

Rendements, liquidités et prix des actifs : Répercussions de la prolongation des mesures d'assouplissement des banques centrales pour les portefeuilles multi-actifs

Todd Mattina, PhD

Vice-président principal,
Économiste en chef, Gestionnaire de portefeuille, Cochef d'équipe
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Points importants :

- Les actions mondiales ont progressé d'environ 45 % depuis leur creux du 23 mars. Bien que la rapidité du redressement ait soulevé des préoccupations chez les investisseurs, les valorisations ont été largement harmonisées avec l'évolution des facteurs fondamentaux. Comme les rendements au comptant devraient demeurer à peu près nuls pendant une période prolongée, les actions offrent un rendement intéressant à long terme qui soutient les valorisations actuelles.
- Les rendements des obligations d'État devraient rester faibles pendant une période prolongée, mais ils continuent à offrir une prime de rendement modeste par rapport aux taux au comptant exceptionnellement bas.
- Les mesures d'assouplissement sans précédent des banques centrales ont considérablement amélioré les conditions de liquidité, incitant les investisseurs à délaisser les « valeurs refuges » en affectant des capitaux dans d'autres actifs qui offrent des rendements relativement intéressants. La baisse des taux d'intérêt américains a fourni moins de soutien au dollar américain et a fait en sorte que le coût de renonciation associé à la détention de l'or était plus faible que celui associé aux obligations portant intérêt.

La réaction politique vigoureuse au repli économique de cette année a été un facteur déterminant pour les marchés financiers. En réaction au pire recul économique depuis les années 1930, les grandes banques centrales ont réduit les taux directeurs à environ zéro. En tant que prêteuses et acheteuses d'actifs de dernier recours, les banques centrales ont également injecté des liquidités spectaculaires dans le système financier grâce à des programmes directs d'achat d'actifs et de prêts. Les mesures d'assouplissement de la banque centrale ont eu pour effet d'éviter une contraction économique plus sévère, de permettre aux marchés du crédit de continuer à fonctionner et de soutenir la remontée des prix des actifs après le creux de mars.

Nous nous attendons à ce que les banques centrales poursuivent le cycle d'assouplissement pendant une période prolongée, ce qui pourrait avoir d'importantes répercussions sur les prix des actifs et les portefeuilles multi-actifs. Du point de vue de la politique macroéconomique, la faiblesse des taux d'intérêt et l'abondance de liquidités jettent les bases de la reprise économique, bien que les perspectives demeurent obscurcies par la trajectoire incertaine de la pandémie. Du point de vue des marchés financiers, une période prolongée de taux d'intérêt à court terme environ nuls et une faible inflation devraient soutenir les valorisations boursières et maintenir la pression à la baisse sur les rendements obligataires. Dans ce contexte, nous nous concentrons sur trois questions concernant la répartition de l'actif du point de vue du rendement de l'actif et des liquidités :

1. Les valorisations boursières se sont-elles dissociées de l'état critique de l'économie?
2. Une exposition aux obligations d'État à long terme est-elle toujours logique étant donné que les rendements obligataires atteignent des creux historiques?
3. La forte baisse du dollar américain et le prix record de l'or indiquent-ils un retour de l'inflation?

Les valorisations boursières se sont-elles dissociées de l'état critique de l'économie?

Les prix des actifs reflètent simplement la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs actualisés en fonction du rendement des actifs. La baisse des rendements signifie que les flux de trésorerie futurs valent plus aujourd'hui, ce qui correspond à

une hausse du prix des actifs. Pour tout actif, le rendement est une combinaison du taux d'intérêt sans risque (« rendement au comptant ») et d'une prime de risque qui dédommage les investisseurs pour avoir renoncé à l'avantage immédiat lié à la détention de liquidités. Les banques centrales ajustent les rendements au comptant et les conditions de liquidité pour influencer le cycle économique et atteindre les objectifs de leur politique macroéconomique. Au cours de ce processus, les prix des actifs ont tendance à évoluer de façon intuitive. Lorsque les banques centrales réduisent les rendements au comptant pour soutenir la reprise économique, le coût de renonciation associé à la détention de liquidités augmente par rapport aux catégories d'actifs à rendement plus élevé comme les actions. De cette manière, au fil du temps, une transition s'opère et les fonds sont dirigés vers des actifs ayant des rendements relativement intéressants par rapport à la normale. À mesure que les prix des actifs augmentent progressivement, ou lorsque les banques centrales rehaussent de nouveau les taux, les rendements des actifs tendent à revenir à des niveaux normaux.

