévisions.

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, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

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, la division de gestion d'actifs de 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.

Le présent rapport 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. Le processus de placement décrit dans ce rapport peut changer avec le temps. Les caractéristiques mises de l'avant dans ce rapport visent à dresser un portrait général des critères utilisés dans la sélection des titres détenus dans les portefeuilles des clients. Les placements des portefeuilles des clients ne satisferont pas toujours tous ces critères. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. 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.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme le présent rapport représentent le jugement de RBC GMA au 13 juin 2017 et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

Les rendements sont estimés à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré.

Note sur les énoncés prospectifs

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives peuvent être modifiées sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada.
Utilisation sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2017

