



Occasions créées par la divergence des politiques

La divergence des politiques monétaires crée des occasions sur les marchés obligataires



Alexandra Gorewicz

CIM, vice-présidente et directrice, Gestion active des portefeuilles de titres à revenu fixe, Gestion de Placements TD Inc.

Hafiz Noordin

CFA, vice-président et directeur, Gestion active des portefeuilles de titres à revenu fixe, Gestion de Placements TD Inc.

Sam Chai

CFA, vice-président, Gestion active des portefeuilles de titres à revenu fixe, Gestion de Placements TD Inc.

En bref

- En raison de la forte augmentation de l'inflation partout dans le monde au cours des deux dernières années, les banques centrales de nombreux pays développés et émergents ont dû rapidement et fortement relever leur taux directeur.
- Même si le comportement des marchés obligataires partout dans le monde ces dernières années nous a conditionnés à anticiper une forte corrélation positive entre les rendements obligataires de l'ensemble des marchés, le cycle a atteint un point d'inflexion et les politiques monétaires ainsi que les marchés obligataires vont commencer à diverger.
- Nous nous attendons à ce que les divergences s'accroissent entre les marchés obligataires, développés et émergents, ce qui créera des occasions de placement sur ces marchés.

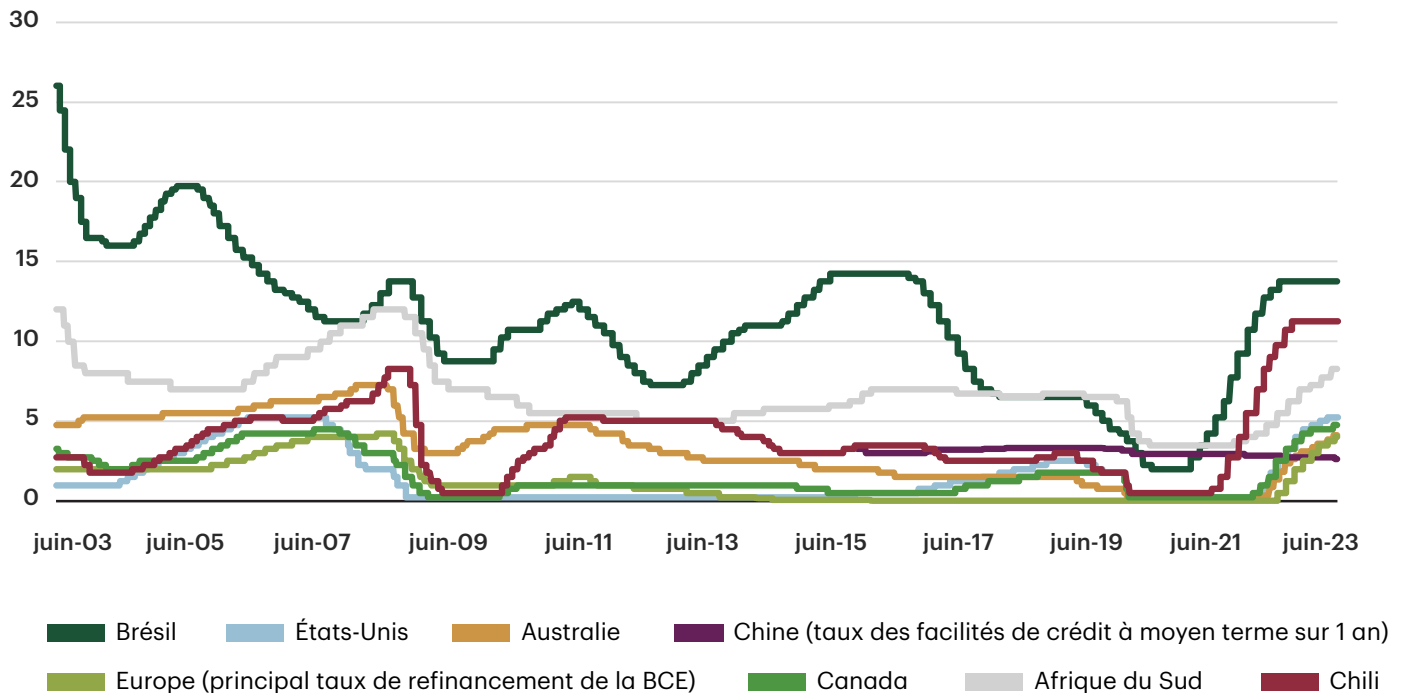
Avec la flambée de l'inflation à l'échelle mondiale ces deux dernières années, les politiques monétaires à l'échelle mondiale sont devenues remarquablement coordonnées. Pour ralentir la croissance des prix des biens et des services, les banques centrales de l'ensemble des pays développés et émergents ont dû rapidement et fortement relever leur taux directeur. En conséquence, les taux d'intérêt ont beaucoup augmenté sur la plupart des marchés obligataires, entraînant des rendements totaux nettement négatifs partout dans le monde. À quelques exceptions près, comme en Chine et au Japon, les investisseurs n'ont pu trouver de refuge.

