



Alexandra Gorewicz, gestionnaire de placements agréée (CIM) et gestionnaire de portefeuille, Titres à revenu fixe à gestion active, Gestion de Placements TD Inc.

Taux d'intérêt mondiaux

De « plus bas pour plus longtemps » à « plus élevés pour plus longtemps » et (un jour) vice-versa?

En bref

- Actuellement, les investisseurs font face à une grande incertitude quant à savoir si le moment est bien choisi pour acheter des obligations, compte tenu du risque d'une nouvelle hausse de taux des banques centrales.
- Certaines données montrent que la performance de l'économie demeure solide, tandis que d'autres indiquent que l'activité économique pourrait se contracter à un moment ou à un autre. Cette divergence dans les données crée un contexte prévisionnel très complexe.
- Les taux des obligations d'État à long terme sont fortement influencés par la baisse des taux d'intérêt à laquelle procéderont les banques centrales lorsqu'elles commenceront à assouplir leur politique monétaire.
- Dans ce contexte, Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) s'attend à une inflexion positive des taux d'intérêt cette année, ce qui constitue une excellente occasion d'investir dans les obligations d'État.



Ce n'était pas censé se passer ainsi.

Il y a deux ans, le discours dominant voulait que l'inflation soit passagère et que les banques centrales aient des années pour relever progressivement leurs taux afin de rétablir l'équilibre de la dynamique économique. Même les décideurs prévoyaient que l'inflation ne dépasserait pas la cible des 2 % pour 2022 et les années suivantes. À l'époque, il était admis que les poussées inflationnistes liées à la pandémie ne tarderaient pas à être neutralisées par les forces structurelles désinflationnistes et lentes qui prédominaient dans l'environnement des taux « bas pour longtemps » durant la majeure partie des années 2010. Aujourd'hui, tout cela apparaît comme une chimère.

Après avoir connu l'un des cycles de resserrement des politiques monétaires les plus rapides à l'échelle mondiale, de nombreuses économies à travers le monde, et surtout les marchés du travail, semblent extrêmement résilients. Les marchés financiers continuent de progresser à leur propre rythme, car le contexte financier est globalement plus souple aujourd'hui qu'il ne l'était en octobre 2022, lorsque les taux d'intérêt se situaient à des niveaux comparables. Par conséquent, la plupart des banques centrales

continuent de craindre une hausse de l'inflation. Même les banques centrales qui ont atteint le taux directeur maximal, c'est-à-dire le taux directeur le plus élevé du cycle de resserrement, ont déclaré que l'assouplissement de la politique monétaire n'était pas pour tout de suite et qu'après une pause, de nouvelles hausses de taux n'étaient pas exclues. Ce n'est pas ce que vous souhaitez entendre? Rassurez-vous, vous n'êtes pas les seuls.

La plupart des banques centrales continuent de craindre une hausse de l'inflation.



