

Point sur les titres à revenu fixe T4 2024



Konstantin Boehmer

Chef de l'équipe des placements à revenu fixe, gestionnaire de portefeuille

À l'heure où les réflexions de 2024 laissent la place aux résolutions de 2025, nous avons fait le constat d'une année marquante sur les marchés, observé une amélioration continue des processus et assisté à l'émergence d'une tradition que j'affectionne particulièrement en tant que chef d'équipe : notre club de lecture mensuel.

Nous mettons de côté les discussions habituelles sur les marchés pour nous plonger dans des récits et des idées, parfois en lien avec la finance, parfois non, et réfléchissons à la manière dont ces perspectives enrichissent notre prise de décisions. Pour la première sélection de l'année 2025, mon équipe a choisi de lire *Thinking in Bets*, le cours de maître en stratégie d'Annie Duke, championne du monde des World Series of Poker.

Le plus marquant à mes yeux, c'est la façon dont l'autrice explique minutieusement l'état d'esprit « unique » qui caractérise un joueur de poker professionnel : associer des probabilités à chaque situation, les ajuster en permanence en fonction de nouvelles informations et ne jamais supposer

une totale certitude. Il est vrai qu'il existe peu de métiers, voire aucun, où les probabilités évoluent aussi vite qu'une manche de poker, où chaque décision et la perception qu'on en a pèsent sensiblement sur le résultat. Et pourtant, il n'y a sans doute pas de métaphore plus forte de la façon dont j'ai toujours abordé les décisions de placement : jamais comme un pari ou un jeu de hasard, mais en m'appuyant sur une analyse diligente des cartes (les marchés) et des joueurs chargés de les observer (les investisseurs). Si ce n'est pas en soi une surprise, elle apporte une confirmation que je trouve étonnante. Elle nous rappelle que notre travail quotidien dans le domaine des titres à revenu fixe ressemble à un cadre de probabilité, dont beaucoup pensent qu'il ne s'applique qu'aux jeux de hasard.



Ce cadre est essentiel lorsqu'une si grande partie du marché semble influencée par le consensus dominant, avec des joueurs qui se concentrent trop sur leur main plutôt que sur les cartes qui sortent sur le tapis. À l'heure actuelle, les actifs canadiens en sont le meilleur exemple. Malgré le pessimisme général que suscite tout ce qui touche le Canada, les sondages donnent à penser que les prochaines élections pourraient déboucher sur une majorité inégalée depuis plus de 40 ans. Le calendrier électoral demeure incertain et le résultat des sondages peut à coup sûr évoluer; il est fort probable qu'un mandat proche des prévisions modifie considérablement la politique et l'humeur des investisseurs. Parce que, même si votre main compte une impressionnante paire d'as, aussi improbable que cela puisse être, le tableau peut toujours finir avec une main pleine une fois la cinquième carte retournée.

Je ne peux imaginer de meilleure réflexion que le sous-titre choisi par l'autrice : « Prendre des décisions plus judicieuses lorsqu'on n'a pas toutes les informations en main ». En revenant constamment sur nos hypothèses, nous sommes en mesure de repérer et de saisir des occasions avant les autres. Tel est l'esprit de *Thinking in Bets*, et c'est la raison pour laquelle nous consacrons du temps à explorer des idées qui nous poussent à sortir de notre schéma de pensée habituel. Si l'on veut garder une longueur d'avance dans un monde où même les résultats les plus simples ne sont jamais garantis, il est essentiel de rester agile, ouvert à de nouvelles informations et prêt à agir lorsque les autres s'y attendent le moins. Qu'il s'agisse de poker, d'élaboration de portefeuille ou de développement personnel, ces principes sont d'une importance capitale. Pour des investisseurs toujours prompts à progresser, il me semble qu'il existe peu d'objectifs plus importants si l'on veut générer de l'alpha et saisir les occasions qui se présentent tout au long de 2025.

FIGURE 2 : Points de vue de l'équipe des placements à revenu fixe Mackenzie

	Sous-pondération importante	Sous-pondération	Pondération neutre	Surpondération	Surpondération importante
Duration			○		
Duration des titres en CAD			○		
Duration des titres en USD			○		
Duration des titres en EUR			○		
Duration des titres en JPY			○		
Crédit				○	
Titres de créance de première qualité				○	
Oblig. de sociétés à rendement élevé			○		
Prêt levier			○		
Crédit privé				○	
Obligations indexées sur l'inflation				○	
Titres de créance des marchés émergents en monnaie locale				○	
Devises				○	
USD				○	
Devises de marchés émergents				○	

○ Indique aucun changement

Source : Placements Mackenzie. Au 31 décembre 2024.



Commentaire macroéconomique



Dustin Reid

Stratège en chef des placements
à revenu fixe

Les rendements mondiaux, avec en tête les bons du Trésor américain, ont dans l'ensemble enregistré une hausse tout au long du quatrième trimestre, grâce à trois facteurs clés :

- l'augmentation des primes de terme
- les attentes du maintien de l'exception économique américaine
- l'élection de Donald Trump et son effet sur les marchés

Par conséquent, les rendements des obligations américaines à 10 ans ont augmenté de près de 100 points de base (pdb) au cours du trimestre, tandis que la courbe des obligations à 2-10 ans s'est accentuée de 28 pdb.

