

## Le lent processus vers des mesures d'assouplissement monétaire

Réflexion sur les divers scénarios macroéconomiques possibles concernant les titres à revenu fixe



### Sam Chai, CFA

vice-président, Gestion active des portefeuilles de titres à revenu fixe, Gestion de Placements TD Inc.

### Vinoth Vykunthanathan

vice-président des recherches sur le crédit à rendement élevé, Gestion de Placements TD Inc.

### En bref

- Depuis que la Réserve fédérale américaine (la Fed) a effectué sa dernière hausse en juillet 2023, d'autres progrès dans la lutte contre l'inflation lui a permis de réduire son penchant pour les hausses de taux au début de cette année.
- Personne ne sait avec certitude ce qui se produira, mais il est important de réfléchir aux scénarios macroéconomiques les plus plausibles et de comprendre leurs effets possibles sur les placements en titres à revenu fixe.
- Notre scénario de base est la poursuite de la désinflation et un ralentissement de la croissance en 2024; en outre, nous prévoyons que la Fed baissera son taux une première fois plus tard dans la seconde moitié de 2024 et aura procédé à deux réductions d'ici la fin de l'année.
- Pour les investisseurs, malgré l'attrait des taux plus élevés offerts par les obligations à court terme, les taux des obligations à long terme demeurent beaucoup plus intéressants aujourd'hui qu'ils ne l'ont été depuis des années.

Depuis que la Fed a procédé à sa dernière hausse en juillet 2023, d'autres progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation lui ont permis de réduire son penchant pour les hausses de taux au début de cette année. Depuis, l'inflation aux États-Unis a repris de la vitesse, mais la Fed a continué de suivre une orientation neutre et a implicitement laissé entendre que des mesures d'assouplissement (baisse des taux d'intérêt) seraient probablement mises en œuvre dans les prochains mois. Ces indications de la Fed sur la politique monétaire ont une influence déterminante sur le rendement des marchés des capitaux et deviennent un facteur de plus en plus important à prendre à considération pour naviguer sur ces marchés.