« Transitoire »

Même si de nombreuses banques centrales de pays développés ont continué de penser, jusqu'à la fin du quatrième trimestre de 2021, que l'inflation serait « transitoire », un grand nombre des banques centrales de pays émergents avaient déjà commencé à resserrer leur politique monétaire (graphique ci-dessous). Avec une avance de 6 à 12 mois dans leur lutte contre l'inflation, il n'est pas surprenant que l'inflation dans ces pays ait atteint un sommet plus tôt que dans les pays développés. Aujourd'hui, certaines banques centrales de marchés émergents sont sur le point de réduire leur taux directeur.

Hausse « coordonnée » des taux directeurs

Taux directeurs dans les pays développés et émergents



Source : Bloomberg Finance L.P. et GPTD. Données en date de juin 30,2023.

Titres à revenu fixe

Même si le comportement des marchés obligataires partout dans le monde ces dernières années nous a conditionnés à anticiper une forte corrélation positive entre les rendements obligataires de l'ensemble des marchés, nous pensons que le cycle a atteint un point d'inflexion et les politiques monétaires (ainsi que les marchés obligataires) vont commencer à diverger. C'est assurément le cas lorsque l'on compare les marchés développés aux marchés émergents, mais c'est aussi ce que l'on remarque en se penchant sur ce qui se passe à l'intérieur de ces deux types de marchés. Autrement dit, **nous nous attendons à ce que les divergences deviennent plus prononcées entre les marchés obligataires des différents pays développés et émergents.**

Le cycle a atteint un point d'inflexion et les politiques monétaires (ainsi que les marchés obligataires) vont commencer à diverger.

Occasions de placement

Cet article souligne les diverses occasions offertes par les marchés obligataires à l'heure actuelle. La première section traite de l'importance de tenir compte du coût de la couverture du risque de change dans l'analyse des taux obligataires sur les marchés développés. La deuxième section porte sur l'un des pays mentionnés plus haut qui n'a pas suivi la tendance au resserrement monétaire : le Japon. La troisième section souligne les occasions qui se présentent sur les marchés obligataires des pays émergents.

