

Équipe des placements à revenu fixe Mackenzie

Rapport trimestriel

Il est devenu difficile de s’y retrouver sur les marchés. La succession de nouvelles alarmantes et la volatilité des marchés peuvent nous submerger et nous empêcher d’y voir clair.

Or, la clarté n’est pas un luxe, mais bien une nécessité lorsque vous investissez dans les titres à revenu fixe. Compte tenu de l’incidence croissante de la politique sur la conjoncture macroéconomique, vous pourrez tirer votre épingle du jeu si vous réussissez à mettre vos émotions de côté pour vous concentrer sur les tendances en matière de structures, de politiques et de prévisibilité. Toutefois, l’essentiel se retrouve parfois juste sous nos yeux.

Je pense par exemple aux conversations qui animent nos repas.

Ma fille aînée partira bientôt étudier à l’université. Le programme de sciences politiques et de relations internationales qu’elle a choisi lui permettra de se retrouver au cœur des enjeux qui dicteront notre avenir. Son choix est particulièrement inspirant pour notre famille, car nous avons vu sa curiosité se développer pour tout ce qui concerne les enjeux mondiaux. Au cours des derniers mois, nos conversations ont été ponctuées d’autant de débats sur les politiques que de prévisions macroéconomiques et de théories politiques. Maintenant qu’elle s’apprête à partir, je réalise à quel point ces débats me manqueront, mais aussi de quelle façon ces enjeux se répercutent désormais sur les placements en titres à revenu fixe.

Depuis le début de l’ère moderne, les marchés développés ont surtout été analysés sous un angle politique dans des travaux universitaires, ce qui est peut-être intéressant, mais rarement utile du point de vue des placements. Divers courants, comme le conservatisme budgétaire ou l’expansionnisme mondial, ont émergé et évolué au gré des marchés. Cette ère est maintenant révolue et la politique est désormais un enjeu macroéconomique impossible à ignorer. Aujourd’hui, non seulement faut-il savoir ce qui se passe, mais il importe également de comprendre les grands titres tout en gardant la tête froide, surtout dans un contexte où les émotions sont vives.

Ce qui nous amène à parler de M. Trump. Peu importe l’émotion qu’il suscite, l’objectif demeure le même : comprendre ses motifs, leur fondement et anticiper ses décisions. Pour comprendre, nous devons mettre de côté nos préjugés politiques, historiques et personnels, et analyser les faits comme ils se présentent et non selon nos valeurs.



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



M. Trump n'est pourtant pas aussi imprévisible que plusieurs le pensent. Même si son style est chaotique, sa stratégie ne l'est pas. En fait, l'imprévisibilité fait partie de sa stratégie. Son programme économique s'articule autour de trois grands thèmes : la souveraineté économique, la réindustrialisation et les échanges commerciaux équitables. Les droits de douane, les menaces et ses envolées sur les médias sociaux, que nous percevons comme des accès de colère, sont des outils de négociation. Son approche repose sur les mêmes principes exposés dans son livre *The Art of the Deal*, à savoir imposer des exigences élevées pour bien se positionner avant de trouver une solution pragmatique. Une telle approche engendre de la volatilité, mais elle est aussi une source d'occasions. Notre travail consiste à éliminer les interférences pour réussir à décoder le message. Ce cycle se répète sans cesse de sorte qu'il est très souvent possible de le prévoir, pourvu que l'on y prête attention.

Il ne s'agit pas ici de défendre une politique, mais plutôt de veiller à ce qu'elle soit bien comprise, ce qui

ne se fait plus assez souvent. Les discours politiques se sont transformés en débats moraux, ce qui fait qu'il est encore plus difficile de les comprendre en toute objectivité. Or, c'est exactement ce qui rend cette objectivité importante. Au moment où la volatilité s'intensifie et où le consensus s'effrite, la capacité de réfléchir de façon indépendante, et d'agir de manière décisive, constitue un véritable avantage.

C'est exactement ce que fait notre équipe. Nous ne cherchons pas à remporter des débats en ligne. Notre objectif est de positionner les portefeuilles en fonction des prévisions et non des sujets qui font l'objet des discussions les plus intenses. Il faut donc connaître les parties prenantes, comprendre les stratégies et anticiper les répercussions à plusieurs niveaux. Il est plus important que jamais de réfléchir de façon éclairée, de simplifier nos communications et d'investir avec rigueur.