De la hausse d'environ 100 pdb des rendements à 10 ans au quatrième trimestre, 60 pdb environ pourraient être attribués à l'augmentation des primes de terme, qui sont passées de -10 pdb à 50 pdb. Les primes de terme, s'agissant des titres à revenu fixe, sont généralement définies comme « le rendement supplémentaire associé à la détention d'obligations à long terme par rapport aux obligations à court terme afin de tenir compte des risques liés aux échéances plus lointaines, comme le risque de taux d'intérêt et le risque d'inflation ». On peut envisager les primes de terme de manière un peu moins théorique en disant qu'elles regroupent « tout ce qu'on ne peut pas attribuer à la croissance additionnée des attentes d'inflation au cours des x prochaines années ». Quoi qu'il en soit, la durée plus longue n'a pas été particulièrement appréciée,

le marché voyant des risques que les dépenses budgétaires américaines deviennent encore plus désordonnées sous l'administration Trump et la « vague rouge ».

La croissance économique exceptionnelle des États-Unis – et les attentes que cette croissance se maintienne – signifiait que les marchés devaient recalibrer les niveaux de rendement par rapport à ce qu'ils étaient à la fin de septembre. Tout au long du trimestre, nous avons vu les estimations finales du PIB américain pour le troisième trimestre, ainsi que pour le quatrième trimestre, continuer à afficher des taux presque obstinément élevés, surtout par rapport aux autres économies mondiales. Les marchés ont alors été forcés de revoir leurs attentes d'assouplissement par la Réserve fédérale américaine (Fed) en 2025. À la fin de septembre 2024, ils tablaient sur un taux des fonds fédéraux à la fin de 2025 à 2,90 %; à la fin du quatrième trimestre, ces attentes étaient passées à 3,90 % – une augmentation relative très proche de celle du rendement à 10 ans au cours du trimestre – le marché devenant de plus en plus à l'aise

avec la notion que le taux d'intérêt nominal neutre des États-Unis se situait bien au-dessus des 3 %.

Évidemment, nous nous devons de parler des répercussions de l'accélération de Donald Trump dans les sondages et, plus encore, sur les marchés de paris en septembre et en octobre, qui ont manifestement favorisé une certaine négociation en fonction de Donald Trump. Citons notamment la reflation (voir les rendements ci-dessus), la hausse des actions (selon la notion d'une accélération du PIB nominal, d'une réduction des impôts et d'une augmentation des bénéfices des entreprises) et la position longue sur le dollar (rapatriement, taux plus élevés pendant plus longtemps). La menace des droits de douane, et leur possible mise en place, ont clairement défini les attentes à l'égard d'un retour de Donald Trump aux affaires à l'approche des élections de novembre et après le scrutin. Comme nous le savons maintenant, l'élection n'a pas été aussi serrée que ce que beaucoup de gens croyaient, puisque Donald Trump est arrivé en tête dans les sept États pivots, il a remporté le vote populaire et le parti républicain a pris le contrôle des deux chambres du Congrès (mais de justesse). Au soir de l'élection, le discours de M. Trump a fait l'effet d'un cri de ralliement au vu de la promesse de changements radicaux et du nombre de membres du Cabinet et de conseillers nommés ou proposés dont on pouvait supposer qu'ils suivraient la ligne dure de M. Trump à l'égard des droits de douane, de l'immigration, du maintien de l'ordre et de la déréglementation.

Alors que nous tournons la page dans les premiers jours de 2025, il semble que beaucoup de ces thèmes devraient dynamiser les marchés au premier trimestre et par la suite. Pendant un certain temps, nous avons cru que les tarifs douaniers, ou la menace d'en imposer, seraient le mantra politique le plus important et cela semble toujours être le cas, de même que l'immigration et la déréglementation dans les secteurs de la finance et de l'énergie. Cependant, la hausse des rendements observés en septembre atteint désormais un point tel que toute nouvelle augmentation pourrait entraver les valorisations des autres catégories d'actifs, en particulier les actifs à bêta plus élevé, et le risque de correction croisée des actifs semble plus probable maintenant qu'il y a trois mois. Nous nous attendons depuis longtemps à ce que la volatilité croisée des actifs augmente, et nous sommes actuellement à un point du cycle où non seulement cette volatilité s'est accrue, mais où d'autres augmentations sont plus probables.

Il va sans dire que les actifs canadiens sont menacés par la nouvelle administration Trump, qui parle du « 51^e État » et d'une « guerre économique » pour y arriver. La situation politique actuelle du Canada ne fait qu'amplifier le risque : pas nécessairement le maintien ou non de Justin Trudeau au poste de premier ministre, mais la prorogation du Parlement, qui signifie que toutes les lois (y compris le projet de loi sur la sécurité à la frontière de 1,3 milliard de dollars préparé à la va-vite dans la foulée de la rencontre entre Justin Trudeau et Donald Trump en Floride à la fin de l'année dernière) doivent essentiellement être redéposées à la reprise des travaux du Parlement. Nous estimons qu'il existe un risque d'application des tarifs douaniers, étant donné l'intransigeance des conseillers de M. Trump, et il est probable que rien ne soit fait relativement à la sécurité de la frontière canadienne avant la fin du mois de mars au plus tôt en l'absence du Parlement.

