



HORIZONS AGF

MARCHÉS

Un marché obligataire baissier à long terme? Pas si vite

Les rendements des obligations d'État pourraient encore augmenter prochainement, mais la faiblesse des taux d'intérêt va persister.

David Stonehouse, MBA, CFA
Vice-président et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.



La liquidation des obligations d'État qui a poussé les rendements à la hausse dans de nombreuses régions du monde au cours des deux dernières années n'est peut-être pas terminée. Cependant, la fin du cycle approche et un marché baissier durable mettant un terme à la faiblesse actuelle des taux n'est pas attendu avant plusieurs années.

Les banques centrales sont déterminées à normaliser la politique monétaire après une longue période pendant laquelle les taux d'intérêt sont restés proches de zéro. Cependant, les niveaux record d'endettement devraient interdire aux rendements obligataires d'augmenter beaucoup plus et pourraient être le catalyseur qui les ferait retomber si le fardeau des coûts d'emprunt devenait insupportable pour l'économie mondiale.

Aux dernières nouvelles, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a plus que doublé, passant d'un faible 1,32 % pendant l'été 2016 à près de 3 %, et dépassant même temporairement ce seuil au printemps. Les rendements des obligations d'État de plusieurs autres pays ont aussi augmenté entretemps, notamment au Canada, où les obligations à 10 ans frôlent maintenant les 2,29 %.

Depuis 2016, la hausse des rendements a été alimentée par l'amélioration de la conjoncture économique et par

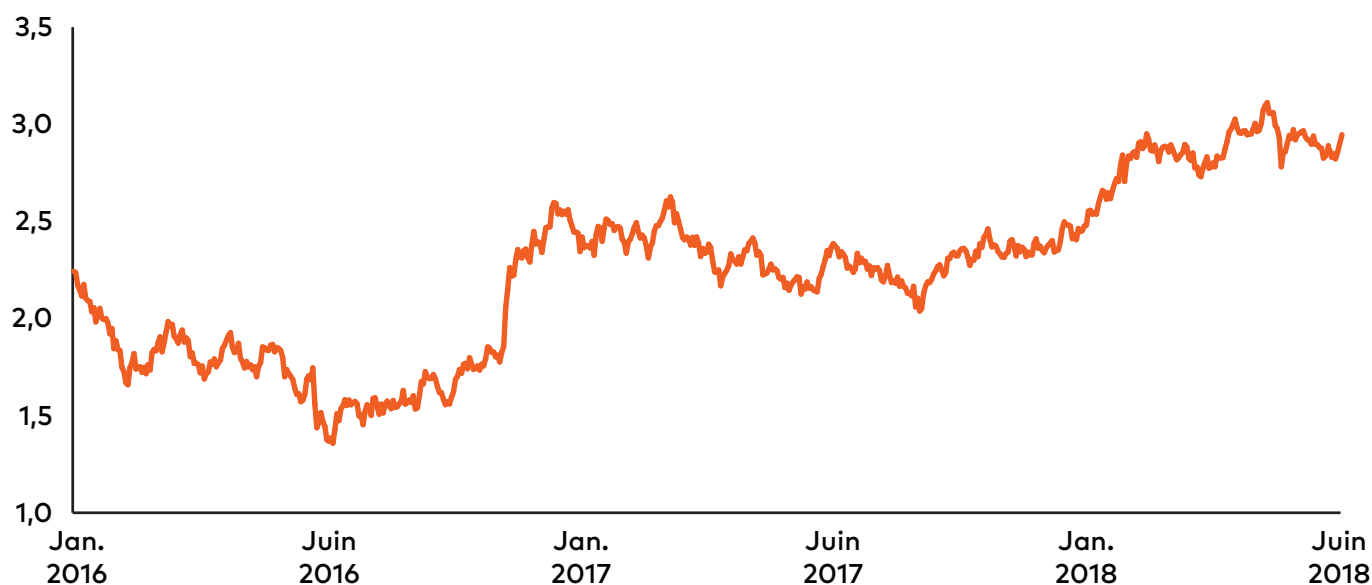
des signes d'inflation qui ont incité la Réserve fédérale américaine et d'autres banques centrales à augmenter graduellement les taux d'intérêt ou, dans le cas de la Banque centrale européenne, à faire connaître aux marchés son intention de commencer la réduction de ses mesures de relance monétaire non conventionnelles.

Étant donné les attentes de resserrement supplémentaire dans les prochains mois, nous avons des raisons de croire que les rendements des obligations d'État à court terme pourraient avoir encore du souffle, mais cela dépendra de la vigueur de l'économie mondiale et des pressions inflationnistes pour les échéances à plus long terme.

