

# Ce qui stimule les rendements obligataires : une étude approfondie

Todd Mattina, Ph.D.

Vice-président principal, économiste en chef,  
gestionnaire de portefeuille, cochef d'équipe  
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Jules Boudreau, MA

Économiste  
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

## Faits saillants

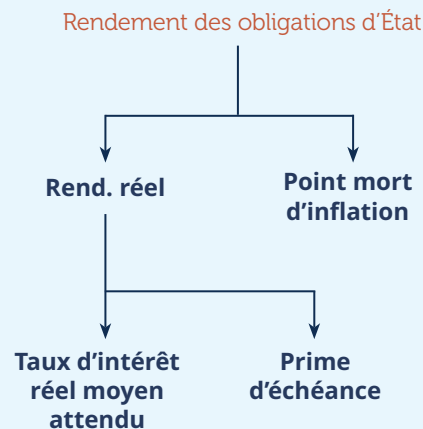
- Après avoir bondi de 1,4 point de pourcentage au cours des quatre premiers mois de l'année, les rendements des obligations à 10 ans ont légèrement reculé en mai, le rendement des obligations du Trésor américain terminant le mois à 2,85 %.
- La hausse des obligations d'État en mai a été provoquée par une baisse du point mort d'inflation, une mesure des attentes d'inflation à long terme intégrée dans le prix des obligations. Cependant, la tendance à la hausse des taux d'intérêt réels, soit le rendement des obligations après l'inflation, s'est maintenue.
- Le mois d'avril a été particulièrement difficile pour les obligations, non seulement parce que les rendements ont augmenté, mais aussi parce que la corrélation entre les obligations et les actions est devenue positive, ce qui a entraîné un risque plus élevé pour les portefeuilles équilibrés. Les corrélations sont repassées sous la barre de zéro en mai, la croissance étant devenue la principale préoccupation macroéconomique devant l'inflation.

**L'année a été mouvementée pour les obligations, c'est le moins que l'on puisse dire.** Le marché obligataire mondial a perdu 10,5 % de sa valeur depuis le début de l'année, principalement en raison de la hausse des taux sans risque à long terme.<sup>1</sup> Pour compliquer la tâche des investisseurs, les obligations ont reculé de concert avec les actions pendant la plus grande partie de l'année, ce qui a réduit l'avantage traditionnel de diversification que procurent les obligations dans les portefeuilles équilibrés. Ces deux tendances se sont inversées en mai : les obligations d'État se sont redressées (les rendements ont chuté) et les prix des obligations ont une fois de plus commencé à évoluer en sens inverse des prix des actions, le marché se préoccupant maintenant davantage de la croissance que de l'inflation.

Pour avoir une meilleure idée de ce qui se cache derrière la récente reprise des obligations d'État, nous décomposons les rendements en trois composantes sous-jacentes (Graphique 1).

1. **Le point mort d'inflation** : Parce que les détenteurs d'obligations veulent être indemnisés pour l'inflation future, le rendement d'une obligation reflète en partie l'inflation moyenne attendue pendant la durée de l'obligation. Le point mort d'inflation est un indicateur utile du taux d'inflation moyen attendu pendant la durée de l'obligation.
2. **Les taux à court terme réels attendus** : Les investisseurs en obligations souhaitent aussi être indemnisés en fonction des taux d'intérêt réels futurs, qui seront déterminés par la politique future de la banque centrale. Si l'on s'attend à ce que la Réserve fédérale augmente les taux à l'avenir, un rendement plus élevé est généralement nécessaire pour inciter les investisseurs à acheter des obligations du Trésor à 10 ans.
3. **Les primes d'échéance** : Finalement, les rendements obligataires comprennent une prime d'échéance, une récompense pour la détention d'obligations à long terme plutôt qu'un investissement mobile dans les taux à court terme. Les primes d'échéance sont actuellement négatives, ce qui signifie que les investisseurs en obligations paient pour immobiliser leur argent dans une obligation à long terme, au lieu d'être indemnisés.

