

Investir avec une caisse de retraite quand les rendements obligataires sont faibles ou négatifs

Et c'est reparti. En 2016, les rendements obligataires sont passés sous la barre des zéros en Allemagne, en Suisse et dans plusieurs autres pays. La plupart ont rebondi pour sortir du rouge dans les mois et les années qui ont suivi. La tendance s'est toutefois renversée de façon spectaculaire cet été, voire extraordinaire à certains endroits, au point tel qu'environ 30 %¹ du marché mondial des obligations de première qualité, y compris les obligations de sociétés, sont en territoire négatif à l'heure actuelle. Au Danemark, les acheteurs de maison peuvent même obtenir un prêt hypothécaire à taux négatif, de sorte que la Jyske Bank a dû mettre à jour sa foire aux questions : *Hvordan kan det lade sig gøre?* (Comment est-ce possible ?) *Ja, du læste rigtigt* (Oui, oui. Vous avez bien lu).

Figure 1 : Titres de créance mondiaux assortis de taux négatifs

Les titres de créance assortis de taux négatifs sous zéro dépassent 16 billions de dollars



Source : Bloomberg

Avons-nous touché le fond ?

Il n'y a pas longtemps, on tenait encore pour acquis que les taux d'intérêt ne pouvaient pas descendre à moins de 0 %. Après tout, qui veut investir dans un placement qui perdra assurément de la valeur s'il est conservé jusqu'à l'échéance ? Or, comme on a pu l'observer dans de nombreux pays, et comme on peut très bien le voir dans le tableau ci-dessous, rien ne retient les taux de basculer dans le rouge.

Comment un taux d'intérêt peut-il être négatif ? Voici quelques-unes des explications avancées :

- **Porteurs par obligation** : Les investisseurs ne sont pas tous sensibles au rendement attendu d'une obligation. En général, les banques n'ont pas le choix de conserver une bonne partie de leurs fonds propres dans des placements sûrs et liquides, comme des obligations d'État. Tant pis si le rendement de ces obligations est négatif – c'est ainsi. Les gestionnaires de réserves de change doivent eux aussi investir dans des titres de créance étrangers sûrs, liquides, et habituellement à court terme. Dans leur cas, l'enjeu est la gestion du taux de change, et non la production d'un rendement positif.
- **Contraintes politiques** : Certains investisseurs sont sensibles au rendement attendu d'une obligation, mais ne sont pas en mesure de s'adapter rapidement. Prenons l'exemple d'un investisseur institutionnel qui a reçu le mandat officiel d'investir uniquement dans des titres européens cotés AAA. Il ne pourra pas acheter d'autres titres à moins que la politique de placement soit modifiée, une démarche complexe. De même, il arrive qu'une caisse de retraite ne soit pas prête à tolérer le risque nécessaire pour se procurer des obligations à rendement supérieur, et qu'elle soit donc contrainte à accepter un rendement négatif.

Figure 2: Taux nominal des obligations d'État (en pourcentage)

	Un an	Trois ans	Cinq ans	Dix ans	Trente ans
Allemagne	-0,70	-0,82	-0,77	-0,57	-0,07
Italie	-0,25	-0,12	0,21	0,82	1,91
Suisse	-0,89	-0,92	-0,91	-0,79	-0,39
Japon	-0,30	-0,35	-0,36	-0,22	0,36
Royaume-Uni	0,46	0,29	0,28	0,48	0,97
États-Uni	1,76	1,56	1,54	1,67	2,11
Canada	1,71	1,51	1,40	1,36	1,53

Source : Bloomberg, au 30 septembre 2019

¹ Au 30 septembre 2019. Source : Bloomberg.

- **Décisions tactiques** : Certains investisseurs craignent que les autres catégories d'actif soient surévaluées et mûres pour une chute. Ils préfèrent savoir qu'ils vont perdre un peu d'argent à cause d'un rendement négatif plutôt que risquer une plus grosse perte. Certains s'attendent peut-être même à ce que les rendements obligataires poursuivent leur déclin ; ils espèrent donc que le cours s'appréciera au point de contrebalancer l'effet d'un coupon constamment négatif.
- **Stratégies de couverture** : Certains investisseurs sont capables de convertir le rendement négatif d'une obligation étrangère en rendement positif sur leur marché parce qu'ils couvrent le risque de change dans certaines conditions. Plus précisément, il faut que le taux d'intérêt à court terme soit plus élevé sur le marché de l'investisseur et que la pente de la courbe des taux soit plus inclinée sur le marché étranger. C'est ce qui se passe actuellement en Amérique du Nord : les investisseurs se procurent des obligations européennes à rendement négatif, mais peuvent quand même obtenir un rendement positif.
- **Trop d'argent pour le garder comptant** : Il arrive qu'un investisseur envisage de conserver son argent en espèces ou dans un compte-chèques, tout simplement. Or, ces options ne sont pas sans risque, contrairement à une obligation d'État. Cet argent peut être perdu, détruit ou volé. Le compte-chèques est généralement plutôt sûr, notamment parce que les dépôts sont assurés, mais il est possible que ça ne soit pas suffisant pour une société européenne dont le compte en banque est trop gros pour être entièrement couvert par une assurance-dépôts – surtout si l'on pense à toutes les fluctuations que le secteur bancaire européen a subies depuis 11 ans.

