

**Brent Joyce** CFA

Chef des stratégies de placement

**Andrew O'Brien** CFA

Directeur, Stratégies de placement

## Sous la loupe de GLC

Une courbe de rendement inversée, une économie prête à redécoller en cette année du Cochon et un marché haussier qui tire à sa fin :

**Trois grands thèmes actuels du marché, les conclusions qu'il faut en tirer et les mesures à prendre.**



### Partie 1: La courbe de rendement inversée

La courbe de rendement inversée redoutée s'est produite. À la fin de mars, les médias financiers ont claironné que la courbe de rendement s'était inversée. Les experts ont alors pris les ondes pour nous mettre en garde contre ce que l'avenir nous réservait. **Qu'y a-t-il donc de si grave?**



### À VENIR BIENTÔT

**Partie 2: Une année chinoise placée sous le signe du Cochon :** l'économie est-elle prête à redécoller? Les perspectives de l'économie et des marchés aux États-Unis concorderont-elles avec celles de la Chine?

**Partie 3: Profiter du marché haussier qui tire à sa fin aux États-Unis :** ce n'est pas fini tant que ce n'est pas fini!

On parle de courbe de rendement inversée lorsque les taux des obligations à court terme sont supérieurs à ceux des obligations à long terme. La courbe de rendement inversée a souvent été reconnue comme un signal annonçant une récession économique et un repli du marché boursier (voir le diagramme 1.1).

**L'histoire peut rimer, mais elle ne se répète jamais – on distingue donc deux différences dans le marché actuel qui, selon nous, peuvent faire changer la donne : 1) les causes du contexte général de faiblesse des taux d'intérêt et 2) le niveau de crédit encore en circulation dans l'économie et accessible aux particuliers et aux entreprises.** Par conséquent, nous ne réagissons pas de manière excessive à ce signal, puisque, selon nous, ce n'est pas une raison pour modifier profondément un portefeuille bien conçu.

**Dans les parties 2 et 3 de cette série « Trois grands thèmes du marché », nous explorerons deux autres thèmes du marché qui nous permettent d'être optimistes, plutôt que pessimistes, à l'égard des perspectives des actions.**

La courbe de rendement inversée qui s'est produite à la fin de mars n'est pas un énorme feu rouge pour les marchés boursiers. **Ce serait plutôt un feu jaune sur le parcours des investisseurs vers leurs objectifs de placement à long terme, leur disant d'avancer, mais avec prudence.**

Compte tenu de la conjoncture et des perspectives actuelles, nous ne recommandons pas aux investisseurs d'aller au-delà de leur tolérance au risque, sans néanmoins devoir être trop pessimistes ou trop sur la défensive. Pour les portefeuilles de placements à long terme, nous recommandons une position neutre depuis juin 2018 et **continuons de considérer qu'une position équilibrée entre les actions et les titres à revenu fixe (concordant avec la tolérance au risque) est la plus judicieuse pour l'heure.** Les investisseurs dont l'horizon de placement est plus court (moins de trois à cinq ans) ou ceux qui sont soumis à des exigences particulières en matière de capital à court terme (ou récurrents) devraient s'assurer d'avoir de la trésorerie et des équivalents de trésorerie pour satisfaire à leurs besoins à court terme.

Les courbes de rendement en Amérique du Nord affichent une trajectoire décroissante abrupte depuis plus de deux ans, et c'est ainsi que les taux des obligations de dix ans sont passés sous ceux de trois



## CONSEILS DE PRO

### Tout sur la courbe de rendement

La **courbe de rendement** est la représentation graphique des taux obligataires sur des échéances différentes (le temps est représenté sur l'axe des x et les taux d'intérêt sur l'axe des y). Il est possible de représenter la courbe d'une multitude de types d'obligation, mais la courbe de rendement à laquelle on fait le plus référence est celle des États-Unis. On y retrouve les taux de rendement des obligations souveraines américaines de différentes échéances.

