



## PERSPECTIVES *d'avenir*

### Le vent tourne

#### **Bruce Cooper, CFA**

Chef de la direction et chef des placements, Gestion de Placements TD  
Président, Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD

Novembre 2017



# Le vent tourne

Après le maintien de mesures très expansionnistes par les banques centrales pendant près de dix ans, nous commençons à percevoir des signes d'infléchissement des politiques monétaires. Pour la première fois depuis 2010, l'économie mondiale enregistre une croissance cyclique synchronisée, qui incite certaines banques centrales à commencer à faire passer leur politique monétaire du mode « urgence » au mode « neutre ». Même s'il n'y a pas encore de resserrement synchronisé, plusieurs banques centrales ont laissé entendre qu'elles voulaient commencer à réduire leurs mesures expansionnistes sans précédent et, en Amérique du Nord, la Réserve fédérale américaine (« Fed ») et la Banque du Canada (« BdC ») ont déjà resserré légèrement leurs politiques.

Ce resserrement ne marque aucunement la fin d'une époque. Les conditions monétaires demeurent très expansionnistes : le capital est abondant et bon marché et la conjoncture est généralement favorable aux actifs financiers. Toutefois, le vent tourne et le mouvement d'accentuation des mesures de relance cède le pas à un lent retour à la normale des politiques.

Comme les mesures monétaires déployées après la crise financière étaient sans précédent, il en va de même pour le processus de retrait. Même si elles n'ont aucune feuille de route (et, en partie, parce qu'elles n'ont pas de feuille de route), les banques centrales procéderont avec prudence, selon nous. Dans cet article, nous examinons les mesures que pourraient prendre les banques centrales ainsi que les répercussions potentielles sur les actifs financiers.

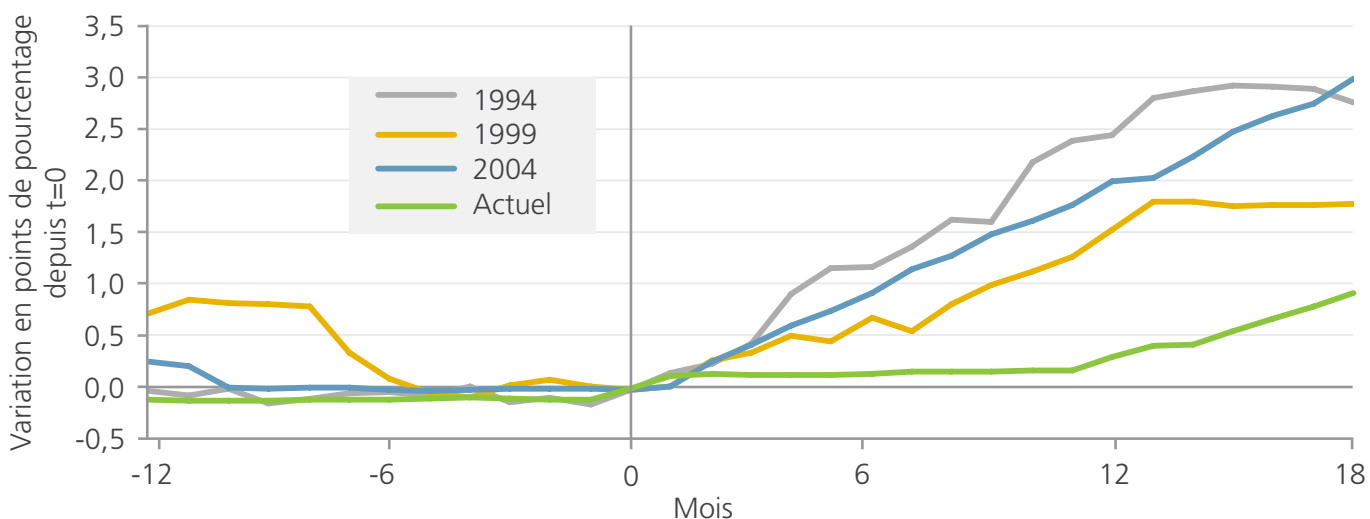
## Hausse des taux d'intérêt : hausse ne signifie pas « élevé »