Pendant la majeure partie de l'année, le taux de croissance est resté relativement sain, alimenté par une expansion américaine qui pourrait encore profiter de la récente réforme fiscale du président américain Trump et de la hausse des dépenses d'immobilisation. Cependant, ailleurs dans le monde, certaines économies ont commencé à faiblir ces derniers mois, notamment l'Europe et divers marchés émergents, qui sont fortement touchés par des difficultés locales et par des vents contraires comme le renforcement du dollar américain.

Pendant ce temps, les relations commerciales entre les États-Unis et nombre de leurs partenaires commerciaux clés demeurent compliquées et pourraient nuire aux perspectives de croissance future – particulièrement si

Quelle direction prendront les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans ?



Bloomberg LP, au 27 juillet 2018

une guerre commerciale totale éclate – tout en nourrissant aussi les pressions inflationnistes.

Les prix à la consommation devraient monter au moins pendant le reste de l'année puisque le prix du pétrole continue de grimper et que des augmentations de salaire ont finalement lieu aux États-Unis, où le marché du travail continue de se resserrer : il y a actuellement plus d'offres d'emploi que de personnes activement à la recherche d'un travail.

À partir de l'année prochaine, cependant, le pétrole devra encore nettement augmenter pour que le taux d'inflation de base américain se maintienne à son niveau actuel. Des prix inférieurs seraient en fait déflationnistes et permettraient de limiter la volonté de la *Fed* d'augmenter ses taux d'une manière plus énergique que ce qu'elle a déjà prévu.

La même dynamique devra se maintenir pour les autres dépenses de consommation actuellement en hausse, y compris celles relatives à l'immobilier (comme les loyers), lesquelles sont susceptibles de baisser si les intérêts continuent de progresser.

Les effets des réductions fiscales mises en œuvre par le président Donald Trump et des dépenses publiques dans certains domaines tels que l'infrastructure devraient également s'estomper à partir de l'année prochaine et moins se ressentir sur l'ensemble de l'économie que si des mesures similaires émanaient du secteur privé.

Dans ce contexte, il est difficile d'imaginer l'établissement d'une croissance économique vigoureuse et d'une inflation stable nécessaires à une hausse ininterrompue des rendements obligataires.

Dorénavant, un des scénarios les plus probables est celui d'une progression irrégulière, les taux à court terme continuant d'augmenter plus que les taux à long terme, ce qui aura finalement pour résultat une courbe des rendements encore plus plate. Et, tout comme par le passé, la situation pourrait pousser la *Fed* à effectuer un resserrement trop marqué, provoquant un ralentissement de l'économie, voire une récession.

Cette issue n'est pas certaine, bien sûr, mais les précédents marchés baissiers cycliques des obligations du Trésor américain sur 10 ans ont duré 23 mois en moyenne et ont

Les marchés cycliques baissiers des obligations du Trésor américain sur 10 ans

Date de début (mois)	Date de fin (mois)	Durée (en mois)	Hausse des taux (points de base)
Juillet 1954	Octobre 1957	39	167
Avril 1958	Janvier 1960	21	184
Juillet 1965	Août 1966	13	114
Mars 1967	Mai 1970	38	345
Décembre 1971	Septembre 1975	45	259
Août 1977	Février 1980	30	561
Juin 1980	Septembre 1981	15	575
Avril 1983	Juin 1984	14	357
Août 1986	Septembre 1987	13	267
Septembre 1993	Novembre 1994	14	253
Septembre 1998	Janvier 2000	16	225
Mai 2003	Juin 2006	37	177
Décembre 2008	Décembre 2009	12	163
Juillet 2012	Décembre 2013	18	156
Juillet 2016	En cours	24 (jusqu'à présent)	161 (jusqu'à présent)
Moyenne (sans les données actuelles)		23	272
Médiane (sans les données actuelles)		17	239
Moyenne dans un marché haussier prolongé (débutant après 1981)		18	228

Dans le cas du marché baissier actuel, si nous considérons qu'il a atteint son creux en mai, la vente massive pourrait atteindre 175 points de base en 22 mois.

Source : Bloomberg LP et Placements AGF, au 27 juillet 2018

pris fin après une hausse des rendements ne dépassant que légèrement 2,75 %.

