



Semaine de la coopération – 16 au 22 octobre 2016
Desjardins soutient des milliers de projets en persévérance scolaire et en réussite éducative, sources d'une plus grande prospérité économique. Pour en savoir plus, visitez desjardins.com.

12 octobre 2016

Les marchés obligataires sont-ils en voie de payer le prix de leur complaisance?

À force d'interventions musclées des banques centrales ces dernières années, les investisseurs semblent avoir pris pour acquis qu'elles seront toujours là pour soutenir le marché obligataire. Cela a amené une situation de taux de long terme extrêmement bas, même négatifs dans plusieurs cas. Pourtant, les banques centrales qui sont actuellement en mode d'assouplissement quantitatif réfléchissent de plus en plus à l'avenir de ce genre de politique. Parallèlement, un mouvement prônant une transition vers des politiques budgétaires plus stimulantes semble faire son chemin dans plusieurs pays avancés. Ces conditions pourraient amener les investisseurs à réévaluer leurs anticipations relatives aux forces d'offre et de demande sur les marchés obligataires. Le risque d'inflation constitue un autre grand négligé qu'il faut garder à l'œil, dans un contexte de faiblesse persistante des investissements et de croissance anémique de la productivité. Dans ce *Point de vue économique*, nous effectuons un constat de la situation, y compris les enseignements des épisodes précédents d'escalade de taux. Nous estimons que les investisseurs des marchés obligataires qui désirent se prémunir contre le risque d'escalade de taux devraient miser, entre autres, sur des stratégies d'accentuation de la courbe obligataire. Au niveau des actifs plus risqués, même si les épisodes de grande remontée des taux ont été traditionnellement synonymes de gains boursiers, certains facteurs militent pour que l'inverse s'applique dans le contexte actuel.

La descente continue des taux obligataires ces dernières années a surpris la plupart des observateurs et suscité bon nombre de préoccupations sur les conséquences d'un environnement de taux très bas. Récemment, le gouverneur de la Banque du Canada (BdC), Stephen Poloz, a soutenu qu'il fallait s'acclimater à ce genre d'environnement. Il a notamment souligné la diminution du taux d'intérêt neutre, une situation qui implique que des taux directeurs près de zéro n'ont pas autant d'effet stimulant que dans le passé. Ce genre de discours, qui a aussi été employé par des banquiers centraux américains récemment, n'est pas illégitime. Après tout, les difficultés qu'ont éprouvées les banques centrales à aligner l'inflation à leur cible respective sont là pour en témoigner. Ce type de discours peut toutefois avoir des effets pernicieux, car il ne fait que renforcer le scepticisme qu'entretiennent les investisseurs face aux perspectives de remontée des taux de long terme. Cela peut facilement se transformer en complaisance, une situation qui culmine la plupart du temps en des mouvements très brusques sur les marchés.

L'ÉLASTIQUE ÉTIRÉ?

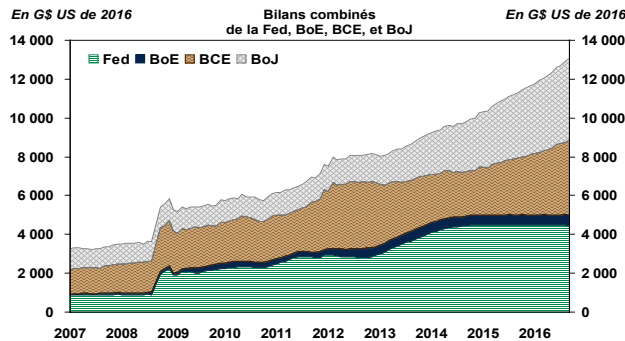
Les investisseurs sont actuellement concentrés sur les événements très récents, semblant faire fi des risques de choc sur le marché obligataire. Cette situation est en bonne partie le fruit des efforts soutenus des banques centrales. Encore en 2016, les gestes de celles-ci n'ont fait que consolider le mouvement à la baisse des taux obligataires : la Banque du Japon (BoJ) a annoncé par surprise une politique de taux négatifs, la Banque centrale européenne (BCE) a rabattu son taux sur les dépôts plus profondément en territoire négatif, la Banque d'Angleterre et la Banque de réserve d'Australie ont décrété des baisses de 25 points de base de leur principal taux directeur, et celle de la Nouvelle-Zélande a jusqu'à présent réduit son taux de 50 points de base. Ces décisions se sont ajoutées à des achats d'actifs de plus en plus soutenus. Ces dernières années, les politiques d'assouplissement quantitatif en Europe et au Japon ont pris le relais de celles aux États-Unis et au Royaume-Uni dans les années immédiates suivant la crise. Si bien que le bilan, combiné de ces quatre banques centrales, a plus que quadruplé en près d'une décennie (graphique 1 à la page 2).