Depuis que les taux des titres à revenu fixe ont touché des creux historiques, il est beaucoup question du relèvement des taux d'intérêt et de ses répercussions potentielles sur les investisseurs. Même si les taux ont remonté par rapport à leurs creux, il importe de retenir qu'ils sont loin d'être élevés. Par exemple, 50 % des titres de créance souverains à l'échelle mondiale sont assortis de taux inférieurs à 1 % et 27 %, de taux inférieurs à 0 %.

Cela dit, la BdC et la Fed ont commencé à relever légèrement leur taux directeur. La BdC a augmenté son taux deux fois cette année, ce qui a donné lieu à une hausse des taux à court terme. Toutefois, elle a jusqu'à maintenant seulement éliminé les mesures supplémentaires adoptées après l'effondrement du prix du pétrole. En maintenant le taux à 1 %, elle conserve la même politique largement expansionniste qui est en place depuis la crise financière. Par conséquent, cet article traite principalement de la Fed, dont le processus de resserrement est plus avancé.

Après l'avoir laissé inchangé pendant sept ans, la Fed a commencé à relever son taux directeur en décembre 2015. Elle a procédé à trois autres hausses depuis. La Fed a indiqué qu'elle voulait examiner attentivement les données économiques pertinentes avant d'effectuer d'autres ajustements, et nous pensons qu'elle continuera d'agir lentement et prudemment. En fait, nous sommes d'avis qu'il s'agira du cycle de resserrement monétaire le plus accommodant de l'histoire de la Fed. Pour mettre les choses en contexte, depuis 1983, les cycles de resserrement de la Fed ont duré en moyenne 18 mois et le taux des fonds fédéraux a augmenté de 300 points de base durant ces cycles. Le cycle actuel a débuté il y a plus de 20 mois et le taux des fonds fédéraux n'a augmenté que de 125 points de base. Le graphique ci-dessous montre que le présent cycle est peu significatif par rapport aux cycles précédents.

## Le cycle actuel est différent des périodes de resserrement précédentes



Sources : Bloomberg Finance L.P. et Haver Analytics. En date de juin 2017.

Remarques : t=0 fait référence au début des cycles de resserrement monétaire aux États-Unis. Variation en points de pourcentage du taux des fonds fédéraux effectif depuis t=0. Le graphique présente les cycles de resserrement ayant débuté en janvier 1994, en juin 1999 et en juin 2004, ainsi que le cycle actuel, amorcé en décembre 2015.

L'absence d'un précédent pour le retrait de mesures de relance monétaire de cette ampleur est l'une des raisons pour lesquelles la Fed agit avec prudence. La conjoncture économique en est une autre, car même si elle s'améliore, elle est solide, non pas exceptionnelle. La croissance économique mondiale devrait se situer autour de 3,5 % au cours des deux prochaines années, un taux qui demeure inférieur à celui enregistré avant la crise financière. Par ailleurs, l'inflation des prix et des salaires demeure faible, l'inflation des prix étant constamment inférieure aux cibles de la banque centrale. L'inflation est freinée par trois principaux facteurs :

**Endettement :** En raison des niveaux d'endettement élevés, les consommateurs ont moins d'argent à dépenser en biens et services, car ils affectent une plus grande partie de leur revenu au remboursement de leur dette.