Certes, nos débats en famille me manqueront. Je peux toutefois me réjouir de travailler au sein d'une équipe qui fait preuve de la même curiosité et qui est toujours prête à remettre en question les idées reçues.

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 EURO			○		
Crédit				○	
Titres de créance de première qualité				○	
Oblig. 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 mars 2025.

Commentaire macroéconomique

Un ralentissement économique aux États-Unis aura des répercussions sur le Canada, bien que les droits de douane existants à eux seuls ne puissent pas provoquer une récession. La Banque du Canada est prête à assouplir sa politique monétaire, tandis que la Réserve fédérale américaine (Fed) reste prudente en raison des risques d'inflation. Le deuxième trimestre sera axé sur les négociations commerciales bilatérales et leur incidence sur les marchés obligataires mondiaux.



Dustin Reid
Stratège en chef des placements
à revenu fixe

Le deuxième trimestre de 2025 reprend exactement là où le premier trimestre a pris fin — sur des montagnes russes.

À l'approche du jour de l'inauguration, le 20 janvier, les soi-disant « opérations Trump » — position acheteur envers le \$ US, position acheteur à l'égard des actions, duration courte et conditions de crédit plus serrées — ont continué de bien se comporter. Mais cet élan s'est presque immédiatement arrêté. Une série de décrets entourant l'inauguration a envoyé des ondes de choc à la fois dans l'économie réelle et les marchés financiers. Bien que les premières salves tarifaires aient été modestes et visaient essentiellement la Chine, l'accent initial s'est rapidement déplacé vers le Canada et le Mexique, avec des manchettes dominées par le fentanyl, la sécurité des frontières et le commerce bilatéral. Au début de février et à nouveau en mars, le Canada et le Mexique ont échappé de justesse à des résultats plus extrêmes, mais d'importants droits de douane visant l'acier, l'aluminium, les automobiles et d'autres secteurs sont déjà en place et ont une incidence.

Le problème dominant a été la volatilité dans la communication des politiques. Le va-et-vient constant de l'administration Trump concernant les bases tarifaires et leur portée a créé une grande incertitude. L'humeur des sociétés et des consommateurs américains, longtemps soutenue par le discours sur l'exceptionnalisme économique, a commencé à s'assombrir. Des données de sondage « de base » ont commencé à s'inverser en février, et en mars, les marchés cessaient de miser sur l'exceptionnalisme de la croissance américaine. Une stagflation modérée a commencé à prendre racine comme le nouveau discours sous-jacent.

Il ne s'agissait pas seulement de facteurs économiques. Les facteurs géopolitiques ont aussi joué un rôle. La réunion très médiatisée dans le Bureau ovale entre le président Donald Trump, le vice-président J.D. Vance et le président ukrainien Volodymyr Zelensky a été largement

considérée comme un échec diplomatique. Ses retombées ont accéléré l'effort de l'Europe pour une plus grande autonomie, en particulier en matière de défense. L'Allemagne a agi avec une rapidité surprenante, suspendant son frein à l'endettement et dévoilant un programme budgétaire de un billion d'euros axé sur la défense et l'infrastructure. Les rendements des Bunds allemands ont été revalorisés presque du jour au lendemain, reflétant à la fois une perspective de croissance plus forte et des risques d'inflation ravivés dans la zone euro.

Maintenant, au début du T2, la volatilité du marché reste élevée. La dernière mesure prise par M. Trump, une pause de 90 jours des droits de douane réciproques pour les nations n'ayant pas exercé de représailles, tout en rehaussant les droits de douane à l'égard de la Chine à 125 %, a temporairement ravivé l'humeur en matière de risque en Amérique du Nord. Pour l'instant, il s'agit d'une pause, et non d'un revirement. Quant aux entreprises, il est toujours probable qu'elles soient en mode d'attente : les dépenses d'investissement sont repoussées, les plans d'embauche sont gelés et le réapprovisionnement des stocks est suspendu. Le danger est qu'un ralentissement des « données de base » puisse se transformer en quelque chose de plus réel si cette incertitude persiste et se manifeste dans les données objectives pendant le deuxième trimestre.