**Qu'est-ce qu'une prime de terme?** C'est la différence entre le rendement qu'un investisseur est prêt à accepter pour détenir une obligation à long terme et le rendement qu'il pense autrement réaliser par le report des instruments à court terme pendant la même période. La prime de terme reflète la protection dont les investisseurs ont besoin pour tenir compte de deux principaux risques : l'un étant la variation de la valeur des obligations avec le temps en raison de changement dans l'offre et la demande pour les obligations; l'autre étant les fluctuations des taux d'inflation avec le temps. Lorsque les investisseurs sont encore plus incertains sur ces deux points, ils exigent une prime plus élevée.

La « **pente** » de la courbe de taux désigne l'angle de la ligne tracée entre le taux à deux points différents au niveau de l'échéance sur la courbe de rendement. C'est cette pente de la courbe de rendement qui est habituellement interprétée comme un signal de la croissance économique future : une pente positive laisse entrevoir une croissance économique future et une pente plate ou négative (inversée), un ralentissement économique ou une contraction.

Dans des conditions économiques normales, les obligations de duration plus longue sont plus payantes (autrement dit, elles offrent un taux plus élevé) que celles de duration plus courte. En effet, il est plus risqué de détenir un titre de créance comme une obligation pendant une période plus longue, et cela vaut donc un paiement supérieur au prêteur en échange du risque accru. Lorsque les obligations à long terme paient un taux d'intérêt inférieur aux obligations à court terme, la courbe représentée s'incline vers le bas – ce que l'on nomme une « **courbe de rendement inversée** ». Ce phénomène se produit lorsque l'on assiste à une hausse disproportionnée des taux à duration plus courte ou à une baisse des taux des obligations à long terme. Mentionnons que la portion courte (à court terme) de la courbe dépend énormément des taux affichés par la banque centrale; que le milieu de la courbe reflète généralement les attentes des investisseurs relativement à la prochaine décision que prendra la banque centrale relativement à son taux d'intérêt à un jour; et que les attentes quant à l'inflation et au potentiel de croissance économique à long terme influent considérablement sur la portion longue de la courbe.

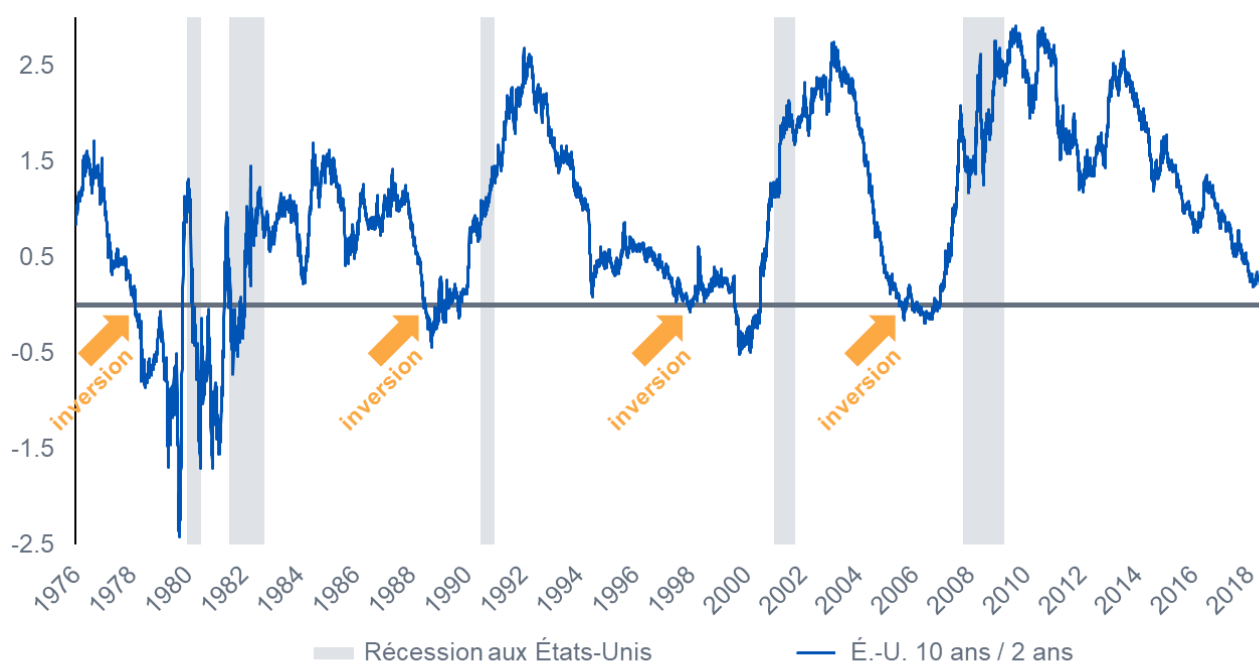
**Le jargon :** Vous pouvez mesurer la différence de taux entre deux obligations à échéance variée, mais les courbes de rendement les plus répandues sont celles de 30 ans / 10 ans, de 10 ans / 2 ans, de 5 ans / 2 ans et de 10 ans / 3 mois; la nomenclature ici utilisée se lit une courbe de taux de « trente ans et dix ans » et désigne la différence entre les taux de 30 ans et de 10 ans, alors que « dix ans et trois mois » est le taux de 10 ans moins le taux de 3 mois.

