

| Équipe des placements à revenu fixe Mackenzie

Rapport trimestriel

Taux neutres, trajectoires divergentes

Le quatrième trimestre de 2025 a marqué un tournant dans les éléments auxquels les marchés réagissaient. L'inflation a continué de perdre de son influence comme facteur dominant, sans pour autant laisser place à une véritable inquiétude concernant la croissance. Plutôt, l'attention s'est reportée sur la politique gouvernementale, la dynamique budgétaire et les limites du contrôle des banques centrales en fin de cycle. Les actifs à risque se sont bien maintenus, le crédit est resté ordonné et la duration a continué d'être soutenue.

La paralysie de la fonction publique aux États-Unis a joué un rôle important dans l'évolution de ce contexte. En temps réel, elle a pesé sur les activités en raison de la réduction des dépenses fédérales et d'un comportement plus prudent de la part des ménages touchés. Plus important encore, elle a perturbé le flux d'informations. Les données clés étant indisponibles ou leur publication étant retardée, les marchés ont été contraints de s'appuyer moins sur des preuves et davantage sur des hypothèses concernant les décisions des décideurs politiques.

La paralysie a également eu une incidence sur la liquidité. Alors que les dépenses ont stagné, le solde de trésorerie du Trésor américain a fortement augmenté, propulsant le compte général du Trésor bien au-dessus des niveaux habituels. Une fois le gouvernement réouvert, ces fonds ont commencé à être réinjectés dans l'économie par le biais d'arriérés de salaire et d'une reprise des dépenses. Ce renversement mécanique a contribué à stabiliser les marchés jusqu'à la fin de l'année et aide à expliquer pourquoi la croissance et les conditions financières pourraient sembler plus solides au début de 2026 que ne laissent supposer les données de fin 2025.



Dustin Reid
Stratège en chef des placements
à revenu fixe



La réunion du FOMC de décembre a ancré cette dynamique. La baisse de 25 points de base était attendue, mais pas la manière dont M. Powell l'a présentée. Ce dernier a passé plus de temps à discuter de la neutralité qu'il ne l'avait fait plus tôt dans le cycle, et avec un taux directeur désormais dans une fourchette de 3,50 % à 3,75 %, cette discussion est devenue plus réaliste et moins théorique. Ses commentaires concordaient avec un taux de 3,50 % considéré comme une estimation raisonnable pour un taux neutre, voire de la limite supérieure pour certains. À partir de là, de nouvelles baisses ne constitueraient pas nécessairement une normalisation, mais s'inscriraient plutôt dans une politique accommodante.

En soulignant une croissance moyenne relativement modeste de l'emploi et en évoquant explicitement la possibilité de révisions à la baisse, M. Powell a reconnu que la vigueur de l'emploi pourrait être surestimée. Parallèlement, l'inflation reste supérieure à la cible, et lorsque les mandats sont contradictoires, M. Powell a clairement indiqué que la retenue était souvent la norme. Le message n'était pas que la Réserve fédérale (la Fed) se préparait à réduire ses taux de façon

musclée, mais qu'elle se positionnait pour attendre en conservant toutes ses options.

Le Canada a terminé l'année avec un autre ensemble de pressions, mais une tension similaire entre les manchettes et les fondamentaux. La Banque du Canada a maintenu son taux à 2,25 %, soit la limite inférieure de sa fourchette neutre, tandis que les marchés ont commencé à anticiper une hausse des taux à la fin 2026 après une série de rapports sur l'emploi solides. Nous restons sceptiques. Les gains d'emploi continuent de privilégier le travail à temps partiel; la dynamique de la main-d'œuvre contribue en partie à faire baisser le taux de chômage et la demande intérieure finale s'est déjà affaiblie. Parallèlement, le Canada reste au milieu d'un cycle de révision des taux hypothécaires, le logement et l'immobilier constituant toujours un canal de transmission macroéconomique essentiel. Malgré les surprises récentes dans les données, nous constatons toujours un risque plus important d'assouplissement que de resserrement au cours des prochains trimestres et nous nous attendons à ce que la Banque du Canada procède à deux baisses d'ici le milieu de l'année.