Même des tarifs douaniers de 10 % sur tous les produits canadiens importés aux États-Unis auraient des conséquences importantes sur l'économie canadienne, probablement au moins environ 1 % du PIB réel pendant la première année. L'application de tarifs douaniers de 20 % à 25 % entraînerait certainement le Canada en récession dans le meilleur des cas, et l'économie canadienne est loin d'être dans la meilleure des postures à l'heure actuelle. Pour la Banque du Canada, le marché prévoit 60 pdb pour 2025 au moment d'écrire ce commentaire, ce qui semble sous-évalué, comme c'est le cas depuis longtemps. Nous ne serions pas surpris de voir le taux directeur de la Banque atteindre 2,25 % ou moins, ou plus de 100 pdb par rapport au niveau actuel.

La possibilité de droits de douane appliqués au reste du monde est également très forte, surtout si M. Trump et son administration décident d'invoquer l'*International Economic Emergency Powers Act* (IEEPA), qui donnerait pratiquement carte blanche au président quant à l'imposition de restrictions sur les biens et services importés. Nous avons trouvé étrange que M. Trump parle seulement de relever les droits de douane de 10 % sur les marchandises chinoises, et qu'il n'y ait aucun commentaire important sur les tarifs douaniers imposés à l'Europe. De notre point de vue, la menace d'une augmentation dans les deux cas est tout à fait plausible. Les dirigeants chinois se sont déjà attachés à fournir un cadrage prospectif conciliant (augmentation des dépenses, assouplissement des conditions monétaires) et les écarts de taux à 10 ans entre les États-Unis et la Chine avoisinent

les 300 pdb. De plus, face aux données économiques allemandes qui continuent de sérieusement s'affaiblir et au malaise politique qui frappe la France, la Banque centrale européenne (BCE) se trouve dans une situation où même les 100 pdb pris en compte par le marché pour l'année civile 2025 pourraient ne pas suffire, avant même que Donald Trump ne menace ou n'impose des tarifs douaniers sur les marchandises et les automobiles européennes.

Compte tenu de tous les risques qui guettent les marchés, 2025 pourrait être l'une des années les plus difficiles pour la Fed. À l'heure où nous publions, les prix actuels du marché tablent sur un assouplissement de 40 pdb pour l'ensemble de 2025, la première tranche de 25 pdb n'ayant pas été entièrement prise en compte avant la réunion du FOMC en juin. S'il semble tout à fait certain pour l'instant que le FOMC « passe son tour » en janvier, la trajectoire pour la suite est beaucoup plus incertaine. Lors de la conférence de presse

de décembre, le président du FOMC, Jerome Powell, a fait un commentaire intéressant, soulignant que certains participants avaient intégré dans leurs prévisions une partie des attentes liées à la politique de Donald Trump. C'est d'ailleurs l'une des raisons pour lesquelles l'estimation du mois de décembre de l'inflation des dépenses personnelles de consommation de base pour 2025 était nettement supérieure aux attentes du marché. Compte tenu de ce que nous savons maintenant, il est probable qu'un nombre croissant de participants rejoignent ces attentes concernant un regain d'inflation et une croissance exceptionnellement élevée aux États-Unis, et il se pourrait que la Fed n'assouplisse pas sa politique avant la deuxième moitié de 2025. Si c'est le cas, il s'ensuivra probablement une nouvelle passe d'armes entre MM. Trump et Powell, l'un poussant à une baisse des taux, l'autre résistant à la pression, paradoxalement en raison même des politiques mises de l'avant par M. Trump.



Revenu fixe mondial



Hadiza Djataou

Gestionnaire de portefeuille

L'évolution de la position de la Réserve fédérale reste un point d'ancrage clé dans le façonnement des attentes relatives aux taux mondiaux, en particulier aux États-Unis. La trajectoire de la politique de la Fed est plus complexe à anticiper au cours du cycle actuel, les résultats dépendant des décisions basées sur les données qui pourraient maintenir la volatilité à un taux élevé. Dans nos portefeuilles mondiaux, nous avons sous-pondéré la duration américaine au début du trimestre, mais l'avons augmentée de manière tactique au fur et à mesure de l'augmentation des taux, pour atteindre une position neutre.

