

# Perspectives

Mettre à l'épreuve le seuil zéro : les étranges effets d'une étrange récession en 2020 et au-delà



Richard Woolnough

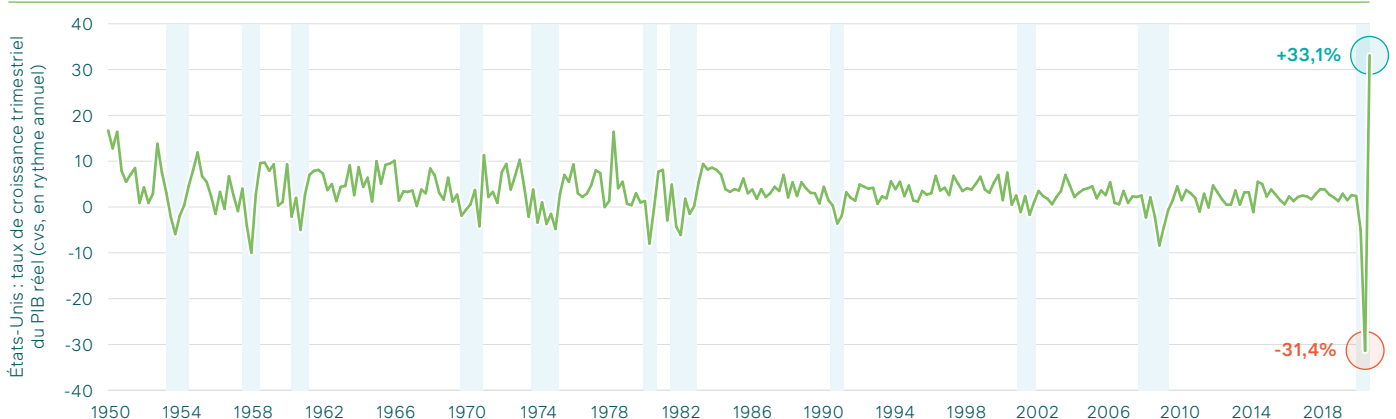
La valeur liquidative des fonds pourra aussi bien baisser qu'augmenter. Ainsi, la valeur de votre investissement pourra aussi bien baisser qu'augmenter et il est possible que vous ne récupériez pas la totalité de votre investissement initial. Dès lors que les performances passées sont indiquées, veuillez noter que les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Cette année, nous avons observé le ralentissement économique le plus important et le plus brutal que l'économie mondiale moderne ait jamais connu. Toutefois, et comme je l'ai déjà dit à plusieurs reprises cette année, cette récession est plutôt étrange : cette fois, c'est vraiment différent (se reporter au Graphique 1).

Celle-ci n'a été engendrée par aucun des suspects habituels, à savoir des conditions financières trop restrictives, l'éclatement d'une bulle immobilière ou financière, une hausse brutale des prix des matières premières, ou bien une quelconque combinaison de ces facteurs. L'impact de cette récession ne s'est pas fait sentir dans les secteurs traditionnellement touchés après un tel ralentissement : je pense à tout ce qui va du marché du logement et des revenus disponibles jusqu'à la très forte augmentation des prix des actifs financiers que nous avons connue cette année. Enfin, cette année a poussé les investisseurs à accepter plus que jamais l'étrange situation de payer pour le privilège de prêter leur argent, mettant ainsi à l'épreuve le seuil zéro des taux d'intérêt et entraînant assurément des conséquences très étranges.

Selon moi, ce seuil de zéro s'accompagne de conséquences importantes pour les investisseurs, depuis la raison d'être d'un investissement jusqu'à l'indépendance des banques centrales.

Graphique 1. Un effondrement record suivi d'un rebond historique – États-Unis : taux de croissance trimestriel du PIB réel



Source : M&G, Bloomberg, au 30 septembre 2020.

## La théorie de l'investissement

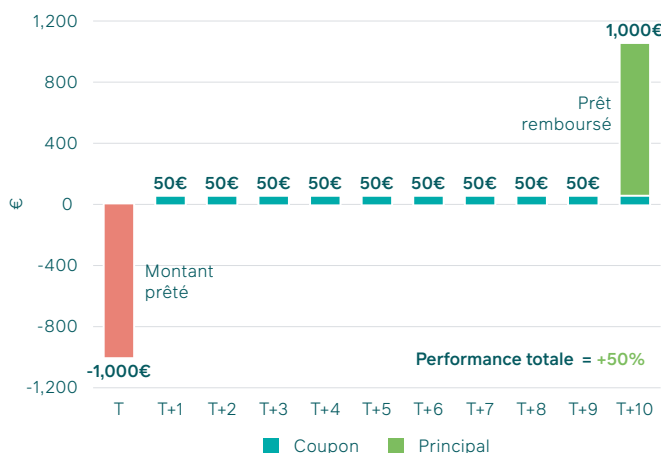
La sécurité et la performance sont les piliers de l'épargne. Dans les Perspectives qui suivent, nous nous pencherons sur les performances des obligations sans risque, et notamment sur les étranges conséquences que nous observons lorsque cette classe d'actifs génère une performance négative.