Marché international

À l'extérieur de l'Amérique du Nord, le contexte mondial reste globalement favorable, mais inégal. Si les données industrielles allemandes ont affiché une certaine amélioration, en partie grâce à l'augmentation des dépenses budgétaires du pays, l'Europe dans son ensemble reste confrontée à une demande sous-jacente faible et à une souplesse politique limitée en raison de contraintes budgétaires plus strictes ailleurs. L'inflation a ralenti, mais pas suffisamment pour permettre aux décideurs politiques d'assouplir leur politique monétaire de manière agressive.

Dans les marchés émergents, l'environnement d'opérations de portage reste intéressant, soutenu par des conditions financières mondiales relativement stables et des rendements nominaux élevés, même si les opérations sont devenues de plus en plus sensibles aux variations des taux mondiaux et à la dynamique de financement. Le Japon, en particulier, mérite d'être surveillé. Une hausse soutenue de la portion à long terme de la courbe des obligations gouvernementales japonaises, qu'elle soit motivée par des ambitions budgétaires ou par la structure du marché, pourrait perturber la dynamique des flux mondiaux et remettre en question les opérations de portage surchargées.

Ce risque n'est pas notre scénario de base, mais il représente un risque extrême important pour les actifs à risque mondiaux et les devises des marchés émergents à mesure que nous progressons dans la première moitié de 2026. Dans ce contexte, les taux mondiaux restent de plus en plus sensibles à l'évolution de la situation aux États-Unis, en particulier dans le segment à long terme de la courbe.

Quant au premier trimestre de 2026, il sera de plus en plus marqué par la prise en compte des baisses de taux de la Fed attendues en début d'année et par une croissance américaine supérieure aux prévisions. Le marché s'est largement résigné à un assouplissement, mais il se peut qu'il se trompe sur le moment où cet assouplissement aura lieu et sur son leadership. Des baisses de taux d'environ 50 points de base de la part de la Fed sont intégrés jusqu'à la fin de 2026, dont près de 20 points de base jusqu'en avril. Cet assouplissement concentré en début de période paraît vulnérable.



Il importe de distinguer une Fed sous la direction de M. Powell de celle qui prendra sa relève. Il y aura trois réunions avant que M. Powell ne se retire en mai. La politique monétaire étant déjà proche de la neutralité et l'inflation toujours supérieure à l'objectif, le seuil pour des réductions supplémentaires sous cette présidence est élevé. En l'absence d'une détérioration significative du marché du travail, la patience est l'issue la plus probable. Dans ce contexte, il pourrait être nécessaire de revenir sur les anticipations d'une baisse début 2026, même si le scénario général d'assouplissement plus tard dans l'année reste intact.

Parallèlement, le contexte de croissance ne laisse pas présager une baisse significative des taux à long terme. Depuis la fête du Travail, les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans ont la plupart du temps oscillé dans une fourchette élargie comprise entre 4,00 % et 4,20 %. Nous continuons de considérer cette fourchette comme de plus en plus vulnérable à une hausse au cours du premier semestre 2026. Dans un tel contexte, les primes de terme semblent mal évaluées pour un monde caractérisé par une croissance plus solide, une inflation structurellement plus élevée et un soutien budgétaire soutenu.

La croissance américaine constitue un élément clé. Les prévisions consensuelles pour 2026 se situent près de 2 %. Nous restons convaincus que la croissance au premier semestre sera plus forte, potentiellement dans une fourchette de 2,5 % à 3,0 %. La résilience des consommateurs se maintient et le ralentissement lié à l'arrêt des activités du gouvernement doit être considéré comme une interruption temporaire plutôt que comme un tournant. Les mesures du revenu du travail, des flux de trésorerie des ménages et de la santé du bilan continuent de soutenir la demande globale. Avec des taux directeurs proches de leur niveau neutre nominal, le contexte actuel des taux ne constitue pas une contrainte significative sur les dépenses des ménages à revenus plus élevés.

Les investissements des entreprises ajoutent une autre dimension. Les dépenses d'investissement liées à l'intelligence artificielle en sont encore à leurs débuts, et les investissements fixes des entreprises devraient rester solides jusqu'au début de 2026, même après un contexte favorable en 2025. La dynamique budgétaire renforce cette opinion. La « grande et belle loi » (One Big Beautiful Bill Act) prévoit des dépenses

importantes jusqu'en 2026, tandis que les ménages à faibles et moyens revenus n'ont pas encore pleinement bénéficié des allègements fiscaux associés. Ces effets commenceront à se faire sentir au début de 2026 et seront amplifiés par un allègement fiscal rétroactif lié à 2025.