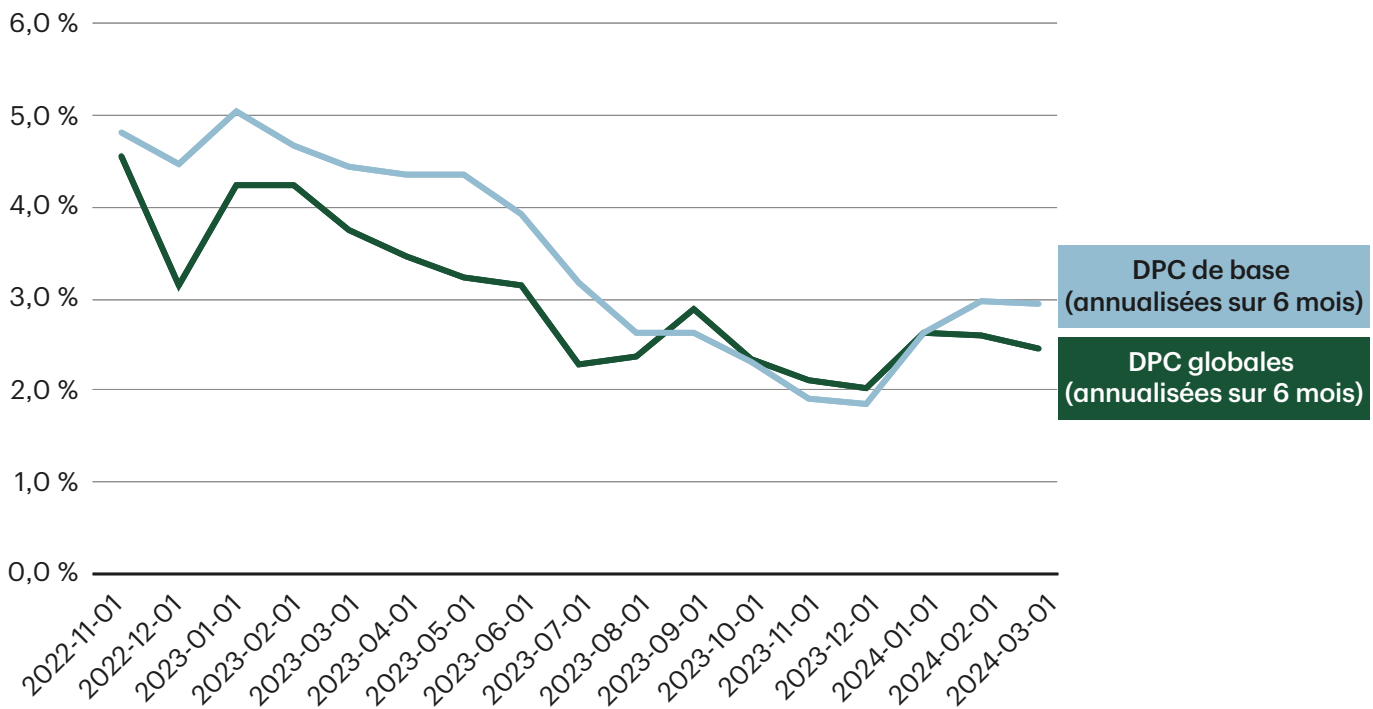
# Attentes élevées

Les investisseurs ont entamé 2023 avec des attentes élevées quant aux réductions de taux et à la vigueur des marchés des capitaux. On s'attendait à ce que la Fed procède à au moins six baisses de taux en 2024. Aujourd'hui, on prévoit deux réductions de taux ou moins pour le reste de l'année. Qu'est-ce qui s'est passé?

Voici quelques éléments de réponses. Pour commencer, trois rapports consécutifs peu reluisants sur l'inflation publiés au premier trimestre ont commencé à dissuader la banque centrale de procéder à des baisses de taux. À la défense de la Fed, il faut toutefois admettre que d'excellents progrès ont été réalisés dans la lutte contre l'inflation durant la majeure partie du second semestre de 2023. Les dépenses

personnelles de consommation (DPC) de base annualisées sur 6 mois, l'une des mesures d'inflation préférées de la Fed, étaient déjà inférieures à 2 % en décembre 2023 (ce qui est inférieur à la cible d'inflation de la Fed). La plupart des investisseurs s'attendaient à ce que cette tendance à la baisse se poursuive, mais cela n'a pas été le cas à ce jour. Depuis, cette mesure a nettement augmenté (graphique 1). Un autre facteur est que la Fed a clairement indiqué qu'elle avait besoin de voir plus de données « favorables » sur l'inflation pour « gagner en confiance » avant de réduire les taux. À l'heure actuelle, l'activité économique et les données sur l'emploi demeurent résilientes.

## Graphique 1 - Après un ralentissement, il y a eu une récente hausse de l'inflation



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 31 mars 2024.

## Pas de boule de cristal

Même si nous n'avons pas de boule de cristal pour prédire ce qui se produira avec certitude, nous aimons formuler les scénarios macroéconomiques les plus plausibles et y réfléchir en fonction de notre évaluation des facteurs macroéconomiques, comme les indicateurs économiques avancés ainsi que les politiques monétaires et gouvernementales, et comprendre leurs possibles répercussions sur les placements en titres à revenu fixe. Dans cet article, nous examinerons ce que nous estimons être le scénario de base pour les taux d'intérêt et les rendements des placements en titres à revenu fixe, ainsi que deux autres scénarios qui pourraient vraisemblablement se concrétiser en 2024.



## Le scénario de base d'un atterrissage en douceur

Les prévisions économiques consensuelles et de la Fed tablent sur une poursuite de la désinflation et un ralentissement de la croissance pendant le reste de l'année par rapport à 2023 (tableau 1). Plus tard cette année, les DPC de base devraient demeurer dans les dernières décimales de 2 % jusqu'à la fin de 2024, tandis que la croissance du PIB devrait ralentir pour atteindre un taux à peine supérieur au taux de croissance potentiel (1,8 % selon la plus récente estimation de la Fed). De plus, la demande par rapport à l'offre sur le marché de l'emploi devrait continuer de mieux s'équilibrer, alors que le ratio chômeurs/postes à pourvoir continue de se normaliser sans que le taux de chômage augmente de façon significative. Nous estimons qu'il s'agit du scénario de base (et le plus probable) et constatons que les indicateurs macroéconomiques ainsi que les tendances des données économiques laissent généralement entrevoir une direction semblable.

### Tableau 1 – Prévisions d'une poursuite de la désinflation et d'un ralentissement de la croissance

	2023	2024	2025	2026
Change in Real GDP	2.6	2.1	2.0	2.0
PCE Inflation	2.8	2.4	2.2	2.0
Core PCE inflation	3.2	2.6	2.2	2.0
Federal Funds Rate	5.4	4.6	3.9	3.1

Source : Résumé des prévisions économiques du FOMC, au 31 mars 2024.

