

Comportement des obligations en période de faiblesse des taux

Au cours des dernières années, il a abondamment été question dans la presse financière d'une éventuelle hausse des taux d'intérêt et de ses conséquences négatives sur les portefeuilles d'obligations. Compte tenu de l'importance des récentes augmentations des taux obligataires et de la dépréciation des obligations qui en a résulté, les investisseurs s'inquiètent à bon droit devant la perspective que cette ascension se poursuive au cours des prochains mois. Comme nous allons toutefois le démontrer, si les taux obligataires poursuivent leur ascension, ce qui est loin d'être assuré, les répercussions pour les placements à revenu fixe seront plus positives qu'elles le semblent¹.

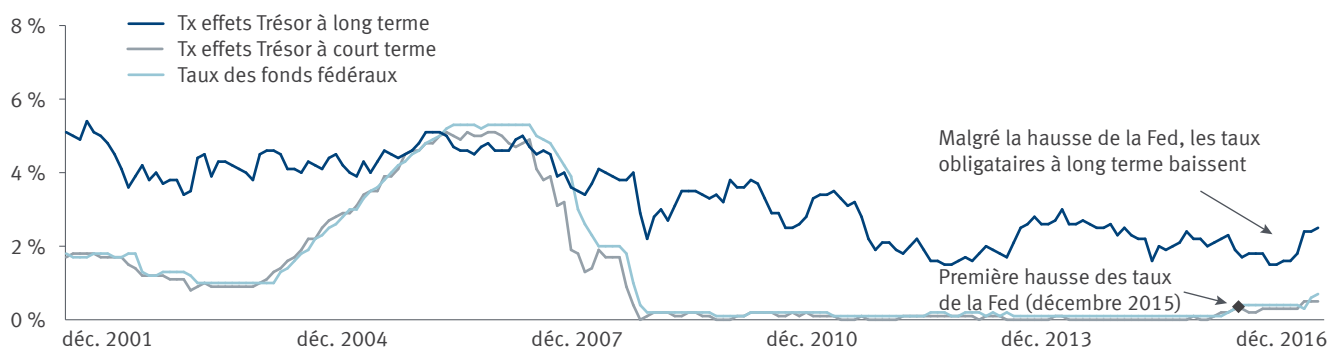
Pourquoi accorde-t-on tant d'importance aux « hausses de taux » dans les nouvelles ?

En décembre 2008, au moment où la crise financière mondiale battait son plein, la Réserve fédérale américaine (Fed) a pris une mesure sans précédent en abaissant son taux d'intérêt directeur dans la fourchette de 0,00 % à 0,25 % afin de contribuer à la relance de l'économie. Depuis, les répercussions pour les marchés financiers et les investisseurs de cette période prolongée de faibles taux et du relèvement qui s'ensuivra alimentent les spéculations. Durant la reprise, mais surtout au cours des dernières années, les membres de la Fed qui votent sur les modifications de la politique monétaire ont souligné à maintes reprises que le relèvement des taux devrait s'effectuer graduellement. Malgré ces propos, lorsqu'ils ont finalement voté pour la hausse du taux directeur de 0,25 % en décembre 2015, les craintes des investisseurs quant à la possibilité que les taux obligataires commencent à s'accroître à un rythme soutenu se sont avivées.

Pourquoi les taux des obligations d'État ont-ils été si volatils au cours des sept dernières années si la Fed a maintenu son taux directeur dans une étroite fourchette ?

Le taux directeur de la Fed, appelé « taux des fonds fédéraux », influence directement sur les taux obligataires à court terme². Cependant, les taux obligataires à long terme qui ont un effet plus déterminant sur les rendements réels des investisseurs, varient aussi en fonction des attentes du marché à l'égard de la croissance économique, de l'inflation et de la demande de certaines obligations. Le graphique 1 montre que l'évolution des taux des effets du Trésor américain à court terme suit de près celle du taux des fonds fédéraux, alors que la corrélation entre celui-ci et le taux des obligations du Trésor américain à long terme est faible.

Graphique 1 : Taux des fonds fédéraux et taux des obligations du Trésor américain



Le taux des obligations du Trésor américain à long terme est représenté par celui de l'obligation du Trésor américain à 10 ans ; le taux des effets du Trésor américain à court terme est représenté par celui des bons du Trésor américain à 3 mois. Au 31 janvier 2017. Source : Bloomberg.