La paralysie budgétaire a également renforcé cette situation. La réduction ultérieure du compte général du Trésor, à mesure que les paiements reprennent, ajoute un effet favorable à court terme sur la liquidité au début de 2026. Les droits de douane ajoutent une autre dimension. Même si le cadre juridique entourant le mandat de l'International Emergency Economic Powers Act évolue, nous ne prévoyons pas une annulation des recettes tarifaires. Le taux annualisé des droits de douane, qui s'élève à environ 300 milliards de dollars, reste donc stimulant et devrait exercer une impulsion plus forte en 2026 qu'en 2025.

L'inflation demeure persistante. Les mesures globales et sous-jacentes continuent de se maintenir autour de 3 %, et nous restons d'avis qu'une fourchette de 2,5 % à 3 % devient en fait le « nouveau 2 % ». Les changements structurels post-pandémie et l'intégration moindre des chaînes d'approvisionnement créent un plancher persistant sous l'inflation. Ce régime plaide en faveur de courbes plus élevées en termes absolus et par rapport à la décennie précédente, laquelle reposait sur l'hypothèse d'une inflation durable de 2 %.

Enfin, il existe un risque extrême non négligeable lié à la direction de la Fed. Même s'il ne s'agit pas du principal facteur déterminant notre positionnement à long terme, le marché pourrait considérer que certains présidents de la Fed potentiels représentent un risque pour la stabilité de l'inflation ou l'indépendance. Un président de la Fed perçu comme disposé à mener une politique bien en dessous du niveau neutre sans justification macroéconomique claire serait probablement interprété comme inflationniste et, dans le pire des cas, comme une erreur de politique. Dans ce scénario, l'extrémité arrière de la courbe devient le point de pression, et la fourchette actuelle des taux des obligations à 10 ans devient de plus en plus difficile à maintenir.



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 \$ CA					○
Duration des titres en \$ US				○	
Duration des titres en EUR		○			
Crédit					○
Titres de créance de première qualité					○
Obligations de sociétés à rendement élevé				○	
Prêts à effet de levier				○	
Crédit privé					○
Obligations indexées sur l'inflation				○	
Titres de créance des marchés émergents en monnaie locale					○
Devises					
\$ US				○	
Devises de marchés émergents					○

○ Indique aucun changement ← → Indique un changement

Source : Placements Mackenzie. Au 31 décembre 2025.

Titre de première qualité

Au dernier trimestre de 2025, le contexte était complexe, fortement influencé par une paralysie des activités du gouvernement américain qui a contraint la Réserve fédérale (la Fed) à prendre des décisions « à l'aveugle » alors qu'elle est dépendante des données. L'absence de publications économiques ponctuelles a occasionné une grande incertitude, qui ne s'est que partiellement résorbée lorsque la paralysie a pris fin en novembre. Pour les marchés de manière plus générale, le trimestre a marqué un moment décisif, alors que l'assouplissement monétaire qui avait profité aux actifs à risque a commencé à s'amenuiser.



Mark Hamlin
Gestionnaire de portefeuille



Felix Wong
Gestionnaire de portefeuille

Marchés des titres à revenu fixe américains

Aux États-Unis, la Fed a procédé à une troisième baisse consécutive de 25 points de base lors sa réunion de décembre, ramenant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 3,50 % et 3,75 %, son plus bas niveau depuis 2022. La décision a toutefois mis en évidence un fossé grandissant au sein du comité, trois membres s'y étant opposés. Le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a souligné que la politique est maintenant dans la fourchette « neutre », laissant entrevoir une pause potentielle dans le cycle d'assouplissement, la banque centrale évaluant les risques pour son double mandat de plein emploi et de stabilité des prix. L'annonce d'une augmentation significative des achats de titres du Trésor à court terme lors de la réunion a toutefois montré l'orientation accommodante adoptée par la Fed, laquelle envisage d'ajouter environ 160 milliards de dollars en bons du Trésor au cours des mois à venir. Cette mesure, considérée par certains comme une forme atténuée d'assouplissement quantitatif (dit « léger »), a favorisé les actifs à risque. La Fed a également relevé ses prévisions de croissance pour 2025 et 2026 tout en abaissant légèrement ses projections d'inflation. Malgré cela, les investisseurs continuent d'anticiper deux baisses de taux pour 2026, une position plus conciliante que celle de la majorité des dirigeants de la Fed, qui projette une seule baisse.