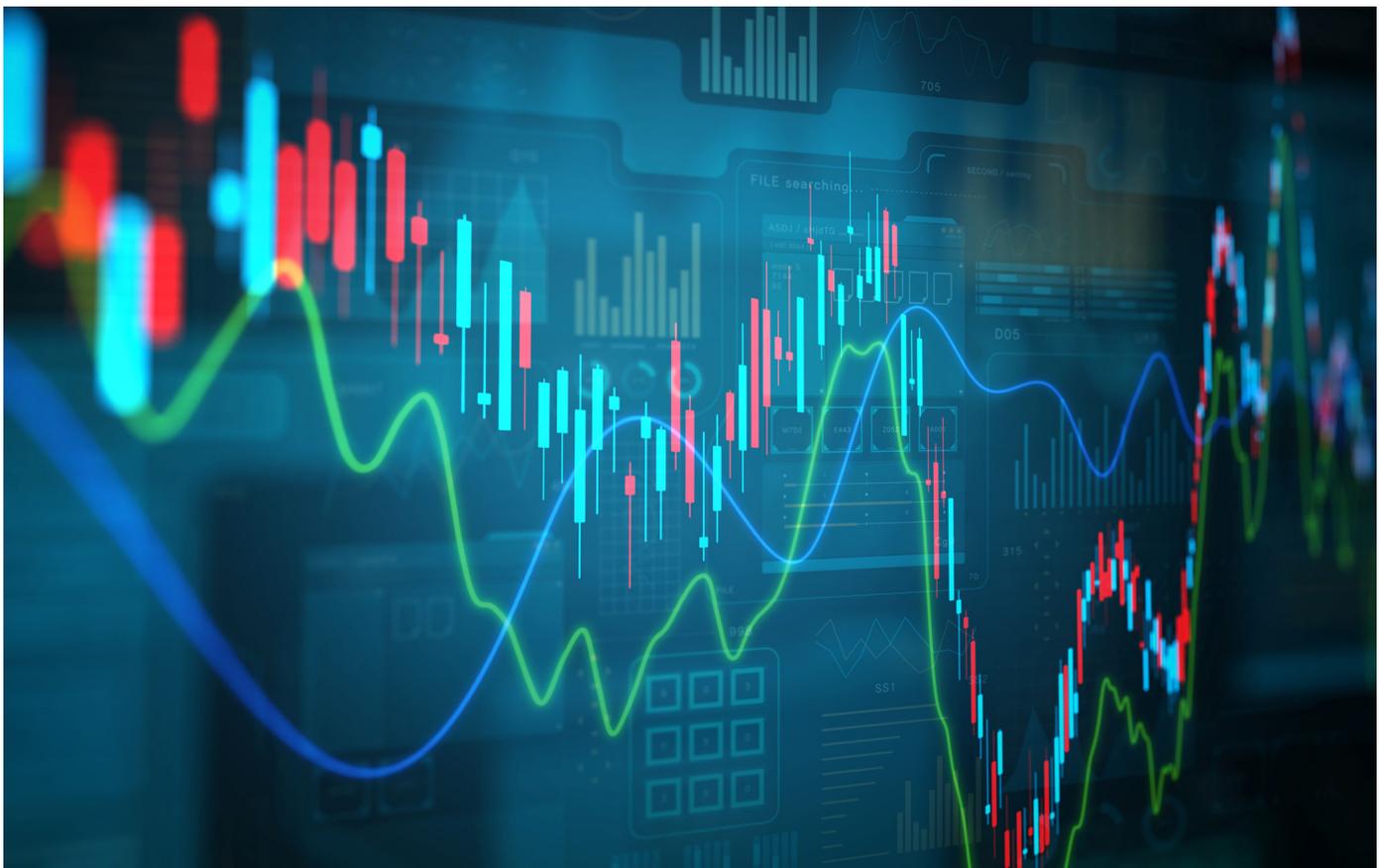
Parviendrons-nous un jour à revenir à la cible d'inflation?

Jusqu'à cette année, le marché obligataire s'attendait à ce que la Réserve fédérale américaine (la Fed) procède à deux baisses de son taux directeur pour le ramener à 4,5 % d'ici décembre 2023, après son sommet de plus de 5 % de juin 2023. La Fed a maintes fois répété qu'elle n'entendait pas baisser les taux cette année, mais le marché obligataire n'en a pas tenu compte. Toutefois, à la suite des excellents chiffres sur le marché de l'emploi au début de l'année 2023, les investisseurs ont dû se rendre à l'évidence que les baisses de taux n'interviendraient peut-être pas avant 2024. Et, les chiffres montrant mois après mois que l'inflation persistait, les investisseurs se sont mis à craindre que les banques centrales n'atteignent plus jamais leur cible d'inflation de 2 % et qu'il faille se préparer à ce que les taux restent élevés pendant un bon moment. Si vous aussi vous restez perplexes face à ce changement de paradigme autour de l'inflation et des taux, n'oubliez pas : « Il n'y a rien de bon ou de mauvais, mais la pensée le rend ainsi. » À présent, remplacez « bon ou mauvais » par « bas ou élevés » et, quelque part, tout s'explique.

