

# Gestion de portefeuilles

Décembre 2018

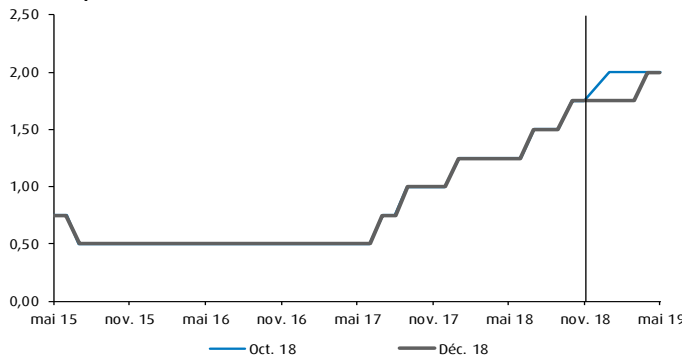
## Stratégie — Titres à revenu fixe

### L'approche du taux neutre modifie les attentes sur la politique monétaire future

Richard Belley, CFA, spécialiste en stratégie – titres à revenu fixe

La récente sous-performance et, en particulier, la volatilité des marchés boursiers ont relégué dans l'ombre ce qui se passe sur les marchés des titres à revenu fixe. Au troisième trimestre, alors que les obligations auraient dû offrir une meilleure protection en atténuant l'impact des rendements faibles à négatifs des actions sur les portefeuilles, les marchés boursiers et les marchés des titres à revenu fixe ont semblé davantage corrélés qu'on ne l'aurait souhaité. Non seulement les écarts des obligations de sociétés se sont élargis – les investisseurs exigeant une meilleure rémunération des risques – mais les taux des obligations d'État ont aussi augmenté, car la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) et la Banque du Canada ont toutes deux confirmé leur intention de poursuivre le resserrement monétaire, ce qui a laissé les investisseurs très exposés et pesé lourdement sur les rendements des titres à revenu fixe.

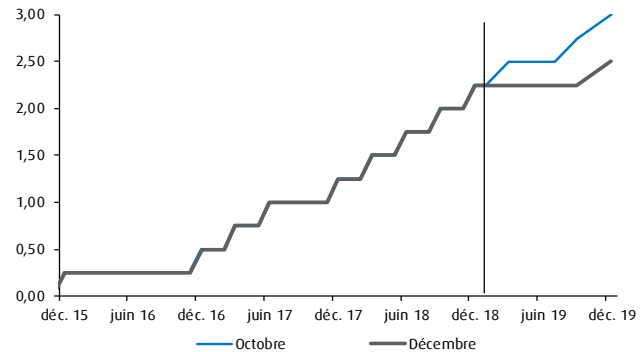
**Figure 1 : Attentes actuelles du marché concernant la hausse du taux directeur de la Banque du Canada**



Source : Bloomberg

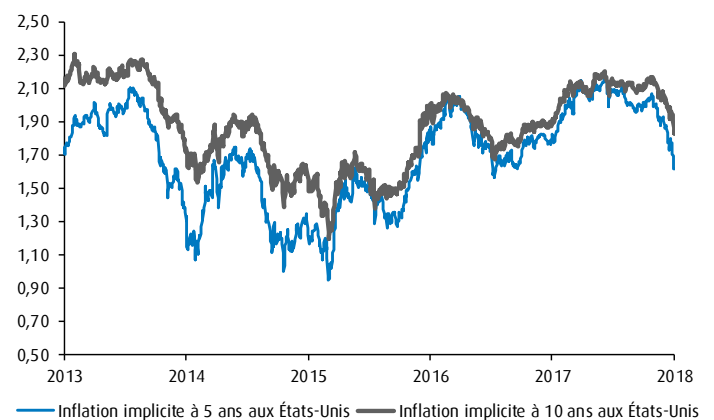
Cette tendance s'est quelque peu inversée en novembre, le changement de perception du marché à l'égard de la politique monétaire ayant fait baisser les taux obligataires. Premièrement, la Fed a adopté un ton plus conciliant en signalant que son taux directeur se rapprochait probablement du niveau neutre et que les ajustements progressifs de la politique monétaire n'impliquaient pas nécessairement un tour de vis chaque trimestre. Le marché a interprété cela comme un signe que même si le marché du travail demeure étroit, la récente faiblesse des données, notamment de l'immobilier, et la baisse des attentes d'inflation pourraient inciter la Fed à ralentir le rythme du durcissement monétaire. Nous tablons toujours sur une hausse en décembre, car nous ne pensons pas que la Fed ait des arguments suffisamment solides pour revenir sur une décision qui a déjà été clairement annoncée. Cependant, les prévisions pour 2019 ont rapidement fondu, passant de trois ou quatre hausses de taux à seulement une au cours des 12 prochains mois.