Dans l'espace des G10, les bunds allemands ont fait preuve d'une résilience remarquable : ils se sont nettement éloignés des bons du Trésor américain et ont évité la récente flambée des taux. Cette divergence est le reflet d'un contexte budgétaire et économique très différent, ainsi que de facteurs techniques plus favorables. Fondamentalement, les perspectives de la zone euro restent anémiques, les risques de droits de douane aggravant les difficultés actuelles. La trajectoire d'assouplissement de la BCE, soit des réductions de 95 pdb anticipées pour l'ensemble de l'année 2025 au moment d'écrire ces lignes, est largement intégrée dans les prix. Nous avons effectué des ajouts tactiques en duration de la zone euro dans les portefeuilles mondiaux au cours du trimestre, qui ont toutefois été contrebalancés par une sous-pondération globale, étant donné la tendance haussière des rendements mondiaux.

Au Japon, la pression à la hausse sur les rendements devrait persister, sous l'effet de la normalisation progressive de la politique monétaire. Nous continuons de sous-pondérer les

obligations gouvernementales japonaises de façon stratégique, au vu des attentes d'ajustements progressifs, mais réguliers de la politique monétaire.

La plupart des positions surpondérées en duration dans les taux du G10 sont actuellement attribuées à l'extérieur de la zone euro et des États-Unis. Nous privilégions la Nouvelle-Zélande pour ses rendements réels attrayants, tandis que le Canada est intéressant en raison de la détérioration rapide de ses perspectives économiques, qui pourrait justifier une baisse du taux directeur. Une tendance à l'accentuation de la courbe est maintenue à l'échelle mondiale, soutenue par les attentes d'un assouplissement continu de la part des banques centrales, combiné à une augmentation des primes de terme. Cette augmentation devrait être le résultat des réductions continues des bilans des banques centrales, de l'incertitude accrue pour ce qui est des budgets et des émissions, et d'une dynamique d'inflation structurellement plus élevée par rapport à la période de 2010 à 2020.

L'inflation de base a diminué dans l'ensemble des marchés développés, même si le rythme de la désinflation aux États-Unis a récemment ralenti, mettant en évidence la difficulté pour les banques centrales d'atteindre leur cible. La croissance des salaires aux États-Unis continue de marquer le pas, ce qui devrait exercer des pressions à la baisse sur l'inflation des services, hors logement. De plus, les indicateurs des loyers des nouveaux locataires laissent entrevoir une nouvelle décélération de l'inflation des loyers selon l'indice des prix à la consommation en 2025. Toutefois, les risques liés aux droits de douane demeurent un important facteur de hausse de l'inflation de base aux États-Unis, qui pourrait faire grimper les prix des biens. Bien que les droits de douane soient généralement considérés comme des chocs de prix ponctuels, le risque que les effets inflationnistes se prolongent est amplifié par les politiques actuelles en matière budgétaire et d'immigration.

Dans la zone euro, la désinflation est devenue un peu moins difficile. Les données prospectives sur les salaires et les offres d'emploi donnent à penser que la forte croissance des rémunérations dans certaines régions va commencer à ralentir. Toutefois, les risques liés aux droits de douane pourraient accentuer les craintes d'une inflation inférieure à la cible de 2 % de la Banque centrale européenne en 2025 ou au-delà. Quant aux autres marchés développés, les pressions inflationnistes demeurent persistantes au Japon, tenaces au Royaume-Uni et obstinément élevées en Australie. Dans l'ensemble des marchés émergents, la tendance à la désinflation s'est interrompue dans plusieurs régions, notamment en Amérique latine et en Europe centrale et orientale, tout en demeurant faible en Asie, surtout en Chine. Les instruments indexés sur l'inflation, en particulier les TIPS américains – qui demeurent une composante clé des portefeuilles mondiaux – continuent d'offrir des taux de rendement réels intéressants, signe que l'inflation est jugée structurellement plus élevée que lors des cycles précédents.

Les devises des marchés émergents continuent de suivre de près la trajectoire du dollar américain. L'évolution de la situation aux États-Unis après les élections a créé de nouvelles incertitudes quant à la politique, notamment les menaces de tarifs douaniers et les nominations non conventionnelles au Cabinet. Ces facteurs, conjugués à l'atténuation des attentes concernant un assouplissement énergétique de la Fed et à l'affaiblissement des perspectives de croissance en Europe et en Chine, ont élargi les écarts entre les taux directeurs et renforcé le dollar américain, mettant sous pression les devises des marchés émergents.

L'Amérique latine a fait l'objet d'une surveillance renouvelée des investisseurs au cours du trimestre. L'attrait du Brésil a diminué en raison de l'augmentation des pressions inflationnistes et de l'instabilité politique, tandis que les perspectives du Mexique ont été assombries par l'incertitude politique, la baisse des prix du pétrole et les changements potentiels dans les politiques américaines en matière de commerce et d'immigration. Ces deux pays, autrefois favoris du marché, comportent actuellement des primes de risque élevées qui, selon nous, ne devraient pas s'atténuer à court terme.

À l'inverse, les obligations du gouvernement local de l'Indonésie et les titres de créance de l'Afrique du Sud restent relativement attrayants. L'Indonésie offre des rendements plus élevés, tandis que l'Afrique du Sud bénéficie d'un processus de désinflation avancé qui renforce la capacité de la Banque centrale sud-africaine à assouplir sa politique.