Lorsque les préoccupations entourant les banques régionales aux États-Unis ont surgi en mars, les investisseurs se sont remis à escompter des réduction

de taux au deuxième semestre de 2023. Or, cette fois-ci, les investisseurs s'attendaient à quatre réductions. Certaines banques régionales ont ensuite rapidement et avec l'aide des pouvoirs publics fait l'objet de rachats et les craintes d'un effet domino financier se sont alors dissipées et l'attention des investisseurs s'est de nouveau tournée vers l'inflation qui continue de défier les attentes puisqu'elle se normalise plus lentement que prévu. De ce fait, les marchés excluent à nouveau toute baisse de taux en 2023, dans la mesure où les banques centrales continuent de resserrer leur politique monétaire, quoiqu'à un rythme plus lent.

Même si les craintes relatives au système financier mondial que l'on a vu émerger depuis mars ajoutent un degré d'incertitude aux perspectives d'évolution de l'inflation, la poursuite du resserrement des politiques monétaires peut sembler logique compte tenu de l'ampleur actuelle de l'inflation. Pourtant, avant même les difficultés rencontrées par le système bancaire, la poursuite des hausses de taux avait de quoi surprendre dans la mesure où les indicateurs économiques avancés montrent qu'une récession est en route. Mais l'est-elle vraiment?



Divergence entre les données objectives et les données subjectives

Les données objectives, qui montrent que la performance de l'économie à ce jour demeure solide, continuent de contredire les données subjectives, qui indiquent que l'activité économique *devrait* se contracter à un moment ou à un autre. Aujourd'hui, la divergence entre les données objectives, qui comprennent des mesures sur l'emploi ou les dépenses de détail, et les données subjectives, qui comprennent des variables sur les marchés financiers et des mesures fondées sur les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs, est considérable. Alors, quel ensemble de données a raison? Allons-nous enfin assister à la récession la plus attendue de l'histoire? Ou allons-nous voir les marchés financiers et les indicateurs psychologiques se redresser? Les réponses à ces questions auront d'énormes répercussions sur les rendements de tous les actifs financiers cette année. L'effet sera toutefois particulièrement marqué sur les obligations, dans la mesure où les réactions de politique monétaire seront très différentes en fonction de l'évolution de l'économie.

L'efficacité des prévisions a malheureusement considérablement diminué face aux perturbations profondes auxquelles le monde ne cesse de se

heurter depuis 2020 (accumulation d'épargne massive des ménages et des entreprises grâce à des aides publiques comme on en voit habituellement en temps de guerre, variations spectaculaires des tendances démographiques sous l'effet des confinements successifs, multiplication des départs à la retraite et des démissions et perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale). À cela viennent s'ajouter des difficultés internationales d'envergure liées à l'Ukraine et à la Russie, à la Chine et aux États-Unis, ainsi qu'au changement climatique. Ces conflits ne sont plus de l'ordre de l'hypothèse. Ils ont d'ores et déjà d'importantes conséquences socioéconomiques et politiques. N'importe lequel de ces enjeux socioéconomiques ou géopolitiques pourrait à lui seul invalider le plus solide des modèles économiques. Mais, lorsqu'ils se produisent tous en même temps et que s'y ajoutent des perturbations du système financier, l'incertitude est telle que les modèles perdent de leur fiabilité. Il nous faut dès lors nous appuyer plutôt sur la description des événements pour tenter d'établir une répartition plausible des perspectives de rendements des obligations d'État.

L'importance d'un nouveau taux plancher

L'an dernier, alors qu'il décrivait les étapes du cycle de resserrement de la Fed, le président M. Powell a laissé entendre qu'il y avait trois enjeux essentiels : **la rapidité du relèvement des taux, le taux maximal du taux directeur de la Fed et la durée de ce taux maximal**. C'est donc sans surprise que les investisseurs continuent de débattre de ces deux dernières questions aujourd'hui. Mais selon nous, ils devraient plutôt se demander **jusqu'où le taux directeur pourra baisser** une fois que le cycle repartira dans l'autre sens. La question se posait déjà avant même que les difficultés des banques régionales américaines soient connues; on pourrait donc en conclure que l'infléchissement du cycle est bel et bien amorcé. Il importe particulièrement de répondre à cette quatrième question pour déterminer l'intérêt actuel des obligations. Précisons toutefois que, pour pouvoir faire une telle affirmation, il faut partir du principe que nous sommes plus proches de la fin du cycle de hausse des taux (ou du taux maximal) que du début ou du milieu. En d'autres mots, les gens ne devraient pas s'empêcher pas d'investir dans les obligations d'État si le taux directeur de la Fed monte jusqu'à 6 % ou 7 %; par contre, si le taux grimpe à 10 %, c'est une tout autre histoire.

