

# Durcissement à l'horizon

L'année est à peine commencée que le marché obligataire crée déjà la surprise



NOUVEL AN 2022



**Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA**

Chef, Titres mondiaux à  
revenu fixe et devises  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Alors que s'achève la première semaine de 2022, les taux réels à 10 ans ont déjà augmenté de 25 points de base aux États-Unis. Normalement, nous évitons de commenter la volatilité à court terme du marché, mais la hausse est si inhabituelle qu'elle mérite qu'on s'y attarde. Elle peut être attribuée à trois facteurs :



Le fait que la Réserve fédérale américaine (Fed) parle déjà de hausses de taux hâtives et plus rapides, et de réduction des actifs à son bilan. Selon le procès-verbal de la réunion de décembre du Comité fédéral de l'open market, presque tous les participants ont convenu qu'il serait bon de commencer à retirer des actifs du bilan de la Fed après la première hausse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux.



L'espoir que la vague du variant Omicron, qui semble être moins dangereux, mais très contagieux, retombe avant de causer d'importants dommages économiques.



Le fait que depuis le début de 2022, les nouvelles émissions ont atteint des sommets inégalés depuis la première semaine de septembre 2021, ce qui a contribué à augmenter l'offre et à accentuer la pression à la vente sur les positions obligataires existantes. Rien que le 4 janvier, 13 emprunteurs ont émis des titres de créance de sociétés pour un total de plus de 23 milliards de dollars.

Figure 1 : Taux de l'obligation américaine à 10 ans



Sources : Bloomberg, au 7 janvier 2022.

La Fed a occupé les esprits des investisseurs en obligations toute la semaine.

Les attentes du marché en matière de hausses de taux ne sont plus très éloignées du graphique à points de la Fed. Elles tablent sur près de 3,5 hausses d'ici la fin de 2022 contre trois dans le graphique à points, la première étant pleinement anticipée pour mai. Notons que le marché estime à près de 80 % la probabilité d'une première hausse dès le mois de mars, chose inimaginable il y a seulement quelques mois (figure 2). La Banque du Canada (BdC) a devancé la Fed dans le retrait des mesures de relance et contrairement aux États-Unis, la situation n'a guère changé au cours des derniers jours. Les prévisions de la BdC sont plus élevées : cinq hausses sont attendues d'ici la fin de 2022, la probabilité d'une hausse le 26 janvier est de 50 % et passe à 100 % pour le 2 mars.

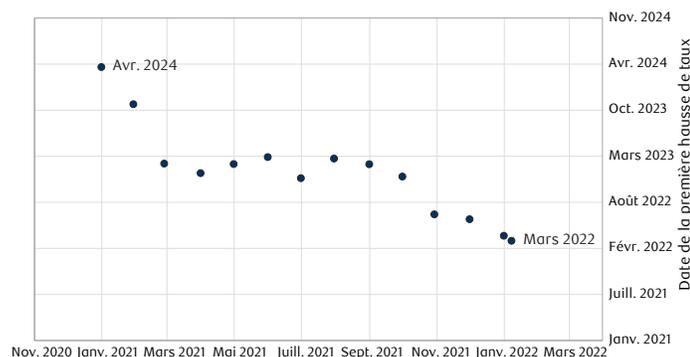
Au cours du dernier trimestre de 2021, nos prévisions de hausses de taux étaient généralement inférieures à celles du marché, comme la plupart de nos prévisions relatives aux taux obligataires. Nous nous attendions à une seule hausse vers la fin de l'année 2022.