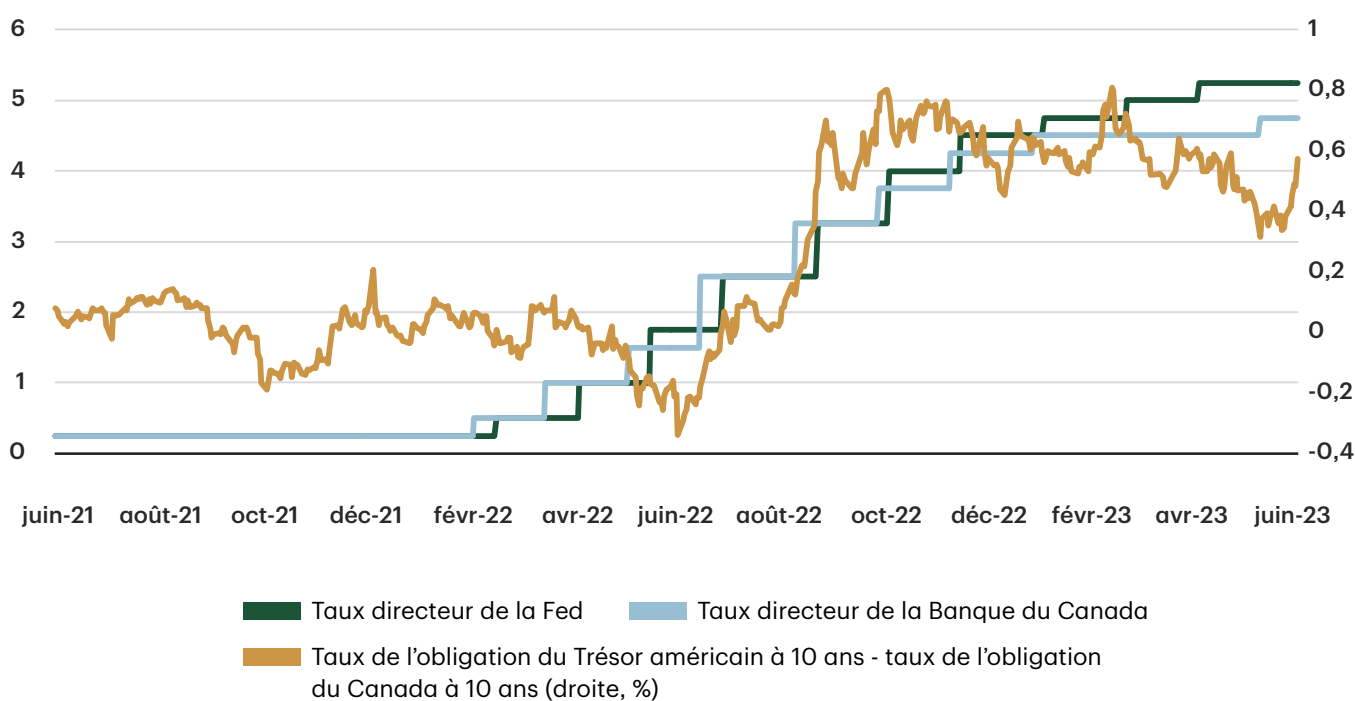


Occasion 1 : Obligations des marchés développés – attention au coût de la couverture du risque de change

Bien que la Banque du Canada ait récemment recommencé à relever son taux directeur, elle a été l'une des premières banques centrales des pays développés à mettre sur pause son resserrement monétaire, tandis que d'autres banques centrales continuaient de serrer la vis. Cela signifie que même si certains pays développés offrent actuellement des taux obligataires plus élevés, les investisseurs doivent être conscients que le coût de la couverture du risque de change peut neutraliser l'avantage offert par des taux plus élevés. C'est notamment le cas des obligations du Trésor américain à court terme qui lorsqu'elles sont assorties d'une couverture du risque de change deviennent moins avantageuses que les obligations du Canada à court terme. Lorsque la Banque du Canada a mis sur pause son resserrement

après sa réunion de janvier, les taux d'intérêt au Canada étaient déjà très inférieurs à ceux d'autres pays développés. Par exemple, à la fin de janvier, le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans était supérieur de plus de 0,6 % à celui de l'obligation du Canada à 10 ans, même si les taux directeurs des deux banques centrales étaient d'environ 4,5 % (graphique ci-dessous). Les investisseurs du marché obligataire canadien avaient anticipé que la Banque du Canada marquerait une pause et peut-être même mettrait un terme à son cycle haussier. L'écart de taux entre les deux obligations d'État est demeuré globalement stable à 0,6 % jusqu'au milieu de mai, mais la différence notable est que la Fed a continué de relever son taux directeur tandis que la Banque du Canada l'a laissé inchangé à 4,5 %.

Taux directeurs de la Fed et de la Banque du Canada et écart entre le taux de l'obligation d'État à 10 ans aux États-Unis et au Canada



Source : Bloomberg Finance L.P. et GPTD. Données en date du 30 juin 2023.

Comme l'écart entre le taux directeur de la Fed et celui de la Banque du Canada est passé de 0 % en janvier à 0,75 % en mai, le coût de la couverture du risque de change payé par les investisseurs canadiens pour les actifs libellés en dollars US a augmenté en conséquence.