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Jimmy Jean
Économiste principal

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

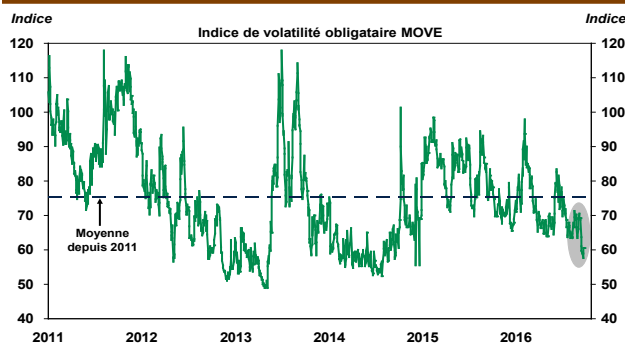
Graphique 1 – Les banques centrales ont gonflé leurs bilans à un rythme soutenu ces dernières années



Fed : Réserve fédérale; BoE : Banque d'Angleterre; BCE : Banque centrale européenne; BoJ : Banque du Japon
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La faiblesse de la volatilité sur les marchés obligataires indique que les investisseurs voient très peu de probabilité qu'une remontée de taux durable vienne casser la tendance récente. L'indice de volatilité obligataire MOVE a eu tendance à diminuer tout au long de l'année (graphique 2).

Graphique 2 – La faible volatilité sur les marchés obligataires est signe d'une certaine complaisance

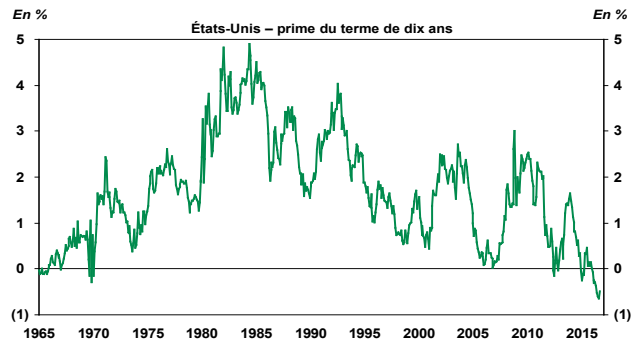


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Le phénomène de complaisance s'observe également du point de vue de la prime du terme. La prime du terme correspond à la portion du rendement d'une obligation qui compense l'investisseur pour le risque encouru en plaçant son capital dans une obligation à long terme. Par rapport à un investisseur avec un horizon équivalent et qui renouvelle continuellement un investissement dans une obligation de courte échéance, celui qui commet son capital profitera d'un rendement inférieur si les taux augmentent. La prime du terme sert à compenser pour ce risque (appelé risque de durée). Plus les investisseurs attribueront une probabilité élevée à ce risque, plus la prime du terme sera élevée.

Actuellement, la prime du terme sur dix ans est non seulement en territoire négatif aux États-Unis, mais elle est à son niveau le plus faible en plus d'un demi-siècle (graphique 3).