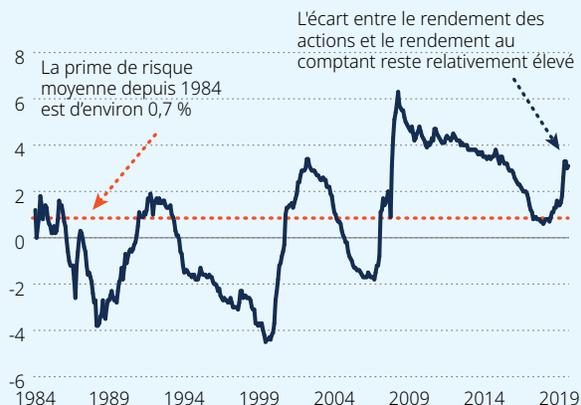
Le graphique 1 illustre la façon dont le cycle d'assouplissement actuel des grandes banques centrales a réduit les rendements au comptant et favorisé une transition vers des marchés boursiers à rendement plus élevé. À partir de 2020, avant la pandémie, le rendement au comptant des États-Unis était d'environ 1,85 %. La Réserve fédérale avait progressivement réduit les taux en 2019 pour soutenir une activité économique plus vigoureuse. La chute des rendements au comptant a entraîné une baisse constante des rendements obligataires en 2019 et a soutenu une remontée du marché boursier américain. À la fin de 2019, le marché boursier américain offrait une prime de rendement d'environ 1,4 % par rapport au rendement au comptant. En comparaison, la moyenne historique est d'environ 0,7 % depuis 1984 (graphique 1). À la fin de juillet 2020, les rendements au comptant avaient été réduits à peu près à zéro, alors que les banques centrales réagissaient énergiquement au « grand confinement » en adoptant un cycle d'assouplissement sans précédent. Les faibles rendements au comptant ont fait augmenter le coût de renonciation lié à la détention de liquidités alors que la prime liée aux actions se hissait à environ 3 %. Bien que les rendements obligataires américains ont diminué depuis la fin de 2019, ils continuent d'offrir une légère prime par rapport aux faibles rendements au comptant. Étant donné que les rendements au comptant sont susceptibles de demeurer faibles pendant une période prolongée, l'argent devrait continuer de circuler vers des catégories d'actifs à rendement plus élevé qui offrent des primes relativement attrayantes.

Graphique 1. | Rendement des actifs et primes de rendement à long terme¹

Variation du rendement des actifs aux États-Unis : Juil. 2020 c. déc. 2019



Gains du marché boursier par rapport au rendement au comptant

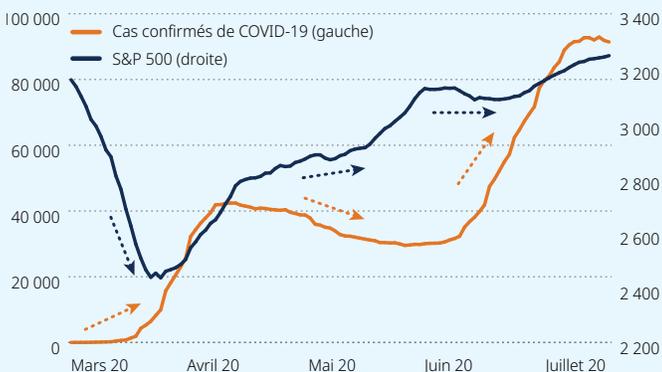


¹ Données du marché fournies par Bloomberg au 31 juillet 2020. Le rendement au comptant s'entend du taux de dépôt américain à trois mois. Le rendement obligataire s'entend du rendement à l'échéance des obligations du Trésor américain à 10 ans. Le rendement des bénéfices est calculé en fonction du ratio cours/bénéfice corrigé des variations cycliques au moyen des données en ligne de Shiller au 30 juin 2020 : <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>. La pente de la frontière dans le tableau de gauche correspond à l'écart entre les rendements boursiers américains et les rendements au comptant, que nous traitons comme un substitut de la prime de risque liée aux actions à long terme.