**Facteurs démographiques :** La population mondiale vieillit et la consommation tend à diminuer avec l'âge.

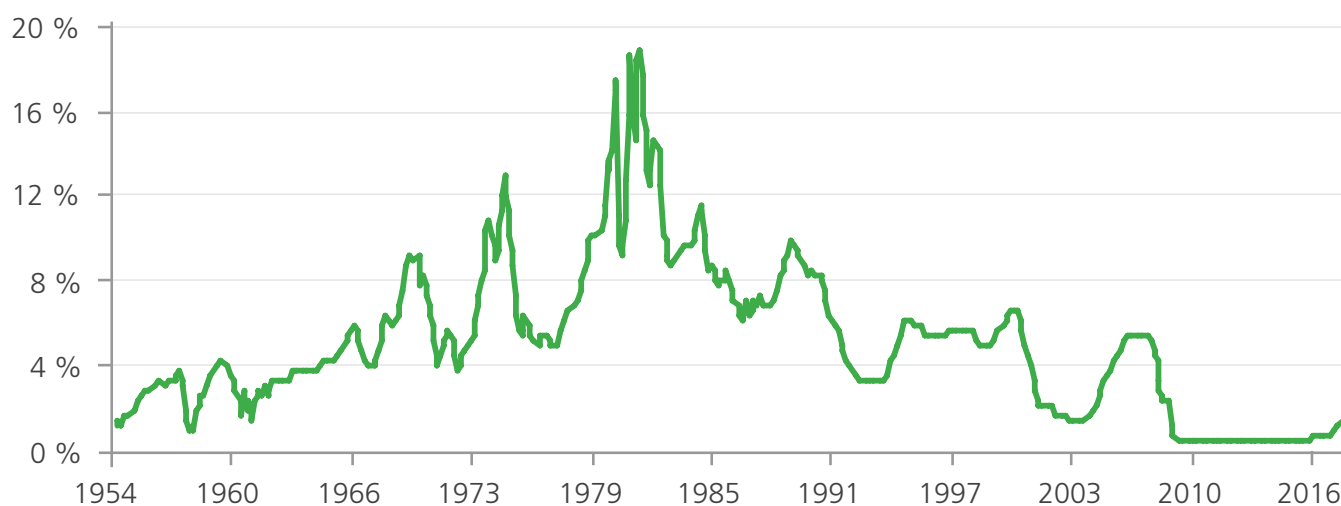
**Technologie :** Les biens coûtent moins cher en raison des progrès technologiques. (Pour en savoir plus sur ce sujet, consultez l'encadré intitulé « Inflation freinée par la technologie ».)

Selon nous, ces facteurs ne disparaîtront pas à court terme. En fait, même de modestes hausses des taux d'intérêt exacerberaient le premier facteur. La Banque mondiale, le Fonds monétaire international, la Banque centrale européenne (« BCE ») et la Fed prévoient aussi des obstacles à l'inflation et ont récemment revu à la baisse leurs perspectives d'inflation. Nous sommes d'avis que l'inflation demeurera faible pendant quelque temps.

## Incidences

Comme les taux d'intérêt à long terme sont influencés par les prévisions de croissance économique et d'inflation, une forte hausse de ces taux est peu probable en raison du contexte actuel de faible inflation. Quant aux taux d'intérêt à court terme, l'un des principaux mandats des banques centrales consiste à contenir l'inflation; comme celle-ci est déjà bien maîtrisée, une forte hausse des taux pour la contrôler n'est pas nécessaire. Toutefois, comme elles veulent aussi préserver la stabilité financière, les banques centrales sont préoccupées par l'endettement élevé. Le maintien de taux exceptionnellement bas pourrait aggraver le problème en encourageant les gens à continuer d'emprunter. En tenant compte d'une croissance économique modérée, d'une faible inflation et de niveaux d'endettement élevés, nous prévoyons que la Fed relèvera légèrement le taux des fonds fédéraux en étant à l'affût d'une éventuelle instabilité financière, mais que cette hausse ne sera pas significative. Nous croyons que la Fed maintiendra son taux directeur à un faible niveau par rapport aux normes historiques; en fait, la tendance centrale projetée par les décideurs de la Fed est un taux des fonds fédéraux à 1,625 % à la fin de 2018, ce qui est nettement inférieur à la moyenne historique de près de 5 %.<sup>1</sup>

## Taux des fonds fédéraux (juillet 1954 – octobre 2017)



Source : Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale. En date d'octobre 2017.