Graphique 3 – La prime du terme n'a jamais été aussi faible depuis plus de 50 ans

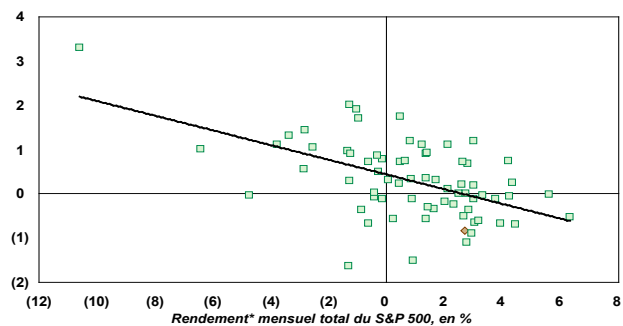


Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Une prime du terme négative implique que les investisseurs sont actuellement prêts à payer pour s'exposer au risque de durée. Situation qui peut paraître absurde à première vue, elle reflète d'une part la quasi-absence de crainte d'un scénario de remontée des taux d'intérêt et, d'autre part, le fait que les obligations de long terme jouissent d'une demande captive de la part des investisseurs qui ont des besoins d'appariement, ou encore dont la composition des bilans est sujette à des exigences réglementaires. Même les investisseurs qui ne sont pas soumis à ces contraintes peuvent encore voir des bénéfices à détenir des obligations au sein de leurs portefeuilles. Elles se sont généralement avérées des instruments efficaces de diversification ces dernières années, ayant tendance à prendre de la valeur lorsque les actifs risqués en perdaient, et vice-versa (graphique 4).

Graphique 4 – Même si elles ont procuré des rendements modestes, les obligations ont joué leur rôle de diversification

Rendement* mensuel de l'indice obligataire gouvernemental – Bloomberg/EFFAS, en %



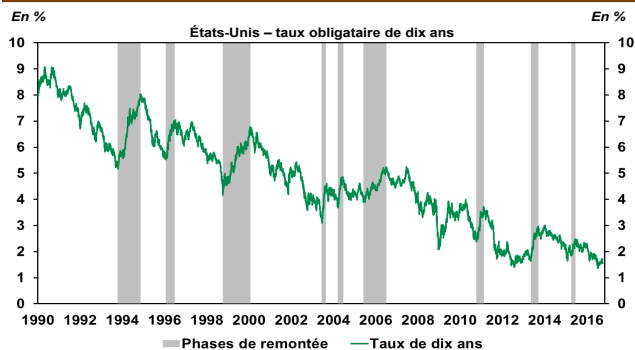
* Entre 2011 et 2016.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

TIRER DES LEÇONS DU PASSÉ

La situation actuelle n'est pas sans danger. La longue tendance à la baisse des taux a toujours été ponctuée d'épisodes de remontée, parfois très abrupte. Depuis 1990, il y a eu cinq épisodes de remontée de plus de 100 points de base du taux américain de dix ans, dont deux depuis la

crise (graphique 5). Ces derniers sont survenus en dépit de politiques monétaires très accommodantes.

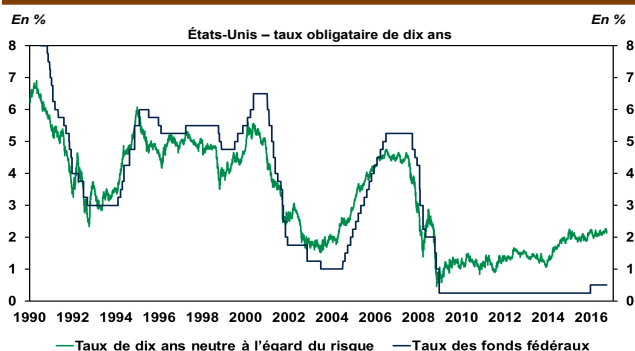
Graphique 5 – La longue trajectoire baissière des taux a été ponctuée de plusieurs phases de remontée



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Étant donné le très bas niveau des taux obligataires, il y a forcément beaucoup plus de risque qu'un mouvement de grande ampleur s'effectue à la hausse que l'inverse. Comme mentionné plus haut, une partie du taux d'une obligation constitue la prime du terme. La partie restante représente le taux obligataire neutre à l'égard du risque. Il s'agit du taux qui serait exigé si les investisseurs avaient une certitude absolue sur les taux de court terme nominaux futurs. Les mécanismes d'arbitrage feraient alors en sorte qu'ils seraient indifférents entre renouveler une série d'investissements en obligations de court terme et commettre leur capital sur une période équivalente au moyen d'une obligation de long terme. Aux États-Unis, dans la pratique, il est observé que les fluctuations du taux obligataire neutre à l'égard du risque sont étroitement reliées à celles des taux directeurs courants (graphique 6).