La courbe des rendements des titres du Trésor s'est accentuée au cours du trimestre, le rendement des titres à deux ans reculant de 14 points de base, tandis que celui des titres à 10 ans et à 30 ans a progressé de 2 et de 11 points de base, respectivement. Les écarts de crédit se sont bien comportés, l'indice CDX IG des États-Unis terminant la période à 50,0 points de base, en légère baisse par rapport aux 52,1 points de base du début de la période. L'indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond Total Return a affiché un gain de 1,10 % pour le trimestre, concluant l'année avec un rendement de 7,30 %.



Marchés des titres à revenu fixe canadiens

Au Canada, la vigueur de l'économie a été surprenante. La Banque du Canada a maintenu son taux du financement à un jour cible à 2,25 % en décembre, indiquant que le taux directeur actuel était adéquat. Cette décision reposait sur une série de données robustes. Le PIB du troisième trimestre a progressé à un solide rythme de 2,6 %, tandis que le marché du travail a montré une amélioration. Après une période de hausse, le taux de chômage est redescendu à 6,5 % en novembre, son niveau le plus bas en 16 mois, l'économie ayant ajouté plus de 50 000 emplois par mois pendant trois mois consécutifs.

L'inflation de l'IPC ayant ralenti à 2,2 % en novembre, la Banque semble vouloir observer les conséquences de l'incertitude mondiale et des pressions liées au

commerce sur l'économie nationale. La courbe des rendements canadienne s'est également accentuée, mais de manière plus marquée qu'aux États-Unis. Les taux des obligations gouvernementales à 2 ans, 10 ans et 30 ans ont augmenté respectivement de 12, 25 et 23 points de base. L'indice des obligations universelles FTSE Canada a enregistré une perte modeste de -0,32 % au quatrième trimestre, mais a tout de même affiché un rendement de 2,64 % pour l'année entière. Les obligations de sociétés canadiennes ont brillé, l'indice des obligations de toutes les sociétés FTSE Canada ayant progressé de 0,34 % au cours du trimestre et de 4,48 % depuis le début de l'année.

Perspectives

Pour 2026, nous maintenons une position neutre en matière de duration, nuancée par nos perspectives géographiques : pondération supérieure au Canada et en Australie et inférieure aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, nous croyons que les attentes quant aux réductions de taux sont trop optimistes, compte tenu de la vigueur économique sous-jacente. À l'inverse, au Canada, la croissance pourrait ralentir, principalement en raison du net recul de l'immigration et de la faiblesse du marché de l'immobilier, de sorte qu'il est plus probable que la politique d'assouplissement demeure en place plus longtemps. Nous demeurons prudents quant à la portion à long terme de la courbe en raison des préoccupations concernant le déficit budgétaire et, par conséquent, nous concentrons nos placements canadiens dans la portion à court terme de la courbe (≤ 5 ans).

Dans le domaine du crédit, nous privilégions les émetteurs de grande qualité et les secteurs défensifs tels que les services aux collectivités

et les pipelines, qui offrent des rentrées de fonds prévisibles. Nous sommes sous-pondérés dans les secteurs qui, selon nous, affichent des valorisations tendues et sont davantage exposés aux dynamiques commerciales telles que l'automobile ainsi que le transport de marchandises et la logistique. Nous prévoyons que les fusions et acquisitions seront un thème important en 2026 et positionnons nos portefeuilles vers des sociétés bien capitalisées susceptibles de jouer un rôle de consolidateurs.

Dans les marchés émergents, nous avons liquidé nos positions au Pérou et en Afrique du Sud après avoir atteint nos cibles. Nous avons réaffecté des capitaux aux marchés offrant des rendements corrigés du risque plus attrayants, en établissant et en renforçant des positions acheteurs en Australie, au Brésil et au Mexique. Nous estimons que les marchés émergents offrent un bon rendement corrigé du risque et les considérons comme une occasion de placement intéressante.