**Figure 2 : Attentes actuelles du marché concernant la hausse du taux des fonds fédéraux**



Source : Bloomberg

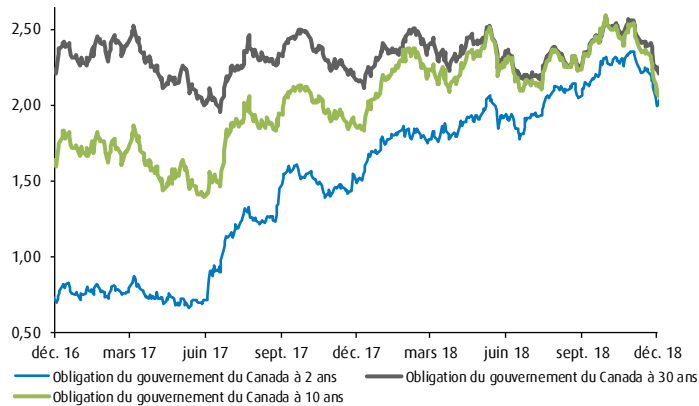
**Figure 3 : Prévisions d'inflation à 5 et 10 ans aux États-Unis**



Source : Bloomberg

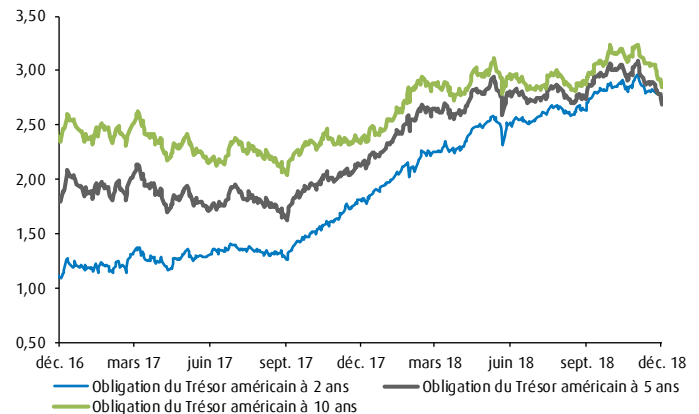
Les Études économiques de BMO ont aussi revu leur prévision à la baisse et ne s'attendent plus qu'à une ou deux hausses durant la même période.

Figure 4 : Taux des obligations du Canada à 2, 5 et 10 ans



Source : Bloomberg

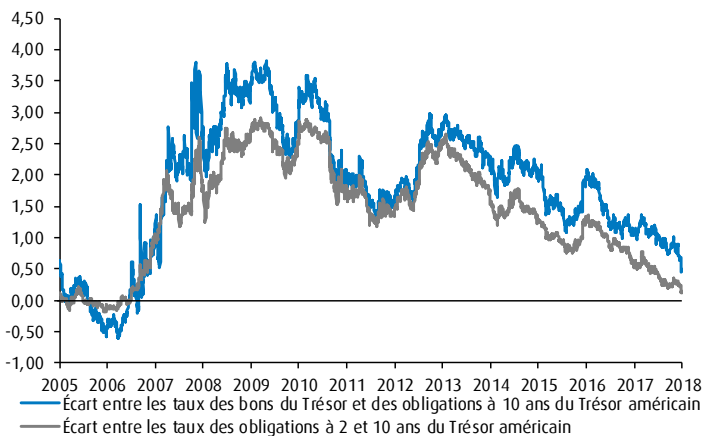
Figure 5 : Taux des obligations du Trésor américain à 2, 5 et 10 ans