En achetant une obligation, on reçoit un ensemble de flux de trésorerie en retour de son investissement. Ce phénomène est illustré simplement dans le [Graphique 2](#).

Ce graphique montre le revenu perçu et le remboursement final. Dans l'exemple théorique, ce flux de revenus génère un rendement positif, c'est-à-dire que la somme des flux de trésorerie perçus est positive. Tel est le principe fondamental de l'investissement sur les marchés obligataires. Cependant, cette dynamique des flux de trésorerie s'est récemment inversée. L'exemple tiré de la réalité montre les flux de trésorerie que l'on perçoit pour un investissement dans une obligation à rendement négatif, comme c'est le cas pour les bunds allemands, par exemple. Les flux de trésorerie perçus sont négatifs et les investisseurs se retrouvent avec un montant inférieur à celui initialement investi.

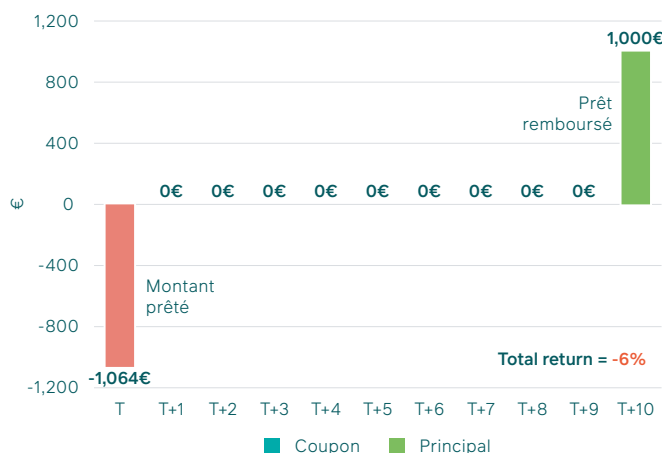
**Graphique 2. En achetant une obligation, on reçoit un ensemble de flux de trésorerie en retour de son investissement**  
Si le rendement est négatif, les investisseurs se retrouvent avec un montant inférieur à celui initialement investi

### Exemple théorique du fonctionnement des obligations



Source : M&G, 31 octobre 2020.

### Exemple tiré de la réalité : Bund\* à 10 ans



\*DBR 0 % 15 août 2030.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les obligations à rendement positif offrent une performance totale positive si elles sont détenues jusqu'à leur échéance. Les obligations à rendement négatif génèrent une performance totale négative si elles sont détenues jusqu'à leur échéance. Dans la pensée économique traditionnelle, les épargnants perçoivent des revenus et accroissent leur patrimoine,

tandis que les emprunteurs paient pour pouvoir emprunter. Toutefois, dans un environnement où les rendements sont négatifs, l'épargnant perçoit le flux de trésorerie négatif de la part de l'emprunteur, et ce dernier perçoit des revenus pour emprunter. Quel monde bien étrange ! Dans le passé, cela aurait été un bon exercice théorique, mais c'est aujourd'hui un

phénomène réel, que les investisseurs acceptent (se reporter au montant de la dette à rendement négatif illustré dans le [Graphique 3](#))\*.

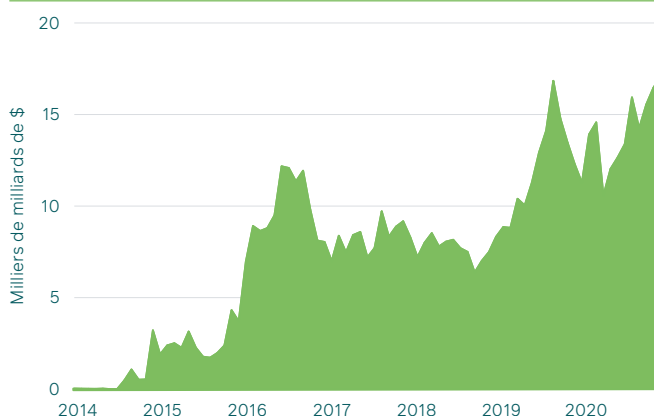
Comment en est-on arrivé là ? Le marché haussier du dernier cycle a fait tomber les rendements obligataires à de nouveaux niveaux historiquement bas, tandis que de nombreuses banques centrales ont abaissé leurs taux afin de tenter de stimuler l'inflation. Il convient désormais de se demander si cette tendance à la baisse peut se poursuivre indéfiniment. Je ne le pense pas : les conséquences des taux négatifs finiront par devenir trop lourdes pour que les investisseurs puissent les accepter. Actuellement, nous atteignons le seuil de zéro - proche de zéro, mais pas nécessairement exactement à zéro. Le diagramme des rendements à 10 ans dans le [Graphique 4](#) illustre la tendance sur les 30 dernières années : des rendements orientés à la baisse et s'arrêtant à « zéro ». Mais, pourquoi les taux s'arrêtent-ils à « zéro » ?