¹ Dans le présent document, nous examinerons plus particulièrement le marché des effets du Trésor américain, étant donné qu'il constitue le plus gros marché d'obligations d'État du monde, qu'il influence fortement, en général, sur le marché des obligations canadiennes, et qu'il y a davantage de données sur les segments du marché des obligations américaines.

² Bien qu'une explication complète de l'utilité du taux des fonds fédéraux dépasse la portée du présent document, notons qu'il s'agit essentiellement d'un levier dont se sert la Fed pour contrôler la production de l'économie et l'inflation (la Fed hausse ce taux lorsqu'elle s'inquiète du niveau élevé de l'inflation ou souhaite ralentir l'activité économique, et elle le réduit pour les raisons contraires). Ce taux détermine les coûts d'emprunt à très court terme des banques, en plus de constituer la base des autres taux d'intérêt à court terme et des taux obligataires.

Si la Fed n'a pas de prise directe sur les taux des effets du Trésor à long terme, qui le fait alors ?

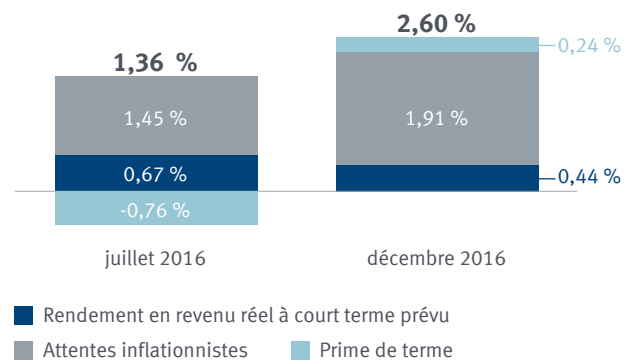
Pour comprendre la relation entre le taux des fonds fédéraux et les taux des effets du Trésor, il est utile de se rappeler que les taux des obligations d'État sont formés de trois composantes, soit le rendement en revenu réel à court terme prévu, la rémunération liée à l'inflation prévue et la prime de terme. Chacune de ces composantes est expliquée en détail ci-après.

- Rendement en revenu réel à court terme prévu :** Cette composante reflète les attentes touchant l'inflation et la croissance de l'économie. Elle a tendance à être plus élevée quand on prévoit une hausse de la croissance économique ou de l'inflation pendant la durée de l'obligation. Contrairement aux deux autres composantes des taux des obligations d'État, ce taux est directement fonction du taux des fonds fédéraux, qui fixe effectivement un niveau minimal pour les autres taux d'intérêt à court terme.
- Inflation prévue :** Le taux obligataire dépend aussi de la nécessité, pour les investisseurs, de toucher une rémunération pour la hausse escomptée des prix, ou l'inflation prévue, au cours du terme de l'obligation. La valeur de cette composante augmentera si les investisseurs pensent que l'inflation s'accroîtra dans l'avenir en raison de l'évolution des politiques gouvernementales ou de l'accroissement de l'activité économique. Bien que les attentes inflationnistes soient principalement déterminées par la conjoncture économique, elles peuvent dépendre indirectement du taux des fonds fédéraux, dans la mesure où celui-ci donne un signal quant aux perspectives économiques. Ainsi, si les participants au marché pensent que le taux est trop faible et entraînera une hausse de l'inflation, les attentes inflationnistes peuvent s'accroître.
- Prime de terme :** La dernière composante est la prime de terme, soit le rendement en revenu excédentaire – ou, dans de rares cas, le rendement en revenu déficitaire – qu'exigent les investisseurs à titre de rémunération pour détenir des obligations à long terme. Cette composante est déterminée par deux facteurs : le risque apparent d'inflation-surprise dans l'avenir et la demande d'obligations à long terme par rapport aux obligations à court terme. Par exemple, si les participants au marché pensent que le risque d'inflation-surprise est élevé ou si la demande d'obligations à long terme est inférieure à celle des obligations à court terme, la prime de terme sera plus élevée. Il est possible que le taux des fonds fédéraux, à l'instar de l'inflation prévue, influe indirectement sur cette composante, car la faiblesse des taux à court terme peut inciter les investisseurs à préférer les obligations à long terme ou les amener à croire que le risque d'inflation-surprise est plus élevé.