Graphique 1. Une simple décomposition des rendements des obligations d'État



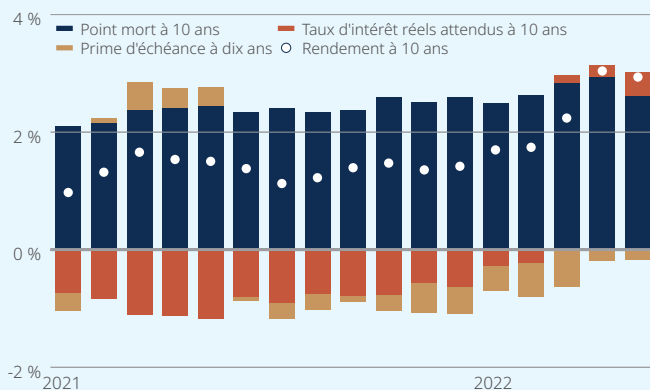
<sup>1</sup>Rendement total de l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate du 1<sup>er</sup> janvier au 31 mai 2022

Le délestage des obligations en 2022 a été motivé par tous les éléments mentionnés ci-dessous : une inflation attendue plus élevée, des hausses de taux supplémentaires par les principales banques centrales et une prime d'échéance en hausse (Graphique 2).

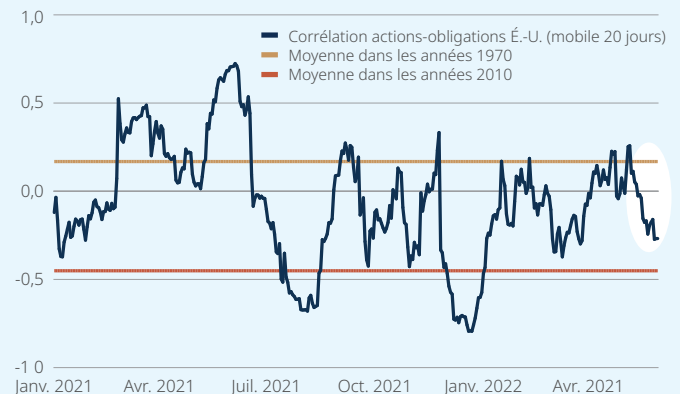
1. L'inflation a été plus soutenue que ce que les marchés avaient précédemment prévu, et les prix des obligations supposent désormais un taux d'inflation moyen de 2,7 % au cours des 10 prochaines années, ce qui est supérieur à l'objectif de 2 % de la Réserve fédérale.
2. Le virage plus ferme de la Fed au cours des derniers mois a fait grimper les taux d'intérêt attendus réels, ce qui a contribué au délestage des obligations.
3. Les primes d'échéance ont augmenté, les investisseurs demandant maintenant des rendements plus élevés pour compenser la prise en charge de la durée. Selon nous, la principale raison de cette réticence accrue à acheter des obligations est que la corrélation entre les actions et les obligations a augmenté en 2022. Plus la corrélation est élevée, moins les obligations sont utiles aux investisseurs multi-actifs, et plus leur demande est faible.

Graphique 2. Les rendements obligataires ont bondi en 2022, entraînés par ces trois composantes.

Le recul des rendements en mai s'explique entièrement par la baisse de l'inflation attendue.



Après avoir connu un pic en avril, la corrélation entre les obligations et les actions américaines est de nouveau inférieure à zéro.



Notes : Toutes les données obtenues de Bloomberg au 31 mai 2022. La prime d'échéance et les taux attendus sont dérivés selon la méthodologie d'Adrian, Crump et Moench (2013). Les corrélations mobiles entre les bons du Trésor américain à 10 ans et les rendements du S&P 500 sont calculées selon des périodes de 20 jours ouvrables.