Comme on s'attend à ce que le cycle d'assouplissement se poursuive pendant une période prolongée pour soutenir la reprise économique, les rendements des actions relativement attrayants seront probablement tirés à la baisse à mesure que les valorisations boursières seront poussées à la hausse. Toutefois, l'ampleur et la vitesse de la remontée d'environ 45 % depuis le creux de mars ont suscité des préoccupations chez les investisseurs quant aux valorisations. Comme les rendements au comptant devraient demeurer à peu près nuls pendant une période prolongée, les actions offrent encore un rendement intéressant à long terme qui soutiennent les valorisations actuelles. Dans ce contexte, les valorisations boursières semblent encore raisonnables. Toutefois, la reprise économique en 2020-21 devrait être inégale et pourrait être décevante à court terme. Le déplacement de l'épicentre de la pandémie vers la partie sud des États-Unis a accru l'incertitude quant à la vitesse et à la forme de la reprise économique. Le graphique 2 montre que les fluctuations du marché boursier américain depuis mars ont largement coïncidé avec l'augmentation du nombre de nouveaux cas de COVID-19 aux États-Unis. De même, les taux d'intérêt à dix ans après inflation ont atteint un creux record en juillet, ce qui laisse entrevoir des perspectives de croissance modérées. Bien que la trajectoire de croissance en 2020-2021 demeure incertaine, le cycle d'assouplissement prolongé des banques centrales a rehaussé la prime liée aux actions à long terme pour la porter à des niveaux attrayants, récompensant les investisseurs ayant un horizon à long terme et une tolérance à l'égard du parcours potentiellement cahoteux de la reprise.

Graphique 2. | Les attentes en matière de croissance demeurent modérées¹

Les cas de surinfection dans les États du sud des É.-U. rehaussent l'incertitude au sujet des perspectives de croissance



Le taux américain à 10 ans après inflation a atteint un creux en juillet



¹ Données du marché fournies par Bloomberg au 31 juillet 2020. Cas confirmés aux États-Unis de COVID-19 calculés selon une moyenne mobile de 10 jours au moyen des données de Bloomberg. Le taux d'intérêt américain à 10 ans après inflation est fourni par la Réserve fédérale à titre de rendement réel à échéance constante sur 10 ans fondé sur des obligations indexées sur l'inflation.

Une exposition aux obligations d'État à long terme est-elle toujours logique étant donné que les rendements obligataires atteignent des creux historiques?

Bien que les taux de rendement obligataires à long terme ont fortement baissé, ils continuent d'offrir une prime par rapport aux taux au comptant. Selon les prix des swaps au 31 juillet, les investisseurs prévoient une augmentation des rendements au comptant par la Réserve fédérale américaine qu'après 2023, ce qui maintiendra la pression à la baisse sur les rendements obligataires à long terme. Les décideurs de la Fed ont également fourni des « orientations prospectives » aux investisseurs, indiquant que les rendements au comptant demeureront probablement faibles pendant une période prolongée pour soutenir la reprise fragile. En plus de ces facteurs cycliques, des tendances à long terme, y compris le vieillissement de la population et la faible productivité, continueront de maintenir la pression à la baisse sur les rendements obligataires à long terme. Bien que

les investisseurs n'aiment peut-être pas le faible niveau de rendement au comptant et obligataire offerts, la faiblesse des taux est susceptible de persister compte tenu des conditions économiques actuelles. Dans ce contexte, les rendements relatifs des actifs sont la principale considération guidant les décisions concernant la composition de l'actif à long terme, et les obligations du Trésor américain à 10 ans offrent toujours une légère prime par rapport aux rendements au comptant.

