

Titres à revenu fixe—Commentaire sur le marché

« Peut-on encore aller plus bas? »



19 août 2019

Beutel Goodman
Équipe de titres à revenu fixe

Qu'est-il arrivé?

En août, alors que la plupart des participants des marchés des capitaux sont en vacances, les taux d'intérêt au Canada et aux États-Unis ont nettement reculé. Depuis la fin de juillet, les rendements des obligations américaines à 5, 10 et 30 ans ont baissé de 42, 48 et 57 points de base respectivement. Les rendements des obligations canadiennes à 5, 10 et 30 ans ont suivi la même pente descendante, avec des baisses de 32, 40 et 40 points de base respectivement.

Pourquoi?

Premièrement, une série de macroévénements à l'échelle mondiale a accru l'aversion pour le risque et incité de nombreux investisseurs à chercher refuge dans la qualité des titres du Trésor américain : l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, l'instabilité à Hong Kong et en Russie, la crainte croissante d'un Brexit dur, le chaos politique en Italie, l'effondrement en Argentine, l'affaiblissement des données économiques en Chine et la possible entrée en récession de l'Europe.

Deuxièmement, faisant écho aux données économiques peu réjouissantes venant d'Europe et au ton conciliant de la Banque centrale européenne, davantage de rendements ont glissé en territoire négatif. En fait, toute la courbe des rendements est négative en Allemagne! Au total, le stock d'obligations à rendement négatif atteint 16 000 milliards de dollars US à l'échelle mondiale, ce qui attire des fonds dans les marchés obligataires dont les rendements sont positifs, comme ceux des États-Unis et du Canada.

Troisièmement, il y a eu une demande technique pour les obligations à long terme, le déclin des marchés boursiers ayant forcé certains investisseurs institutionnels à couvrir leur exposition aux actions au moyen de titres de dette à long terme.

Quatrièmement, la courbe des rendements américaine s'est inversée; bien que la courbe des rendements à 10 ans et à 3 mois soit inversée pratiquement depuis le 24 mai dernier, la courbe des rendements à 10 ans et à 2 ans s'est inversée le 12 août pour la première fois depuis 2007. Cette inversion suscite l'attention puisqu'elle est perçue comme un indicateur précurseur d'une récession. Selon une étude de la Banque fédérale de réserve de San Francisco, les neuf récessions américaines qui ont eu lieu depuis 1955 ont toutes été précédées d'une inversion de la courbe (quand le taux des bons à 3 mois dépasse le taux des obligations à 10 ans), avec un décalage de 6 à 24 mois en moyenne. L'indicateur de l'inversion a toutefois déjà donné de fausses alertes par le passé, comme en 1998 lorsque la courbe s'est inversée au moment de la crise monétaire en Asie et de l'écroulement du fonds de couverture Long Term Capital Management (LTCM). La croissance américaine est alors sortie relativement indemne des baisses de taux et du sauvetage de LTCM, et il n'y a pas eu de récession économique. L'inversion actuelle pourrait aussi être une fausse alerte, de nombreux analystes attribuant l'inversion à la prime négative sur les titres à long terme (c'est-à-dire le rendement supplémentaire que demandent les investisseurs pour compenser le risque associé à une obligation à long terme).

Qu'est-ce que cela signifie?

Les marchés obligataires s'attendent actuellement à quatre réductions de taux aux États-Unis et à deux au Canada d'ici la fin de 2020. Bien que cela n'indique pas encore un cycle de détente complet, on pense qu'un tel cycle est de plus en plus probable. Jusqu'à maintenant, les marchés semblaient penser que la Réserve fédérale américaine (Fed) procéderait à deux « ajustements de moitié de cycle » afin de stimuler l'économie, puis reviendrait à sa politique de resserrement. Les craintes d'une récession laissent en fait augurer plusieurs baisses de taux, ce qui nous amène aux données économiques.