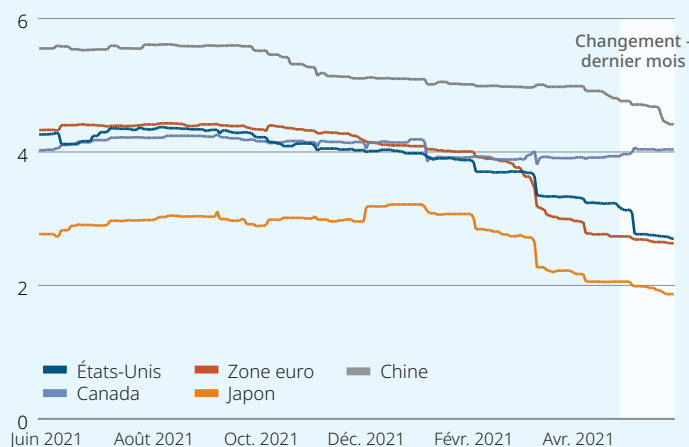
**Le graphique 2 montre également que le recul des rendements en mai, qui a marqué une rupture des tendances, s'explique entièrement par la modération des attentes relatives à l'inflation.** Les primes d'échéance sont restées pratiquement inchangées, tandis que les taux d'intérêt réels attendus ont continué de grimper. Des signes de faiblesse dans la demande de biens de consommation, l'accumulation des stocks chez les détaillants et la hausse des demandes d'allocations de chômage ont suggéré que l'offre pourrait rattraper la demande dans le secteur des biens. Mais la Fed n'a pas mordu à l'hameçon, ignorant les données mitigées sur la consommation de biens et maintenant son signalement de hausses de 0,5 % en juin et en juillet. Elle a appris sa leçon l'année dernière, lorsque l'analyse de l'inflation secteur par secteur l'a amenée à prévoir avec confiance une inflation transitoire — ce qui s'est révélé faux!

**Ce n'est pas une coïncidence si la corrélation entre les obligations et les actions est passée sous la barre de zéro au moment où la croissance a supplanté l'inflation en tant que principale préoccupation.** Les corrélations actions-obligations ont tendance à être plus faibles (une bonne chose !) lorsque les risques de croissance sont plus importants que les risques d'inflation. Les corrélations actions-obligations américaines étaient très faibles dans les années 2010, une décennie d'inflation stable et de croissance souvent décevante, et élevées pendant les années 1970 marquées par l'inflation. À l'avenir, la corrélation actions-obligations pourrait ne pas revenir à sa moyenne historiquement faible des années 2010, car les pressions inflationnistes restent préoccupantes. Il est peu probable que l'insuffisance de la demande et la faiblesse structurelle de l'emploi qui ont défini la majeure partie de la dernière décennie définiront les années 2020. Au cours de la prochaine décennie, une corrélation actions-obligations proche de la moyenne historique à long terme, entre les extrêmes des années 2010 et 1970, est plus probable. À ce niveau, les obligations d'État n'atténueraient pas la volatilité des portefeuilles équilibrés aussi efficacement que pendant les années 2010. Cependant, elles constitueraient toujours d'excellents éléments de diversification du risque lié aux actions dans les portefeuilles équilibrés.