Or, cela ne veut pas dire pour autant que les rendements négatifs pourront être supportés indéfiniment. En effet, l'efficacité des taux négatifs et des mesures d'assouplissement quantitatif suscite une foule de débats. On se demande si les taux négatifs n'empêchent pas plutôt les banques centrales d'atteindre leurs objectifs de croissance. À court et à moyen terme, cependant, la situation semble pouvoir être tolérable pour plusieurs raisons.

Une telle situation pourrait-elle se produire ici ?

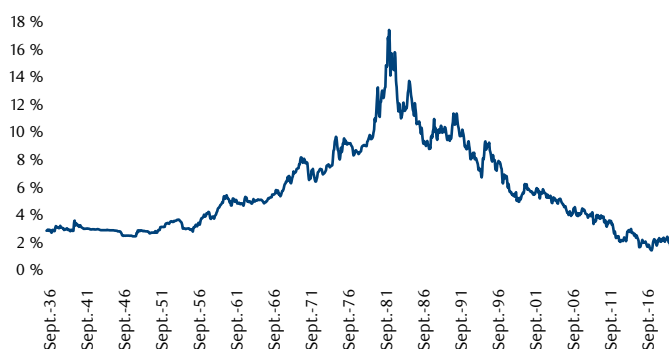
Oui, c'est possible. Lorsque les banques centrales fixent des taux directeurs négatifs, les rendements obligataires ont tendance à être négatifs, eux aussi. Par exemple, quand en 2014, le taux créditeur à un jour de la Banque centrale européenne est passé sous 0 % pour la première fois

(il est de -0,50 % à l'heure actuelle), les taux des obligations d'État allemandes à cinq ans et moins ont glissé en territoire négatif pas plus de six mois plus tard. En 2015, Stephen Poloz, le gouverneur de la Banque du Canada, annonçait que le taux directeur pourrait être réduit à moins de 0 %, si c'était nécessaire. Il avait alors souligné que la Banque ne s'attendait pas à employer une approche aussi inhabituelle, mais que, juste au cas, elle avait révisé le cadre de sa politique monétaire. Elle y avait notamment ajouté la possibilité de réduire le taux au-dessous de zéro et de mettre en œuvre des mesures d'assouplissement quantitatif sous forme d'achats massifs d'actifs, en cas de besoin.

Donc, assistera-t-on à la même situation ici ? Actuellement, le taux de financement à un jour de la Banque du Canada est de 1,75 % ; s'il continue de baisser de 0,25 % par réduction, il faudra encore sept réductions avant d'atteindre un taux négatif. D'ici là, il est assez improbable que les rendements des obligations à long terme soient négatifs. Bref, ce n'est pas de sitôt que nous verrons les taux en territoire négatif au Canada.

Si les taux d'intérêt négatifs ne sont encore que théoriques ici, les taux sont réellement très faibles. Ils ont chuté fortement en 2019 et, récemment, le taux nominal des obligations du gouvernement canadien à 10 ans a atteint un creux de 1,12 %². C'est certes inhabituel, mais il faut dire que dans le passé, les taux ont été généralement peu élevés. La figure 3 montre l'évolution du rendement des obligations du gouvernement canadien à long terme (10 ans et plus) depuis les années 1930. On peut voir que les taux sont restés bas pendant de longues périodes dans les 80 dernières années, et que ce sont les sommets atteints dans les années 1980 et 1990 qui détonnent, plutôt que les faibles taux actuels.

Figure 3 : Évolution du rendement des obligations du gouvernement canadien à 10 ans ou plus

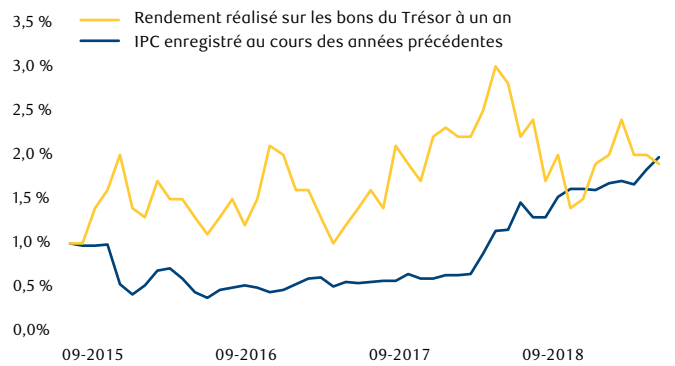


Sources : RBC GMA et Banque du Canada.

² Au 27 août.