À quoi est attribuable la récente augmentation des taux des effets du Trésor ?

Comme le graphique 2 ci-dessous l'indique, la récente augmentation du taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans est attribuable à la hausse des attentes inflationnistes et de la prime de terme. La hausse des attentes inflationnistes découle de l'amélioration des perspectives concernant la croissance économique qui s'est amorcée pendant l'été 2016. Le degré d'optimisme a encore augmenté après l'élection présidentielle aux États-Unis, car le marché a anticipé des baisses d'impôt et une augmentation des dépenses budgétaires. En revanche, la hausse de la prime de terme découle principalement de l'incertitude à l'égard des niveaux d'inflation à long terme, bien qu'elle soit aussi attribuable à son retour en territoire positif (elle s'est anormalement située en territoire négatif pendant la majeure partie de 2016, en raison de la forte demande d'obligations à long terme, provenant en grande partie de la Fed et d'autres banques centrales).

Graphique 2 : Composantes du taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans



Rendement à l'échéance. Selon les composantes du taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans au 8 juillet 2016 (juillet 2016) et au 15 décembre 2016 (décembre 2016).
Source : RBC GMA

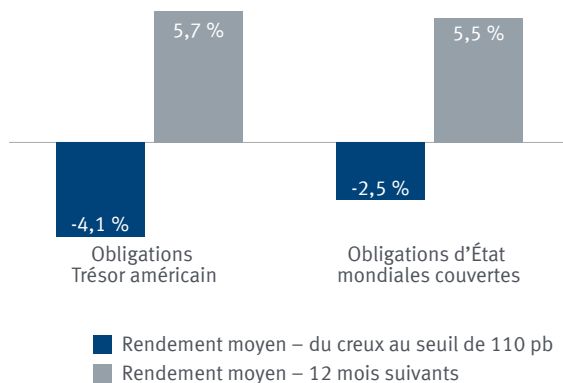
Les taux obligataires vont-ils continuer de monter ?

On sait qu'il est difficile de prévoir les taux d'intérêt. Selon une étude du *Wall Street Journal*, les économistes professionnels sont non seulement incapables de prévoir systématiquement l'ampleur des variations de taux d'intérêt, mais ils ont aussi échoué deux fois sur trois dans leurs tentatives de prévoir leur orientation au cours de tous les trimestres des 30 dernières années. RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) prévoit que le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans s'établira à 2,50 % en février 2018 (il était de 2,31 % le 24 février 2017). Cependant, nous reconnaissons que les taux obligataires pourraient fort bien s'orienter à la hausse ou à la baisse par rapport aux niveaux actuels en raison de l'évolution de la conjoncture économique et des prévisions du marché.

Même si nous ne pouvons pas affirmer avec certitude quelle sera l'ampleur, voire l'orientation, des prochaines fluctuations de taux, nous savons que les obligations d'État se comportent en général relativement bien pendant l'année qui suit de fortes augmentations des taux obligataires.

Depuis 1994, on a observé neuf périodes durant lesquelles le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans a augmenté d'au moins 110 points de base (1,10 %)³. Comme le montre le graphique 3, même si les effets du Trésor américain ont reculé pendant les périodes de hausses des taux, ils ont dégagé un rendement moyen de 5,7 % au cours de l'année qui a suivi ces hausses. Les taux des effets du Trésor américain ne sont pas le seul facteur qui influe sur les obligations d'État mondiales. Pourtant, celles-ci ont produit des résultats similaires. Elles ont commencé par décliner avant de générer un rendement moyen de 5,5 % durant l'année qui a suivi la hausse de 110 pb du taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans. À titre de comparaison, le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans a gagné 124 pb entre le creux du 8 juillet 2016 (1,36 %) et le sommet du 15 décembre 2016 (2,60 %).

Graphique 3 : Rendement des obligations d'État au cours des périodes de hausses des taux



Les obligations du Trésor américain sont représentées par l'indice principal des effets du Trésor américain BofAML (USD) ; les obligations d'État mondiales couvertes sont représentées par l'indice mondial d'obligations gouvernementales Citigroup (CAD – Couvert). Rendements moyens pour les périodes comprises entre janvier 1994 et janvier 2017, au cours desquelles le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans a augmenté de 110 pb en un an par rapport à son creux précédent. Source : RBC GMA

Qu'arrivera-t-il à mes placements en obligations si les taux obligataires continuent de monter ?