Allons-nous enfin assister **à la récession la plus attendue de l'histoire?**



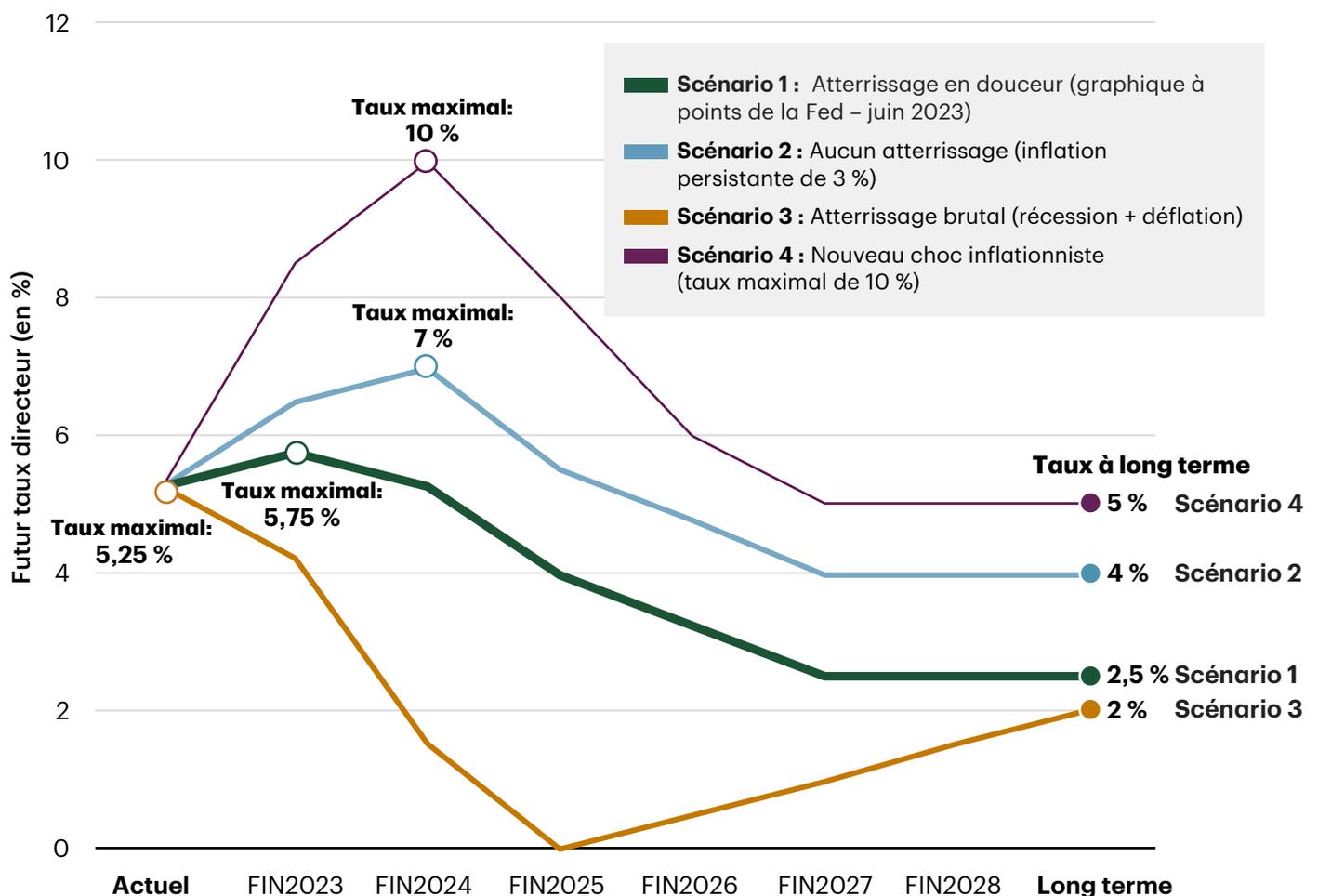
Scénarios d'évolution du taux directeur de la Fed