## Pourquoi il existe un seuil zéro

Il est difficile pour les rendements obligataires de s'aventurer bien plus bas que zéro, car il existe une autre solution pour les investisseurs que de devoir détenir de la dette libellée en yen japonais, par exemple, et affichant des rendements négatifs. Au lieu de cela, ils peuvent se contenter de détenir des liquidités en yen japonais. Plutôt que d'échanger 100 yens pour l'achat d'une obligation et d'en recevoir moins lorsque celle-ci arrive à échéance, une personne peut simplement détenir 100 yens en espèces et ne pas subir cette perte. La détention de liquidités présente ses propres risques et ses coûts potentiels en matière de sécurité et de stockage. En fait, ces coûts déterminent où se situe le seuil zéro, et pourquoi il ne se situe pas exactement à zéro : il serait à zéro si la détention de liquidités au lieu d'obligations n'entraînait pas de coûts. L'existence de cette alternative d'investissement exempte de risques explique pourquoi les banques centrales du monde entier n'ont pas mis en place une politique de taux négatifs de grande ampleur : l'existence de liquidités est le principal frein aux taux négatifs.

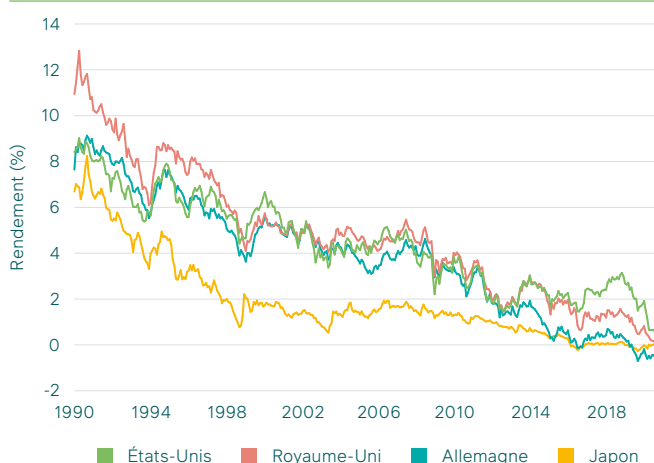
\*Lorsque l'on considère l'ensemble des taux négatifs, il convient de se rappeler que les taux sont définis comme le taux dans une devise précise. Si nous couvriions la dette mondiale en une devise de référence, l'euro par exemple, l'encours de la dette à taux négatif serait accru ; si elle l'était en dollar américain, l'encours serait substantiellement réduit.

**Graphique 3.**  
Montant de dette affichant des rendements négatifs  
17 000 milliards de dollars d'obligations à rendement négatif



Source : M&G, Bloomberg, au 6 novembre 2020.

**Graphique 4.**  
Rendements des emprunts d'État dans les pays développés  
Rendement de l'emprunt d'État à 10 ans




Source : Bloomberg, au 9 novembre 2020.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.


### Que préféreriez-vous ?

Pourquoi acheter ceci...



1 000 \$ d'obligations

...quand vous pouvez avoir cela ?



1 000 \$ en espèces

## Risque/rendement du seuil zéro – « absence de rendement »

Une fois que l'on a admis qu'il existait un seuil zéro quelque part, qu'est-ce que cela signifie réellement pour les investisseurs obligataires ?

Lorsque l'on se penche sur le profil de risque/rendement lié au seuil zéro, le premier problème que l'on rencontre est celui de l'absence de rendements. Les rendements ayant atteint leurs plus bas historiques, les investisseurs ne dégagent que de très faibles performances ; dans certains cas, ils paient même pour prêter. Deuxièmement, il est évident que les rendements ne peuvent pas continuer à baisser indéfiniment : le potentiel haussier lié à la prise de risque de taux d'intérêt est limité en raison de l'existence du seuil zéro. Il est possible d'examiner cela en utilisant des obligations à coupon zéro afin d'illustrer le profil de risque/rendement auquel les investisseurs sont confrontés lorsqu'ils achètent des obligations dans un monde où les rendements sont absents.