Au cours des deux derniers mois, les données économiques canadiennes sur l'habitation, la consommation et l'inflation ont été supérieures aux prévisions de la Banque du Canada, justifiant une nouvelle augmentation du taux directeur. Cela a aidé à réduire le coût de couverture du risque de change assumé par les investisseurs canadiens. Toutefois, depuis mai, en prévision d'une prochaine augmentation du taux directeur, le taux des obligations du Canada ont aussi augmenté, de sorte que les obligations du Trésor américain n'offrent toujours pas un écart de taux positif suffisant pour couvrir le coût de la couverture du risque de change.

Néanmoins, la rapidité avec laquelle la Banque du Canada a relevé son taux directeur au cours des 18 derniers mois signifie qu'il existe de nombreux marchés obligataires développés, y compris des marchés où les taux sont généralement inférieurs à ceux du marché canadien, qui offrent actuellement des taux plus élevés qu'au Canada, car il est encore relativement moins coûteux de couvrir le risque de change. Parmi ces pays, mentionnons le Royaume-Uni, les pays d'Europe et l'Australie. Bien sûr, à ce stade, nous attendons à des divergences notables en ce qui concerne le rythme et la fin du resserrement monétaire dans les différents pays, car chaque banque centrale doit maintenant tenir compte de facteurs économiques particuliers. **C'est pour cela que les investisseurs canadiens doivent être de plus en plus prudents lorsqu'ils investissent sur les marchés obligataires étrangers et bien connaître les coûts et les risques qu'ils assument.**

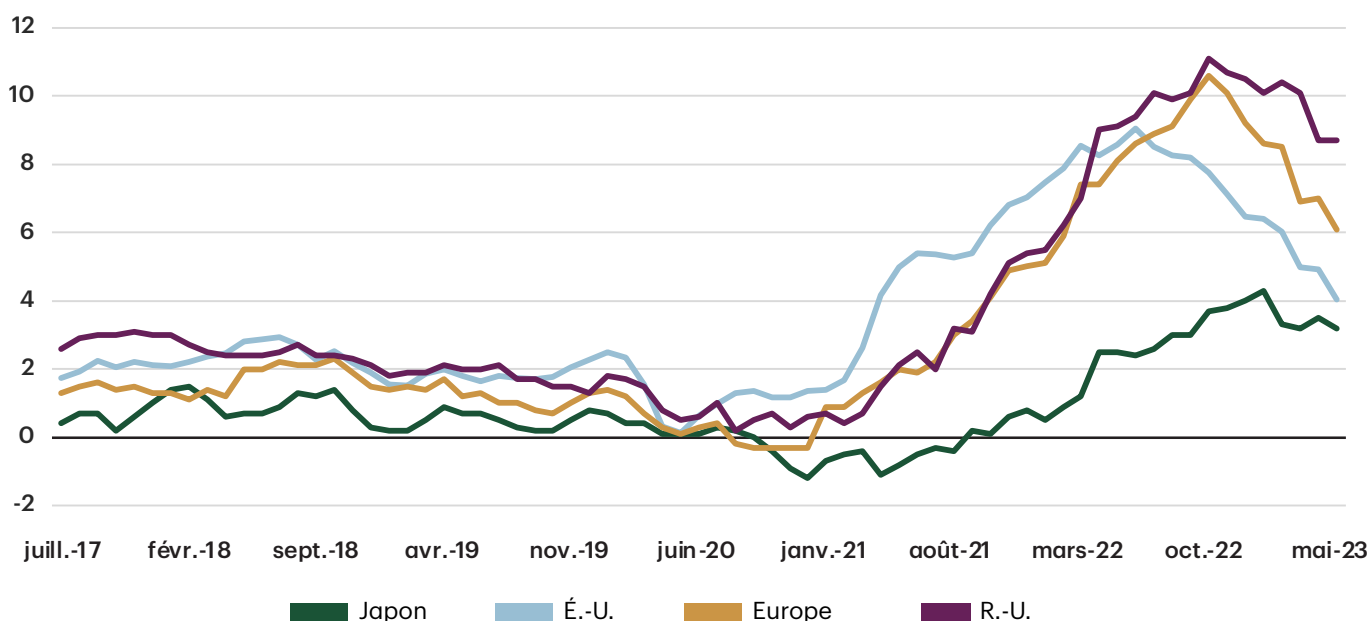
De nombreux marchés obligataires développés, y compris des marchés où les taux sont généralement inférieurs à ceux du marché canadien, offrent actuellement des taux plus élevés qu'au Canada, car il est encore relativement moins coûteux de couvrir le risque de change.