Les rendements des obligations dépendent d'un certain nombre de facteurs de risque complexes, mais, pour analyser cette catégorie d'actif, on peut se contenter de regarder les taux à long terme comme la mise en commun de plusieurs taux à court terme. En d'autres termes, en déterminant comment vous pensez que le taux directeur de la banque centrale a des chances d'évoluer chronologiquement, vous pouvez calculer où les obligations devraient se situer

aujourd'hui ou dans un an. Lorsque l'incertitude est aussi élevée qu'aujourd'hui, cet exercice permet de faire ressortir ce qui compte pour une catégorie d'actifs et de mettre en évidence les rendements potentiels, même s'il n'est pas possible d'attribuer avec certitude des probabilités aux scénarios.

Dans la **figure 1** ci-dessous, nous nous livrons à cet exercice pour quatre scénarios :

Figure 1 : Quatre scénarios de trajectoire du taux directeur de la Fed



Source : Gestion de Placements TD Inc, et Bloomberg Finance L.P. Données au 31 mai 2023. À titre indicatif seulement.

Un taux directeur de 6 % ou 7 % ne devrait pas dissuader les gens d'investir dans les obligations d'État, mais un taux de 10 % le devrait probablement.

1

Scénario 1 : Nous supposons que les projections économiques formulées par la Fed en juin 2023 se concrétiseront et que le taux culminera à 5,75 % cette année, pour commencer à baisser progressivement l'année prochaine jusqu'à atteindre un taux à long terme de 2,5 % (taux médian à long terme). C'est le scénario de l'atterrissage en douceur.

2

Scénario 2 : Dans ce scénario, l'inflation de 3,2 % prévue par la Fed pour la fin de 2023 s'installe dans la durée. En d'autres termes, l'essentiel de la désinflation se manifeste en 2023, mais l'ampleur des difficultés macroéconomiques et la fragmentation géopolitique empêchent l'inflation de descendre en dessous de 3 %. Dans ce scénario, il n'y a pas d'atterrissage. Ici, nous supposons que la Fed relèvera son taux directeur à 7 % au cours des 12 prochains mois, mais qu'elle finira par accepter que la cible d'inflation sera dorénavant de 3 % et normalisera son taux directeur à 4 % (légèrement au-dessus de sa nouvelle cible d'inflation).

3

Scénario 3 : L'économie subit une cassure majeure. Ce scénario est celui d'un atterrissage brutal. La Fed laisse son taux à son niveau actuel de 5,25 %, car le chômage commence à augmenter rapidement à l'été 2023. Face à l'amplification de la contraction économique et à la chute de l'inflation, la Fed commence à abaisser son taux directeur au quatrième trimestre 2023 pour finalement le ramener à 0 % d'ici 2025. À terme, le taux directeur remonte progressivement jusqu'à 2 %.

4

Scénario 4 : Dans ce scénario, un nouveau choc fait repasser l'inflation globale au-dessus de 8 % et la Fed augmente ses taux jusqu'à 10 % d'ici le début de l'an prochain et le maintient à ce niveau jusqu'à la fin de 2024. Avec le temps, le taux directeur sera abaissé à 5 %, soit le taux directeur à long terme le plus élevé de tous les scénarios.

Pour chacun des scénarios, nous calculons les taux de rendement attendus dans 12 mois pour différentes échéances (**figure 2**) et nous calculons les rendements sur 12 mois que produiront toutes ces obligations si les taux évoluent comme prévu (**figure 3**).

Conclusions : Les **figures 2 et 3** ci-dessous nous permettent de tirer plusieurs conclusions.

Premièrement, si la politique monétaire devait connaître plusieurs années de resserrement marqué, tel que prévu dans le scénario 4, les obligations pourraient enregistrer des rendements totaux négatifs cette année. Les obligations produisent toutefois désormais suffisamment de revenus pour compenser l'essentiel des pertes en capital (rendements des cours négatifs en raison des hausses de taux d'intérêt). Même dans le scénario 2, dans lequel le taux directeur culmine à 7 % avant de redescendre progressivement à 4 %, les obligations à 5 ans et à 10 ans n'enregistreraient que de faibles rendements négatifs, de -0,2 % et -2,1 % respectivement, au cours des 12 prochains mois. Les obligations à 30 ans devraient pour leur part générer un rendement total positif au cours des 12 prochains mois dans le scénario 2, malgré la hausse des taux d'intérêt, dans la mesure où le rendement négatif des cours serait plus que compensé par le rendement positif lié au revenu. Autrement dit, les rendements des obligations d'État pour la prochaine année afficheront probablement une asymétrie positive.