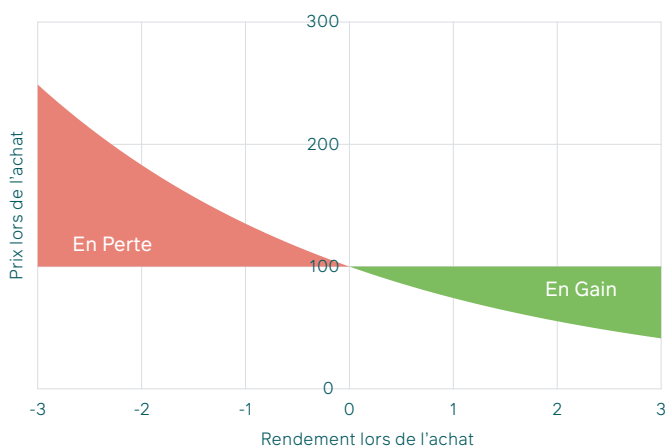
À l'heure actuelle, si vous acceptez d'acheter un bund allemand à 10 ans à rendement négatif, vous acceptez en fait de subir une perte si vous le détenez jusqu'à son échéance. Il en va évidemment tout autrement dans un environnement où les taux d'intérêt sont positifs : si vous détenez l'obligation jusqu'à son échéance, vous obtiendrez une performance positive. Le Graphique 5 illustre le gain ou la perte ainsi générée(e) : si vous achetez une obligation avec un rendement de -2,3 %, vous scellez la perte de la moitié de votre argent.

Le potentiel haussier des obligations à faible rendement ou à rendement négatif est ainsi très limité et explique pourquoi j'adopte une durée courte pour mes fonds. En atteignant le seuil négatif, ou en s'en approchant, l'investissement devient difficile ; les hausses sont limitées et les pertes peuvent s'accumuler rapidement (d'autant plus si vous détenez des obligations à long terme jusqu'à leur échéance).

Ainsi, s'il est possible d'avoir des taux d'intérêt négatifs en principe, c'est plus rare dans la pratique et il existe une limite : le potentiel haussier pour les investisseurs est limité, mais le risque baissier peut être assez important, raison pour laquelle, à un certain moment, les investisseurs ne seront plus prêts à l'accepter. Cela veut dire qu'il est difficile, de mon point de vue, de justifier une durée longue. La prise de risque de taux d'intérêt, comme outil permettant d'ajuster le profil de risque/rendement, perd de son intérêt lorsque l'on s'approche

Graphique 5. Perte garantie – un exemple tiré de la réalité : Bund allemand à coupon zéro (2050)

### Gain et perte à l'échéance



Rendement %	Valeur liquidative	Rendement %	Valeur liquidative	Rendement %	Valeur liquidative
-3,2	264,73	-1,1	139,25	1,0	74,24
-3,1	256,68	-1,0	135,1	1,1	72,07
-3,0	248,87	-0,9	131,08	1,2	69,97
-2,9	241,31	-0,8	127,18	1,3	67,93
-2,8	233,99	-0,7	123,4	1,4	65,96
-2,7	226,9	-0,6	119,74	1,5	64,04
-2,6	220,03	-0,5	116,19	1,6	62,18
-2,5	213,37	-0,4	112,75	1,7	60,37
-2,4	206,92	-0,3	109,41	1,8	58,62
-2,3	200,68	-0,2	106,18	1,9	56,93
-2,2	194,63	-0,1	103,04	2,0	55,28
-2,1	188,76	0,0	100	2,1	53,68
-2,0	183,08	0,1	97,05	2,2	52,13
-1,9	177,58	0,2	94,19	2,3	50,63
-1,8	172,24	0,3	91,42	2,4	49,17
-1,7	167,07	0,4	88,74	2,5	47,75
-1,6	162,06	0,5	86,13	2,6	46,38
-1,5	157,21	0,6	83,6	2,7	45,05
-1,4	152,51	0,7	81,16	2,8	43,75
-1,3	147,95	0,8	78,78	2,9	42,5
-1,2	143,53	0,9	76,48	3,0	41,28
				3,1	40,1

Source : Bloomberg (DBR 0 08.15.50 règlement des emprunts d'État au 30 novembre 2020)

Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures.

du seuil zéro. Il existe aussi d'autres conséquences, qui vont au-delà du profil de risque/rendement lié à la détention d'obligations lorsque les rendements atteignent le seuil zéro.