Au cours du trimestre, l'exposition aux devises de marchés émergents a été réduite afin d'atténuer les risques associés à la vigueur du dollar américain, à la hausse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, à la volatilité de la confiance des investisseurs et au positionnement extrême dans certains marchés.

Perspectives

Nous nous attendons à ce que les taux demeurent volatils à l'échelle mondiale sous l'effet des politiques divergentes des banques centrales et de l'évolution des dynamiques budgétaires, ce qui pourrait toutefois être une source d'occasions. La vigueur du dollar américain, la hausse des taux à l'échelle mondiale et l'incertitude que génère l'inflation persistante représentent vraisemblablement des risques. Au vu de ces dynamiques, il vaut mieux utiliser une approche ciblée et tactique à l'égard de la gestion de la duration et de la répartition des risques.



Titres à revenu fixe canadiens de première qualité



Mark Hamlin

Gestionnaire de portefeuille



Felix Wong

Gestionnaire de portefeuille

Sans surprise, ce sont les événements sur la scène politique américaine qui ont surtout retenu l'attention des investisseurs sur les marchés à revenu fixe au quatrième trimestre de 2024.

Malgré tout l'enthousiasme que la candidature de Kamala Harris a provoqué après l'annonce du retrait du président Biden plus tôt dans l'année, les sondages, mais surtout les marchés des paris, ont commencé à laisser présager une victoire de Donald Trump et des républicains, ce qui s'est concrétisé à l'issue de l'élection qui a eu lieu au début de novembre. Les marchés ont évolué en symbiose, les investisseurs tentant de déterminer les répercussions d'une victoire de Donald Trump et d'une prise de contrôle du Congrès par les républicains. Les deux politiques auxquelles les investisseurs accordent le plus d'importance, et dont ils se soucient le plus, sont les déficits budgétaires et les droits de douane.

Les inquiétudes à l'égard des baisses d'impôt non financées ont alimenté la hausse des taux, à commencer par les taux à plus long terme, et ont entraîné une légère accentuation de la courbe. Les taux des obligations du Trésor américain à 5 ans, 10 ans et 30 ans ont augmenté respectivement de 87,2 pdb,

83,8 pdb et 71 pdb, alors que les taux des obligations du Trésor américain à 2 ans ont grimpé de 62,8 pdb. Les craintes à l'égard des tarifs se sont surtout manifestées sur les marchés de change. De fait, le dollar américain s'est montré vigoureux, tout particulièrement par rapport aux devises des pays les plus à risque de se voir imposer les tarifs les plus importants, le Mexique et le Canada.

Malgré la hausse des taux obligataires, les actions ont continué d'enregistrer de très bons résultats dans l'attente de la poursuite des baisses de taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine. Cette tendance a pris fin en décembre, quand la Fed a réduit les taux d'intérêt de 25 pdb comme prévu, mais elle a indiqué au marché que les progrès sur le front de l'inflation semblaient stagner et que de nouvelles baisses de taux dépendraient des données. Cette nouvelle inopportune a provoqué une hausse significative de la volatilité croisée des actifs et une liquidation des actifs à risque, en particulier les actions.



Les marchés canadiens suivent habituellement l'exemple de leurs homologues américains et les divergences sont rares, mais la situation reste différente dans les deux économies, qui devraient suivre des trajectoires nettement distinctes à court terme. Même si les taux de rendement à long terme au Canada ont été quelque peu tirés à la hausse par les taux américains (les taux à 5, 10 et 30 ans au Canada ont progressé respectivement de 22 pdb, 28 pdb et 21 pdb), les taux à 2 ans sont restés essentiellement stables. La poursuite du cycle de réduction des taux de la Banque du Canada, de 50 pdb le 23 octobre et le 11 décembre, n'y a rien fait. Le taux directeur s'est ainsi établi à 3,25 %, un autre facteur négatif pour le dollar canadien. À sa réunion de décembre, la Banque a laissé entendre que les réductions de taux d'une telle ampleur étaient probablement terminées. En réalité, cela dépendra des mesures économiques prises par les États-Unis une fois la nouvelle administration en place.

L'évolution de la volatilité des taux et des marchés boursiers au quatrième trimestre de 2024 n'a pas eu d'incidence sur le marché nord-américain des obligations de sociétés, dont les écarts de taux ont continué de se resserrer lentement, terminant à leur plus bas niveau depuis la crise du crédit. Les écarts de taux des obligations de sociétés américaines et canadiennes ont été respectivement d'environ 7 pdb et 16 pdb au dernier trimestre, et d'environ 16 pdb et 33 pdb pour l'année. L'optimisme à l'égard du risque découlant des réductions des taux directeurs des banques centrales et des flux de fonds positifs sur le marché des titres à revenu fixe continue de stimuler la remontée des écarts de taux, malgré l'importance des nouvelles émissions de titres de sociétés au quatrième trimestre de 2024. La hausse des taux de rendement au dernier trimestre a entraîné un rendement total négatif sur le marché des titres de première qualité. L'indice des obligations universelles FTSE a inscrit un rendement de -0,04 %, tandis que l'indice des obligations américaines totales a affiché un rendement de -3,06 %.