Occasion 2 : Le Japon – rien n'est gratuit

Comme l'inflation a été plus lente à se matérialiser au Japon et semble avoir atteint un sommet nettement inférieur à celui de l'inflation dans tous les autres pays développés (graphique ci-dessous), le yen a beaucoup souffert de la politique extrêmement expansionniste que la Banque du Japon maintient depuis 2020.

Taux d'inflation dans certains pays développés

Taux d'inflation sur 12 mois dans certains pays développés (%)



Source : Bloomberg Finance L.P. et GPTD. Données en date du 30 juin 2023.

Alors que les autres grands pays développés ont affiché un taux de croissance modeste ces derniers trimestres, la croissance économique au Japon a été relativement exceptionnelle et devrait rester supérieure à son potentiel au cours des prochains trimestres. En effet, la Banque du Japon maintient une politique monétaire très expansionniste depuis 2020, ce qui continue de soutenir la reprise de la consommation et des investissements. Le yen s'est également fortement déprécié en raison de la politique monétaire divergente du pays, les banques centrales des pays développés ayant relevé les taux rapidement au cours des 18 derniers mois, tandis que la Banque du Japon a laissé son taux directeur au plus bas. Cela a contribué à l'accélération de l'inflation au Japon, mais aussi à l'augmentation des bénéfices provenant de l'exportation dans certains secteurs économiques.

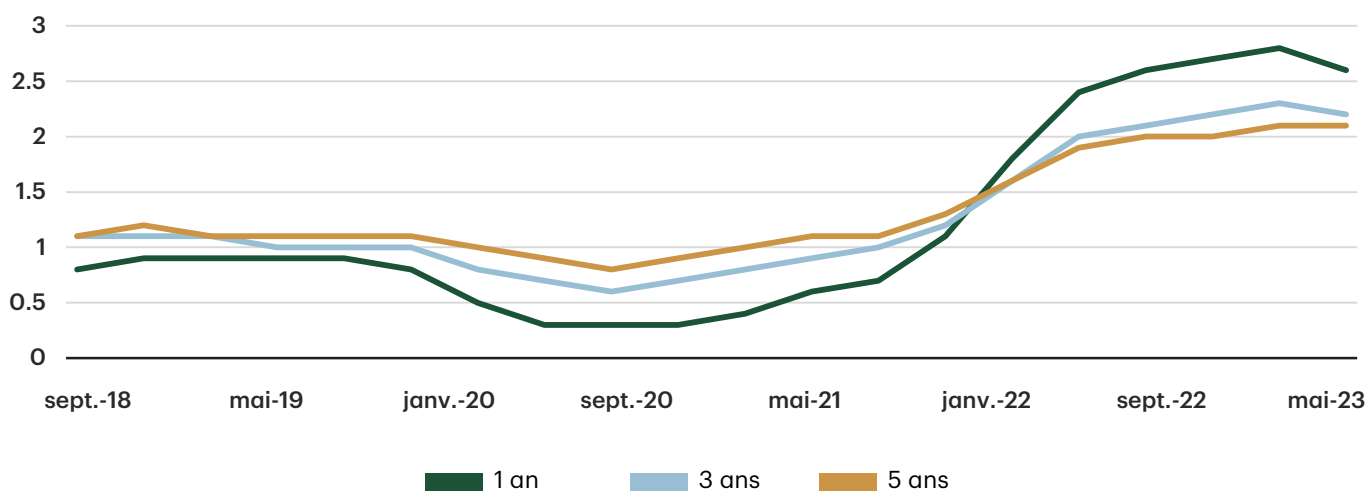
Depuis 2022, l'inflation globale et l'inflation de base ont fortement augmenté au Japon, mais beaucoup moins que dans les autres pays développés, ce qui satisfait les responsables des politiques budgétaires et monétaires. Bien que l'inflation globale semble avoir atteint un sommet et pourrait encore ralentir à mesure que les facteurs contribuant à la hausse des

coûts continuent de se normaliser, l'inflation de base demeure très élevée. Néanmoins, la Banque du Japon prévoit toujours un ralentissement de l'inflation au cours des prochains mois et elle n'est pour le moment pas convaincue que l'inflation restera supérieure à 2% à moyen terme.