Même si les taux augmentent légèrement, la situation n'est pas aussi désastreuse que certains l'anticipaient pour les investisseurs en titres à revenu fixe. Nous ne prévoyons pas de vente massive d'obligations, mais plutôt le maintien d'un contexte de faiblesse persistante des taux. Ce contexte sera sans doute favorable aux investisseurs en actions, puisque les faibles taux devraient soutenir des évaluations élevées et que la croissance économique contribuera à accroître les bénéfices.

## Inflation freinée par la technologie

Bien que les conditions soient propices à une reprise de l'inflation, celle-ci demeure obstinément faible à l'échelle mondiale. Cette situation est en partie imputable aux tendances démographiques et aux niveaux d'endettement élevés, mais aussi à la technologie.

Pour les entreprises, la technologie réduit les coûts de fabrication et de distribution des produits, un facteur positif pour les marges et les chiffres d'affaires, mais négatif pour l'inflation. Par exemple, grâce à l'utilisation de robots à ses centres de distribution, Amazon a réduit son temps de cycle, qui est passé de 60 minutes à 15 minutes environ, a abaissé le temps moyen d'intervention humaine par commande à une minute et a augmenté son utilisation de l'espace de 50 %. D'autres entreprises utilisent des logiciels avancés, qui leur permettent d'accéder à des renseignements en temps réel pour leur planification détaillée de bout en bout et de réduire ainsi le gaspillage de stocks. La technologie crée aussi des possibilités qui n'existaient pas auparavant, comme dans le cas du pétrole de schiste. Grâce aux progrès des technologies de forage, le pétrole qui était inaccessible peut être extrait, et l'offre supplémentaire qui en découle a contribué à la forte baisse des prix du pétrole en 2014 et 2015, ce qui a considérablement freiné l'inflation.

Les avancées technologiques influencent aussi directement la vie des consommateurs. Le téléphone intelligent a sensiblement réduit le nombre d'appareils dont les gens ont besoin. Les montres, planificateurs, appareils photo, lecteurs de musique, téléavertisseurs et ordinateurs portables ne sont plus aussi nécessaires. Tout ce qu'il faut pratiquement se trouve dans la paume de la main. La baisse du nombre d'appareils nécessaires réduit la consommation, ce qui entraîne un effet déflationniste. De plus, Internet mobile a donné un certain pouvoir aux consommateurs en leur permettant d'accéder facilement à des renseignements détaillés sur les produits et les prix. En quelques clics, ils obtiennent des données sur les meilleurs articles aux meilleurs prix, ce qui leur permet de prendre des décisions d'achat plus éclairées, en plus de réduire l'asymétrie entre les producteurs et les consommateurs. Internet a aussi révolutionné certains secteurs au complet, en permettant aux consommateurs d'obtenir un produit similaire ou meilleur à un moindre prix. Par exemple, Netflix, Uber et Airbnb ont tous perturbé leurs secteurs respectifs et forcé des entreprises à réduire leurs prix pour demeurer concurrentielles, ce qui a, bien entendu, eu un effet déflationniste sur l'économie.

Si l'on se fie à la loi de Moore, selon laquelle la puissance de calcul double tous les deux ans, il n'y a aucune raison de penser que le coup porté à l'inflation par la technologie disparaîtra dans un avenir prévisible.

## Changement de paradigme : de l'assouplissement quantitatif (AQ) au resserrement quantitatif (RQ)

À mesure que les effets secondaires de la crise financière s'enracinaient plus profondément, la baisse des taux directeurs ne semblait pas fournir suffisamment d'élan. Certaines banques centrales ont donc mis en œuvre des programmes d'achats d'actifs appelés « assouplissement quantitatif » (AQ). Par l'intermédiaire de son programme, la Fed a acheté des obligations du Trésor et des titres adossés à des créances hypothécaires afin de soutenir le système financier et de stimuler l'économie, en réduisant les taux d'intérêt à long terme et en encourageant l'octroi de prêts. Le programme était énorme et le bilan de la Fed est passé de 867 milliards de dollars à la mi-septembre 2007 à plus de 4 400 milliards de dollars à la mi-septembre 2017.