Dans le contexte actuel de faiblesse des taux de rendement obligataires, les principaux risques de revirement comprennent un affaiblissement de la confiance dans la dette publique élevée et une augmentation de l'inflation prévue. Des déficits budgétaires élevés servant à financer les secours liés à la pandémie et l'injection de liquidités sans précédent ont accru les risques liés aux dettes souveraines et à l'inflation. Toutefois, ces risques semblent être moins imminents que les risques d'une stagnation de la reprise et d'une faiblesse de l'inflation, alors que les faillites d'entreprises s'accroissent et que le redressement du marché du travail ralentit. La reprise prévue à la fin de 2020 et en 2021 pourrait être irrégulière et progressive, ce qui maintiendrait une pression à la baisse sur l'inflation. En ce qui concerne l'endettement élevé, les gouvernements devront relever le défi de la stabilisation des ratios d'endettement lorsque l'économie se redressera. Cela pourrait nécessiter une combinaison de hausses d'impôt et de réductions des dépenses, mais l'austérité budgétaire sera probablement retardée jusqu'à ce que l'économie se redresse plus fermement. Heureusement, les épargnes privées ont bondi dans les principales économies, fournissant un important flux d'épargne pour financer des déficits gouvernementaux plus élevés. Dans ce contexte, les rendements obligataires à long terme devraient demeurer faibles, mais fournir une prime par rapport aux rendements au comptant.

La forte baisse du dollar américain et le prix record de l'or indiquent-ils un retour de l'inflation?

Les écarts des rendements au comptant et des conditions de liquidité entre les pays sont les principaux facteurs de la forte baisse récente du dollar américain. Avant la pandémie, le dollar américain était surévalué. Comparativement aux autres devises, le dollar américain a bénéficié de rendements au comptant relativement élevés et de perspectives de croissance plus favorables. Le dollar américain s'est encore raffermi, car l'illiquidité en mars et en avril a entraîné des flux de capitaux vers des valeurs refuges pendant le confinement alors que les investisseurs recherchaient la sécurité et la liquidité relative des actifs libellés en dollars américains. Alors que la Réserve fédérale amorçait son dynamique cycle d'assouplissement, la liquidité s'est considérablement améliorée sur les marchés des devises et monétaires. Cela a permis aux flux de capitaux de délester les valeurs refuges. Comme les rendements au comptant aux États-Unis sont tombés à environ zéro et que les rendements réels sont passés en territoire négatif, le dollar américain n'a guère procuré un meilleur rendement par rapport aux autres devises du G-10 et de nombreux marchés émergents. Toutefois, en tant qu'investisseur multi-actifs, il est important de reconnaître que le dollar canadien a tendance à faire du commerce avec les marchés boursiers mondiaux. L'exposition non couverte à des actifs libellés en dollars américains, comme des actions américaines, peut aider à diversifier le risque lié aux actions pour les investisseurs canadiens.

Les prix de l'or ont également grimpé en flèche en juillet, ce qui a suscité certaines préoccupations chez les investisseurs quant à une hausse de l'inflation prévue. La forte hausse de l'or a été attribuable à divers facteurs, y compris au présage d'une hausse de l'inflation, une dévalorisation des monnaies nationales par l'injection de liquidités et un risque géopolitique accru. Toutefois, les prix plus élevés de l'or peuvent également s'expliquer au moyen d'un cadre de rendement relatif des actifs et de liquidité. Comme l'or ne fournit pas de flux de trésorerie, détenir cet actif à long terme pourrait constituer une façon coûteuse d'ajouter la sensibilité à l'inflation dans un portefeuille comparativement aux obligations indexées sur l'inflation. Toutefois, les rendements obligataires actuels après inflation sont en territoire nettement négatif, ce qui réduit le coût de renonciation associé à la détention de l'or par rapport aux obligations portant intérêt. En outre, l'affaiblissement du dollar américain s'est traduit en une hausse des prix de l'or (graphique 3). Dans un contexte de rendements réels négatifs, l'or peut représenter un autre actif sensible à l'inflation. Toutefois, le prix moyen de l'or depuis 1973, exprimé en dollars d'aujourd'hui, est d'environ 930 dollars américains, comparativement à 1 975 dollars américains au 31 juillet 2020. Par conséquent, les investisseurs intéressés à établir une position aurifère stratégique à long terme devraient envisager d'effectuer les placements désirés sous forme d'achats périodiques par sommes fixes.