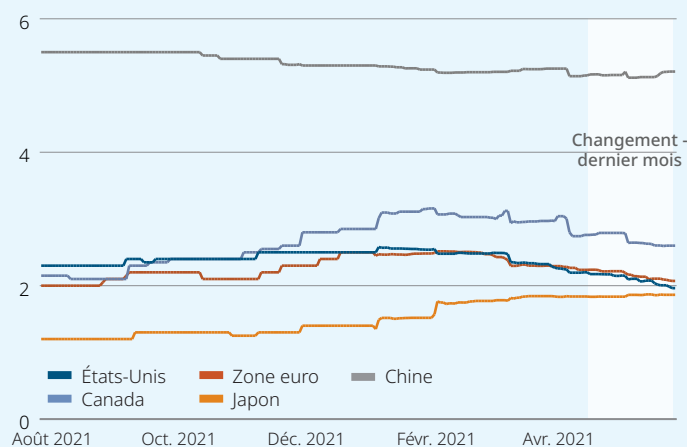
# Mise à jour macroéconomique mondiale

- Les prévisions de croissance du PIB des États-Unis pour 2022 ont reculé en mai, les marchés se détournant en partie des préoccupations liées à l'inflation pour s'interroger sur la résilience de la croissance. Le resserrement des conditions financières qui s'est déjà produit aux États-Unis a eu des répercussions sur le marché immobilier, avec un ralentissement important des ventes de maisons. L'inflation a érodé le pouvoir d'achat des ménages les plus pauvres, entraînant un ralentissement de la demande de certains biens. Les annonces pessimistes de résultats au premier trimestre de quelques magasins à grande surface ont souligné cette tendance. Mais dans l'ensemble, la croissance aux États-Unis continue d'avoir des assises solides et la Fed a cessé d'intensifier sa rhétorique au cours des dernières semaines. Les prévisionnistes considèrent toujours qu'une récession en 2022 est peu probable.
- **Le PIB canadien** a progressé à un taux annualisé de 3,1 % au premier trimestre, ce qui est inférieur aux attentes du consensus. Les dépenses au pays ont augmenté à un rythme soutenu de 4,7 %, mais les exportations nettes ont freiné la croissance du PIB global. La consommation des ménages canadiens a bien résisté (+3,3 %), l'investissement des entreprises a connu une croissance solide (+8,8 %) et l'investissement résidentiel a bondi (+17,0 %). Même s'il a été inférieur aux prévisions, ce PIB n'empêchera pas la Banque du Canada de poursuivre son rythme de hausse de 50 points de base par réunion. Pourquoi ? Premièrement, parce que la consommation a été résiliente au premier trimestre. Deuxièmement, parce que l'investissement résidentiel, la composante du PIB la plus sensible aux taux, a connu une croissance à deux chiffres pendant un trimestre où la Banque du Canada a augmenté ses taux. Troisièmement, même si le volume des exportations s'est contracté (+3,3 %), la valeur des exportations totales a grimpé (+18,0 %).

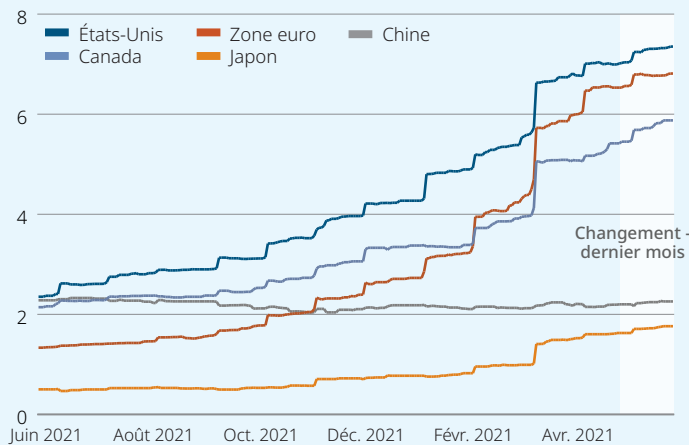
Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



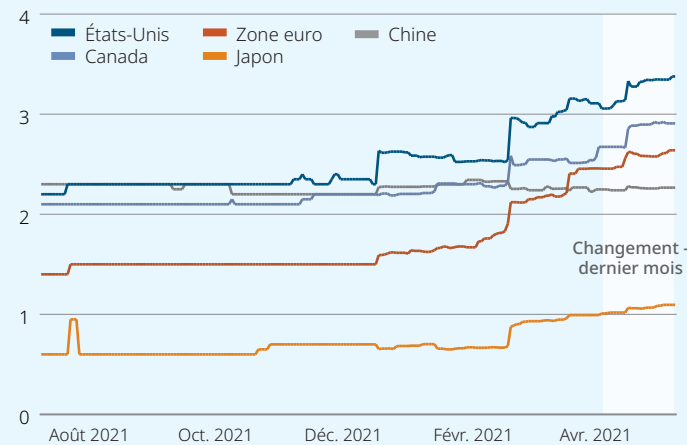
Prévision de la croissance du PIB réel en 2023 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2022 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2023 (% , consensus)