Perspectives

La politique continue de retenir toute l'attention, la nouvelle administration aux États-Unis entrant en fonction à la fin janvier et menaçant de mettre en place des tarifs douaniers de 25 %. Bien entendu, l'imposition de tarifs, quelle que soit leur ampleur, aurait des conséquences néfastes pour le Canada. Des mesures de représailles alimenteraient l'inflation, et tout soutien que la Banque du Canada apporterait en abaissant ses taux plus vigoureusement entraînerait une dépréciation de la devise et attiserait aussi l'inflation. La trajectoire des taux à long terme reste particulièrement incertaine. Au Canada, les taux obligataires à 30 ans sont maintenant de 150 pdb inférieurs à ceux de la même échéance aux États-Unis. Toute hausse de l'inflation rendrait ce secteur plutôt inintéressant, bien que tous les taux soient généralement plus faibles pendant un cycle de réduction. Il est difficile d'évaluer à quel point le Canada serait attrayant aux yeux des investisseurs si le pays se retrouvait au cœur d'une longue guerre commerciale avec son principal partenaire commercial.

Les tarifs douaniers pourraient aussi avoir un effet sur les écarts de crédit canadiens. Le crédit demeure robuste, même s'il s'éloigne légèrement des écarts. Au niveau actuel, nous estimons que le marché des obligations de sociétés est cher, une situation qui pourrait persister encore un peu compte tenu des flux d'actifs positifs actuels et des taux plus élevés. Par conséquent, et jusqu'à ce que la situation géopolitique se précise entre le Canada et les États-Unis, nous n'avons aucune raison d'accroître les placements dans les titres de créance et nous préférons améliorer la qualité du crédit et la liquidité.



Titres à revenu fixe de sociétés à rendement élevé



Dan Cooper

Chef du crédit,
gestionnaire de portefeuille



Ken Yip

Gestionnaire de portefeuille

Le marché des obligations américaines à rendement élevé a inscrit un rendement de 0,16 % au quatrième trimestre de 2024, ce qui porte le rendement total de l'année à 8,20 %.

L'histoire de l'année a été celle des obligations CCC qui, après un début difficile en 2024, ont enregistré un rendement supplémentaire de 2,45 % au quatrième trimestre, pour porter leur total de l'année à 18,18 %, grâce en grande partie aux fusions-acquisitions dans les secteurs de la câblodistribution et des télécommunications. Le marché des nouvelles émissions a connu une hausse énorme en 2024 en raison de cette conjoncture propice au rendement élevé, avec une activité primaire brute en hausse de 64 % sur douze mois, passant de 176,1 milliards de dollars en 2023 à 288,2 milliards de dollars en 2024, dont 48,5 milliards de dollars au quatrième trimestre.

L'écart actuel de 292 pdb sur le marché du rendement élevé tient compte des attentes d'une poursuite du cycle de réduction des taux et de l'enthousiasme prospectif d'un environnement favorable aux affaires sous la seconde

administration Trump. La continuation du cycle de réductions de taux qui a produit une baisse de 100 pdb en 2024 est maintenant remise en question pour 2025. Si ces baisses de taux ne se matérialisent pas, les écarts pourraient s'élargir (et les rendements, augmenter) sous l'effet d'une période prolongée de taux élevés qui pèserait sur l'économie et pourrait se traduire par un contexte économique plus faible. Cela dit, le marché des obligations à rendement élevé présente un taux de rendement à l'échéance de 7,47 % qui semble intéressant par rapport aux rendements observés au cours de la majeure partie de la dernière décennie, même s'il reste inférieur à d'autres secteurs du crédit à effet de levier, tels que les prêts à effet de levier et le crédit privé. L'occasion de rendement total reste donc convaincante pour le rendement élevé du point de vue du portage dans l'environnement favorable à la croissance que nous prévoyons au cours des prochaines années.

Les obligations à rendement élevé sont également soutenues par les facteurs suivants :

- Le taux de rendement du marché des obligations à rendement élevé, qui avait atteint un creux à 4,3 % au 31 décembre 2021, est remonté à 7,47 % au 31 décembre 2024. Le rendement actuel représente une source de revenus intéressante après une longue période de rendements faibles (voire négatifs dans certains secteurs du marché), assortie d'une protection plus importante contre la hausse des taux que dans d'autres secteurs des titres à revenu fixe.
- Le prix moyen d'une obligation à rendement élevé est passé de 103,31 \$ en 2022 à 95,48 \$ aujourd'hui. La majorité de ces obligations continueront de verser des coupons et arriveront à échéance à un prix de 100 \$, ce qui représente une occasion intéressante de gains en capital pour les investisseurs qui sont disposés à effectuer l'analyse approfondie requise sur le marché des titres à rendement élevé et en mesure de le faire.
- La qualité globale des émetteurs de l'indice est plus élevée qu'à quasiment tout autre moment de l'histoire, avec plus de 50 % d'obligations notées BB, car une grande partie de l'indice est représentée par des sociétés surnommées les anges déchus, c'est-à-dire des sociétés qui appartenaient auparavant au segment des obligations de première qualité avant d'être rétrogradées au marché des obligations à rendement élevé.
- Les données fondamentales des émetteurs de titres à rendement élevé sont bonnes, car les sociétés ont été en mesure de refinancer leurs dettes et de prolonger les échéances à des niveaux de rendement intéressants avant le début du cycle de relèvement des taux. Compte tenu de l'effet de levier raisonnable et des ratios de couverture des intérêts qui atteignent des records, nous estimons que les risques liés aux engagements, aux liquidités ou aux besoins de refinancement de la majorité de l'indice sont limités.