C'est pour cela que la Banque du Japon diverge des banques centrales des pays développés en maintenant son taux directeur à son plus bas niveau, soit -0,1%. Toutes mesures visant à normaliser la politique monétaire du Japon nécessiteront une révision à la hausse des prévisions d'inflation de la banque centrale. La divergence avec la politique des autres banques centrales de pays développés est très marquée et est la principale cause de la faiblesse persistante du yen. Néanmoins, les prévisions d'inflation à moyen terme ont augmenté, comme en témoignent les bons résultats des négociations salariales (Shunto) et les prévisions des sociétés concernant la hausse de l'inflation (graphique ci-dessous). Au cours des prochains mois, la Banque du Japon pourrait enfin s'engager sur la voie du resserrement monétaire, en commençant peut-être par la modification de sa politique de contrôle de la courbe des taux.

Prévisions des sociétés japonaises en matière d'inflation

Prévisions des sociétés japonaises en matière d'inflation



Source : Bloomberg Finance L.P. et GPTD. Données en date du 30 juin 2023.

Cela pourrait faire grimper le taux des obligations d'État japonaises, mais plus important encore, soutenir l'appréciation du yen. Étant donné que les taux de change du yen sont à des creux historiques et qu'une possible intervention des autorités japonaises pourrait limiter le risque que le yen perde encore de la valeur, l'occasion se présente de tirer profit d'un éventuel rebond de cette devise. Toutefois, comme la Banque du Japon a pris beaucoup de retard sur d'autres banques centrales de marchés développés pour ce qui est de la hausse du taux directeur, le yen affiche actuellement un coût de possession très négatif. Par conséquent, les investisseurs devraient envisager d'exprimer leurs prévisions concernant la hausse du yen au moyen d'options de change, afin de s'assurer que le coût associé à un placement libellé en yen est connu et limité.

Il existe une occasion intéressante de profiter de l'éventuel rebond du yen.

Occasion 3 : Marchés obligataires émergents – les occasions appartiennent-elles à ceux qui s'y prennent tôt?

Comme nous l'avons déjà mentionné, certaines banques centrales des marchés émergents ont commencé à relever leur taux directeur de 6 à 12 mois avant les banques centrales des États-Unis, du Canada et d'autres pays développés. Cela a été notamment le cas dans de nombreux pays d'Amérique latine et d'Europe centrale et de l'Est. Les banques centrales les plus prudentes ont également vigoureusement relevé leur taux directeur. Par exemple, au Brésil et au Chili, le cycle de resserrement a débuté par des hausses de moins de 1 %, au début de 2021 pour le Brésil et au milieu de 2021 pour le Chili. Toutefois, en six à neuf mois, chaque hausse était de 1,5 %. Ainsi, en 18 mois, les taux directeurs ont augmenté de 11 % à 12 %.

En raison de la forte hausse du taux directeur décidé par ces banques centrales, qui luttent contre l'inflation depuis des décennies, le taux directeur réel ex ante (taux directeur nominal actuel moins les prévisions consensuelles concernant l'IPC à la fin de 2023) sont plus élevés dans de nombreux pays émergents que dans les pays développés. C'est particulièrement vrai en l'Amérique latine, en Chine, en Indonésie et en Afrique du Sud (tableau ci-dessous). Ces taux directeurs réels ex ante positifs ont fait en sorte que les entrées de capitaux étrangers sont restées stables, évitant toute crise liée à la balance des paiements dans les marchés émergents bien notés, malgré une inflation plus élevée qu'avant la pandémie.