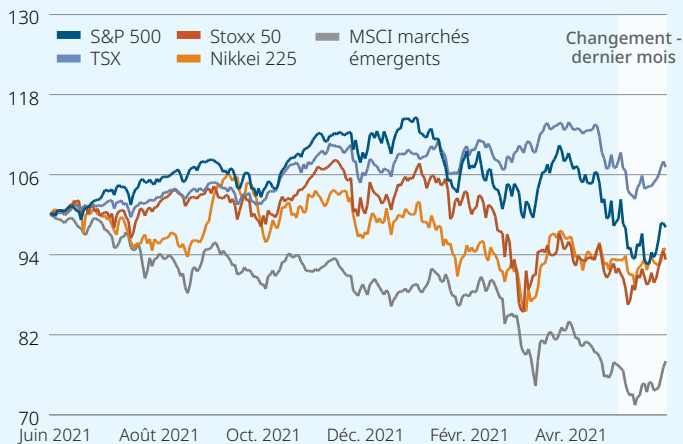
Notes : Prévisions moyennes de la croissance et de l'inflation obtenues de Consensus Economics au 31 mai 2022.



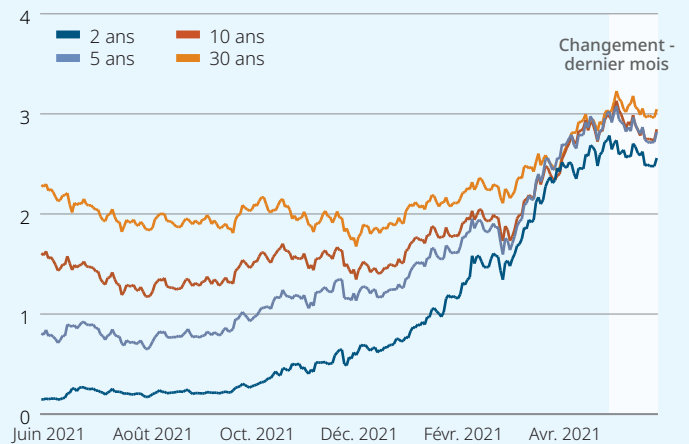
# Mise à jour sur les marchés financiers

- En mai, **les prix des actions mondiales** ont suivi la même trajectoire qu'en mars, c'est-à-dire qu'ils ont baissé pendant la première partie du mois, avant de se redresser au cours de la deuxième moitié. Le redressement de mars s'est avéré trompeur, le S&P 500 perdant 8,8 % en avril en raison de la sous-performance des actions de technologie. La volatilité implicite, mesurée par le VIX, est beaucoup plus élevée à la fin du mois de mai qu'à la fin du mois de mars, ce qui suggère que les investisseurs n'ont pas baissé leur garde cette fois-ci.
- **Le dollar américain** a connu en mai son premier mois de baisse de 2022. L'indice Bloomberg Dollar a débuté le mois à 103,0, son plus haut niveau depuis 2002, et a clôturé en baisse de 1,15 % à 101,8. Les devises des matières premières des pays émergents (réal brésilien, rand sud-africain) ont été les principales bénéficiaires de la faiblesse du dollar, mais les devises de financement alternatif, comme l'euro et le yen japonais, se sont également redressées après des mois de dépréciation contre le dollar américain.
- **Les prix du pétrole** ont poursuivi leur progression en mai, terminant le mois en hausse de 9,8 %. L'offre reste très serrée, avec l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) résistant toujours aux appels de l'administration Biden d'augmenter ses quotas de production. La capacité d'extraction du pétrole de schiste américain augmente légèrement, mais l'industrie du schiste reste en dessous de ses niveaux de production d'avant la pandémie. De plus, comme le Thème émergent l'explique ci-dessous, l'élimination progressive des restrictions en Chine favorisera la demande mondiale de pétrole et, probablement, les prix.