Cependant, la récente publication du procès-verbal de la réunion de la Fed du 15 décembre nous a incités (ainsi que le marché) à revoir nos attentes. Alors que le marché a

relevé le nombre de hausses qu'il anticipe, nous sommes plutôt enclins à avancer le moment de la hausse unique au premier semestre 2022. Contre toute attente, le procès-verbal de la Fed mentionne l'amorce du resserrement quantitatif en 2022. Cette possibilité s'ajoute à la fin de l'assouplissement quantitatif et à la hausse des taux à court terme. Autrement dit, le retrait des mesures extraordinaires de stimulation monétaire serait plus rapide que durant la période de 2014 à 2019. Il s'était alors écoulé trois ans entre la fin de l'assouplissement quantitatif (AQ) et le début du resserrement quantitatif (RQ) (figure 3).

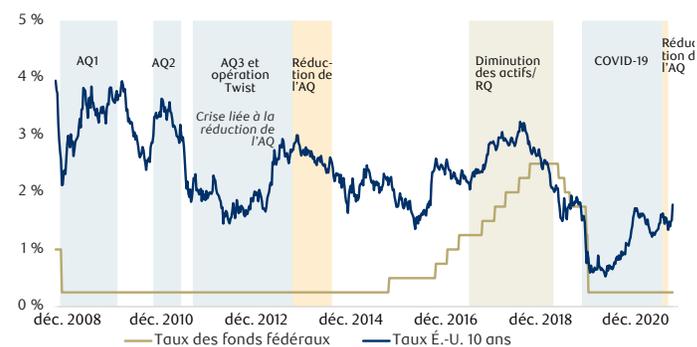
À mon avis, la Fed a décidé de réduire l'assouplissement pendant qu'il lui était encore possible de le faire. L'inflation est beaucoup plus élevée que prévu et la croissance demeure soutenue. La pression politique pour juguler l'inflation est plus forte que celle visant le plein emploi et l'équité en matière d'emploi. Les gains sur le marché du travail ont été considérables et se sont accompagnés d'une hausse des salaires. La baisse du taux de chômage à 3,9 % s'est produite beaucoup plus tôt que prévu. En outre, on peut penser que la création d'emplois aurait été encore plus élevée s'il n'y avait pas eu de pénurie de main-d'œuvre. L'examen des questions posées à Jay Powell et à Janet Yellen lors des récentes auditions du Congrès montre que l'inflation, plutôt que l'emploi, est la priorité des personnes influentes à Washington.

**Figure 2 : Les attentes relatives aux hausses de taux de la Fed ont été avancées de deux ans**



Source : Morgan Stanley, au 7 janvier 2022.

**Figure 3 : Politique monétaire et taux obligataires – la longue pause entre réduction de l'AQ et RQ sera-t-elle évitée cette fois-ci ?**



Source : Bloomberg, au 7 janvier 2022. Durée de chaque événement selon la Deutsche Bank

L'ajout du resserrement quantitatif accroît l'incertitude. Par conséquent, nous avons relevé notre estimation de la prime de terme ainsi que notre prévision pour le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans, de 1,75 % à 2,0 % à la fin de l'année. Les prix à terme se situent juste en dessous de ce niveau.

Tout en apportant cet ajustement cyclique à nos prévisions, nous gardons à l'esprit les facteurs structurels qui devraient exercer une pression baissière sur les taux des obligations, notamment la situation démographique, la dette publique élevée, les inégalités en matière de richesse et de revenus, et bien sûr, la présence importante sur le marché d'acheteurs d'obligations qui ne se soucient pas des prix.

Ces acteurs du marché obligataire ne sont pas irrationnels. Leur demande est influencée par des facteurs politiques et réglementaires. Il s'agit :

- Des banques centrales pour les besoins de l'assouplissement quantitatif et de la gestion de l'économie
- Des banques centrales pour gérer les réserves et la balance des paiements
- Des caisses de retraite et des sociétés d'assurance pour gérer leur passif
- Des banques pour des raisons réglementaires
- Des fonds équilibrés et des investisseurs visant la parité des risques pour la sécurité

La plupart de ces besoins ont été exacerbés par la pandémie. Par exemple, la forte appréciation des actions a entraîné une augmentation du niveau de capitalisation des caisses de retraite, qui ont donc cherché à protéger leurs passifs en achetant des obligations. N'oublions pas non plus les répercussions durables de la pandémie sur la croissance potentielle ; lorsque celle-ci diminue, les taux réels finissent toujours par baisser. Je me risquerais à affirmer « cette fois-ci, c'est différent » et à accorder moins de poids à ce dernier argument. En effet, le basculement rapide vers le télétravail, l'utilisation accrue de la technologie et les incitations à investir pour améliorer la productivité pourraient bien neutraliser cette tendance historique.