Dans des conjonctures de faiblesse des rendements, comme celles des années 1950 à 1960 et 2000 à 2010, la durée et l'ampleur (en points de base) des épisodes de hausse cyclique des rendements ont même été plus réduites, ce qui pourrait suggérer que la vente massive actuelle approche de la fin et qu'elle pourrait laisser la place à une période de déclin des rendements poussant à la hausse le cours des obligations d'État.

Ce type de fluctuations cycliques des rendements n'est pas inhabituel dans le cadre des tendances à long terme des cours obligataires. Depuis 1981, par exemple, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a chuté après avoir atteint 15,84 %, mais ce recul a été interrompu à plusieurs reprises, notamment pendant une période de 18 mois, entre juillet 2012 et décembre 2013, au cours de laquelle les rendements ont grimpé de 163 points de base avant de chuter à nouveau.

De la même manière, les marchés obligataires baissiers à long terme ont eux aussi connu des trajectoires saccadées. Dans les années 1940, par exemple, les rendements ont commencé à grimper, mais ils ont mis près de 20 ans pour atteindre 4,7 % en raison des diverses baisses et remontées des cours obligataires enregistrés pendant cette période.

Aussi est-il difficile d'imaginer que le marché haussier à long terme des 30 dernières années ait encore des réserves étant donné la faiblesse des rendements (voire leur nullité dans certaines régions) récemment. Il est pourtant difficile d'établir qu'un marché baissier durable a commencé à sa place.

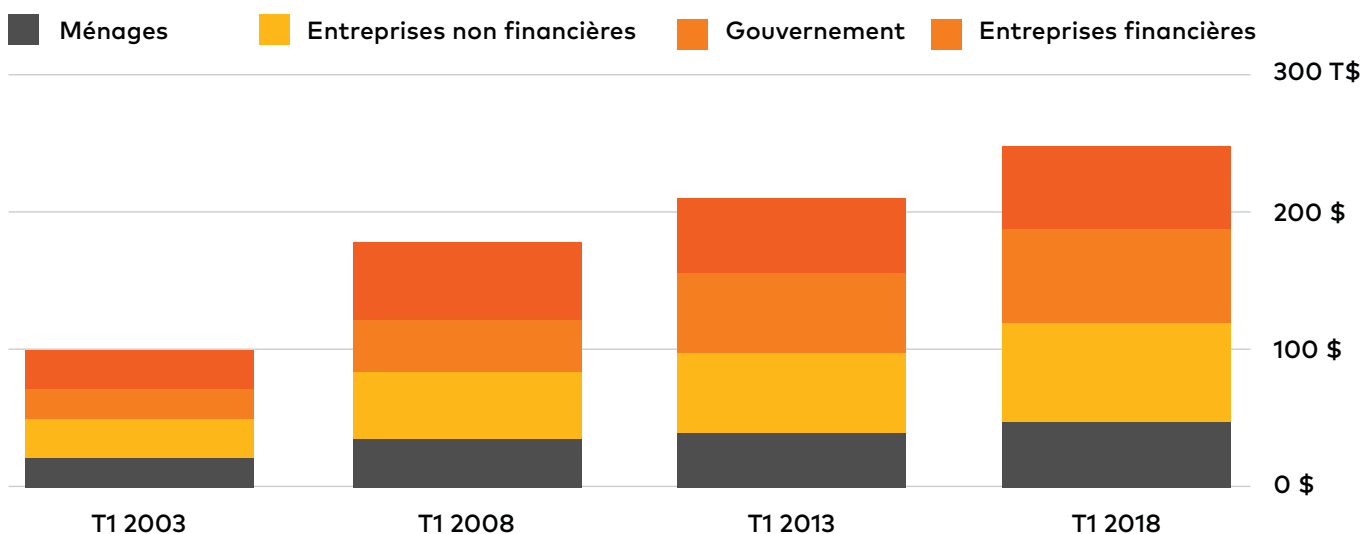
Le rendement des obligations du Trésor à 10 ans devrait réaliser une percée durable avant que l'on ne pense sérieusement à une hausse prolongée, mais même alors, plusieurs barrières se dresseront. La démographie, d'abord, devrait limiter en partie la hausse des rendements par rapport à leur niveau actuel. Dans la majeure partie du monde développé, les populations vieillissent. Le besoin de titres à revenu fixe ne fera donc qu'augmenter et alimentera une demande soutenue des obligations d'État. Les taux de croissance économique sont aussi limités par les faibles taux de croissance de la population.

Mais l'obstacle le plus important est l'endettement record. Les marchés baissiers à long terme précédents ont eu lieu à des époques où les bilans des particuliers, des sociétés et des gouvernements étaient en bien meilleur état qu'aujourd'hui.