Marché des obligations à rendement élevé

Le marché des obligations à rendement élevé a terminé 2025 sur une note positive, enregistrant des gains de 3,5 % au quatrième trimestre. Les taux des obligations à rendement élevé ont diminué depuis que la Réserve fédérale (la Fed) a commencé à relever ses taux d'intérêt. Les investisseurs ont salué la décision de la Fed, jugée moins restrictive que prévu, ce qui a contribué à faire baisser les taux alors que les écarts de crédit se resserraient pour atteindre leur plus bas niveau en trois mois en décembre. Cette évolution a été soutenue par des données macroéconomiques stables qui continuent d'indiquer une croissance économique plus forte que prévu.

Un sentiment de marché favorable, un volume soutenu de nouvelles émissions et des flux entrants continus vers les fonds à rendement élevé ont encore renforcé la demande pour cette catégorie d'actif. Cette performance a toutefois masqué une divergence claire sur le marché, les investisseurs affichant une forte préférence pour les titres de créance de qualité supérieure. Les crédits de meilleure qualité ont été les principaux moteurs de la performance, les obligations notées BB ayant enregistré un rendement de +1,95 % au cours du trimestre. En revanche, les obligations notées CCC de moindre qualité ont connu des difficultés, affichant un rendement de -2,54 %. Cette fuite vers la qualité s'est également reflétée dans la performance des secteurs; certains secteurs comme ceux de la radiodiffusion et des télécommunications ayant enregistré les meilleures performances, tandis que le secteur de la distribution a nettement sous-performé. Les défauts de paiement sont restés au centre de l'attention, le taux de défaut pondéré par la valeur nominale terminant l'année à 1,88 %.

Positionnement

Au 31 décembre, l'écart de rendement du marché à rendement élevé, à 281 points de base, se situe près des creux du cycle, s'étant resserré depuis le début de l'année et par rapport aux écarts maximaux enregistrés lors du délestage du « Jour de la Libération » en avril. Le rendement global à l'échéance a également diminué, passant de 7,47 % au début de l'année à 6,62 % actuellement, en raison de la forte hausse des taux des obligations gouvernementales. Les écarts et les taux relativement serrés s'expliquent par la qualité de l'indice des obligations à rendement élevé, qui est supérieure à presque toutes les autres périodes de l'histoire, avec 57 % de titres notés BB.



Dan Cooper
Chef du crédit,
gestionnaire de portefeuille



Ken Yip
Gestionnaire de portefeuille



Voici d'autres données importantes qui méritent d'être mentionnées :

- Le rendement en taux du marché des titres à rendement élevé, qui avait atteint un bas niveau de 4,3 % en 2021, s'est hissé dans la fourchette de 6 % à 9 % et s'est établi à 6,62 % au 31 décembre 2025. Le rendement actuel représente une source de revenus intéressante après une longue période de rendements faibles (voire négatifs dans certains segments du marché).
- Le prix moyen d'une obligation à rendement élevé est passé de 103,31 \$ en 2022 à 98,06 \$ 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 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 57 % d'obligations notées BB, car une grande partie de l'indice est représentée par des sociétés qui appartenaient auparavant au segment des obligations de première qualité avant d'être rétrogradées au marché des obligations à rendement élevé (celles que l'on surnomme les anges déchus).

- La plupart des 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 solides ratios de couverture des intérêts, nous estimons que les risques liés aux engagements, aux liquidités ou aux besoins de refinancement pour les entreprises de meilleure qualité qui continuent d'avoir accès aux marchés financiers 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 4,0 % (en tenant compte des échanges de dette en difficulté), car les tensions causées par le cycle de relèvement des taux d'intérêt se sont atténuées, la Fed ayant entamé un cycle de réduction des taux. Nous nous attendons à ce que les taux de défaillance restent élevés, étant donné la dynamique du marché et la prédominance des opérations de gestion du passif, tout en demeurant en deçà des sommets du cycle précédent, compte tenu du délai relativement court écoulé depuis la dernière vague de défaillances, de la grande qualité de l'indice et des solides données fondamentales des émetteurs dans l'ensemble.

Perspectives

En ce début d'année 2026, le contexte général des titres à rendement élevé s'est considérablement amélioré grâce à un afflux important de liquidités, avec près de 2,6 milliards de dollars américains d'entrées dans les obligations à rendement élevé au cours des six dernières semaines de 2025. Cela nous a rendus plus optimistes à l'égard du segment des titres à rendement élevé dans son ensemble, mais nous restons prudents en ce qui a trait aux crédits fortement dépréciés ou en difficulté, qui restent confrontés à des risques

fondamentaux non résolus. Ainsi, notre équipe continue de privilégier les titres de meilleure qualité, représentés par une notation de crédit plus élevée que celle de l'indice de référence. D'un point de vue sectoriel, nous observons des vents favorables sur le plan géopolitique pour les secteurs de l'aérospatiale et de la défense, de la construction résidentielle et de l'énergie au Canada. Nous avons également une opinion positive sur les secteurs des services, de la santé, de la radiodiffusion et des métaux.