Taux réels ex ante dans les marchés émergents (taux nominal moins IPC prévu à la fin de 2023)

Amérique latine	Taux directeur	2 ans	5 ans	10 ans
Brésil	8,8	5,6	6,8	5,6
Chili	3,3	-1,2	-0,8	-2,8
Colombie	1,6	-1,8	-1,9	-1,4
Mexique	5,6	4,5	3,1	3,0
Pérou	1,2		-0,6	0,3
Asie	Taux directeur	2 ans	5 ans	10 ans
Chine	2,4	0,9	1,2	1,4
Inde	-0,1	0,4	0,5	0,5
Indonésie	1,8	1,9	1,9	2,3
Corée du Sud	0,2	0,4	0,4	0,4
Malaisie	0,0	0,5	0,6	0,9
Philippines	0,6	-0,4	0,1	0,9
Singapour	-1,2	-1,4	-1,8	-1,9
Thaïlande	-0,5	-0,4	-0,2	0,0
Europe centrale et de l'Est	Taux directeur	2 ans	5 ans	10 ans
République tchèque	-3,8	-5,1	-5,9	-6,4
Hongrie	-5,3	-9,6	-10,6	-11,3
Pologne	-5,8	-6,7	-6,9	-6,7
Roumanie	-3,4	-4,1	-3,7	-3,8
Turquie	-30,0	-31,7	-29,2	-28,7
Afrique du Sud	2,3		2,9	5,8

Source : Bloomberg Finance L.P. et GPTD. Données en date du 30 juin 2023.

En raison du recul rapide de l'inflation, plusieurs banques centrales de pays émergents ont arrêté de relever leur taux directeur il y a plusieurs mois et certaines d'entre elles devraient commencer à le réduire cet été. Par exemple, les investisseurs pensent que la banque centrale du Chili commencera à réduire son taux directeur à la fin de juillet et sera suivie par la banque centrale du Brésil au début d'août. Cela dit, cette baisse des taux est anticipée

et déjà prise en compte par les marchés obligataires locaux. De plus, les attentes concernant la réduction du taux directeur dans les pays émergents en 2024 sont déjà très élevées (tableau ci-dessous), tout comme aux États-Unis et au Canada, où les investisseurs s'attendent à ce que la Fed et la Banque du Canada réduisent leur taux directeur d'au moins 100 pb avant la fin de 2024.

Prévisions concernant le début et l'ampleur de l'assouplissement monétaire dans les pays émergents

Pays	Taux directeur actuel (%)	Première réduction selon le marché	Taux directeur dans deux ans selon le marché
Brésil	13,75 %	Août 2023	-4,13 %
Chili	11,25 %	Juil. 2023	-6,86 %
Colombie	13,25 %	Oct. 2023	-5,64 %
Mexique	11,25 %	Févr. 2024	-3,85 %
République tchèque	7 %	Nov. 2023	-3,19 %
Hongrie	16 %	Mai 2023	-9,84 %
Pologne	6,75 %	Oct. 2023	-2,14 %
Afrique du Sud	8,25 %	Sept. 2024	-0,09 %
Inde	6,50 %	Avr. 2024	-0,73 %
Corée du Sud	3,50 %	T2 2024	-0,38 %
Malaisie	3 %	Pas de réduction	0,09 %
Thaïlande	2 %	Pas de réduction	0,39 %

Source : Bloomberg Finance L.P. et GPTD. Données en date du 30 juin 2023.

Depuis le début de l'année, certains marchés obligataires émergents locaux ont connu une forte augmentation, le thème de la désinflation étant devenu plus crédible. Toutefois, comme les taux réels dans certains pays émergents, en particulier en Amérique latine et en Asie, sont très élevés, les placements dans les marchés locaux et les obligations d'État libellées dans ces devises peuvent encore permettre d'obtenir un taux supérieur à celui des obligations d'État, et même de sociétés, des marchés développés.

Les placements libellés dans la monnaie de ces pays et les obligations d'État offrent encore la possibilité d'obtenir un taux supérieur à ceux des obligations d'État et de sociétés de pays développés.

Tirer parti des occasions de placement

À ce stade-ci, la divergence de plus en plus marquée dans les politiques monétaires à l'échelle mondiale causera probablement des périodes de volatilité, en particulier sur les marchés des changes. Par conséquent, la gestion tactique du risque de change est essentielle pour protéger le capital investi à l'étranger, car le thème de la divergence des politiques monétaires gagne en popularité. Cela est valable que les investisseurs canadiens saisissent les occasions qui se présentent sur les marchés développés ou émergents. ■

Occasion

Suivez Gestion de Placements TD



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.