De plus, la hausse graduelle des rendements après la Seconde Guerre mondiale a été aidée par une génération accoutumée à l'austérité de la Dépression et au rationnement d'après-guerre, ce qui a permis de contenir

L'effet boule de neige de la dette

La dette mondiale a augmenté de près de 150 mille milliards de dollars en 15 ans



Source : Institut de finances internationales, au 11 juillet 2018.

l'inflation et de maîtriser les dépenses de consommation. Parallèlement, la croissance économique réelle était stimulée par d'énormes gains de productivité et par une explosion des naissances qui a fait bondir le taux de croissance de la population.

Cette fois-ci, nous sommes à l'autre extrémité du spectre et sans un coup de barre majeur grâce auquel une grande partie des dettes dues seraient éliminées, nous manquons probablement des ressources nécessaires pour alimenter le type d'expansion du crédit qui déboucherait sur une croissance économique et des rendements obligataires plus importants sur une période prolongée.

En d'autres termes, les rendements des obligations d'État devraient rester faibles encore un moment, dans une conjoncture caractérisée par des tendances cycliques à court terme. Pour les investisseurs actifs, il s'agit d'un terrain fertile pour les occasions de rendement au cours des prochaines années, mais qui présente aussi des risques qu'il faudra atténuer au fur et à mesure de leur apparition.



David Stonehouse, MBA, CFA,
Vice-président
et gestionnaire de portefeuille
Placements AGF Inc.

David Stonehouse gère à la fois des portefeuilles de titres équilibrés et de titres à revenu fixe. Il fait partie de l'équipe des titres à revenu fixe, dont les compétences spécialisées se rapportent à toutes les grandes catégories de titres à revenu fixe, notamment les titres à rendement élevé et ceux de premier rang, les obligations souveraines et les obligations mondiales convertibles, sur les marchés émergents et développés, de même que les devises étrangères. Le processus rigoureux et discipliné auquel il a recours pour la gestion d'investissements allie une analyse descendante axée sur la durée et la répartition de l'actif et une analyse ascendante pour la sélection de titres.

Il est titulaire d'un baccalauréat en sciences appliquées de l'Université Queen's et d'une MBA (finance et comptabilité) de l'Université McMaster, en plus d'être analyste financier agréé (CFA).

Auparavant, il était directeur des titres à revenu fixe et gestionnaire de portefeuille pour Acuity Investment Management Inc. En février 2011, Placements AGF Inc. a fait l'acquisition des sociétés Acuity Funds Ltd et Acuity Investment Management Inc. Avant de se joindre à l'équipe d'Acuity, David Stonehouse a été analyste principal spécialisé en matière d'actions canadiennes pour un important régime de retraite canadien et spécialiste en analyse financière dans le domaine des télécommunications.

Il est inscrit à titre de gestionnaire de portefeuille à Placements AGF Limitée. CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques de commerce du CFA Institute.



Pour de plus amples renseignements, consultez le site AGF.com

Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général fondés sur des informations disponibles au 27 juillet 2018 et ne devraient pas être considérés comme des conseils personnels en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Nous avons pris toutes les mesures nécessaires pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais cette exactitude n'est pas garantie. Les conditions du marché peuvent changer et le gestionnaire de portefeuille n'accepte aucune responsabilité pour des décisions de placement prises par des individus et découlant de l'utilisation ou sur la foi des renseignements contenus dans le présent document. Nous invitons les investisseurs à obtenir les conseils d'un conseiller financier.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive de la Société de Gestion AGF Limitée, un émetteur assujéti au Canada. Les filiales de Placements AGF sont Placements AGF Inc. (AGFI), Gestion de placements Highstreet (Highstreet), AGF Investments America Inc. (AGFA), AGF Asset Management (Asia) Limited (AGF AM Asia) et AGF International Advisors Company Limited (AGFIA). AGFA est inscrite aux États-Unis à titre de conseiller. AGFI et Highstreet sont inscrites à titre de gestionnaires de portefeuille auprès des commissions des valeurs mobilières à travers le Canada. AGFIA est réglementée par la Central Bank of Ireland et est inscrite auprès de l'Australian Securities & Investments Commission. AGF AM Asia est inscrite à Singapour à titre de gestionnaire de portefeuille. Les filiales faisant partie de Placements AGF sont responsables de la gestion de plusieurs mandats comprenant des actions, des titres à revenu fixe et des éléments d'actif équilibrés.

Date de publication : le 30 juillet 2018