Obligations mondiales

Malgré la volatilité en fin de trimestre, le marché obligataire mondial a terminé l'année sur une note très positive, affichant un rendement annuel de plus de 8 %, même s'il a enregistré une légère baisse au quatrième trimestre. Le trimestre a été marqué par la divergence persistante des politiques des banques centrales et par une attention croissante portée à l'interaction entre les mesures de relance budgétaire, les risques d'inflation et les orientations futures de la politique monétaire.



Hadiza Djataou
Head of Macro,
Portfolio Manager

Aux États-Unis, la Réserve fédérale (la Fed) a procédé en décembre à sa troisième baisse consécutive de 25 points de base du taux directeur, ramenant le taux des fonds fédéraux dans une fourchette de 3,50 % à 3,75 %. La décision a toutefois mis en évidence un fossé grandissant au sein du comité, trois membres s'y étant opposés. Alors que le gouverneur Stephen Miran préconisait une baisse plus agressive de 50 points de base, Austan Goolsbee et Jeffrey Schmid ont plaidé en faveur d'une pause. Les projections économiques mises à jour de la Fed laissent entrevoir une économie plus résiliente, avec des révisions à la hausse de la croissance du PIB pour 2025 et 2026. Nos portefeuilles maintiennent une duration tactique courte pour les titres américains, notamment pour les échéances de 10 et de 30 ans, le reflet de notre opinion selon laquelle les attentes d'assouplissement supplémentaire pourraient être trop optimistes.

De l'autre côté de l'Atlantique, de nombreuses banques centrales semblent être arrivées à la fin de leur cycle d'assouplissement, la Banque d'Angleterre faisant figure d'exception. Au Royaume-Uni, les rendements des obligations gouvernementales britanniques à long terme ont reculé à la suite de l'annonce du budget par le gouvernement, les rendements des obligations à 30 ans ayant chuté de 30 points de base. À l'approche du budget, l'équipe était optimiste, car nous estimions que les nouvelles négatives relatives aux dépenses budgétaires avaient déjà été intégrées par le marché. Notre positionnement en durée européenne reste sous-pondéré, principalement du côté des Bunds allemands. Nous avons maintenu une préférence pour les dettes souveraines de pays de la périphérie de l'Europe, comme l'Italie, dont la plus grande rigueur budgétaire a été récompensée par une hausse de sa note de crédit, tout en évitant l'exposition à la France et à la Belgique en raison de la détérioration des bases de l'économie.



La Banque du Japon a franchi une étape importante vers la normalisation de sa politique monétaire, en relevant son taux directeur de 25 points de base pour le porter à 0,75 % à sa réunion de décembre. Cette décision s'appuyait sur la confiance croissante des décideurs politiques dans la possibilité de parvenir à un cycle durable de croissance modérée des salaires et des prix, renforcée par la solidité des bénéfices des entreprises et les projets du nouveau Premier ministre en matière de dépenses budgétaires importantes. Nous maintenons notre sous-pondération stratégique des obligations gouvernementales japonaises, car nous nous attendons à ce que la pression à la hausse sur les taux persiste.

Au Canada, l'histoire est tout autre. La Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 2,25 % en décembre, la croissance ayant dépassé les attentes au troisième trimestre. Nous croyons qu'il est toutefois plus probable que la politique d'assouplissement demeure en place plus longtemps en raison de moteurs de croissance léthargiques, dont le ralentissement de l'immigration et la faiblesse du marché de l'immobilier. Notre positionnement est optimiste pour le Canada, mais nous continuons de concentrer nos placements dans la portion à court terme de la courbe (≤ 5 ans). Nous demeurons prudents quant aux obligations à plus long terme en raison des préoccupations entourant les primes de terme et les incertitudes liées au déficit.