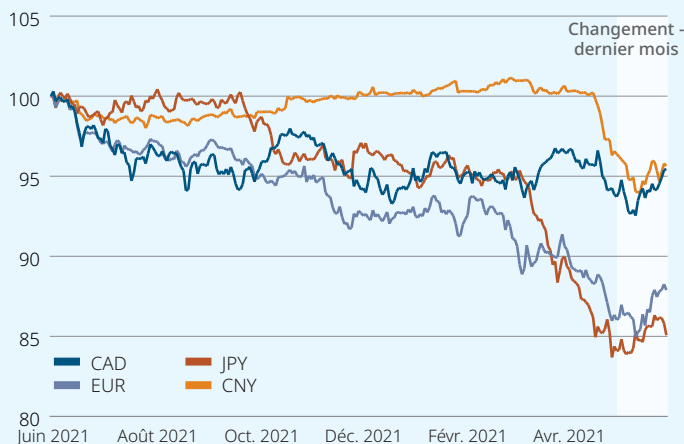
Indices boursiers (il y a un an = 100)



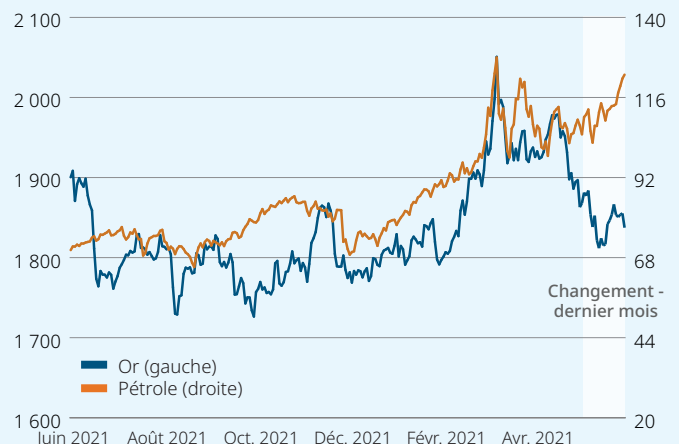
Rendements des obligations du Trésor américain (%)



Devises (par rapport au USD, il y a un an = 100)



Prix des produits de base (en USD)



Notes : Données financières obtenues de Bloomberg au 31 mai 2022. Les rendements totaux des marchés boursiers sont libellés dans la devise locale, avec l'exception de MSCI marchés émergents, qui est libellé en \$US.

## Ce qui retiendra notre attention en juin

### 15 juin : Décision de taux du Federal Open Market Committee (FOMC)

- La publication du procès-verbal de la réunion du FOMC de mai a confirmé l'intention de la Fed de relever les taux de 50 points de base lors de sa réunion de juin, ce que les responsables de la Fed ont également annoncé dans divers discours tout au long du mois.
- Les marchés tiennent maintenant compte d'un resserrement d'exactly 50 points de base. Il serait extrêmement surprenant de voir la Fed s'éloigner de ces attentes, à moins d'une surprise majeure à la hausse lors de la publication de l'IPC le 10 juin.

### Mi-juin : Publication des données sur la croissance du crédit en Chine

- La politique monétaire de la Chine fonctionne différemment de celle des banques centrales occidentales. Plutôt que de toucher l'économie indirectement en déterminant les taux d'intérêt, la Banque populaire de Chine influence directement les prêts aux entreprises et aux gouvernements locaux afin de contrôler la demande. C'est pour cette raison que les données sur le crédit sont si importantes à surveiller pour les investisseurs, et le point de données de mai sera particulièrement important.
- En avril, le système financier n'a accordé que 645 milliards de yens de nouveaux prêts, soit le montant le plus faible en quatre ans, ce qui a fait suite à un mois de mars très robuste (+3,1 billions de yens), mais reste un signe inquiétant pour un gouvernement qui tente de stimuler l'économie.