L'Europe est probablement déjà en récession ou le sera très prochainement. En Chine, les données économiques se sont affaiblies, avec des répercussions négatives pour ses partenaires commerciaux. Aux États-Unis et au Canada, les données économiques sont hétérogènes. L'inflation est bénigne, ce qui permet aux banques centrales d'être conciliantes. La croissance ralentit, mais elle est encore loin d'être négative. Les taux de chômage n'augmentent pas. Les dépenses de consommation en juillet ont été

plutôt solides, mais c'était avant que le président Trump n'impose une nouvelle série de tarifs douaniers à l'endroit de la Chine. Les bénéficiaires des sociétés au deuxième trimestre ont été légèrement plus faibles, sans que cela ne soit alarmant. L'endettement des sociétés s'accroît, mais les marchés de l'habitation dans les deux pays demeurent plutôt sains. La confiance des entreprises reflète un optimisme raisonnable malgré les turbulences de la guerre commerciale. Une intensification de la guerre commerciale risque de miner la confiance des consommateurs et des entreprises, puis d'entraîner une réduction des dépenses qui nuira à l'économie. Les luttes commerciales ont aussi des répercussions à l'échelle mondiale, car, comme le dit le proverbe africain : « lorsque deux éléphants se battent, c'est l'herbe qui en souffre ».

Lors de leurs conférences téléphoniques sur les résultats, plusieurs sociétés ont mentionné que les risques associés à la guerre commerciale et la hausse des coûts de la main-d'œuvre pouvaient leur être défavorables. Les craintes d'une récession ont tiré les prix du baril de pétrole brut vers le bas, soit à environ 55 \$US pour le West Texas Intermediate. Bien qu'il ne s'agisse pas encore d'une alerte rouge, ce prix est inférieur à celui qui permet la réalisation de nouveaux projets de pétrole lourd et de sables bitumineux. La Fed a déjà procédé à une réduction de taux et le marché s'attend à des précisions sur ses intentions lors de sa conférence annuelle sur la politique monétaire qui se tiendra à Jackson Hole à la fin d'août. La Banque du Canada est demeurée neutre jusqu'à présent, mais elle ne pourra pas maintenir le statu quo si la Fed continue de baisser les taux; sinon le dollar canadien risque de s'apprécier, ce qui nuira du même coup à la compétitivité du Canada. Avec le taux des fonds fédéraux compris entre 2 et 2,25 % et le taux du financement à un jour de la Banque du Canada à 1,75 %, la marge de manœuvre pour réduire les taux sans atteindre zéro n'est pas aussi importante qu'elle l'a été au cours des cycles de détente précédents.

Qu'en pensons-nous?

Nous pensons que nous risquons d'entrer dans un cycle de détente complet. Même si les données économiques se maintiennent et que nous évitons une véritable récession, le resserrement des conditions financières attribuable aux déclinés des marchés boursiers, aux faibles rendements et à l'élargissement des écarts de crédit obligera les banques centrales à appliquer des mesures d'assouplissement.

Cela dit, au risque de passer pour un gestionnaire de portefeuille d'obligations trop prudent, nous prévenons que deux des impondérables de notre scénario de référence sont l'inflation et le président

Trump. D'une part, si l'inflation se maintient à un niveau considérablement supérieur à 2 %, elle pourrait inhiber la capacité de la Fed à baisser les taux. D'autre part, comme il est très peu probable pour un président américain de se faire réélire en plein ralentissement économique ou en pleine récession, le président Trump pourrait mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire (investissements dans les infrastructures et/ou nouvelles réductions d'impôts) et/ou mettre fin aux différends tarifaires avec la Chine pour prolonger l'expansion économique.

Quelle est notre position?

Nous sommes d'avis que la courbe de rendement s'accroîtra avec une durée neutre, car nous nous attendons à une baisse modérée des taux par rapport à leurs niveaux actuels. Nous notons que les courbes de rendement anticipent notre scénario de référence – plus que les deux seules réductions de moitié de cycle. Nos portefeuilles sont sous-pondérés en obligations provinciales, et notre position en obligations de sociétés demeure à court terme et axée sur des titres défensifs refuges. Nous cherchons des occasions de sous-pondérer notre position en titres de crédit à l'avenir.

Les présents renseignements reflètent l'opinion de Beutel, Goodman & Compagnie Ltée au le 19 août 2019 et peuvent être modifiés sans préavis. Ils sont fournis à titre d'information seulement; on ne devrait pas s'y fier, car ils ne constituent pas des conseils précis financiers, fiscaux, de placement ou d'ordre juridique, ni de toute autre nature.

© 2019 Beutel, Goodman & Compagnie Ltée. Tous droits réservés. Ne pas reproduire, distribuer, vendre ou modifier sans l'approbation écrite préalable de Beutel, Goodman & Compagnie Ltée..