Selon ces hypothèses macroéconomiques, nous nous attendons à ce que la Fed procède à la première réduction de taux tard dans la seconde moitié de 2024 et qu'elle aura effectué deux baisses au total d'ici la fin de l'année. Ces prévisions sont plus conciliantes que la plus récente orientation prospective de la Fed. À l'approche du début du cycle de réduction des taux, nous prévoyons une légère baisse des taux des obligations américaines, en raison surtout des taux à court terme.

### Répercussions sur les titres à revenu fixe

**Obligations de qualité investissement** - Comme la Fed prévoit commencer à réduire les taux d'intérêt cet été, les obligations de qualité investissement pourraient gagner de plus en plus d'attrait. Habituellement, lorsque les taux d'intérêt diminuent, les cours des obligations augmentent, en particulier pour celles qui ont des taux d'intérêt fixes. Les émetteurs d'obligations de qualité investissement ont actuellement une solide situation financière et un bilan sain, de sorte que même si la croissance économique ralentit, ils devraient continuer d'enregistrer un bon rendement. Malgré le récent resserrement des écarts de taux, nous considérons toujours que les taux globaux de plus de 5,25 % sont attrayants, ceux-ci se situant plus de 50 points de base (pdb) au-dessus que la médiane sur 20 ans de 4,33 %. De plus, les obligations de qualité investissement actuelles sont de meilleure qualité que celles des cycles précédents, puisqu'elles sont moins nombreuses à être notées BBB et sont assorties de durées à l'échéance plus courtes. Par

conséquent, dans ce scénario, nous prévoyons que les écarts de taux des obligations de qualité investissement continueront d'augmenter d'environ 10 à 15 pdb par rapport aux niveaux actuels.

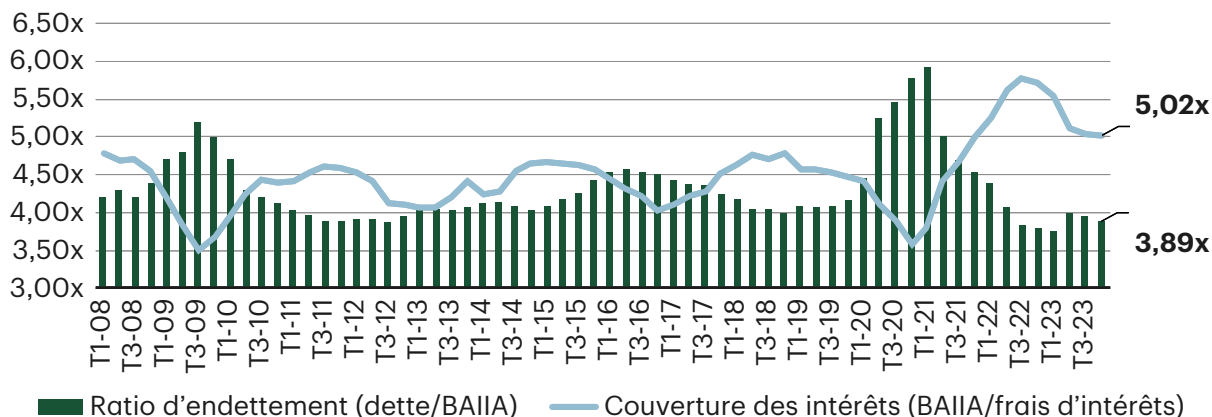
**Obligations à rendement élevé** - Dans un contexte de ralentissement économique, nous prévoyons que la divergence sur le marché du crédit à effet de levier entre les sociétés de qualité inférieure et celles de grande qualité se poursuivra. Par exemple, la différence entre les écarts de taux des obligations notées CCC et BB s'est élargie pour s'établir à près de 662 pdb, soit 95 pdb de plus que la moyenne historique sur 20 ans de 567 pdb. Cela s'explique par la qualité des obligations notées BB, qui sont plus solides que dans les cycles précédents et qui ont fait reculer l'écart de taux à un peu tel qu'il avoisine ses creux historiques d'environ 200 pdb. À l'instar des émetteurs d'obligations de qualité investissement, les émetteurs d'obligations à rendement élevé affichent généralement un bilan sain, un endettement gérable et de solides ratios de couverture des intérêts par rapport aux 15 dernières années (graphique 2).