Graphique 6 – Historiquement, le taux neutre à l'égard du risque fluctue de manière conforme aux taux directeurs

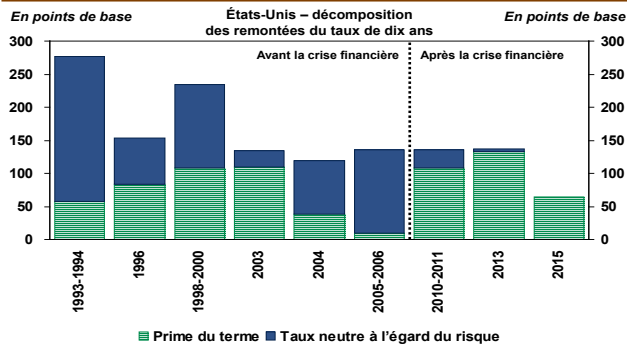


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

En examinant les épisodes d'augmentations importantes du taux obligataire américain de dix ans depuis 1990, on remarque que, jusqu'à la crise de 2008-2009, la composante

du taux neutre à l'égard du risque était souvent le facteur déterminant derrière la remontée (graphique 7).

Graphique 7 – La prime du terme est devenue le déterminant principal des remontées de taux après la crise



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Ceci témoigne d'un environnement où les remontées de taux obligataires étaient souvent dictées par des resserrements monétaires. Par contraste, dans les trois épisodes de remontée répertoriés depuis la crise, le taux neutre à l'égard du risque a généralement peu évolué. Contrairement au cas d'avant-crise, ces remontées ont été surtout entraînées par des hausses de la prime du terme.

Cela n'a pas été sans causer certains maux de tête aux dirigeants de la Réserve fédérale (Fed). L'épisode du *taper tantrum* de 2013 reste encore gravé dans leur mémoire. Rappelons qu'au début de 2013, la Fed avait annoncé une politique d'achat d'obligations fédérales avec une durée indéterminée. Dès le printemps, Ben Bernanke, alors président de la Fed, avait signalé devant le Congrès américain qu'une réduction du rythme des achats d'obligations deviendrait éventuellement appropriée. Or, plusieurs investisseurs semblaient préalablement avoir interprété « durée indéterminée » comme étant synonyme de « infinité », et le commentaire de Bernanke a provoqué un brutal retour à la réalité sur les marchés obligataires aux États-Unis et à l'échelle mondiale.

Le taux américain de 10 ans a alors entrepris une cavale qui l'a entraîné en hausse de 136 points de base sur un horizon d'environ 4 mois. Il s'agit de la plus importante remontée du taux de 10 ans depuis la crise, et elle a été entièrement causée par un rebond de la prime du terme. C'est donc dire qu'un simple signal impliquant une quantité graduellement plus élevée d'obligations disponibles pour les investisseurs privés a réussi à changer significativement la perception de l'équilibre entre l'offre et la demande et, par ricochet, la prime du terme. L'ennui pour les dirigeants de la Fed a été que cet épisode a causé des dommages à la reprise. Une poussée de 144 points de base du taux hypothécaire

de 30 ans a été répertoriée sur la période, contribuant à saper le *momentum* du marché immobilier résidentiel. Ultimement, la Fed est parvenue à briser la tendance en septembre 2013, lorsqu'elle a surpris les marchés en retardant quelque peu la réduction du rythme des achats.

L'ASSOULPISSEMENT QUANTITATIF EST PEUT-ÊTRE À LA CROISÉE DES CHEMINS : NOUVEAU TAPER TANTRUM EN VUE?

Encore tout récemment, les marchés faisaient peu de cas de l'éventualité d'une répétition du scénario de 2013. Au niveau actuel des taux, un deuxième *taper tantrum* entraînerait le taux de dix ans aux environs de 2,75 % d'ici le début de 2017. Par contraste, les marchés des contrats à terme escomptent un taux de dix ans à peine plus élevé qu'actuellement (graphique 8).