## Conséquences de l'atteinte du seuil zéro

L'une des conséquences les plus évidentes de l'atteinte du seuil zéro est que les banques centrales ne peuvent plus stimuler l'économie en cas de détérioration de la croissance et de la demande. Puisque les taux ne peuvent pas s'enfoncer très loin en territoire négatif, cet outil de politique monétaire devient en fait inutile. Ceci est illustré par les opérations des banques centrales dans les régions où les taux étaient déjà négatifs ou proches de zéro, comme en Europe et au Japon : cette option de politique a disparu. Nous en avons observé les effets sur les investisseurs ayant pris des risques de taux d'intérêt ces dernières années : dans les pays où il y avait encore la possibilité d'abaisser les taux (les États-Unis et le Royaume-Uni), la baisse des taux d'intérêt engendre un potentiel de hausse pour les investisseurs obligataires ; dans les pays où les taux sont à zéro ou proches de zéro (Allemagne et Japon), ils n'ont engendré aucune hausse (se reporter aux Graphiques 6 et 7).

Une autre conséquence des taux d'intérêt nuls ou négatifs à court terme est la mesure dans laquelle cela affaiblit le rôle de pont entre l'épargnant et le prêteur que joue traditionnellement le système bancaire. Mervyn King y a fait allusion au cours d'une récente interview télévisée :

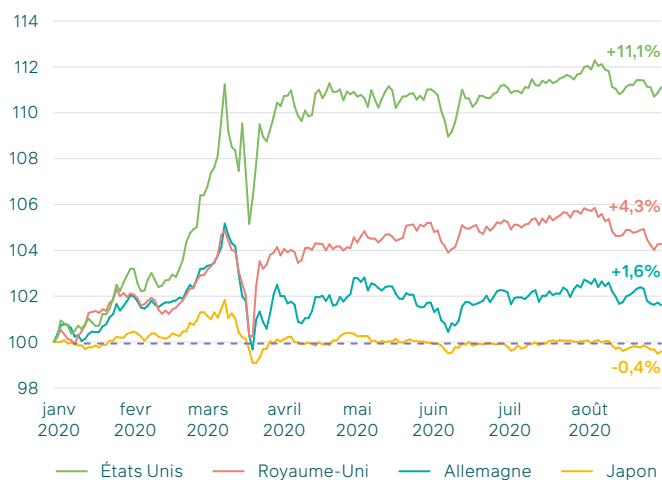
« [Les taux négatifs] sont incompatibles avec un secteur bancaire performant, sauf si les banques peuvent répercuter ces taux négatifs sur leurs clients particuliers. Si cela se produit, je pense qu'il faudra s'attendre à voir une longue file de clients cherchant à retirer leur argent de la banque et à le garder sous le matelas, ou du moins à domicile dans un nouveau coffre-fort. Je ne pense pas du tout que ce soit une perspective intéressante sur le plan politique. »

Mervyn King, Bloomberg TV, 16 Novembre 2020.

Graphique 6. Cette année, la détention de risque de taux a eu un rôle majeur...

...mais seulement aux États-Unis et au Royaume-Uni

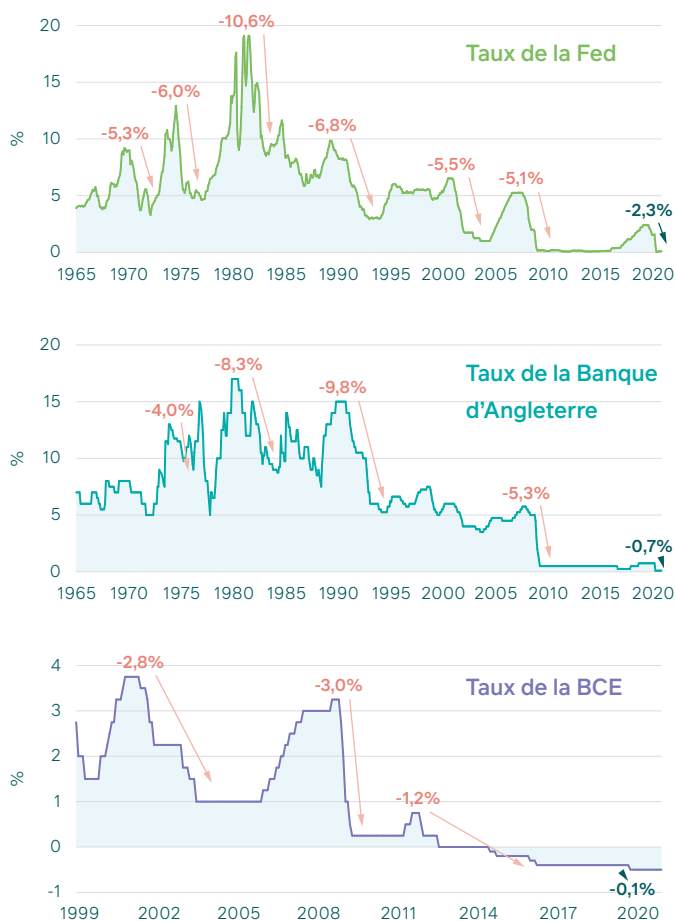
### Performances totales des emprunts d'État 7-10 ans (indexées à 100)