Deuxièmement, les taux d'intérêt à court terme sur deux et cinq ans sont fortement influencés par le taux

directeur maximal, tandis que les taux d'intérêt à 10 et 30 ans sont ancrés dans le taux directeur à long terme. C'est extrêmement important, car la sensibilité aux taux d'intérêt, également appelée durée, de la plupart des marchés à revenu fixe est très proche de celle des taux d'intérêt à 10 ans. Dès lors, pour évaluer les occasions offertes par les titres à revenu fixe à ce stade du cycle, nous devons surtout nous concentrer sur les prévisions relatives à l'évolution du taux directeur à long terme. Il conviendra plus précisément de regarder jusqu'où les taux de la Fed risquent de baisser une fois que le cycle d'assouplissement monétaire aura commencé.

Troisièmement, dans le prolongement de la deuxième conclusion, toute nouvelle hausse du taux directeur de la Fed ne fera qu'accentuer l'inversion des courbes de taux de revenu. La figure 2 montre que le taux des obligations à 2 ans est actuellement de 0,75 % supérieur à celui des obligations à 10 ans. Toutefois, dans le scénario 2 (taux directeur maximal de 7 %), le taux des obligations à 2 ans devrait dépasser de 2,2 % celui des taux à 10 ans, tandis que dans le scénario 4 (taux directeur maximal de 10 %), il devrait être de 3,3 % supérieur.

Figure 2 : Niveau prévu des taux d'intérêt dans 12 mois

Taux d'intérêt	Taux courants	Niveau prévu des taux dans 12 mois			
		Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3	Scénario 4
Taux maximal	-	5,75 %	7 %	5,25 %	10 %
Taux à long terme	-	2,5 %	4 %	2 %	5 %
2 ans	4,40 %	4,6 %	6,3 %	0,7 %	9,0 %
5 ans	3,75 %	3,2 %	4,7 %	0,9 %	6,3 %
10 ans	3,65 %	2,9 %	4,4 %	1,5 %	5,7 %
30 ans	3,85 %	2,5 %	4,0 %	1,9 %	5,1 %

Sources : Gestion de Placements TD Inc, et Bloomberg Finance L.P. Données au 31 mai 2023.

Figure 3 : Rendements hypothétiques pour les 12 prochains mois en fonction des taux prévus dans 12 mois

		Rendements prévus pour les 12 prochains mois			
		Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3	Scénario 4
2 ans	Rendement attribuable aux variations des cours	-0,4 %	-3,5 %	6,9 %	-8,7 %
	Rendement attribuable au revenu	4,5 %	5,3 %	2,6 %	6,7 %
	Rendement total	4,1 %	1,8 %	9,5 %	-2,0 %
5 ans	Rendement attribuable aux variations des cours	2,4 %	-4,5 %	12,6 %	-11,4 %
	Rendement attribuable au revenu	3,5 %	4,2 %	2,3 %	5,0 %
	Rendement total	5,9 %	-0,2 %	15,0 %	-6,4 %
10 ans	Rendement attribuable aux variations des cours	6,4 %	-6,2 %	18,2 %	-16,8 %
	Rendement attribuable au revenu	3,3 %	4,0 %	2,6 %	4,7 %
	Rendement total	9,6 %	-2,1 %	20,7 %	-12,2 %
30 ans	Rendement attribuable aux variations des cours	23,5 %	-3,1 %	34,7 %	-21,2 %
	Rendement attribuable au revenu	3,2 %	3,9 %	2,9 %	4,5 %
	Rendement total	26,7 %	0,9 %	37,5 %	-16,8 %

Sources : Gestion de Placements TD Inc, et Bloomberg Finance L.P. Données au 31 mai 2023.

Compte tenu de l'augmentation du niveau d'endettement au fil des ans, même un taux directeur de 5,25 % pourrait sérieusement compromettre la viabilité de la dette à terme.