Source : Bloomberg

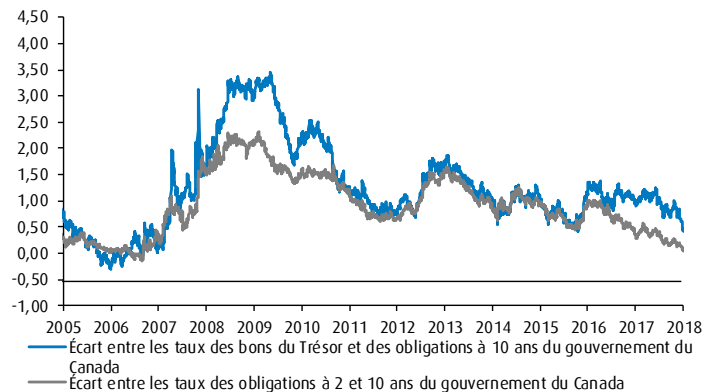
Il en va de même au Canada, où la banque centrale a adopté un ton plus prudent sur la nécessité des hausses de taux futures, semblant moins optimiste sur l'économie qu'à sa dernière réunion en octobre. En particulier, la Banque du Canada pense que la faiblesse du secteur de l'énergie pourrait avoir un impact plus important sur l'économie. Mais surtout, la révision des chiffres historiques du PIB lui donne à penser que l'économie pourrait profiter d'une capacité excédentaire plus grande que prévu avant que la croissance ne devienne inflationniste – ce qui l'a confortée dans l'idée qu'il n'y a pas d'urgence à relever les taux et a fortement réduit la probabilité d'un tour de vis en janvier 2019.

Figure 6 : Écarts entre les taux américains



Source : Bloomberg

Figure 7 : Écarts entre les taux canadiens



Source : Bloomberg

Ensemble, la diminution des attentes de resserrement des taux et d'inflation et la volatilité accrue du marché boursier formaient la « combinaison parfaite » qui a fini par faire pression sur les taux obligataires canadiens et américains, le segment de 5 à 10 ans accusant le plus fort recul. Cela a suffi non seulement à faire rechuter le taux de l'obligation du Canada à 10 ans à près de 2 % mais, plus intéressant encore, à faire reculer celui de son homologue américaine sous la barre des 3 %, seuil qui, pour beaucoup, était déjà chose du passé. Cela a également entraîné un aplatissement encore plus marqué de la courbe des taux canadiens et américains – fin novembre, la courbe entre les échéances à 2 et 10 ans n'avait jamais été aussi plate en plus de dix ans, au point de frôler l'inversion. Même si cette évolution continue d'alimenter le débat sur un risque croissant de récession, il serait selon nous un peu prématuré d'agiter le spectre d'un ralentissement marqué. Historiquement parlant, l'écart entre les taux à 3 mois et à 10 ans est un meilleur indicateur de récession et, pour le moment, cet indicateur n'est au rouge ni au Canada, ni aux États-Unis. En moyenne, l'économie américaine est tombée en récession 311 jours après une inversion de la courbe des taux (figure 8). Si

l'on se fie au passé, et en supposant que la tendance à l'aplatissement se poursuive, il est probable que le Canada, les États-Unis ou les deux pays ne connaîtront pas de récession avant fin 2019 ou 2020. Cela laisserait à la Fed et à la Banque du Canada un peu plus de latitude pour continuer de relever leurs taux. Cela indique également que le cycle de resserrement monétaire actuel tire peut-être à sa fin et que le potentiel de hausse des taux des obligations d'État pourrait être désormais limité.