Nous nous attendons à ce que les titres de créance de faible qualité continuent de briller, car l'économie ne faiblit que légèrement, sans compter que les sociétés de qualité inférieure ont accès à des capitaux et profitent de meilleures conditions financières, tout en ayant la marge de manœuvre nécessaire pour répondre aux défis d'affaires. Nous prévoyons que les taux de défaillance augmenteront légèrement, mais resteront inférieurs à la moyenne historique de 3 % à 4 %. Dans l'ensemble, nous croyons que l'indice des obligations à rendement élevé reculera de 25 à 50 pdb en raison du

resserrement des écarts de taux des obligations de qualité inférieure notées B et CCC qui se redresseront de 25 à 55 pdb, alors que les titres de créance de grande qualité se négocieront dans une fourchette

étroite de 190 à 210 pdb, et que le taux de défaillance demeurera entre 3 % et 4 %, ce qui est conforme à la moyenne à long terme.

## Graphique 2 – Les paramètres des obligations à rendement élevé demeurent relativement solides



Source : JP Morgan Credit Research. Données au 31 décembre 2023.

### Scénario

2



## L'inflation réaccélère et les taux demeurent élevés sur une période prolongée

Même si ce n'est pas le scénario de base, une réaccélération de l'inflation (c'est-à-dire une accélération accrue de l'inflation au deuxième trimestre) pourrait être possible si l'activité économique ou le marché de l'emploi, ou les deux, demeuraient obstinément solides, ce qui se traduirait par une croissance encore plus forte des salaires et une inflation sous-jacente élevée. Un autre facteur possible pourrait être une augmentation du risque géopolitique qui entraînerait une hausse marquée des prix des produits de base et de l'inflation globale. Dans ce scénario, les DPC de base pourraient accélérer pour s'établir autour de 3 % ou augmenter encore plus, tandis que la croissance du PIB pourrait rester nettement supérieure à 2 % dans un contexte de resserrement du marché de l'emploi.

L'inflation élevée obligerait la Fed à reporter l'assouplissement de son taux directeur, car elle pourrait conclure que l'orientation actuelle de sa politique est moins restrictive que prévu. Dans cette situation, la Fed devrait reporter le cycle d'assouplissement à 2025, ou même recommencer à relever les taux. Comme le marché serait contraint de réévaluer la trajectoire des taux directeurs, les taux des obligations américaines s'orienteraient à la hausse.

### Répercussions sur les titres à revenu fixe

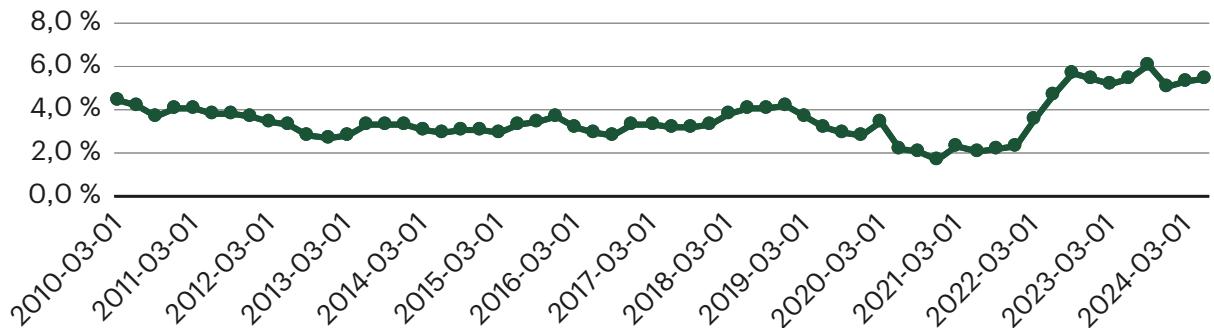
**Obligations de qualité investissement** - Le retour d'une orientation à la hausse des taux est probablement le pire scénario pour les obligations de qualité investissement, et nous croyons qu'il en va de même pour la plupart des autres actifs à risque. Bien que ce scénario puisse créer des difficultés de financement, une forte croissance économique empêcherait probablement les caractéristiques fondamentales des sociétés de se détériorer trop fortement. Il y a lieu de croire que les secteurs plus sensibles aux taux d'intérêt, comme les services financiers, les FPI et les télécommunications, enregistraient des rendements inférieurs, tandis que les secteurs moins sensibles aux taux d'intérêt,

comme la consommation, l'énergie et les produits industriels, seraient sans doute résilients.