Nous pensons que la Fed disposera d'une marge de manœuvre au premier semestre 2022, parce que

l'inflation atteindra très probablement un pic au début de l'année, à moins que celui-ci soit déjà derrière nous. Le variant Omicron pourrait prolonger l'engorgement des chaînes logistiques et le marché redoute donc une inflation galopante. Pourtant, les stocks sont reconstitués à marche forcée et les produits livrés en retard seront vraisemblablement vendus à escompte plutôt qu'à prime. L'augmentation actuelle du taux d'activité devrait se poursuivre, car le télétravail permet d'intégrer les femmes et les personnes handicapées à la main-d'œuvre, ainsi que les jeunes attirés par des salaires plus élevés pour des postes de débutants. Enfin, les dépenses en immobilisations progressent et devraient alimenter les récents gains de productivité. Si en plus des effets de base, l'ensemble de ces facteurs se traduit comme prévu par un recul de l'inflation, la période propice au retrait de l'assouplissement monétaire pourrait se terminer vers la fin de l'été. Le scénario de croissance modérée et de baisse de l'inflation devrait alors être favorable aux obligations à un moment où les investisseurs commenceront à penser à 2023.

La politique américaine et la demande de titres du Trésor américain ne doivent pas être analysées de manière isolée. D'autres banques centrales, comme la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon, maintiennent leur programme d'assouplissement. La BCE vise une inflation de 2,0 %, mais même avec sa politique actuelle, elle ne pense pas y parvenir durant sa période de prévision. Aucune hausse des taux n'est envisagée cette année, même si le marché en prévoit une pour décembre. En Europe, l'inflation est principalement attribuable aux prix de l'énergie et la banque centrale a tendance à ne pas s'y attarder. Au niveau international, d'autres éléments sont à prendre en considération pour le marché obligataire mondial : le risque géopolitique que la Russie attaque l'Ukraine et le fait que la Banque populaire de Chine assouplisse sa politique pour la première fois depuis avril 2020.

L'actualité quotidienne, les données publiées et les fluctuations cycliques n'ont guère d'incidence sur les taux obligataires ; ceux-ci sont plutôt influencés par les moteurs structurels à long terme évoqués précédemment. En raison de la baisse structurelle des taux réels, qui dure depuis plusieurs décennies et qui est renforcée par les effets persistants de la pandémie, et de l'allègement accéléré du bilan de la Fed, il faudra peut-être moins de hausses

que lors des cycles précédents pour obtenir le même effet de resserrement. Par conséquent, nous envisageons une baisse des taux neutres à long terme (taux finaux) et entrevoyons trois scénarios possibles pour l'évolution des taux obligataires au cours des 12 prochains mois :

**Scénario de base** : La Fed met d'abord fin à l'assouplissement quantitatif, puis décrète une hausse de taux au cours du premier semestre et au maximum deux sur l'ensemble de l'année, ce qui est beaucoup moins que prévu par le marché. Les prix actuels et l'aspect de la courbe sont similaires à ceux des cycles précédents, lorsque les hausses étaient déjà bien engagées. Le resserrement quantitatif démarre lentement au second semestre et pourrait être axé sur les titres à court terme. Le taux final des fonds fédéraux devrait être de 2 %, alors que le marché table actuellement sur environ 1,5 %. Le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans clôture l'année à 2,0 %, avec une augmentation de la prime de terme.