De plus, si les taux nominaux ne sont pas négatifs au Canada, les taux réels (après inflation), eux, le sont depuis un moment déjà. La figure 4 ci-dessous montre que l'inflation annuelle a constamment surpassé le rendement des bons du Trésor canadien à un an dans les dernières années.

Figure 4 : Comparaison du taux d'inflation annuel et du rendement des bons du Trésor canadien à un an



Source : Banque du Canada.

Bon nombre de facteurs expliquent pourquoi les taux d'intérêt et les rendements obligataires sont aussi bas au Canada, notamment les événements récents sur la scène mondiale :

- les banques centrales redoublent d'efforts pour stimuler l'économie en réduisant les taux d'intérêt – on s'attend d'ailleurs à des réductions au Canada dès octobre ;
- l'inflation tenue qui, selon les prévisions, n'est pas près de s'arrêter ;
- les faibles perspectives de croissance à l'échelle mondiale, que le protectionnisme et l'incertitude entourant le Brexit ne viennent pas atténuer ;
- la demande qui demeure forte pour les obligations en raison des cours élevés et de la volatilité accrue des autres catégories d'actif.

À moyen et à long terme, certains facteurs structurels pourraient contribuer au maintien des taux à de faibles niveaux. Voici des exemples :

- la population vieillissante du Canada et de nombreux autres pays développés, combinée à l'augmentation de la demande pour les placements axés sur le revenu ;
- la demande pour les obligations canadiennes de qualité – en particulier les obligations provinciales, en raison de leur écart supplémentaire – de la part des acheteurs étrangers

qui sont confrontés à des taux encore plus bas sur leur marché :

- l'effet un peu ironique de la demande des régimes de retraite qui réduisent leurs risques, et qui bondissent à la moindre petite hausse des taux à long terme et augmentent leur couverture contre le risque de taux d'intérêt, mais qui empêchent du même coup les taux d'augmenter de façon soutenue.

Notons cette conclusion d'un récent article³ du *Financial Times* qui donne à réfléchir : « Cette tendance de taux d'intérêt réels à la baisse dure depuis des dizaines d'années. Il est tout aussi probable qu'elle se poursuive qu'elle se renverse. Les banques centrales ont opté pour des mesures d'assouplissement : le temps est venu d'arrêter d'attendre que les taux remontent et de voir le monde tel qu'il est. »

Qu'en est-il des investisseurs de caisses de retraite canadiennes ?

Les investisseurs se demandent s'il est plus logique d'acheter des obligations, même avec des rendements aussi faibles, ou bien de réduire la durée de leur portefeuille de titres à revenu fixe. Il semble qu'on suppose la plupart du temps qu'une hausse des taux est inévitable. Mais avant de faire quoi que ce soit, ces investisseurs devraient se poser quelques questions importantes. Qu'arrivera-t-il si les taux ne remontent pas comme ils le prévoient ? Que feront-ils de leurs actifs entre-temps ? Comment ces actifs réagiront-ils si les taux augmentent, compte tenu du stade actuel du cycle économique ?

Les rendements obligataires dépendent des cours obligataires. Et le cours des obligations, tout comme n'importe quelle autre catégorie d'actifs, reflète l'équilibre entre le prix que les acheteurs et les vendeurs sont prêts à accepter. Tout consensus sur la direction que prendront les taux s'observe rapidement dans les cours obligataires. Ainsi, à l'exception de la courbe des rendements, il existe peu de mesures permettant de prédire l'avenir des taux. Les taux pourraient monter, descendre ou faire du surplace, surtout s'il n'y a pas de plancher zéro.

C'est pourquoi nous conseillons encore la même chose aux investisseurs de caisses de retraite : privilégiez une approche disciplinée en matière de gestion du risque et voyez dans les portefeuilles de titres à revenu fixe la base « prudente » d'un régime de retraite. En effet, les titres à revenu fixe procurent des revenus réguliers et des liquidités qui s'avèrent fort utiles quand les marchés sont tendus, en plus d'offrir une couverture contre le risque de taux d'intérêt de leurs passifs. Et c'est vrai que les taux soient de 1 % ou de 5 %.

³ « Profoundly Low Interest Rates Are Here to Stay » [Les taux extraordinairement bas sont là pour de bon], 30 juillet 2019.

Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec votre gestionnaire de portefeuille institutionnel à PH&N. Vous pouvez aussi appeler au 1 855 408-6111 ou écrire à institutions@phn.com.

Ce document a été fourni par PH&N Institutionnel à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N institutionnel. Le document n'a pas pour but d'offrir des conseils professionnels et ne devrait pas être considéré comme tel.

PH&N Institutionnel prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de PH&N Institutionnel en date de la publication et peuvent changer sans préavis. Cette information ne constitue pas une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres, ou de participation ou d'adhésion à un service.

Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni PH&N Institutionnel, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. Nous n'assumons aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

PH&N Institutionnel est la division de gestion d'actifs institutionnels de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada.

®/™ Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.
© Gestion mondiale d'actifs Inc., 2019.