Comme les taux globaux atteindraient ou dépasseraient le niveau actuel de 5,25 %, la demande resterait sans doute bien ancrée à ce niveau. Au cours des deux dernières années, les acheteurs qui misaient sur les taux globaux ont fortement contribué à la résilience des écarts de taux des obligations de sociétés de qualité investissement (graphique 3). Il convient de noter que, si les réductions de taux de la Fed sont reportées, mais que l'on s'attend à ce que la prochaine décision des banques centrales soit une baisse, les écarts de taux des obligations de qualité investissement demeureraient largement confinés dans une fourchette de 90 à 105 pdb à notre avis, car de solides facteurs techniques liés à la demande contribueraient à compenser les risques de baisse.

Dans une situation où il y aurait un changement vers une préférence pour une hausse des taux, nous croyons que les écarts de taux se creuseraient de 20 à 30 pdb, car les marchés primaires se tariraient et les secteurs sensibles aux taux d'intérêt feraient l'objet de ventes massives. Toutefois, cette situation serait intégrée progressivement dans les écarts de taux à mesure que de nouvelles données sur l'inflation et l'emploi seraient publiées et que les marchés les prendraient en compte pendant le reste de l'année.

### Graphique 3 – Taux des obligations de sociétés américaines de qualité investissement



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 9 mai 2024.

**Obligations à rendement élevé** – Un contexte de taux élevés durant une période prolongée signifie un environnement où la croissance est positive et où l'inflation demeure élevée. Les émetteurs de titres de qualité supérieure, soit les obligations notées BB et mieux, se trouvent dans une situation financière relativement saine et affichent un bilan et des bénéfices solides. Nous ne prévoyons aucune érosion importante des ratios de couverture des intérêts pour ces émetteurs, car nos prévisions de bénéfices stables et de taux d'intérêt plus élevés sont déjà prises en compte dans leurs calculs au cours de la dernière année. Toutefois, davantage de difficultés guetteraient les émetteurs de titres de qualité inférieure, notamment ceux qui se limitent seulement aux titres à taux variable, car ils pourraient constater une érosion continue de leur capacité à assurer le service de la dette.

Dans l'ensemble, nous pensons que les écarts de taux des émetteurs sensibles aux taux d'intérêt dont la capacité de production de flux de trésorerie est limitée se creuseraient en raison de l'ampleur de leur fardeau de la dette à taux variable ou de leur structure du capital dans un secteur en déclin à long terme. Ces sociétés sont habituellement

des émetteurs de titres notés B- et CCC qui se concentrent uniquement dans les prêts ou dans des sous-secteurs en déclin à long terme compris dans les secteurs des soins de santé ou des télécommunications et les segments des médias et des technologies. À notre avis, les écarts de ces titres de créance de moindre qualité s'élargiraient de 100 à 150 pdb, tandis que ceux des obligations notées BB demeureraient stables, ce qui exercerait des pressions sur les écarts de taux de l'indice qui s'élargiraient de 30 à 50 pdb. Toutefois, les taux globaux de cette catégorie d'actif de plus de 8,0 % et le contexte de croissance positif empêcheraient probablement les écarts des obligations de catégorie BB de trop se creuser et permettraient aux titres de créance de moindre qualité qui ne sont pas sensibles aux taux d'intérêt ni exposés à des structures de capital surendettées d'afficher un bon rendement. Dans une situation où il y aurait un changement vers une préférence pour une hausse des taux, nous croyons que les écarts de taux se creuseraient de 50 à 100 pdb en raison de l'activité limitée sur le marché primaire et des défis pour les émetteurs de titres sensibles aux taux d'intérêt et les secteurs mentionnés ci-dessus.