## Bilan de la Réserve fédérale américaine



Source : Bloomberg Finance L.P. En date de septembre 2017.

Cette année, en octobre, la Fed a commencé à réduire ces achats, un processus appelé resserrement quantitatif (RQ). La Fed a expliqué les grandes lignes du RQ initial et semble adopter une approche progressive, en réduisant son bilan de 300 milliards de dollars durant la première année. Elle a aussi indiqué qu'elle entendait demeurer flexible afin d'ajuster son approche si les conditions l'exigent. Son approche à l'égard du RQ sera donc semblable à celle adoptée pour les hausses de taux d'intérêt, c'est-à-dire prudente et bien communiquée. Cela est essentiel, car la réaction des participants au marché pourrait entraîner une forte volatilité des taux. Une approche prudente pour le RQ devrait aider à atténuer les réactions exagérées et, par conséquent, la volatilité.

### Incidences

Bien entendu, l'issue et les effets secondaires du RQ sont difficiles à prévoir en l'absence d'un précédent. Toutefois, comme l'AQ a allégé les conditions financières en réévaluant les actifs, il est raisonnable de présumer que le RQ fera l'inverse. Pour évaluer les répercussions possibles sur les investisseurs, il est utile de comprendre les effets de l'AQ sur les actifs financiers. Essentiellement, l'achat massif de titres du Trésor par la Fed a restreint l'offre aux investisseurs et les titres disponibles sont devenus plus chers, de sorte que les investisseurs ont été forcés d'acheter d'autres actifs, comme des obligations de sociétés, des obligations étrangères, des obligations à rendement élevé et des actions. Comme la demande de ces autres placements a augmenté, leurs prix ont grimpé.

À mesure que la Fed réduira ses achats, l'offre de titres du Trésor aux investisseurs croîtra. Autrement dit, les investisseurs qui ont modifié la composition de leurs portefeuilles en raison de la pénurie de titres du Trésor pourront effectuer un rééquilibrage et atténuer le risque en augmentant leurs placements dans ces titres. Par conséquent, les rendements d'autres actifs pourraient baisser. Si la demande de ces actifs diminue, leurs cours pourraient faiblir.

Toutes choses étant égales par ailleurs, le RQ entraînera sans doute une légère hausse des taux des obligations et un élargissement des écarts de taux, ce qui serait néfaste pour les rendements obligataires. Les rendements boursiers pourraient aussi être plus modestes en raison du RQ. Toutefois, nous sommes d'avis que les effets du RQ seront modérés, au moins durant la première année du programme. Bien que les États-Unis entreprennent un RQ, d'autres régions, comme l'Europe, continuent d'acheter des actifs par l'entremise de leurs programmes d'AQ, ce qui freinera la hausse des taux et soutiendra les actions sur ces marchés. Si le RQ est synchronisé à l'avenir, par exemple si la BCE met fin à ses achats, les répercussions sur les actifs financiers pourraient être plus prononcées.

## Notre point de vue

Même si le vent tourne en matière de politiques monétaires, nous prévoyons que le présent cycle de resserrement sera très long étant donné que les banques centrales éliminent certaines mesures de relance tout en demeurant concentrées sur leurs mandats de base, soit maximiser l'emploi et contenir l'inflation. Nous nous attendons à ce que les banques centrales surveillent la stabilité financière de près. L'approche qu'elles adopteront devrait être bien communiquée, car les banques savent que les surprises pourraient avoir des répercussions importantes sur la volatilité et les taux.