- Le taux de défaillance des obligations à rendement élevé a atteint son dernier sommet en 2020, à 6,8 %, avant de chuter jusqu'à 1 % après la pandémie de COVID-19. Depuis ces creux records, il est remonté et se situe actuellement à 1,5 %, car les tensions causées par le cycle de relèvement des taux se sont atténuées, la Fed ayant entamé un cycle de réduction des taux. Nous nous attendons à ce que les défaillances augmentent par rapport à ces niveaux historiquement bas, mais elles devraient rester bien en deçà des sommets du cycle précédent, compte tenu du délai relativement court depuis la dernière vague de défaillances, de la grande qualité de l'indice et des solides données fondamentales des émetteurs dans l'ensemble.

Dans la foulée de l'élection de Donald Trump, les marchés ont fortement progressé en raison d'un regain de confiance, dû à l'enthousiasme suscité par la déréglementation, la prolongation des baisses d'impôt et le contexte favorable à la croissance et aux entreprises. Ces opinions se sont depuis atténuées, les préoccupations grandissantes à l'égard de la trajectoire de réduction des taux d'intérêt par la Réserve fédérale induisant de la volatilité et une certaine faiblesse à la fin de l'année.



Perspectives

Sur fond de stabilisation/baisse des taux d'intérêt, le taux de 7,47 % des obligations à rendement élevé constitue un placement intéressant. Notre équipe va surveiller la trajectoire des taux d'intérêt, car nous croyons que la confiance pourrait devenir négative si le taux de rendement des obligations du gouvernement américain à 10 ans devait dépasser les 5 %. Les rendements des obligations à rendement élevé seront fortement corrélés avec les fluctuations de la durée, et les écarts de 292 points de base risquent de s'élargir si le pessimisme ne s'atténue pas.

La hausse des taux de rendement et des écarts de taux créerait une conjoncture particulièrement difficile pour les sociétés fortement endettées qui doivent encore finaliser des opérations de refinancement ou accroître leurs liquidités. Par conséquent, notre équipe privilégie les titres à rendement élevé de qualité supérieure, ce qui l'amène à accroître sa pondération des titres notés BB et BBB.

Nous décelons également des occasions attrayantes dans d'autres segments à revenu fixe qui pourraient, selon nous, présenter des caractéristiques risque-rendement intéressantes et diversifier certains mandats (crédit privé, titres de créance américains du secteur du cannabis et titres hybrides et billets de capital à recours limité).

Nous nous attendons à ce que la sélection des titres de créance prenne de l'importance au cours de l'année et à ce que l'accent soit mis davantage sur les bénéfiques et les paramètres fondamentaux des sociétés en raison du resserrement des écarts de crédit et des conditions de fin de cycle. Compte tenu des incertitudes qui continuent de planer sur le marché à cause des risques géopolitiques, électoraux et de taux d'intérêt, et des doutes entourant le scénario d'un atterrissage en douceur, nous nous attendons à une intensification de la volatilité dont nous espérons tirer parti dans nos mandats.



Prêts à effet de levier



Movin Mokbel

Gestionnaire de portefeuille

Au quatrième trimestre, les prêts ont bien tiré leur épingle du jeu face aux difficultés éprouvées par la plupart des catégories de titres à revenu fixe, tout au long de l'année 2024.

Les prêts ont constamment produit des rendements trimestriels et mensuels positifs. Le portage relativement élevé des prêts, qui compense parfois de légères baisses de prix, s'est traduit par un rendement trimestriel correct et un douzième mois de rendement positif consécutif. En particulier, les taux de rendement des prêts ont perdu plus de 150 pdb depuis la fin de 2023 en raison de trois réductions de taux par la Réserve fédérale et de réévaluations records, ce qui a entraîné une baisse des écarts de taux des prêts.

Pour 2024, les prêts se sont très bien comportés sur une base corrigée du risque, affichant un rendement de +8,95 %, contre +8,20 % pour les obligations à rendement élevé, +2,76 % pour les obligations de sociétés de première qualité, et -1,69 % pour les titres du Trésor à 10 ans. Le rendement des prêts continue d'être tiré par des coupons élevés, l'absence de risque de taux et des données techniques très solides, en grande partie grâce à la création de titres de créance adossés à des prêts, à de solides flux entrants de détail et au faible nombre de nouvelles émissions. Les paramètres fondamentaux du marché des prêts sont une arme à double tranchant; les ratios d'endettement ont été convenables et se

sont améliorés, mais les ratios de couverture, en particulier pour les émetteurs notés CCC et certains émetteurs notés B, sont sous pression, ce qui a entraîné des records de taux de défaillance par exercices de gestion du passif.