**Risque extrême I** : L'inflation ne faiblit pas en 2022, et la Fed est perçue comme trop lente à agir ; elle ne relève les taux que vers la fin de l'année et le resserrement quantitatif commence en fin d'année, voire en 2023. Il en résulte une accentuation rapide de la courbe ; le taux final des fonds fédéraux devrait alors passer à 2,5 % et le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans, à 2,5 % dans les 12 mois.

**Risque extrême II** : La Fed met fin à l'assouplissement quantitatif, et enchaîne avec un cycle de relèvement des taux et un resserrement quantitatif au premier semestre. La croissance est plus forte que prévu au premier semestre 2022. La courbe des taux s'aplatit et laisse présager un

marché baissier. Le taux final prévu s'établit à 1,5 % ; les taux obligataires augmentent d'abord sous l'effet de la hausse des primes de terme et des taux réels en 2022, mais s'effondrent en 2023.

L'année 2022 démarre en fanfare, mais plus de 20 ans d'observation des marchés m'ont appris à ne pas me fier entièrement aux mouvements de la première semaine de l'année. Cette méfiance est plus que jamais nécessaire cette année, compte tenu des risques relatifs à la communication auxquels sont confrontées les banques centrales. Peu importe le scénario qui se concrétisera, une chose est certaine, dans la mesure où cela est possible sur les marchés : l'ère des politiques monétaires ultra-accommodantes et de stimulation presque excessive touche à sa fin. Tous les marchés seront touchés, pas seulement ceux des obligations. Le calendrier est incertain et le risque d'exécution est très élevé pour la Fed, qui en est bien consciente. Elle s'est dotée d'outils pour atténuer au moins certaines tensions à court terme sur les marchés financiers. En juillet 2021, elle a mis en place le mécanisme permanent de prise en pension, qui peut injecter jusqu'à 500 milliards de dollars du jour au lendemain dans le système bancaire. Un autre mécanisme offre des prêts aux banques centrales du monde entier. La Fed de New York peut répondre à la demande de liquidités à court terme grâce à d'autres ententes de pensions sur titres destinées au marché national. Aucun retrait de ce type n'a jamais été effectué auparavant. On peut donc parier que la tolérance des investisseurs à l'incertitude, leur capacité à maintenir la trajectoire et leur acceptation de la volatilité seront mises à l'épreuve.

## Déclaration

Le présent document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services dans aucun territoire. Il n'a pas non plus pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Ce document ne peut pas être distribué aux investisseurs résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Global Asset Management (Asia) Limited et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Au Canada, ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (y compris par PH&N Institutionnel), qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de qui elle est inscrite. Aux États-Unis, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et régie par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

Vous trouverez des précisions sur RBC GMA au [www.rbcgam.com](http://www.rbcgam.com).

Ce document n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, s'il est approprié et permis de le faire, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions contenues dans le présent document reflètent le jugement et le leadership éclairé de RBC GMA, et peuvent changer à tout moment. Ces opinions sont données à titre indicatif seulement, ne visent pas à fournir des conseils financiers ou liés aux placements et ne doivent pas servir de fondement à de tels conseils. RBC GMA n'est pas tenue de mettre à jour ces opinions.

RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier ces renseignements, ou de cesser de les publier.

Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs. Comme toutes les stratégies de placement, celle-ci comporte un risque de perdre la totalité ou une partie du montant investi. Les rendements estimatifs indiqués, le cas échéant, sont présentés à titre indicatif seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Les rendements réels pourraient être supérieurs ou inférieurs à ceux indiqués, et pourraient varier considérablement, surtout à court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Certains énoncés contenus dans ce document peuvent être considérés comme des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement de ceux qui y sont indiqués en raison de divers facteurs. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement tous les facteurs pertinents.

® / <sup>MC</sup> Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2022

Date de publication : 10 janvier 2022

(01/2022)

BOND MARKET\_NEW YEAR 2022\_F 01/12/2022