Figure 8 : Inversion de la courbe entre les obligations à 3 mois et à 10 ans pendant 10 jours consécutifs

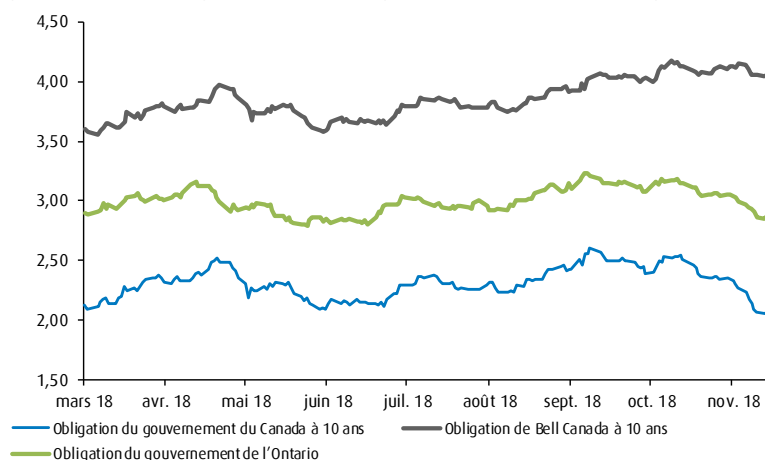
Date d'inversion	Date de la récession suivante	Nombre de jours jusqu'à la récession suivante
10/01/1969	Décembre 1969	325
14/06/1973	Novembre 1973	140
08/12/1978	Janvier 1980	389
07/11/1980	Juillet 1981	236
06/06/1989	Juillet 1990	390
31/07/2000	Mars 2001	213
01/08/2006	Décembre 2007	487
<b>Moyenne</b>		<b>311 jours</b>

Sources : Bianco Research, Bloomberg

## Tous les titres à revenu fixe ne se valent pas

Après plusieurs mois difficiles, les rendements des obligations se sont améliorés en novembre, les investisseurs ayant cherché refuge du côté des titres à revenu fixe plus sûrs, ce qui a fait baisser les taux. Cependant, cette amélioration s'est surtout fait ressentir dans le secteur des obligations d'État, car les obligations de sociétés, y compris les obligations de moindre qualité, n'ont offert que peu de protection et, pour beaucoup d'investisseurs, le compartiment prudent du portefeuille n'a pas été à la hauteur de ce qu'on attend d'un placement prudent dans un contexte de volatilité et d'aversion au risque. Une des raisons est la tendance générale des investisseurs, ces dernières années, à augmenter le niveau de risque des titres à revenu fixe en portefeuille pour compenser la faiblesse historique des taux des obligations d'État. En particulier, la demande de titres à rendement élevé de moindre qualité, notamment d'obligations à rendement élevé et de prêts de premier rang, a entraîné un resserrement des écarts de crédit (soit la rémunération versée par ces titres en sus du taux des obligations d'État), qui ont atteint des creux de plusieurs années. Le raffermissement de l'économie et le faible taux de défaillance des émetteurs ont également contribué à l'augmentation de la demande et à la recherche de placements plus risqués. Le problème est toutefois que ces secteurs continuent non seulement d'offrir peu de protection contre les risques liés à l'émetteur et à l'économie, mais qu'ils affichent aussi une corrélation positive plus élevée avec les marchés boursiers, et non avec les titres à revenu fixe, à l'heure où les autres actifs risqués dégagent aussi des rendements médiocres.

Figure 9 : Taux des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada, du gouvernement de l'Ontario et de Bell Canada

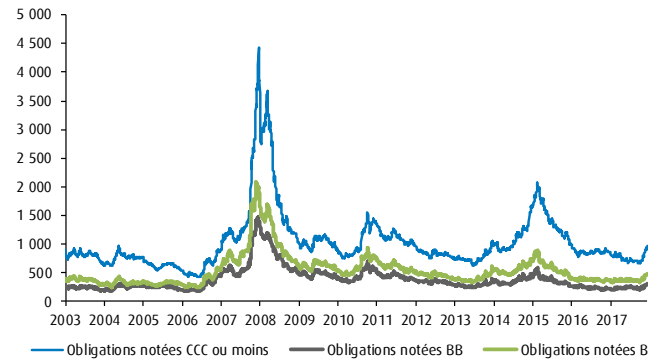


Source : Bloomberg

Depuis le début de l'année, le secteur américain des prêts de premier rang à rendement élevé dégage un rendement légèrement positif grâce à la solide performance antérieure des titres moins bien notés, mais nous pensons que ce résultat pourrait être remis