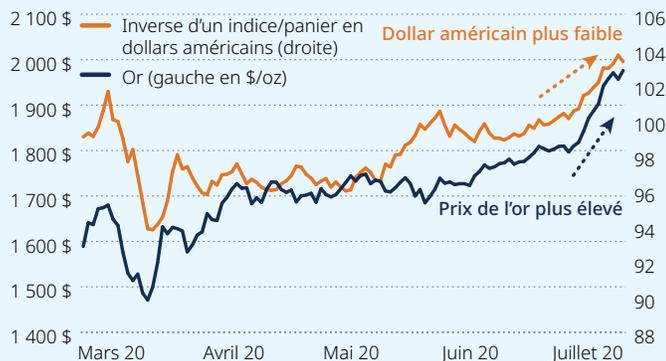
MACKENZIE

Placements

Graphique 3. | Un dollar américain moins vigoureux et la hausse du prix de l'or reflètent le recul des rendements¹

Les prix de l'or record suivent la faiblesse du dollar américain...

...et la chute des rendements réels



¹ Données du marché fournies par Bloomberg au 31 juillet 2020. Le dollar américain est un panier de devises pondéré qui compare des taux de change américains aux principales devises, tel qu'élaboré par Bloomberg (indice « DXY »). Le taux d'intérêt américain à 10 ans après inflation est fourni par la Réserve fédérale à titre de rendement réel à échéance constante sur 10 ans fondé sur des obligations indexées sur l'inflation.

Conclusions

Les banques centrales devraient maintenir les mesures d'assouplissement pendant une période prolongée, appuyant ainsi les valorisations actuelles. Le cycle d'assouplissement est nécessaire pour soutenir la demande, stabiliser l'inflation, encourager la création d'emplois et prévenir un nombre encore plus important de faillites d'entreprises. Bien que la hausse de l'inflation constitue davantage un facteur de risque, on s'attend à ce que le chômage prolongé et la reprise économique mouvementée limitent les pressions inflationnistes. Dans ce contexte, une période prolongée de rendements au comptant environ nuls devrait appuyer les valorisations des actions étant donné les primes de rendement relativement attrayantes comparativement au passé. En outre, nous nous attendons à une période de rendements obligataires « plus faibles pendant plus longtemps ». La faiblesse du dollar américain est un signe positif que l'illiquidité a été corrigée par les mesures d'assouplissement de la banque centrale, les investisseurs quittant les valeurs refuges et cherchant des actifs à rendement plus élevé. La forte augmentation des prix de l'or reflète également le coût de renonciation plus faible associé à la détention de l'or par rapport aux actifs sans risque qui ont historiquement offert des taux de rendement plus élevés, comme les obligations d'État.

Nous invitons les investisseurs et leurs conseillers à chercher à obtenir une composition de l'actif bien équilibrée à long terme pour faire face aux différentes conditions économiques possibles à l'avenir. Un portefeuille équilibré nécessite de multiples catégories d'actifs pour saisir les sensibilités à différentes conditions macroéconomiques. Les actions traditionnelles et les obligations d'État demeurent des éléments clés d'une composition diversifiée de l'actif. Étant donné que le dollar canadien affiche habituellement un rendement inférieur lorsque les actions mondiales s'affaiblissent, le maintien d'une exposition non couverte aux actifs libellés en dollars américains peut aider à offrir une protection contre le risque total lié aux actions d'un portefeuille. L'or a toujours été une façon coûteuse d'obtenir une sensibilité à l'inflation comparativement aux obligations liées à l'inflation, qui ont fourni des rendements réels positifs. Cependant, dans le contexte actuel de rendements réels négatifs, l'or pourrait être une autre catégorie d'actifs permettant d'obtenir une plus grande sensibilité à l'inflation.



MACKENZIE
Placements

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement passé peut ne pas se reproduire.

Ce document pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, mais sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Nous vous invitons à soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et à ne pas vous fier indûment à ces renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif contenu dans les présentes n'est valable qu'au 31 juillet 2020. On ne devrait pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre.

Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.