mois le 22 mars 2019, ce qui a produit l'inversion de la courbe de rendement. Il faut noter qu'une petite portion seulement de la courbe de rendement s'est inversée et que l'inversion a été éphémère. Cet événement marque néanmoins la première inversion de ce segment de la courbe de rendement depuis juillet 2007, et les discussions sur les conséquences que cela pourrait avoir sur l'avenir de l'économie et des marchés boursiers ont fait couler beaucoup d'encre.

Nous croyons qu'il faut porter attention aux inversions de la courbe de rendement, car elles nous révèlent de façon intuitive les attentes de croissance économique et peuvent nous indiquer les intentions futures des banques centrales. Toutefois, avant de tirer des conclusions extrêmes au sujet de ce signal ponctuel de la courbe de rendement, analysons objectivement la situation.

## 1.1 | Inversions de la courbe de rendement et récessions

Les récessions antérieures ont été précédées par une succession d'inversions et de redressements de la courbe, suivie d'une dernière inversion plus marquée



Source : Bloomberg, 15 avril 2019.

**La courbe de rendement en cause, la durée, l'ampleur et la pente de la courbe de rendement inversée sont tous des éléments importants, et pourtant les opinions à ces égards divergent largement.** Plus précisément, les chercheurs et les experts du marché ne s'entendent généralement pas sur la mesure de la courbe de rendement (taux 10 ans / 2 ans ou 10 ans / 3 mois, par exemple) qui permet le mieux de prévoir le rendement de l'économie et du marché boursier, d'où la vaste gamme de courbes de rendement qui sont souvent mesurées et présentées dans les rapports. Le diagramme 1.1 présente la courbe de rendement de 10 ans / 2 ans, qui notons-le ne s'est pas encore inversée – c'est l'inversion de la courbe de rendement de 10 ans / 3 mois seulement qui a donné lieu au récent battage médiatique. On parle beaucoup de la durée et de l'ampleur d'une courbe de rendement qui s'est inversée par rapport à sa capacité de signaler une prochaine récession. Nous examinons tous ces facteurs et la mesure dans laquelle l'ensemble de la courbe pourrait ou non s'inverser. Seule une petite portion (à court terme) de la courbe de rendement s'est inversée le 22 mars et l'inversion a été éphémère, ce qui nous semble un signal annonciateur faible. Une inversion marquée, élargie et durable de la courbe de rendement nous donnerait beaucoup plus de raisons de nous inquiéter. De plus, il est courant d'assister dans un premier temps à une inversion de la courbe de rendement, puis à un redressement, ce à quoi nous assistons maintenant. **En fait, dans le cas des trois dernières inversions de la courbe de rendement qui se sont produites, la deuxième inversion a donné lieu à un signal bien plus puissant annonçant que l'économie et les marchés boursiers s'apprêtaient à s'affaiblir de manière notable, et la chose ne s'est pas encore produite.**