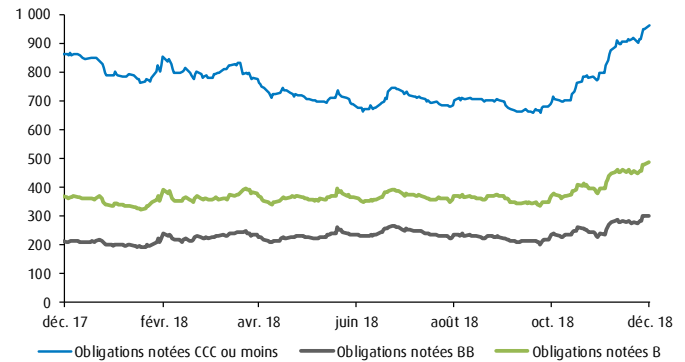
en question car le marché des obligations de sociétés inspire davantage de craintes. En particulier, la forte hausse de l'endettement des sociétés depuis la crise financière, combinée à la montée des taux d'intérêt, commence à faire pression sur les écarts à mesure que les coûts d'intérêt augmentent et pourrait bientôt affecter davantage les marges. Comme on s'y attendait, les premiers signes de ces tensions financières peuvent déjà s'observer depuis deux mois du côté des titres plus risqués (figure 10).

Figure 10 : Écarts de taux des obligations de sociétés aux États-Unis depuis 2003



Source : FRED

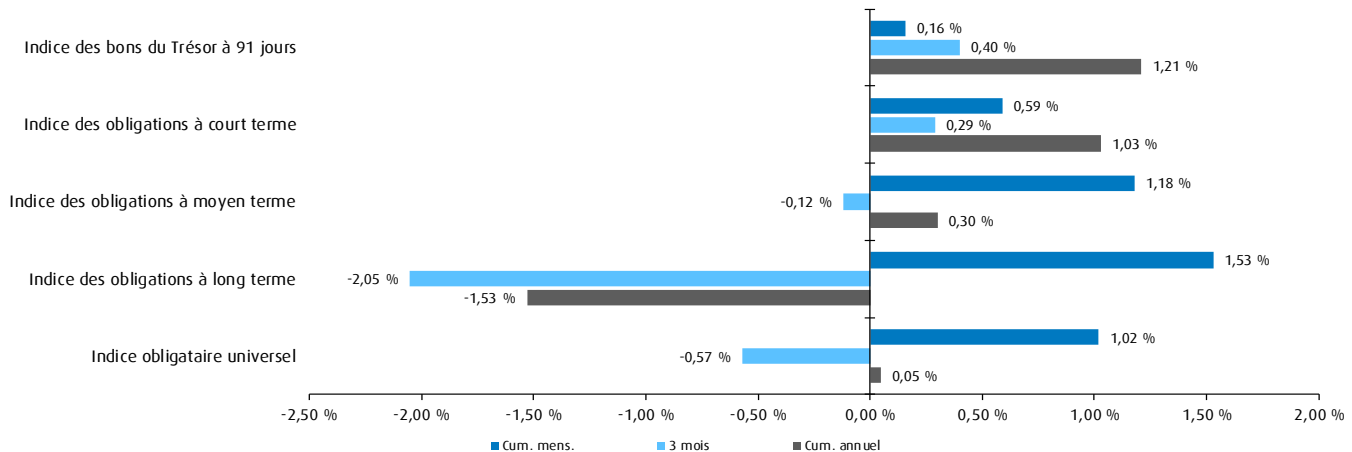
Figure 11 : Écarts de taux des obligations de sociétés aux États-Unis l'an dernier