Inflation

Un des principaux risques à l'approche de 2026 est la possibilité que l'inflation se stabilise à un taux

structurellement plus élevé. Si les anticipations d'inflation, mesurées par les taux d'équilibre, sont restées modérées, nous pensons que le marché pourrait faire preuve d'un excès de confiance. La combinaison d'une politique monétaire plus souple et de nouvelles mesures de relance budgétaire à l'échelle mondiale pourrait redynamiser les dépenses d'investissement et l'embauche au cours de l'année, créant ainsi les conditions d'une spirale salaires-prix potentielle, en particulier sous un nouveau président de la Fed. Bien que la pression déflationniste exercée par la Chine s'atténue et que les prix des marchandises aient baissé, le risque que des mesures de relance supplémentaires dans une économie déjà forte s'avèrent inflationnistes mérite d'être souligné.

Dettes des marchés émergents

La performance de la dette en monnaie locale des marchés émergents a été terne au cours du trimestre, mais elle a nettement surpassé celle de l'année, bénéficiant d'un dollar américain globalement stable à plus faible. Nous croyons que les marchés émergents souffrent de sous-investissement et voyons des occasions de répartition, en particulier dans les pays dont les fondamentaux sont solides. Les pays à portage plus élevé soutenus par la crédibilité de leurs politiques sont selon nous particulièrement attrayants. Nous conservons une exposition significative aux obligations en monnaie locale brésiliennes et mexicaines. Au cours du trimestre, nous avons pris nos bénéfices et liquidé nos positions au Pérou et en Afrique du Sud, conformément à notre discipline en matière de négociation après avoir atteint nos cibles.

Perspectives

Pour 2026, nous nous attendons à ce que les politiques divergentes des banques centrales et l'incertitude budgétaire et politique maintiennent le niveau de volatilité élevé dans les marchés mondiaux des titres à revenu fixe. Selon nous, ce contexte crée un terrain fertile pour permettre aux gestionnaires actifs de repérer des occasions intéressantes. Les attentes concernant les réductions de taux aux États-Unis

nous semblent excessives, étant donné qu'une économie nationale robuste et une inflation de base persistante autour de 3 % justifient l'approche plus prudente de la Fed. Notre stratégie demeure souple et nuancée, avec des sous-pondérations tactiques dans les bons du Trésor américain et les Bunds allemands, et des surpondérations au Canada et en Australie.

Prêts

Le quatrième trimestre de 2025 s'est déroulé dans un contexte technique favorable et de bases de l'économie globalement stables, couronnant un environnement de rendement solide pour le marché des prêts leviers. La demande est restée concentrée dans les prêts de référence performants et de meilleure qualité, tandis que la dispersion s'est accentuée entre les différentes qualités de crédit. Les émetteurs de moindre qualité et plus cycliques ont continué d'accuser un retard, renforçant ainsi un marché de plus en plus orienté par la sélectivité plutôt que par une exposition bêta large.



Movin Mokbel
Gestionnaire de portefeuille

La politique monétaire a continué d'exercer une influence déterminante au cours du trimestre. La Réserve fédérale (la Fed) a poursuivi son cycle d'assouplissement jusqu'à la fin de l'année, réduisant encore les taux à court terme après une première baisse en septembre. Si la baisse des taux de base a légèrement réduit les coupons de prêts, elle s'est avérée favorable à cette catégorie d'actif en allégeant les charges d'intérêt des emprunteurs les plus faibles et en renforçant la stabilité du crédit. Les caractéristiques des taux variables ont continué de protéger les prêts contre le risque de durée, tout en offrant un revenu attrayant par rapport aux autres actifs à revenu fixe.

Les aspects techniques du marché ont été particulièrement favorables tout au long du trimestre. La demande soutenue de la part des gestionnaires d'obligations de prêts collatéralisés a continué de fournir un élan puissant, compensant les sorties continues des fonds de prêts au détail. Les conditions favorables aux émetteurs sont restées en place, prolongeant une tendance qui a caractérisé le marché des prêts pendant une grande partie des dernières années. Malgré des flux de détail négatifs, le marché des prêts dans son ensemble a continué de croître et a atteint un nouveau record à la fin de l'année, le reflet de l'envergure et de la résilience de la demande institutionnelle.