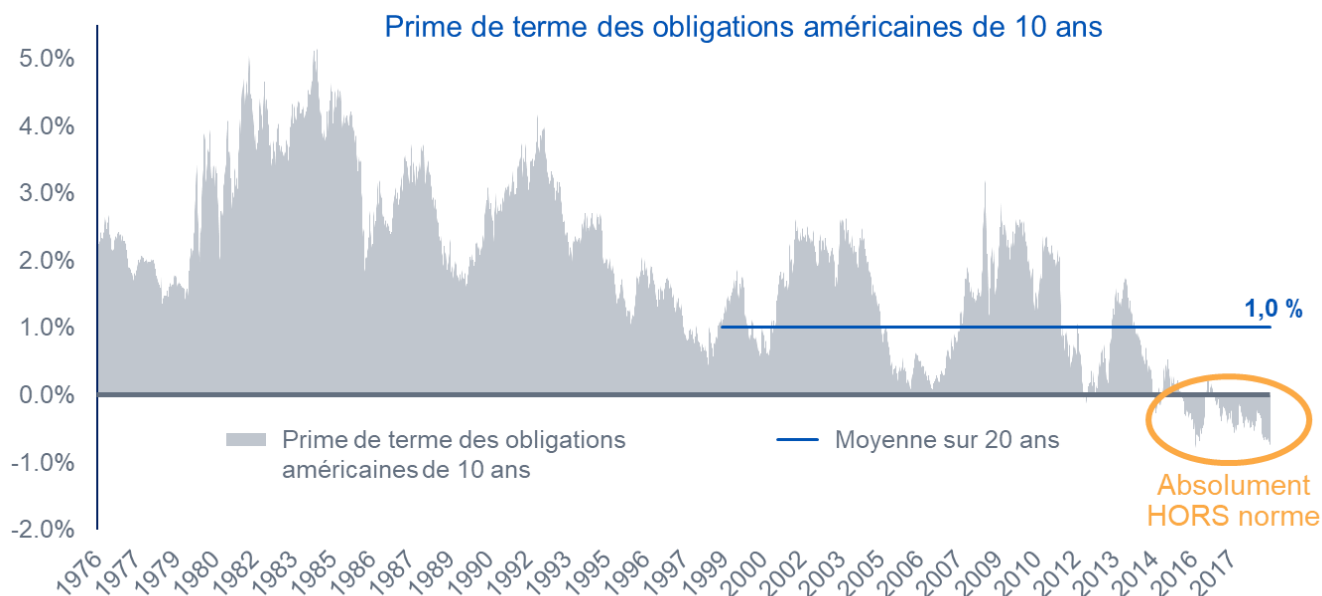
Nous savons également qu'une inversion de la courbe coïncide habituellement avec un ensemble de mesures de politique monétaire précises. Les inversions de la courbe de rendement tendent à se produire en réaction aux hausses des taux du financement à un jour des banques centrales. Ce que nous vivons aujourd'hui ne fait pas exception à la règle, puisque la Réserve fédérale américaine (Fed) a haussé les taux d'intérêt pendant trois ans (relevant le taux des fonds fédéraux d'un quart de point à neuf reprises). Dans le cas présent, toutefois, c'est la crainte d'un ralentissement de la croissance mondiale qui a finalement fait pencher la balance et entraîné une baisse des taux à long terme, puis déclenché l'inversion d'une petite portion de la courbe de rendement (taux de 10 ans / 3 mois).

Des boucles de rétroaction entrent en jeu et déterminent les réponses des investisseurs et des banques centrales.

- Dans le contexte actuel de faibles taux, les investisseurs devraient en théorie délaisser les obligations et privilégier les actions.
- Toutes choses égales par ailleurs, les taux faibles soutiennent les évaluations boursières élevées (c.-à-d. ratios C/B), ce qui s'avère généralement favorable aux rendements des marchés boursiers.
- Après une inversion, la Fed marque une pause dans le relèvement de ses taux – un changement qui permet d'assouplir les conditions financières, ce qui favorise la croissance de l'économie et des actions.

## 1.2 | Les banques centrales ont fait disparaître la prime de terme

Si la prime de terme affichait un taux correspondant à sa moyenne sur 20 ans, il n'y aurait aucune discussion sur les courbes de rendement inversées et les récessions



Source : Bloomberg, 29 mars 2019, Adrian Crump & Moench, prime de terme des obligations américaines sur 10 ans, Federal Reserve Bank of New York.