Source : Bloomberg, au 31 août 2020.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Graphique 7. Cette fois-ci, les banques centrales n'ont pas beaucoup de marge de manœuvre pour abaisser les taux  
Taux d'intérêt par région



Source : M&G, FRED, Bloomberg, octobre 2020.

Il est évident que les taux nuls ou négatifs menacent la capacité des banques centrales à utiliser la politique monétaire et menacent le fonctionnement efficace du système bancaire.

Incapables de réduire les taux, les banques centrales ont alors recours à d'autres options, ce qui a pour effet principal de faire baisser les taux tout le long de la courbe via des mesures telles que l'orientation des anticipations (à savoir l'engagement à maintenir les taux directeurs au sein d'une fourchette basse) et l'assouplissement quantitatif. Ces mesures abaissent les taux sur l'ensemble de la courbe des taux et, ce faisant, l'aplatissent en poussant également les taux à long terme vers le seuil zéro. On peut observer cela dans le **Graphique 8**, représentant le taux du jour le jour de la livre sterling à 50 ans : il a atteint le seuil zéro.

De même, le refus des investisseurs de réaliser une perte à coup sûr les incite à prolonger l'échéance de leur investissement, poussant à nouveau l'ensemble de la courbe vers le seuil zéro. Les achats d'obligations à plus long terme par les investisseurs se traduisent par des courbes des taux très aplaties, comme on peut le voir ci-dessous. Cet effet est si puissant qu'au final des courbes obligataires entières peuvent présenter des rendements négatifs (cf. **Graphique 9**).

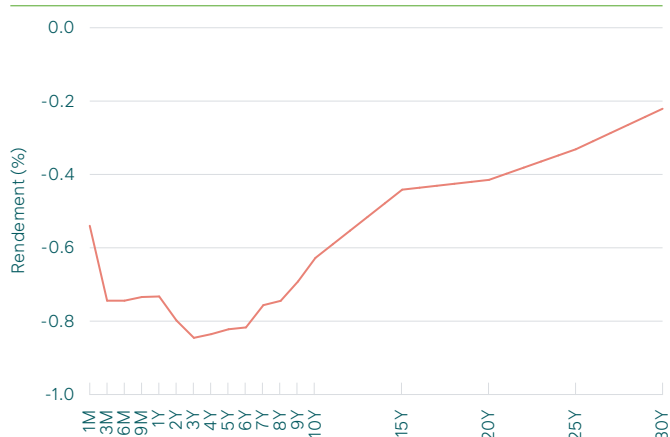
La politique monétaire atteignant ses limites, c'est à la politique budgétaire de prendre davantage à sa charge la relance de l'économie. Prenez les commentaires émis récemment par le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, et par la présidente de la Banque centrale européenne, Christine Lagarde. Les présidents des deux banques centrales ont appelé à étendre les mesures de soutien budgétaire afin de stimuler les économies touchées par le coronavirus, car un hiver difficile nous guette. Jerome Powell a déclaré que « trop peu de soutien entraînerait une reprise fragile, créant des difficultés inutiles pour les ménages et les entreprises », tout en indiquant que, même si les mesures de relance étaient plus importantes que nécessaire, « elles ne seraient pas vaines ». Parallèlement, Christine Lagarde a souligné qu'il était « plus important que jamais de continuer à mêler politique monétaire et politique budgétaire ». <sup>1</sup>

**Graphique 8. Atteindre le seuil zéro**  
Taux au jour le jour de la livre sterling sur 50 ans



Source : Bloomberg, au 19 novembre 2020.

**Graphique 9. Rendements des Bunds allemands**  
L'ensemble de la courbe des taux se situe sous le seuil zéro



Source : Bloomberg (courbe des taux au 31 octobre 2020, interpolation linéaire).

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

<sup>1</sup>(<https://www.marketwatch.com/story/powell-says-u-s-economy-needs-more-fiscal-support-11601995205> (<https://uk.finance.yahoo.com/news/lagarde-pledges-forceful-ecb-stimulus-082057866.html>)).