#### Scénario

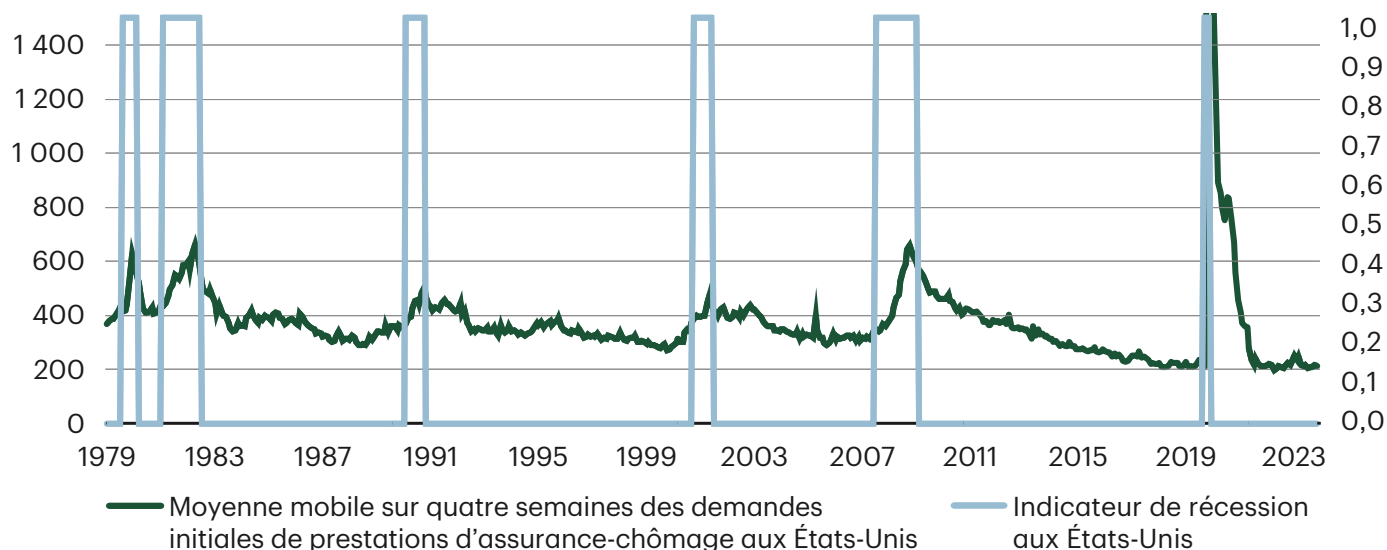
3



## Un atterrissage brutal

Un autre scénario de risque pourrait se présenter si la demande fléchit plus rapidement que prévu et si les conditions du marché de l'emploi se détériorent rapidement. Même si la baisse de vigueur du marché de l'emploi a été très graduelle jusqu'à maintenant, une hausse plus prononcée du nombre de demandes de prestations d'assurance-chômage constituerait un avertissement important, et par le passé, un tel signe a précédé de près un ralentissement économique (graphique 4). De fait, les effets d'une politique monétaire restrictive ont continué de se répercuter sur l'économie réelle, comme en témoigne une certaine modération de l'activité économique. Dans ce scénario, la croissance du PIB pourrait décélérer rapidement pour passer sous la tendance, ce qui pourrait contribuer à la désinflation, car les DPC de base se rapprocheraient de la cible de 2 % de la Fed ou tomberaient en dessous de celle-ci

## Graphique 4 – Une remontée après que le nombre initial de demandes de prestations d’assurance-chômage eût touché un creux précède habituellement une récession aux États-Unis



Source : National Bureau of Economic Research et Bloomberg Finance L.P. Données en date du 30 avril.

Une forte détérioration de l’activité économique ainsi que des progrès continus en matière de lutte contre l’inflation encourageraient la Fed à assouplir fortement sa politique monétaire, compte tenu du niveau restrictif du taux directeur actuel. Dans ce scénario, nous pourrions prévoir que la Fed effectue au moins trois baisses de taux d’ici la fin de cette année et peut-être plus pour soutenir l’économie. Si ce scénario se concrétisait, nous pensons que les taux d’intérêt aux États-Unis baisseraient alors considérablement, en particulier dans le segment à court terme.

### Répercussions sur les titres à revenu fixe

**Obligations de qualité investissement** - Dans ce scénario, où un atterrissage plus brutal que prévu de l’économie entraînerait une détérioration rapide de l’activité économique et de la vigueur du marché de l’emploi, les obligations de qualité investissement subiraient probablement un choc initial. À notre avis, les écarts de taux s’élargiraient d’abord de 50 à 60 pdb, à mesure que le marché s’adapterait au risque de crédit accru et à un contexte économique moins favorable. La crainte d’une intensification des décotes des obligations de sociétés pourrait creuser davantage les écarts de taux pendant une courte période.