On peut difficilement blâmer les investisseurs pour cet état des choses, étant donné l'effet des politiques monétaires ultra-expansionnistes discutées plus tôt. Les décisions les plus récentes de la BoJ et de la BCE pourraient toutefois marquer un tournant. La BoJ a effectué une révision de ses programmes durant l'été et, même si elle dit maintenir l'objectif d'élargir son bilan par 80 000 G¥ annuellement, elle a introduit une cible de 0 % pour le taux de dix ans. Le ciblage d'un niveau spécifique laisse entrevoir la possibilité d'opérations d'achat et de vente d'obligations de dix ans, à l'image des opérations à marchés ouverts qui servent à aligner les taux directeurs à une cible. L'objectif de cibler le taux obligataire pourrait ultimement s'avérer incompatible avec un objectif fixe d'expansion annuelle du bilan. À tout le moins, il s'agit d'un premier signe d'une transition vers une politique d'achat de titres plus ciblée, contrairement aux achats constants qui ont caractérisé les dernières années.

Deux facteurs semblent motiver l'adoption d'une telle approche. D'une part, la BoJ était en voie de se retrouver à court d'obligations gouvernementales à acquérir. D'autre

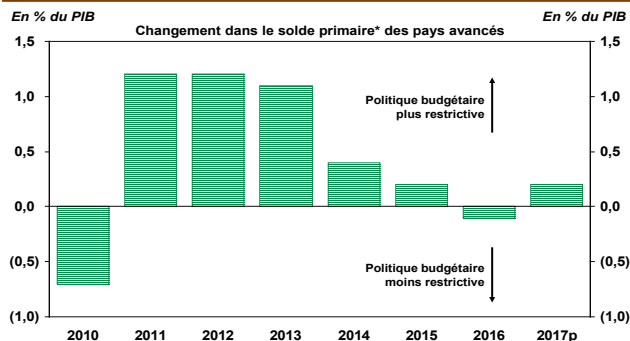
part, elle semble avoir pris conscience des effets négatifs des taux de long terme extrêmement faibles pour bon nombre d'agents économiques. En outre, la pente très plate de la courbe obligataire a pour effet d'atrophier la profitabilité dans le secteur bancaire et de nuire à la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle.

Du côté de la BCE, elle a aussi entamé une démarche de réévaluation de ses politiques, refusant même de se commettre fermement à prolonger sa politique d'assouplissement quantitatif au-delà de mars 2017. La BCE n'est sans doute pas aussi limitée opérationnellement que la BoJ. Elle peut encore assouplir certaines règles qui régissent ses achats d'obligations de manière à prolonger la durée de vie du programme. La cadence de 80 G€ d'achats par mois demeure néanmoins élevée, et l'heure de vérité pourrait finir par sonner pour la BCE également. Or, il s'agit d'une situation nouvelle pour une banque centrale qui a passé les dernières années à assurer les investisseurs qu'elle n'était pas impotente. La simple rumeur de délibérations entre dirigeants sur une éventuelle réduction du rythme des achats de la BCE a déjà provoqué des remous importants sur les marchés obligataires mondiaux au début d'octobre.

LE RÉÉQUILIBRAGE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES PEUT AUSSI AFFECTER LES MARCHÉS

À moyen terme, l'orientation du dosage des politiques économiques sera un élément que les investisseurs devront surveiller, car un changement de cap semble vouloir s'opérer. Après les efforts de consolidation budgétaire qui ont caractérisé les années d'après-crise, les politiques budgétaires sont devenues moins restrictives dans les pays avancés (graphique 9 à la page 5). Elles offrent toutefois encore très peu d'appui à la croissance et les décideurs prêchent désormais en faveur d'interventions ciblées, notamment sous forme d'investissements en infrastructures publiques, adoucissant du même coup leur discours des dernières années qui prônait l'austérité.