Les taux d'intérêt sont un mécanisme de fixation des prix qui établit un niveau d'interaction entre les épargnants et les emprunteurs et qui permet de recycler efficacement l'épargne. Entre ces deux agents économiques se trouve le système bancaire qui recycle ces capitaux. Ces banques gagnent de l'argent en exploitant l'écart acheteur/vendeur entre les emprunts et les prêts, mais elles dépendent aussi beaucoup de l'aide des banques centrales. Lorsque ces dernières fixent un taux d'intérêt élevé, elles garantissent aux épargnants et aux banques une performance élevée pour un risque nul, et offrent dans les faits une subvention et un transfert de richesses de l'État à l'épargnant. Dans un environnement de taux négatifs, les banques centrales, à l'inverse, taxent le système financier, et les épargnants rechignent à prêter. Dans ce cas précis, un coup d'arrêt est porté au recyclage des capitaux.

## Comment supprimer le seuil zéro

Le moyen le plus simple de supprimer le seuil zéro et de rendre aux banques centrales leur capacité à abaisser les taux d'intérêt serait de supprimer la possibilité de détenir des liquidités. La monnaie électronique est une solution, car, s'il n'y avait pas de liquidités, votre dépôt de monnaie électronique pourrait se déprécier au fil du temps, produisant des taux négatifs sans aucune alternative liée à la détention de liquidités. D'un point de vue politique, cela serait toutefois très peu populaire pour des raisons diverses et claires, et les particuliers pourraient considérer cela comme un impôt sur le capital. On pourrait aussi chercher d'autres alternatives à la monnaie, ce qui compromettrait cette approche : l'or, une devise étrangère ou une version différente de monnaie électronique comme le Bitcoin en sont des exemples.

La deuxième possibilité serait de laisser les banques centrales prêter de l'argent à des taux inférieurs à zéro pour subventionner les banques. La BCE adopte cette approche avec son programme d'opérations de refinancement à long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* ou TLTRO), prévu pour stimuler les prêts et pour faire office de simple subvention de la banque centrale aux banques privées.

Cependant, cette transaction effectuée par les banques centrales est intrinsèquement déficitaire et, en fin de compte, n'a que peu d'impact, car elle crée un décalage entre les taux d'intérêt négatifs et les liquidités.

La troisième solution est de faire tourner la planche à billets. C'est peut-être le moyen le plus simple d'échapper au seuil zéro, mais cela pose malheureusement une question épineuse : à qui serait destinée cette monnaie imprimée ? L'activité des banques centrales est de prêter de l'argent, pas d'en donner. Comme l'a indiqué le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, dans son discours d'orientation du mois de mai, « la Fed a le pouvoir de prêter, pas le pouvoir de dépenser ». <sup>2</sup>

## La décision d'imprimer de la monnaie revient au gouvernement

Échapper au seuil de zéro requiert un certain nombre d'éléments clés. Cela nécessiterait le renfort des gouvernements par le biais de dépenses budgétaires, l'impression de monnaie par les banques centrales et, avec un peu de chance, une hausse de l'inflation. Mais pour cela, il faut que les banques centrales et les gouvernements coordonnent leurs actions. Les dépenses budgétaires relèvent de la compétence des gouvernements et, si les banques centrales font tourner la planche à billets, la décision concernant la distribution de cet argent est politique. Les banques centrales et les gouvernements doivent coordonner leurs actions.

### Fin de l'indépendance des banques centrales

Le seul moyen de faire en sorte que la politique monétaire et la politique budgétaire soient coordonnées serait que les banques centrales renoncent à leur indépendance. Nous avons vraisemblablement commencé à voir quelques signes de ce phénomène au cours de l'année dernière, avec les importants programmes d'achats de dette publique mis en place par un certain nombre de banques centrales.

<sup>2</sup>Problématiques économiques actuelles : Commentaires de Jerome H. Powell, président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis au Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 13 mai 2020 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200513a.htm>

Les banques centrales indépendantes ont vu le jour en premier lieu pour aider à contrôler l'inflation, et je dirais qu'en les politisant, nous permettrions au génie de l'inflation de sortir une nouvelle fois de sa lampe. Afin d'échapper au seuil zéro, nous avons besoin d'inflation ; en politisant les banques centrales, l'inflation et les prévisions d'inflation augmenteraient.

Bien entendu, certaines banques centrales renonceraient plus facilement à leur indépendance que d'autres. Une différence simple dans ce cas précis est celle entre les banques centrales fédérales et les banques centrales des États. Par exemple, il serait relativement aisé de reprendre le contrôle total de la Banque d'Angleterre, d'ailleurs cela est déjà prévu en vertu de la législation existante : conformément à la loi relative à la Banque d'Angleterre de 1998, « il est conféré au Trésor des pouvoirs de réserve lui permettant de donner des ordres à la Banque dans le domaine de la politique monétaire, mais la Loi établit que cela n'est possible que si le Trésor est convaincu qu'ils sont nécessaires dans l'intérêt public et en raison de "circonstances économiques extrêmes". »<sup>3</sup>

Pour les banques centrales fédérales, les choses se compliquent. Avec les banques centrales fédérales, il est généralement plus difficile de mener des politiques monétaire et budgétaire de façon coordonnée, comme le symbolisent les difficultés que rencontre la Banque centrale européenne.