Il ne faut pas oublier qu'il y a aussi eu, et qu'il y a encore, énormément de manipulations au sein des marchés obligataires mondiaux. Les mesures d'assouplissement quantitatif mises en place par de nombreuses banques centrales ont des répercussions sur les taux obligataires à l'échelle mondiale (c.-à-d. qu'ils maintiennent artificiellement les taux à des niveaux inférieurs aux taux qui seraient normalement observables sur le marché) et des ramifications importantes dans le contexte de la discussion sur l'inversion de la courbe de rendement. Voyons les points communs et les points divergents entre la situation actuelle et les inversions de la courbe de rendement antérieures :

### Points communs :

- Les principaux moteurs de cette inversion de la courbe de rendement sont les hausses de taux de la Fed et le ralentissement de la croissance.
- La Fed a laissé entendre qu'elle marquerait une pause dans le relèvement des taux d'intérêt et limiterait ses autres stratégies de resserrement monétaire.

### Points divergents :

- Les mesures d'assouplissement quantitatif exceptionnel mises en œuvre par les banques centrales aux États-Unis, en Europe et au Japon exercent une pression artificielle à la baisse sur les taux des obligations américaines de 10 ans, ce qui provoque des distorsions sur le marché obligataire mondial. Ces mesures d'assouplissement quantitatif continuent d'être appliquées, si bien que nous sommes témoins de taux 10 ans négatifs sur les marchés obligataires allemand et japonais.
- La disparition de la prime de terme (voir le diagramme 1.2) est probablement l'un des signes de la distorsion mettant en cause les banques centrales. Si ce n'était de cette interférence, si la

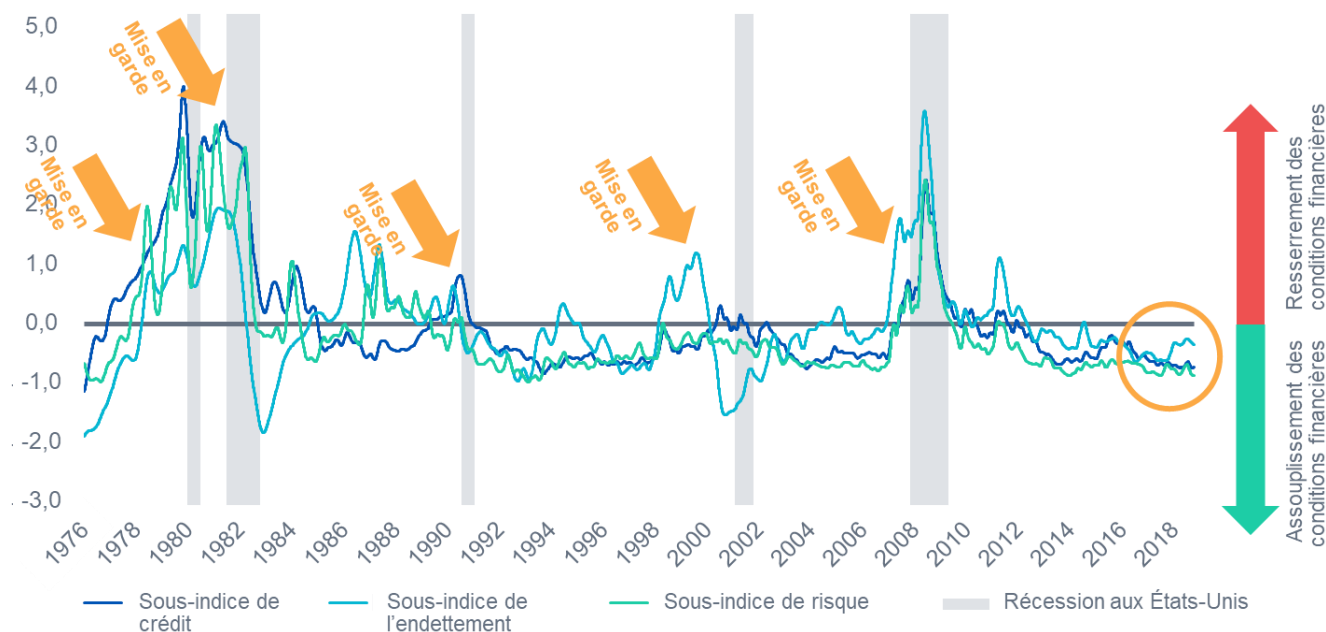
prime de terme affichait un taux correspondant à sa moyenne des 20 dernières années (environ 1 %), la pente de la courbe de rendement mesurant l'écart entre le taux 10 ans et le taux 2 ans des obligations américaines se situerait un plein point de pourcentage plus haut, et il n'y aurait pas lieu de parler de courbe inversée.