Les signes à cet effet commencent à s'accumuler. Le Royaume-Uni a abandonné son objectif d'atteindre l'équilibre budgétaire à l'exercice financier 2019-2020 et le nouveau chancelier britannique a récemment ouvert la porte à des investissements dans le réseau routier. En Allemagne, le ministre des Finances, Wolfgang Schäuble, a fait miroiter des baisses d'impôt, à moins d'un an de la prochaine élection fédérale. Le cas du Canada est évidemment l'un des plus notoires, alors qu'un gouvernement a été élu sur la promesse d'une politique fiscale expansionniste. Aux États-Unis, les deux candidats en lice pour l'élection présidentielle de novembre proposent des investissements en infrastructures.

Graphique 9 – Sans être aussi restrictives qu'aux lendemains de la crise, les politiques budgétaires offrent peu d'appui actuellement


p : prévisions du Fonds monétaire international; * Corrigé des variations conjoncturelles.
 Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

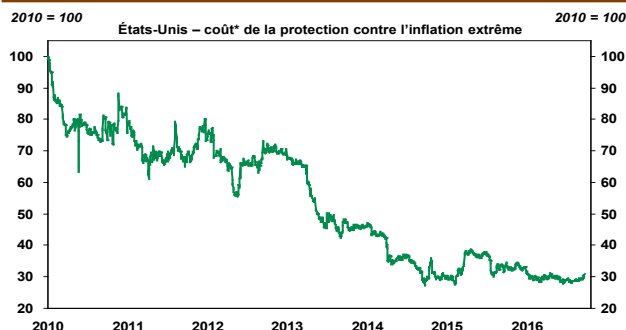
Le rééquilibrage qui semble s'amorcer pourrait aider les banques centrales à graduellement abandonner leurs réflexes interventionnistes. La BdC en est un bon exemple, elle qui a été une des rares banques centrales d'un pays avancé à ne pas annoncer de détente monétaire jusqu'à présent cette année. Malgré une économie fragile, elle a partiellement justifié son inaction par l'effet à venir des mesures de stimulation budgétaires qui ont été annoncées au printemps dernier. Si ce modèle faisait ses preuves, il pourrait être répliqué ailleurs. La combinaison d'une offre d'obligations plus élevée et de banques centrales qui pourraient quelque peu lâcher prise pourrait ainsi résulter en une remontée des taux obligataires. Hormis un scénario plus extrême de financement monétaire, il s'agirait d'une situation où une entité qui tente de stimuler la croissance en achetant des obligations ferait place à une entité qui émet des obligations pour arriver aux mêmes fins.

LE RISQUE D'INFLATION : AUTRE NÉGLIGÉ

Il y a longtemps que l'inflation élevée n'a pas été une grande source d'inquiétude. Il ne faut toutefois pas sous-estimer le risque que la faiblesse de l'investissement ces dernières années finisse par créer une situation où un rythme de croissance économique seulement modéré génère des pressions inflationnistes. Autrement dit, il y a encore beaucoup d'incertitude sur la croissance potentielle dans les pays avancés. Cela implique un risque que les écarts de production se referment plus rapidement que prévu.

Actuellement, certaines banques centrales se montrent plus permissives face à d'éventuels dépassements de l'inflation par rapport aux cibles. C'est le cas de la BoJ qui a explicitement indiqué ce genre de tolérance. De façon plus informelle, plusieurs dirigeants de la Fed, dont Janet Yellen, admettent avoir davantage confiance en la capacité de la banque centrale de remédier à une inflation au-dessus de la cible qu'à une menace déflationniste. Or, le risque d'un dépassement

de cible est beaucoup plus élevé aux États-Unis qu'au Japon. Dans un contexte de tolérance de la Fed, même informel, il ne serait probablement pas nécessaire de connaître un très grand rebond de l'inflation pour faire réagir les marchés. Comme le montrent certains marchés de produits dérivés (graphique 10), les investisseurs ne se soucient guère d'un risque d'inflation extrême en ce moment. Abondant dans ce sens, certaines études effectuées par la Fed ont lié l'incurSION de la prime du terme de dix ans en territoire négatif à une diminution de la prime de risque à l'inflation. Si l'évolution future de l'inflation devait prendre les investisseurs au dépourvu, des pressions haussières non négligeables sur les taux obligataires pourraient s'en suivre.