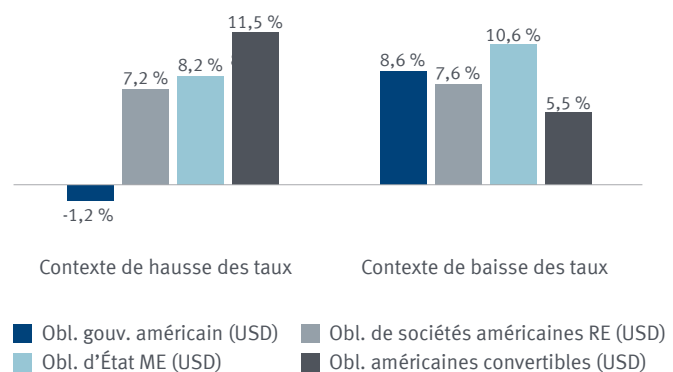
À court terme, les hausses de taux obligataires sont manifestement désavantageuses pour les placements à revenu fixe, puisqu'elles diminuent la valeur marchande des obligations en circulation. Quoiqu'elle puisse être pénible pour les investisseurs, la situation présente toutefois un avantage à long terme. Ainsi, lorsque les

placements à revenu fixe enregistrent des pertes en capital à court terme à cause d'une hausse des taux obligataires, les investisseurs peuvent s'attendre à obtenir ultérieurement des rendements supérieurs, car ils pourront réinvestir leurs coupons et acheter de nouvelles obligations qui produiront des rendements en revenu plus élevés.

De plus, il importe de tenir compte des répercussions qu'ont les variations de la valeur marchande d'une obligation : même si le prix de l'obligation augmente ou diminue avec le temps, l'investisseur est assuré d'obtenir le rendement à l'échéance indiqué à l'achat s'il détient l'obligation jusqu'à l'échéance et que l'émetteur acquitte sa dette. C'est pourquoi il est généralement conseillé aux épargnants d'investir dans des fonds dont le terme moyen est égal ou inférieur à leur horizon de placement.

Enfin, comme le fait ressortir le graphique 4, certains segments du marché des titres à revenu fixe, comme les obligations de marchés émergents (ME), les obligations à rendement élevé (RE) et les obligations convertibles, dégagent traditionnellement des rendements positifs durant les périodes de hausse des taux obligataires. Si les taux obligataires poursuivent leur ascension, les placements dans ces segments du marché atténueront peut-être l'incidence des pertes enregistrées dans le segment des titres à revenu fixe de base du portefeuille d'un investisseur.

Graphique 4 : Rendement de différents segments d'obligations durant les périodes de hausses et de baisses des taux



Selon les données mensuelles de la période allant du 1^{er} janvier 1994 au 31 janvier 2017. Les périodes de hausses et de baisses des taux se fondent sur l'évolution du taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans. Les obligations du gouvernement américain sont représentées par l'indice principal des effets du Trésor américain BofAML (USD) ; les obligations de sociétés américaines à rendement élevé sont représentées par l'indice principal d'obligations américaines à rendement élevé II BofAML (USD) ; les obligations d'État de marchés émergents sont représentées par l'indice mondial diversifié d'obligations des marchés émergents JPM (USD) ; les obligations américaines convertibles sont représentées par l'indice d'obligations américaines convertibles de catégorie investissement BofAML (USD). Source : Morningstar Direct, Bloomberg

³ Cette analyse se fonde sur un seuil de 110 points de base, car il représente une hausse substantielle du taux de l'obligation du Trésor à 10 ans et qu'il existe un nombre suffisant d'occurrences (neuf au total) au cours de la période étudiée.

Que faisons-nous pour limiter le risque de baisse dans nos fonds à revenu fixe en cas de hausse persistante des taux obligataires ?

À RBC GMA, nous sommes des partisans convaincus de la diversification des placements à revenu fixe selon les régions géographiques et les segments du marché, ainsi que de l'analyse de scénarios en vue d'atténuer les effets des reculs du marché.