### 22 juin : Publication de l'IPC de mai au Canada

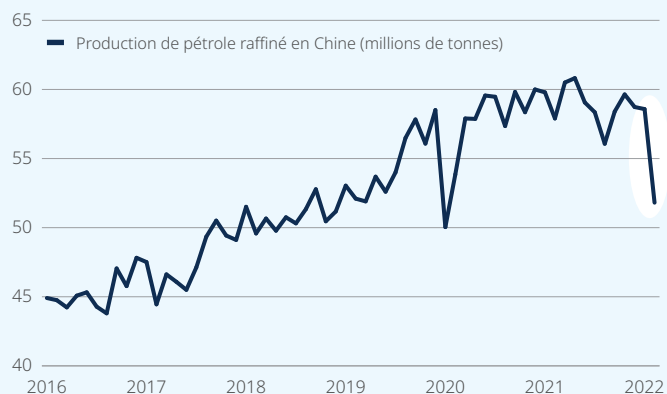
- L'IPC canadien a dépassé les attentes (0,6 % en glissement mensuel, 0,5 % attendu). Après avoir reculé en avril, les prix de l'essence ont bondi en mai, en hausse de 10 % pour le mois selon les données de Bloomberg. Cela signifie que les prix de l'énergie contribuent à environ 0,5 % à l'inflation mensuelle de l'IPC. Si tous les autres prix étaient stables, l'inflation globale serait encore presque aussi élevée que celle d'avril.

## Thème émergent

- Le volume de pétrole raffiné sortant des raffineries chinoises a chuté de 7 millions de tonnes en avril, la deuxième plus forte baisse jamais enregistrée. La production des raffineries restera probablement déprimée en mai, parce que les confinements dans de nombreuses villes se sont intensifiés au cours du mois.
- Le fait que les prix du pétrole ont réussi à se stabiliser au-dessus de 110 \$ le baril, alors que le deuxième consommateur mondial était en confinement partiel, témoigne de la résilience de la demande de pétrole ailleurs et, surtout, des conditions d'approvisionnement mondial serrées.
- En Amérique du Nord, les confinements en Chine sont souvent dépeints comme étant inflationnistes. Il est vrai que de nombreux biens consommés par les Américains et les Canadiens sont produits en Chine. Une perturbation des activités des usines et des transporteurs chinois contraint effectivement l'offre globale de l'économie mondiale. Cependant, il ne faut pas oublier que la Chine contribue fortement à la demande mondiale, même si elle consomme moins qu'elle ne produit. Les données commerciales montrent que la baisse des importations déclenchée par les confinements en cours a dépassé la baisse des exportations, ce qui suggère que la demande a été plus touchée que l'offre. Le tout concorde avec la politique du gouvernement qui consiste à protéger la production industrielle et les exportations contre

les chocs au moyen d'exemptions et de subventions. Ainsi, la question est de savoir si les confinements en Chine sont inflationnistes ou non pour l'économie mondiale. Cependant, il est évident que pour le pétrole en particulier, les prix seraient encore plus élevés qu'ils ne le sont actuellement en l'absence de la politique de Covid zéro de la Chine.