Graphique 10 – Les valorisations dans certains produits dérivés témoignent du degré d'insouciance face au risque d'inflation


* Prime exigée pour couvrir le risque d'un taux d'inflation hors d'une fourchette allant de -0,5 % à 2,5 %, selon les garanties de taux plafonds (caps) et planchers (floors) basées sur l'inflation.
 Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

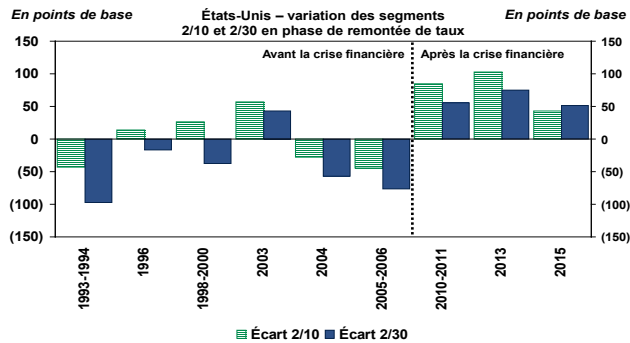
IMPLICATIONS DE MARCHÉ

Il convient d'abord de souligner que la discussion qui suit concerne un scénario alternatif d'escalade de taux obligataires, et non le scénario de base de Desjardins, Études économiques, qui table plutôt sur un cheminement graduel.

Cela dit, l'environnement actuel peut offrir certaines opportunités tactiques à exploiter pour les investisseurs plus actifs ou qui veulent gérer certains risques. Au niveau de la courbe obligataire, l'impact le plus clair d'un scénario de choc de taux est une accentuation de la pente de la courbe. Les trois derniers épisodes de remontée rapide des taux obligataires ont été accompagnés d'une accentuation des pentes, dans certains cas très rapide. Ces épisodes se distinguent d'ailleurs de ceux d'avant-crise, alors que la courbe avait davantage tendance à s'aplatir (graphique 11 à la page 6).

Cela évoque encore les déclencheurs des élans haussiers de taux obligataires. Avant la crise, les resserrements monétaires agissaient la plupart du temps comme ces déclencheurs. Les taux de court terme avaient donc également tendance à s'ajuster fortement. Depuis la crise, la prime du terme joue un plus grand rôle, ce qui crée des situations

Graphique 11 – Depuis la crise, les stratégies d'accentuation de pente ont été payantes en situation de remontée de taux

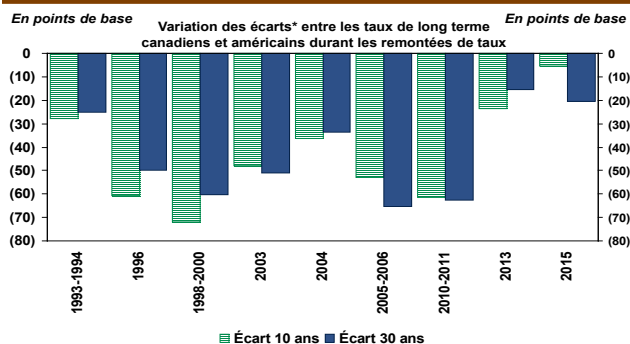


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

d'accentuation de pente. Les investisseurs peuvent ainsi miser sur des stratégies d'accentuation sur un segment 2/10 ou encore 2/30.

L'accentuation des pentes s'observe aussi sur le marché obligataire canadien durant les phases de grande remontée de taux aux États-Unis. Néanmoins, pour les investisseurs canadiens, ce scénario serait aussi un temps opportun pour tabler sur un creusement des écarts entre les taux canadiens et américains de long terme. En 26 ans, il n'y a pas eu un seul épisode où les obligations canadiennes de 10 ans ou de 30 ans n'ont pas connu une meilleure performance que les obligations américaines en pareil contexte (graphique 12).