Source : FRED

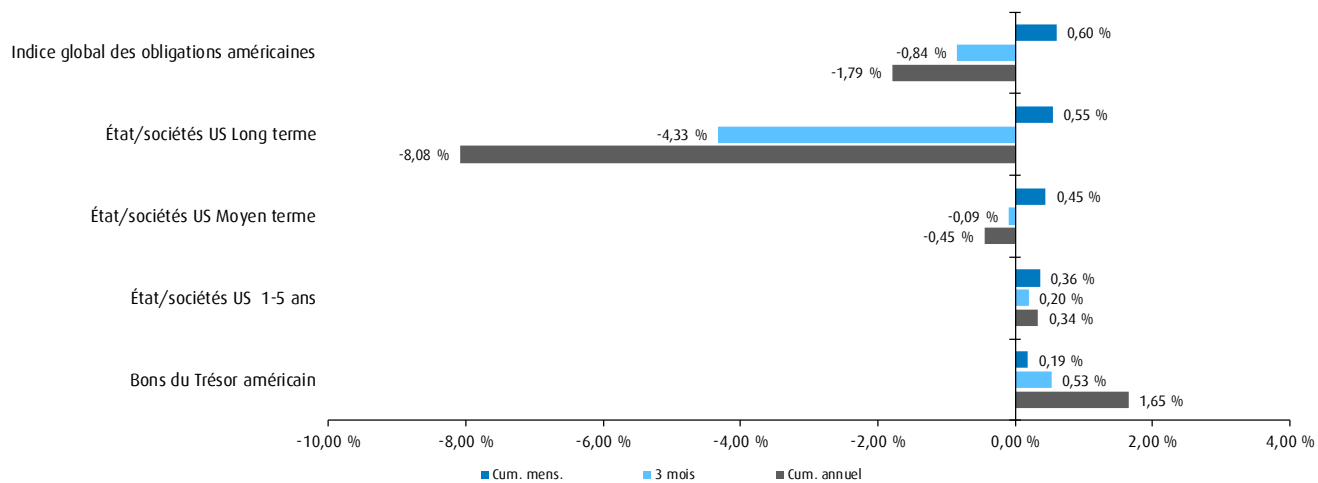
Sans verser dans l'alarmisme, nous recommandons toujours aux investisseurs de tâcher d'améliorer la qualité moyenne du crédit de leur portefeuille de titres à revenu fixe, car les économies du Canada et des États-Unis restent exposées à de nombreux risques. Tant les écarts de crédit que les écarts des swaps sur défaillance de crédit se sont récemment creusés, sans toutefois que les investisseurs ne vendent précipitamment leurs titres comme on le voit normalement lors d'une correction plus marquée. En fait, les écarts de crédit demeurent généralement inférieurs à leur niveau moyen des 15 dernières années. En raison de la volatilité accrue, ils méritent néanmoins d'être suivis de près car nous pensons que les meilleurs gains sont déjà derrière nous. Il est maintenant impératif de se montrer très sélectif dans son choix d'obligations de sociétés. Mais surtout, sachant que les titres à revenu fixe ne sont pas tous considérés comme des placements prudents, nous recommandons aux investisseurs de passer en revue le niveau de risque global de leur portefeuille de titres à revenu fixe pour s'assurer qu'il demeure conforme à leurs objectifs de placement et à leur profil de risque. Dans les dernières phases du cycle économique, une économie qui ralentit alors que les coûts de refinancement et de service de la dette augmentent exacerbe les tensions financières, en particulier dans le secteur à risque élevé du marché des titres à revenu fixe. Cela aggrave la pression sur les écarts des titres de sociétés et accroît la demande d'obligations d'État, plus sûres. Dans ce contexte, nous estimons non seulement qu'il est important de mettre l'accent sur la qualité des placements, mais aussi que les investisseurs qui privilégient les obligations de sociétés à court terme tout en augmentant leurs placements en obligations d'État à long terme devraient obtenir de meilleurs rendements.