Toutefois, malgré un rajustement initial important, il y a lieu de croire que les obligations de qualité investissement profiteraient de leurs caractéristiques inhérentes qui les rendent relativement plus intéressantes que d’autres catégories d’actif en période d’incertitude économique, soit une qualité supérieure à celle de la plupart des autres actifs risqués, car les émetteurs de titres de qualité investissement sont habituellement des acteurs importants et bien diversifiés dont les bénéfices sont stables. Pour cette raison, le marché des obligations de sociétés de qualité investissement peut souvent enregistrer des entrées de capitaux en période

de repli du marché en raison d’une ruée vers les titres de qualité. De plus, les versements de coupons fixes qu’offrent les obligations de qualité investissement procurent un flux de revenu stable, ce qui atténue la volatilité des portefeuilles en période de tension. Par conséquent, malgré l’élargissement initial des écarts de taux, l’attrait des obligations de qualité investissement serait sans doute soutenu, voire accru, en raison de la sécurité qu’elles procurent et de leurs caractéristiques de revenu dans un contexte de faibles taux d’intérêt. Nous prévoyons que les acheteurs qui privilégient les taux globaux finiraient par revenir sur le marché une fois que la volatilité se serait estompée et que la Fed aurait annoncé un assouplissement énergique. Les écarts de taux des obligations de qualité investissement se rapprocheraient de 125 pdb d’ici la fin de l’année.

**Obligations à rendement élevé** - Nous croyons que les obligations à rendement élevé connaîtraient des difficultés beaucoup plus importantes si l’économie faiblissait rapidement, car les paramètres fondamentaux du crédit fléchiraient d’ici la fin de l’année, mais on s’attendrait à ce qu’ils se détériorent davantage d’ici 2025. Selon nous, les écarts de taux s’élargiraient de 150 à 200 pdb, en raison de la hausse des taux de défaillance, de l’accès limité au capital et des pressions sur les flux de trésorerie ressenties par les émetteurs plus cycliques. Ce contexte rendrait les obligations à rendement élevé moins intéressantes que les obligations de qualité investissement; toutefois, les obligations notées BB sont relativement plus solides aujourd’hui et représentent une plus grande part du marché des obligations à rendement élevé par rapport aux cycles précédents. Nous pensons que cette vigueur ancrerait le marché dans une certaine mesure, même si plus de particuliers étaient en difficulté et en défaillance. Une gestion active de portefeuille assortie d’une recherche rigoureuse sur le crédit aiderait à traverser cette période difficile.

# Un contexte changeant

Il est bien difficile de prévoir avec certitude ce que l'économie nous réserve et, par extension, les marchés. Même si une boule de cristal était idéale, il est important d'élaborer différents scénarios (tableau 2), de réfléchir à ceux qui sont les plus susceptibles de se produire et d'agir en conséquence. Pour l'instant, les marchés surveillent de près le moment où surviendra la première baisse de taux de la Fed, qui devrait selon nous être justifiée par la nécessité d'assouplir graduellement la politique monétaire, plutôt que par le désir de stimuler l'économie.

**Tableau 2 – Variation prévue des écarts à la fin de 2024**

	Taux obl. Trésor am. à 5 ans	Taux obl. Trésor am. à 10 ans	À rendement élevé	Qualité investissement	BBB	BB	B	CCC
<b>Atterrissage en douceur</b>	un peu plus faible	un peu plus faible	un peu plus faible	neutre	neutre	neutre	un peu plus faible	un peu plus faible
<b>Réaccélération de l'inflation</b>	plus élevé	plus élevé	un peu plus élevé	un peu plus élevé	un peu plus élevé	neutre	un peu plus élevé	plus élevé
<b>Atterrissage brutal</b>	plus faible	plus faible	plus élevé	plus élevé	plus élevé	plus élevé	plus élevé	Nettement plus élevé

Source : Gestion de Placements TD Inc. et JP Morgan Research. Données au 1er mai 2024.

Pour les investisseurs, malgré l'attrait des taux plus élevés offerts par les obligations à court terme, les taux des obligations à long terme demeurent beaucoup plus intéressants aujourd'hui qu'ils ne l'ont été depuis des années. Les investisseurs qui ont un horizon de placement à long terme feraient bien de bâtir des portefeuilles d'obligations diversifiés pour profiter des rendements que les obligations de sociétés peuvent potentiellement offrir à long terme. ■

Suivez Gestion de Placements TD



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et qui peuvent comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. <sup>MD</sup> Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.