- Les flux de crédit ne se sont pas taris. En fait, ce qu'une courbe de rendement plate est censée signaler est un ralentissement des flux de crédit dans l'économie. En observant divers autres indicateurs du cycle de crédit aux États-Unis, nous constatons qu'aucun ne vient confirmer le supposé signal de récession. Par exemple, les résultats des enquêtes auprès des responsables du crédit n'ont pas changé depuis l'automne. De même, les normes d'octroi des prêts bancaires demeurent inchangés, et certaines banques rapportent même un assouplissement des clauses restrictives de leurs prêts et des règles visant leurs marges de crédit. Les grandes mesures du crédit, de l'endettement et des risques de l'économie demeurent sous les niveaux affichés par le passé en périodes de récessions (voir le diagramme 1.3).

## 1.3 | Conditions de crédit aux États-Unis ne laissant entrevoir aucun signe de récession

Les récessions antérieures ont été précédées par des conditions de crédit bien pires que les conditions actuelles

Indices des conditions financières de la Fed des États-Unis



Source : Bloomberg, 15 avril 2019.



Les indicateurs que nous surveillons comme les négociations commerciales, les facteurs géopolitiques et la croissance économique de la Chine et des États-Unis, nous permettent de voir si ce marché haussier a encore du souffle (**la partie deux de notre série « Trois grands thèmes du marché » contient plus de détails à ce sujet**).

Il n'est pas conseillé de se baser sur un quelconque signal du marché (notamment une courbe de rendement inversée) pour essayer d'anticiper le marché. Dans le cadre d'une stratégie de synchronisation des marchés, il faut prendre deux bonnes décisions, soit savoir à quel moment sortir du marché et à quel moment y revenir (**dans la partie 3 de notre série « Trois grands thèmes du marché », nous vous expliquerons pourquoi il ne faut pas sortir du marché en ce moment**). Les données empiriques indiquent que les investisseurs sont en proie à des émotions (avidité et peur) bien trop fortes pour permettre aux stratégies de synchronisation des marchés d'être fructueuses..

**En résumé :** Le caractère éphémère et la faiblesse de l'inversion de la courbe de rendement, ainsi que l'embellie des perspectives en Chine et aux États-Unis nous donnent à penser que la courbe de rendement inversée est plus un effet de la politique monétaire actuelle que le signe avant-coureur d'une récession imminente.

**Mise en pratique :** Adoptez une position neutre pour les actions et les titres à revenu fixe (concordant avec votre tolérance au risque et votre horizon de placement). Cela vous permettra de bien prendre en compte les occasions et les risques que présente le marché actuel compte tenu de la conjoncture.



Ces commentaires sont l'expression de l'opinion de GLC à la date de leur publication et sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. De plus, rien ne garantit que les tendances décrites dans ce document se maintiendront ou que les prévisions se réaliseront, parce que les conditions de l'économie et des marchés changent fréquemment. Ce document représente une source d'information d'ordre général et n'a pas pour but d'inciter le lecteur à acheter ou à vendre des placements spécifiques, ni de fournir des conseils juridiques ou fiscaux. Avant de prendre une décision de placement, les investisseurs potentiels devraient passer en revue avec soin tous les documents de placement pertinents et demander l'avis de leur conseiller.

© GLC. Vous ne pouvez ni reproduire, ni distribuer, ni utiliser autrement toute partie du présent article sans l'autorisation écrite préalable de GLC Groupe de gestion d'actifs Ltée.