Figure 12 : Rendements de l'indice obligataire universel FTSE TMX (période terminée le 30 novembre 2018)



Source : FTSE-TMX

Figure 13 : Rendements des indices obligataires américains (période terminée le 30 novembre 2018)



Source : Barclays

## Déclaration générale

Les renseignements et les opinions contenus dans la présente publication ont été préparés par l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns Inc. (« BMO Nesbitt Burns »). La présente publication est protégée par les lois sur le droit d'auteur. Les opinions exprimées dans la présente publication peuvent différer de celles du Service de recherche de BMO Marchés des capitaux. Aucune partie de ce document ou de son contenu ne peut être copiée, téléchargée, archivée dans un système de recherche documentaire ou retransmise, ni faire l'objet d'aucune forme de reproduction, d'archivage, de diffusion, de transfert ou d'utilisation, par quelque moyen que ce soit, par une tierce partie, sans l'autorisation préalable écrite de BMO Nesbitt Burns. Il est strictement interdit de communiquer ou d'utiliser, de distribuer, de diffuser ou de copier cette publication, ce message ou toute pièce jointe. Si vous avez reçu ce rapport par erreur, veuillez en aviser l'expéditeur dans les plus brefs délais et le supprimer sans le lire, le copier ou le transférer à quelqu'un d'autre. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce document ont été établies par BMO Nesbitt Burns à la date indiquée et sont sujettes à changement sans préavis. Tous les efforts ont été faits pour assurer que le contenu du présent document est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. Cependant, BMO Nesbitt Burns ne peut donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peut être tenue responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs disposer d'information ne figurant pas ici. Ce document n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent acheter de leurs clients ou leur vendre des titres d'émetteurs mentionnés dans ce rapport pour leur propre compte. BMO Nesbitt Burns, ses sociétés affiliées ainsi que leurs dirigeants, administrateurs ou employés peuvent détenir des positions acheteur ou vendeur sur les titres dont il est question dans ce rapport, sur des titres connexes ou sur des options, contrats à terme ou autres produits dérivés desdits titres. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent assurer des services de conseils financiers et/ou de prise ferme pour certaines sociétés mentionnées dans le document et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. La Banque de Montréal ou ses sociétés affiliées (« BMO ») ont des ententes de prêts avec de nombreux émetteurs suivis par l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns ou leur offrent d'autres services rémunérés. BMO a consenti des prêts importants à certains des émetteurs mentionnés dans ce document. BMO Nesbitt Burns Inc. est une filiale en propriété exclusive de la Banque de Montréal. Diffusion des rapports : Les rapports de l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns sont mis simultanément à la disposition de tous les conseillers en placement BMO Nesbitt Burns. Indications additionnelles : AUX RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS : Tout résident des États-Unis désirant effectuer une opération sur les titres mentionnés dans ce document doit le faire par l'intermédiaire de BMO Capital Markets Corp. (« BMO CM ») et/ou BMO Nesbitt Burns Securities Ltd. (« BMO NBSL »). AUX RÉSIDENTS DU ROYAUME-UNI : Le contenu de ce rapport est uniquement destiné à l'usage des personnes citées dans la partie VI du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001, et ne peut être publié ou remis qu'à celles-ci. BMO Gestion de patrimoine est le nom commercial d'un groupe de sociétés comprenant la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées, y compris BMO Nesbitt Burns Inc., qui fournissent des produits et des services de gestion de patrimoine.

**BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières.**

BMO CM et BMO NBSL sont membres de la SIPC. <sup>MD</sup> BMO et le médaillon contenant le M souligné sont des marques de commerce déposées de la Banque de Montréal, utilisées sous licence. <sup>MD</sup> « Nesbitt Burns » est une marque de commerce déposée de BMO Nesbitt Burns Inc. Si vous êtes déjà client de BMO Nesbitt Burns, veuillez communiquer avec votre conseiller en placement pour obtenir des renseignements complémentaires.