## L'avenir des banques centrales

Les banques centrales sont en constante transformation. Leur besoin d'indépendance est apparu dans des conditions de forte inflation dans les années 1970. Ce système a été exceptionnellement efficace pour ramener l'inflation aux objectifs qui avaient été fixés. Si nous sommes désormais dans une situation dans laquelle l'inflation est ancrée en permanence autour d'un objectif de 2 %, alors, par définition, les banques centrales vont très probablement être confrontées à la question du seuil zéro. La réduction de l'influence politique sur la politique monétaire a aussi contribué à réduire l'inflation, et cela s'est conjugué avec les facteurs de réduction de l'inflation qu'ont été la mondialisation et le progrès de la productivité technologique.

Même si les banques centrales tiennent beaucoup à leur indépendance, elles se sont récemment amplement fait entendre sur la nécessité de mettre en œuvre des mesures budgétaires (qui sont par nature politiques). L'écart entre l'action politique et celle des banques centrales s'est encore comblé, car les banques centrales émettent des avis et se concentrent désormais sur ce qui était autrefois des questions politiques. Par exemple, elles se concentrent désormais davantage sur les inégalités de revenus et le réchauffement climatique, deux sujets traditionnellement d'actualité politique hors de la compétence des banques centrales, qui sont des organes non élus. En gardant ces problématiques à l'esprit, il peut s'avérer utile pour les banques centrales de perdre une partie de leur indépendance, et le biais politique pour créer de l'inflation peut s'avérer un changement judicieux de trajectoire de l'économie.

### Conséquences pour les investisseurs

Puisque les autorités sont prêtes à tout pour supprimer le seuil zéro, quelles sont les conséquences pour les investisseurs ? Il serait logique de présumer que des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes sont nécessaires pour échapper au seuil zéro, ce qui se traduirait par des taux courts conservés à de faibles niveaux pendant un certain nombre d'années, tandis que les besoins d'inflation redeviendraient une caractéristique permanente. Cela indique possiblement une courbe des taux extrêmement pentifiée, avec des taux courts fixes, une offre importante de dette publique, et de l'inflation qui rendrait les performances réelles des obligations moins attrayantes. Un niveau aussi élevé de relance monétaire et budgétaire stimulerait vraisemblablement beaucoup l'économie mondiale. Quel type de reprise cela donnera-t-il en 2021 et au-delà ?

<sup>3</sup><https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1998/the-boe-act.pdf?la=en&hash=245383B3380F691849B043BE87D31CD2E0EA1256>



## Perspectives et conclusions

Le monde traverse une récession en forme de t : une baisse brutale suivie d'une reprise ramenant l'économie vers ses niveaux passés. La question est de savoir à quelle hauteur se trouve la barre du « t ». Compte tenu du fait que le secteur des services est celui qui a le plus pâti de la récession induite par les mesures de confinement et les actions gouvernementales, la capacité à rouvrir rapidement pourrait signifier, à l'extrême, que nous nous approchons d'une récession en forme de t. Plus le rebond est faible, moins le risque de taux d'intérêt est élevé et plus le risque de crédit est présent, et vice-versa. Voilà pourquoi il est si important pour les investisseurs obligataires de connaître les perspectives économiques. Toutefois, le profil de risque/rendement lié à la prise de risque de taux d'intérêt est actuellement faussé : il existe un potentiel haussier limité grâce à de nouvelles baisses des taux d'intérêt si le seuil zéro persiste. Cela s'est vu dans le monde réel de l'investissement sur les marchés obligataires cette année.

Il est nécessaire d'échapper à ce seuil pour des raisons de politiques micro et macroéconomiques. Pour ce faire, les banques centrales devront être moins indépendantes, car elles devront se coordonner avec les gouvernements. Dans un tel scénario, les politiques monétaire et budgétaire devront rester accommodantes quelque temps, potentiellement avec l'aide des banques centrales qui feront tourner la planche à billets pour fournir les ressources nécessaires afin de pouvoir échapper au seuil zéro. Ce type de politique engendre généralement une hausse de la croissance et de l'inflation. Ceci est de bon augure pour l'économie et le risque de crédit, mais indique une augmentation des rendements obligataires à plus long terme.