- **Diversification géographique :** En plus d'offrir une gamme élargie de possibilités de placement à nos gestionnaires, un fonds à revenu fixe bien diversifié à l'échelle mondiale réduit l'incidence des modifications de la politique monétaire d'un pays donné sur les rendements de placement. Par exemple, même si les taux des obligations du Trésor américain continuent de s'accroître, l'incidence de cet accroissement sur le rendement du Fonds d'obligations étrangères RBC pourrait être atténuée grâce aux placements du fonds en obligations d'État émises dans des pays où les taux sont stables, voire en baisse.
- **Diversification des catégories d'actif :** En plus d'avoir diversifié depuis plusieurs années bon nombre de nos fonds à revenu fixe à l'échelle mondiale, nous avons aussi graduellement réparti leur actif dans un éventail élargi de segments du marché des titres à revenu fixe, afin d'atténuer le risque lié aux fluctuations de taux d'intérêt. Par exemple, avant 2010, nous détenions uniquement des obligations à rendement élevé et des obligations d'État de marchés émergents dans le Fonds d'obligations étrangères RBC afin de diversifier nos placements en obligations d'État de marchés développés. Toutefois, nous y avons depuis intégré des obligations de sociétés de catégorie investissement, des obligations de sociétés de marchés émergents et des devises de marchés émergents. De même, nous avons diversifié les placements du Fonds d'obligations RBC et du Fonds d'obligations mondiales de sociétés RBC dans divers segments du marché des titres à revenu fixe.

- **Analyse de scénarios :** L'une des pierres angulaires du processus de placement de l'équipe Titres mondiaux à revenu fixe et devises de RBC GMA est le recours à l'analyse de scénarios. Cette analyse permet de déterminer le rendement futur des placements dans différentes conjonctures (les « scénarios »). Comme on ne sait pas quelles conditions régneront à l'avenir, l'équipe s'efforce de bâtir des portefeuilles qui obtiendront de bons résultats dans les scénarios les plus probables, tout en limitant le risque de baisse dans les scénarios moins probables. En tenant compte de l'incidence potentielle d'une série de résultats économiques sur le rendement des portefeuilles que nous gérons, l'équipe peut atténuer les effets des conjonctures défavorables, et ce, sans nettement diminuer le potentiel rendement lorsque le contexte est favorable.

Si je crains de subir des pertes, devrais-je liquider mes placements à revenu fixe et détenir des liquidités ?

Il est parfois souhaitable que les investisseurs détiennent des liquidités, surtout lorsque leur horizon de placement est rapproché. Toutefois, les liquidités peuvent pénaliser les investisseurs à long terme pour plusieurs raisons, notamment parce qu'elles n'offrent pas la même protection contre les baisses que les obligations durant les replis du marché boursier (sans oublier que leur pouvoir d'achat s'effrite au fil du temps à cause de l'inflation).

Bien que nous reconnaissons que le rendement potentiel des obligations est inférieur à ce qu'il a déjà été, elles jouent toujours un rôle important dans un portefeuille équilibré, car elles permettent de préserver la valeur durant les périodes de reculs des actions. Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs de conserver un volet bien diversifié d'obligations dans leur portefeuille, peu importe ce qu'ils pensent des taux obligataires actuellement offerts sur le marché ou de la possibilité d'une hausse future des taux obligataires.

Pour obtenir d'autres points de vue sur les placements, veuillez consulter le site www.rbcgma.com ou communiquer avec votre conseiller financier.

Le présent article a été préparé par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA) aux fins d'information uniquement. 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. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir de l'information à jour, exacte et fiable, et croit qu'elle l'est lorsqu'elle est communiquée. En raison de la possibilité que surviennent une erreur humaine ou mécanique ainsi que d'autres facteurs, notamment des inexactitudes techniques et des erreurs ou omissions typographiques, RBC GMA décline toute responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions que pourrait contenir le présent document. 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.

Veuillez consulter votre conseiller et lire le prospectus ou le document *Aperçu du fonds* avant d'investir. Les placements en fonds communs peuvent entraîner des commissions, des frais de suivi et des frais et dépenses de gestion. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leurs rendements antérieurs ne sont pas nécessairement répétés. Les fonds RBC, les fonds BlueBay et les fonds PH&N sont offerts par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. et distribués par des courtiers autorisés.

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