Une demande saine pour les prêts s'est maintenue tout au long du quatrième trimestre, alimentée par une forte demande du côté de la création de titres de créance adossés à des prêts et l'afflux de capitaux de détail, malgré une aversion au risque qui s'est généralisée sur les marchés en décembre, à la suite de la réduction de taux de la Fed. Le rendement trimestriel a tout de même bénéficié des coupons élevés, le taux de financement à un jour garanti (SOFR) à trois mois oscillant autour de 4,3 % après les réductions de la Fed en septembre, novembre et décembre. Les paramètres techniques sont demeurés très solides tout au long du quatrième trimestre sous l'effet de la faiblesse de l'offre nette liée aux nouvelles émissions sur le marché primaire. Le marché primaire s'est bien comporté au quatrième trimestre, mettant l'accent sur les réévaluations et les refinancements.



Les prêts continuent d'offrir une bonne valeur relative, puisque leurs rendements courants sont plus élevés que ceux des obligations à rendement élevé, en raison de la qualité inférieure du marché des prêts par rapport au marché des titres à rendement élevé et du taux SOFR qui reste élevé. L'écart de qualité du crédit entre les prêts et les obligations à rendement élevé se resserre sous l'influence de l'amélioration de la qualité du crédit sur le marché des prêts, qui découle du peu d'émissions liées à des rachats par effet de levier ces deux dernières années.

En 2024, 38 sociétés ont procédé à des exercices de gestion du passif, quand elles étaient 21 en 2023 et seulement 9 en 2022. Le taux de défaillance sur les 12

derniers mois au titre du chapitre 11 du *Bankruptcy Code* a terminé le quatrième trimestre à 0,91 % en capital et à 1,45 % en nombre d'emprunteurs, des chiffres essentiellement stables par rapport à novembre. Ce taux de défaillance exclut tous les exercices de gestion du passif, qui sont devenus plus courants que les demandes de protection en vertu du chapitre 11. Les redressements sur le marché des prêts ont atteint des creux records du fait de la prédominance des exercices de gestion du passif dans les titres de créance en difficulté, de l'évolution de la composition du marché des prêts vers des secteurs moins capitalistiques, de l'absence de subordination avec des structures de financement par emprunt seulement et de la prévalence des financements peu restrictifs dans les rachats par effet de levier avant 2023.

Perspectives

En 2025, les prêts offrent des occasions intéressantes, compte tenu de leur rendement de 8,5 % et de leur cours inférieur à 98, sans risque de taux direct. Auparavant, les marchés tablaient sur des réductions de taux énergiques avant le quatrième trimestre et, comme ces attentes ont perdu de leur force, les taux ont bondi et les taux obligataires se sont considérablement élargis. Désormais, les attentes sur le plan des réductions des taux étant plus réalistes, les prêts constituent de nouveau une solution de rechange attrayante pour continuer de capter des taux de rendement supérieurs à la moyenne. Les baisses de taux ne nuisent pas nécessairement aux prêts; quand elles stimulent l'économie et les actifs risqués, les prêts suivent généralement le mouvement.

D'un point de vue macroéconomique, un scénario de croissance fait consensus après la nette victoire de Donald Trump aux élections américaines, ce qui sera positif pour le crédit, y compris pour les rendements des prêts. Au cours des trois dernières

années, les prêts ont inscrit de meilleurs rendements corrigés du risque, en raison des taux élevés qui donnent des coupons proches de ou supérieurs à 10 %, et d'une économie toujours performante où l'emploi se porte bien. Les défaillances sur le marché des prêts ont certes augmenté, mais si le contexte macroéconomique n'entraîne pas un nombre beaucoup plus élevé de défaillances, les prêts devraient continuer de bien se comporter. Si les taux élevés entraînent un atterrissage brutal, les prêts pourraient sous-performer. Dans l'ensemble, en l'absence d'une détérioration importante des paramètres fondamentaux du crédit, les prêts demeurent intéressants et offrent un taux de rendement de 8,5 %. Les prix intègrent déjà la plupart des défaillances potentielles, ce qui réduira les pertes si elles se concrétisent. Les risques macroéconomiques, notamment l'inflation, la situation géopolitique, les conflits commerciaux et l'éventuelle baisse de la demande des consommateurs et des entreprises, restent d'actualité, mais ils se sont quelque peu atténués.



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.

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 pouvant donner lieu à des écarts significatifs entre les résultats réels et ceux exprimés dans les présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, 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 ou les catastrophes. Veuillez soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et ne pas accorder une confiance exagérée aux renseignements prospectifs. L'information prospective contenue dans le présent document n'est valable qu'au 31 décembre 2024. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés par suite de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou pour d'autres raisons.

Le contenu de ce point trimestriel sur les titres à revenu fixe (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 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 exhaustivité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.

© 2025 Placements Mackenzie. Tous droits réservés.