Graphique 12 – Les obligations canadiennes ont toujours surclassé les obligations américaines en situation de remontée



* Taux canadien moins taux américain.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

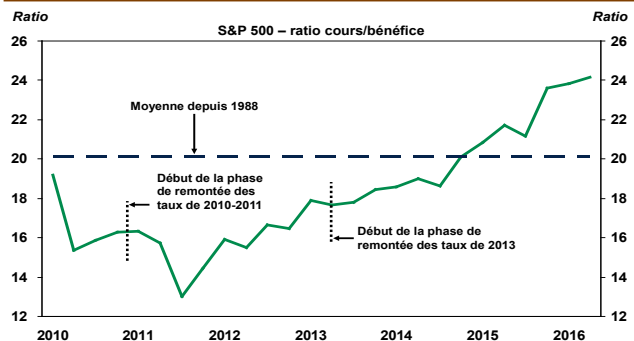
Au niveau des Bourses, la prudence est de mise dans la lecture des épisodes précédents. Historiquement, les phases d'augmentation des taux obligataires ont presque toujours été accompagnées de mouvements haussiers sur les Bourses. Cette situation s'est notamment observée dans les cas où l'optimisme sur les perspectives économiques s'est accru. L'un des exemples les plus notoires récemment est survenu à la fin de 2010. La Fed avait alors annoncé son deuxième programme d'assouplissement quantitatif et

l'administration Obama avait décrété de nouvelles mesures de stimulation économique. Les prévisionnistes avaient ainsi fortement révisé leurs projections de croissance américaine à la hausse pour 2011. La hausse de 135 points de base du taux de dix ans avait été accompagnée d'une ascension de 14,4 % du S&P 500, entre le 7 octobre 2010 et le 8 février 2011. Au Canada, le S&P/TSX avait réagi de façon similaire, avec une hausse de 11,6 %.

Or, dans une situation où une poussée des taux obligataires refléterait principalement un choc sur la prime du terme, et non une montée d'optimisme, la réaction boursière pourrait s'avérer un peu moins spectaculaire. C'est notamment la situation qui s'est produite durant le *taper tantrum* de 2013. Le S&P 500 et le S&P/TSX n'avaient alors gagné que 3,8 % et 3,6 % respectivement, sur un horizon de quatre mois.

À vrai dire, il y a peu de garanties que les Bourses parviendraient même à enregistrer des gains dans le contexte actuel. Autant durant l'épisode de 2010-2011 que celui de 2013, les valorisations boursières étaient sous leur moyenne de plus long terme, ce qui contraste avec la situation actuelle (graphique 13). Évidemment, les valorisations ont été gonflées par les taux d'intérêt très faibles ces dernières années. On peut donc penser qu'un choc de taux obligataires dans l'environnement actuel causerait un recul des Bourses, plutôt que l'inverse.

Graphique 13 – La Bourse n'était pas aussi dispendieuse qu'aujourd'hui lors des poussées de taux de 2010-2011 et de 2013



Sources : S&P Dow Jones Indices, Datastream et Desjardins, Études économiques

CONCLUSION

Les déceptions économiques en série et la stimulation monétaire agressive qui les ont accompagnées ont progressivement amené les investisseurs à escompter une période prolongée de taux très faibles. Or, la complaisance semble s'être installée. La réflexion qui a maintenant cours sur le rôle respectif des banques centrales et des autorités fiscales indique que les conditions d'offre et de demande d'obligations pourraient évoluer dans le sens opposé à celui des dernières années. Par ailleurs, l'inflation peut encore



surprendre à la hausse étant donné le manque d'investissements et la faible productivité. Évidemment, il faudra souhaiter que l'inflation ne rejaillisse pas pour des motifs plus lugubres, comme une montée du protectionnisme ou encore des politiques budgétaires irresponsables.

Le fait demeure que les politiques monétaires et fiscales arrivent à un tournant, et que les marchés semblent encore être positionnés pour une poursuite des approches des dernières années qui misaient démesurément sur la stimulation monétaire. Il faut admettre que les investisseurs en titres à revenu fixe qui ont spéculé sur une remontée des taux en ont pris pour leur rhume ces dernières années. Cela n'implique pas que le risque d'un tel scénario doive être négligé. Advenant qu'il se matérialise, il faudrait prévoir des mouvements d'une ampleur non négligeable sur les marchés obligataires.

Jimmy Jean, CFA
Économiste principal