Les performances au cours du trimestre ont été positives, mais inférieures à celles d'autres actifs à risque. Le revenu a produit presque tous les rendements, car la hausse des prix est restée limitée du fait qu'une grande partie du marché se négociait à un niveau proche ou supérieur au pair. Cette dynamique a limité la hausse des prêts performants de meilleure qualité, tout en contribuant à la sous-performance des segments de moindre qualité. Les secteurs cycliques ont été parmi les moins performants, tandis que les secteurs plus défensifs et axés sur les services ont mieux résisté.



La qualité du crédit s'est légèrement améliorée. Les défauts de paiement ont continué de diminuer, en partie en raison de l'amélioration des conditions de liquidité et de l'utilisation croissante de la gestion du passif comme alternative aux procédures traditionnelles de dépôts de bilan. Si cela a contribué à stabiliser les taux de défaut globaux, les recouvrements dans les situations de détresse se sont détériorés, reflétant

des structures de capital plus complexes, une documentation moins stricte et la prévalence croissante de modèles commerciaux à faible intensité de capital. Il est important de noter que les tensions sont restées largement idiosyncrasiques, avec peu de signes d'une détérioration généralisée sur l'ensemble du marché.

Perspectives

Le marché des prêts a entamé l'année 2026 avec un regain de dynamisme. Après avoir été ébranlé à la fin du troisième trimestre et au début du quatrième trimestre par des défauts de paiement très médiatisés, notamment ceux de First Brands et de Tricolor, le début de l'année 2026 a été marqué par une amélioration notable du climat.

Cela dit, le contexte macroéconomique est devenu plus complexe. Les risques géopolitiques ont considérablement augmenté, alimentés par un discours expansionniste renouvelé des États-Unis, des tensions commerciales accrues et l'instabilité persistante des marchés énergétiques liée à l'évolution de la situation en Iran. Ces risques introduisent un degré plus élevé de dépendance pour la catégorie d'actif, d'autant plus que les craintes inflationnistes, qui ne se sont jamais complètement dissipées, refont surface et menacent de freiner la demande des consommateurs et les investissements des entreprises.

Malgré ces incertitudes, de nombreux investisseurs restent optimistes quant aux prêts leviers, considérant les récentes périodes de volatilité comme transitoires et comme des points d'entrée attrayants. Les prêts continuent d'offrir une valeur relative intéressante, avec des rendements actuels supérieurs à ceux des obligations à rendement élevé, soutenus par des taux de référence toujours élevés et une amélioration de la qualité du crédit sous-jacent. Il est à noter que l'écart de qualité entre les prêts et les obligations à rendement élevé s'est

réduit au cours des deux dernières années et demie, car le ralentissement des opérations de rachat par endettement a limité l'émission de structures de prêts plus agressives et de moindre qualité.

À l'avenir, les résultats dépendront fortement de la capacité de l'économie américaine à éviter une récession. Dans un scénario de croissance plus faible, une nouvelle baisse des taux de la Fed devrait soutenir davantage les marchés de crédit, y compris les prêts, grâce à la réduction des charges d'intérêt.

Notre scénario de base reste qu'une récession profonde peut être évitée et que la croissance américaine, bien que ralentie, se maintiendra. Les tensions commerciales sont avant tout de nature politique et peuvent donc être résolues si les décideurs politiques choisissent de désamorcer la situation. Nous restons globalement optimistes quant à la catégorie d'actif des prêts du point de vue des revenus. Pour les investisseurs préoccupés par le risque de récession, nous privilégions les prêts de meilleure qualité et les tranches notées AAA des obligations de prêts collatéralisés qui offrent un risque de crédit et de taux limité. Pour ceux qui anticipent un ralentissement plus marqué accompagné d'un assouplissement monétaire agressif, les portefeuilles de titres de bonne qualité demeurent le positionnement le plus approprié.



Contributeurs



Rahul Vekaria
Directeur des placements,
Titres à revenu fixe



Frank Clyde
Directeur des placements,
Titres à revenu fixe

Pour communiquer avec nous et en savoir plus, n'hésitez pas à consulter :



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

 [Vous connecter sur LinkedIn](#)



Placements Mackenzie
Série de balados « Get Sharpe »

 [Écouter sur Apple](#)

 [Écouter sur Spotify](#)

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 placements dans les fonds communs ne sont pas 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 et 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 2025. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés par suite de nouveaux renseignements, de circonstances changeantes, d'événements futurs ou pour d'autres raisons.

Le contenu de ce Rapport 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.

© 2026 Placements Mackenzie. Tous droits réservés.