Il semble que le cycle de hausse des taux et le programme de RQ de la Fed auront des incidences différentes sur les investisseurs. Alors que le RQ devrait entraîner une hausse des taux obligataires, la faiblesse de l'inflation, la croissance économique modérée et les hausses progressives du taux des fonds fédéraux devraient contribuer au maintien du contexte de faibles taux. Dans l'ensemble, nous prévoyons que les taux à court terme augmenteront légèrement, les taux réels passant du territoire négatif à zéro; toutefois, les taux à long terme ne devraient pas augmenter considérablement étant donné la faible inflation. Nous sommes d'avis que les titres à revenu fixe procureront des rendements à peu près équivalents aux coupons. En ce qui a trait aux actions, le maintien du contexte de faiblesse des taux devrait soutenir des évaluations plus élevées, mais le RQ pourrait réduire les rendements à mesure que les investisseurs se départiront de placements en actions pour investir à nouveau dans des titres du Trésor. Dans l'ensemble, nous prévoyons que les actions produiront des rendements positifs à un chiffre moyens. Les investisseurs doivent être conscients que les rendements des titres à revenu fixe et des actions pourraient ne pas être aussi élevés qu'au cours des dernières années.

Dans ce contexte, nous continuons de privilégier un portefeuille diversifié comprenant :

1. des actions de sociétés de grande qualité qui ont la capacité d'accroître leurs bénéfices et leurs dividendes dans un contexte de croissance modérée, protégeant ainsi la valeur réelle des économies des investisseurs;
2. une composante de liquidités afin de procurer de la stabilité et une protection du capital;
3. une composante d'obligations d'État canadiennes et de sociétés de grande qualité procurant un certain revenu, et ce, dans une perspective de diversification et de stabilité.

## Au sujet de l'auteur

### **Bruce Cooper, CFA**

Chef de la direction et chef des placements, Gestion de Placements TD

Président, Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD

 [@BruceCooper\\_TD](#)

## À propos de Gestion de Placements TD

Gestion de Placements TD (GPTD), un membre du Groupe Banque TD, est une société de gestion de placements nord-américaine. Exerçant ses activités par l'entremise de Gestion de Placements TD Inc. au Canada et de TDAM USA Inc. aux États-Unis, GPTD offre une nouvelle perspective pour répondre aux plus grands défis des investisseurs. GPTD offre ses solutions de placement à des entreprises, des caisses de retraite, des fonds de dotation, des fondations et des investisseurs individuels. De plus, GPTD gère des actifs pour le compte de près de deux millions d'investisseurs particuliers et offre une gamme très diversifiée de solutions de placement incluant des fonds communs de placement, des portefeuilles gérés par des professionnels et des fonds en catégorie de société. Au 30 septembre 2017, GPTD gérait collectivement un actif de plus de 295 milliards de dollars canadiens.



---

Toutes les données proviennent de Bloomberg Finance L.P., à moins d'indication contraire.

<sup>1</sup>Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine

Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. aux fins d'information seulement. Les renseignements proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés à des fins d'illustration et ne reflètent pas des valeurs ou des rendements futurs. 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 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. Un certain nombre de facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à de tels écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Les rendements des indices ne sont fournis qu'à des fins de comparaison. Les indices ne sont pas gérés et leurs rendements n'incluent aucuns frais de vente ou d'acquisition, car de tels frais réduiraient leur rendement. On ne peut investir directement dans un indice. Le Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD est formé de divers professionnels du placement de la TD. Le Comité a pour mandat de publier des perspectives trimestrielles qui présentent un point de vue concis sur la situation à prévoir sur les marchés pour les 6 à 18 mois à venir. Ces conseils ne garantissent pas les résultats futurs, et les événements sur les marchés peuvent se révéler sensiblement différents de ceux implicitement ou explicitement formulés dans les perspectives trimestrielles du Comité. Les perspectives trimestrielles ne remplacent pas les conseils de placement. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. 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. TWITTER, TWEET, RETWEETER et le logo Twitter sont des marques de commerce de Twitter Inc. ou de ses sociétés affiliées. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. MD Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.

(1117)