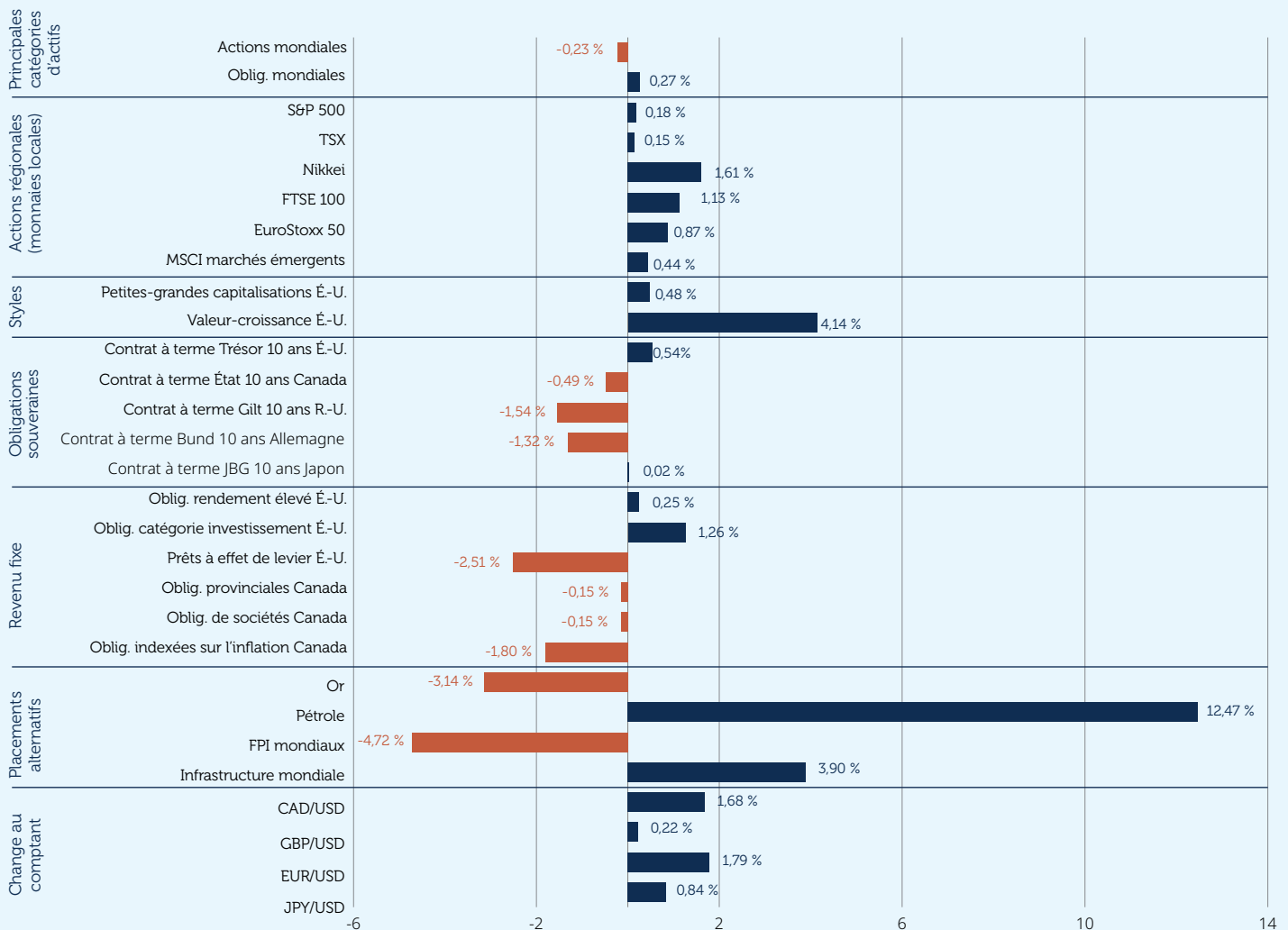
### Les confinements en Chine ont freiné la demande de pétrole



Notes : Bureau national de la Statistique de la Chine.



# Rendements des marchés financiers en mai



Notes : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 mai 2022. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé 60 TSX (CAD), Nikkei 225 (JPY), FTSE 100 (GBP), EuroStoxx 50 (EUR), MSCI ME (monnaies locales), Russell 2000 - Russell 1000, Russell 1000 valeur - Russell 1000 croissance, contrat à terme Trésor 10 ans États-Unis, contrat à terme obligations État 10 ans Canada, contrat à terme obligations gilt 10 ans R.-U., contrat à terme bund 10 ans Allemagne, contrat à terme obligations 10 ans Japon, BAML HY Master II, iBoxx US Liquid IG, Leveraged Loans BBG (USD), obligations provinciales (FTSE/TMX Universe), BAML Canada Corp, BAML Canada IL, BBG Gold, BBG WTI, REIT (MSCI Local), Infrastructure (MSCI Local), BBG CADUSD, BBG GBPUSD, BBG EURUSD, BBG JPYUSD.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions de vente et de suivi, ainsi qu'à des frais de gestion et autres. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas des placements garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu de ce commentaire (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. Le présent commentaire renferme des énoncés prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir. Les énoncés 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 notamment les conditions générales économiques, politiques et des marchés en Amérique du Nord et à l'échelle internationale, 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 décisions judiciaires ou réglementaires inattendues ou les catastrophes. Nous vous invitons à soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et vous mettons en garde contre une confiance exagérée en ces énoncés prospectifs. Tout énoncé prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 31 mai 2022. 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 autres. Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.