La sécurité des calculs

Face à tant d'incertitude, nous pouvons toujours nous réfugier derrière les calculs. Mais à quel point ces scénarios sont-ils réalistes?

Les scénarios 2, 3 et 4 ont été délibérément conçus pour justifier des changements notables à la politique monétaire de la Fed, mais il convient de noter que la réaction du marché ne sera pas forcément celle prévue par ces scénarios. Dans le scénario 4, si la Fed doit relever son taux directeur à 10 %, il est fort probable que la réaction des investisseurs se traduise par une inversion de la courbe des taux beaucoup plus importante que celle observée dans la figure 2. Cela signifie que les taux d'intérêt à 10 et 30 ans ne peuvent pas dépasser les 5 %. À vrai dire, ils pourraient même baisser par rapport aux niveaux actuels. Pourquoi? Parce que les investisseurs s'attendent probablement à une récession très prononcée à un moment ou à un autre. Autrement dit, à un atterrissage brutal. La réaction des investisseurs pourrait être similaire dans le scénario 2. Les niveaux d'endettement ayant augmenté, même au niveau actuel de 5,25 % du taux de la Fed, ils risquent de devenir intenable avec le temps, et ce serait encore pire avec un taux de 10 %.

Ce serait vrai autant pour les ménages et les entreprises que pour les gouvernements. Face à un taux maximal nettement plus élevé, les investisseurs anticiperont donc probablement un taux à long terme inférieur aux 4 % ou 5 % prévus dans les scénarios 2 et 4. Comme le montrent les scénarios, un taux à long terme plus faible devrait se traduire par des taux d'intérêt à 10 ans et à 30 ans moins élevés, et donc par des rendements totaux supérieurs à ceux calculés pour le scénario 4. Par ailleurs, le scénario 3 ne prévoit pas que la Fed ramène rapidement le taux directeur à zéro après le plus important épisode inflationniste des dernières décennies. Les responsables de la banque centrale ont maintes fois répété que l'histoire avait montré l'importance de ne pas baisser les taux trop rapidement ni de trop les réduire, dans la mesure où l'inflation peut venir par vagues. Cette position est à notre avis légitime puisque l'inflation risque de varier davantage au cours des prochaines années qu'elle ne le faisait avant la pandémie.



Des occasions malgré l'incertitude

L'inflation, au même titre que la désinflation, n'est pas un phénomène linéaire. La patience et la persévérance sont de mise. Toutefois, si la Fed devait faire fi du passé et ramener le taux directeur à zéro au cours des 12 à 24 prochains mois, les anticipations inflationnistes du marché risqueraient d'augmenter, ce qui créerait un plancher pour les taux d'intérêt. Autrement dit, nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt baissent moins que ce qui est prévu dans le scénario 3, si bien que les rendements totaux devraient être inférieurs à ce qui est indiqué à la **figure 3**.

L'inflation est certes plus persistante que ce que nous avons anticipé, essentiellement parce que l'économie résiste mieux que prévu à la hausse des taux d'intérêt, mais le niveau actuel des taux a selon nous un effet restrictif sur l'économie réelle. On peut voir que la croissance économique est en baisse, ce qui montre que les données subjectives sont un indicateur fiable de son évolution. Pire encore, ces données annoncent toujours une croissance anémique, voire un ralentissement de la croissance, pour les prochains mois et les prochains trimestres. De ce fait, même si l'inflation devait rester supérieure à 3 %, nous ne nous attendons pas à ce que la Fed porte son taux directeur à 7 % (scénario 2).

Dans l'ensemble, cet exercice montre qu'indépendamment de la façon dont nous déterminons les probabilités correspondant à nos quatre scénarios, nous nous attendons à ce que les rendements totaux des obligations d'État affichent une asymétrie positive au cours des 12 prochains mois. Dans ce contexte d'incertitude, les occasions offertes par les obligations d'État sont on ne peut plus attrayantes. ■

Investir



Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. 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. Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Ces documents n'ont été examinés par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et ne sont pas enregistrés auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans ces documents concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et sous réserve de changement. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. 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. Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) et Epoch Investment Partners, Inc. (TD Epoch). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.