Si les États-Unis connaissent un ralentissement économique important, le Canada ne sera pas à l'abri. Les droits de douane existants sur les exportations canadiennes sont significatifs, mais probablement pas suffisants pour plonger à eux seuls le pays dans une récession. Cependant, un consommateur américain plus faible, frappé par des droits de douane

à trois chiffres sur les biens chinois, pourrait freiner les placements des entreprises canadiennes et la demande des consommateurs. La Banque du Canada reste prête à assouplir sa politique, signalant qu'elle tolérerait une hausse temporaire de l'inflation si celle-ci était causée par des ajustements de prix ponctuels. À l'exception d'un choc venant de l'« extrémité gauche », nous prévoyons une à deux autres baisses cette année, ce qui est largement conforme aux attentes du marché.

La Fed, en revanche, pourrait rester plus rigide. La dynamique de l'inflation aux États-Unis présente plus de risques à la hausse, en particulier avec les droits de douane de 125 % imposés à la Chine. Ce fait à lui seul pourrait ajouter 100 ppb à l'inflation des dépenses de consommation personnelle (DCP) globales. Avec la croissance américaine qui dépasse toujours celle de ses pairs et le PIB nominal qui reste stable, des baisses de taux ne sont pas imminentes à moins que les marchés ne deviennent exceptionnellement turbulents.

Quant à l'avenir, le deuxième trimestre était déjà en position d'être entièrement axé sur les négociations commerciales bilatérales, et la pause de 90 jours ne fait qu'augmenter les enjeux. À mesure que les flux commerciaux se politisent, les politiques monétaire et budgétaire seront de plus en plus déployées sur une base nationale. Cette fragmentation est susceptible d'alimenter les marchés obligataires, la duration américaine continuant de déterminer les taux mondiaux. Mais avec le rebond des taux européens, potentiellement en raison d'une expansion budgétaire, le leadership mondial des obligations pourrait ne pas être aussi unipolaire qu'il l'a été au cours des derniers trimestres.

Revenu fixe mondial

L'optimisme initial du premier trimestre de 2025 s'est estompé en raison de la volatilité dans la communication des politiques, des tensions géopolitiques accrues et des risques croissants de récession aux États-Unis, entraînant une réévaluation plus généralisée sur les marchés obligataires mondiaux. Le contexte macroéconomique est demeuré changeant, avec des signaux en matière de politique budgétaire et monétaire dictant la voie du marché obligataire au deuxième trimestre.



Hadiza Djataou
Gestionnaire de portefeuille

Le premier trimestre de 2025 a débuté avec un fort élan pour les soi-disant « opérations Trump », alors que les marchés réagissaient à la position ferme de la nouvelle administration américaine sur la politique budgétaire et commerciale. Toutefois, cet optimisme initial s'est estompé à mesure que le trimestre progressait. La volatilité dans la communication des politiques, les tensions géopolitiques accrues et les risques croissants de récession aux États-Unis ont incité à une réévaluation élargie sur les marchés obligataires mondiaux.

À la fin du trimestre, les investisseurs étaient confrontés à une nouvelle réalité — caractérisée par des relations commerciales fragmentées, des approches fiscales divergeant d'une région à l'autre et une inflation qui ne semble plus aussi bien ancrée que lors des trimestres précédents.

Les bons du Trésor américain ont connu une volatilité significative mais ont finalement rebondi sur l'ensemble de la courbe. La courbe s'est accentuée alors que les marchés peinaient à équilibrer une inflation persistante avec des risques de baisse croissants pour la croissance.

En Europe, le contexte politique américain a agi comme un catalyseur de changement budgétaire notable. La Commission européenne a proposé près de 800 milliards d'euros en dépenses liées à la défense, combinant 150 milliards d'euros en nouvelles émissions au niveau de l'UE avec 650 milliards d'euros d'espace budgétaire national. L'annonce de l'Allemagne en mars a marqué un tournant décisif. Assouplissant son frein constitutionnel à la dette pour financer la défense et dévoilant un plan d'infrastructure de 500 milliards d'euros, le pays a présenté un programme fiscal de un billion d'euros qui a surpris les marchés. Les rendements des

Bunds ont augmenté de plus de 30 pdb en une seule journée, et les coûts d'emprunt ont grimpé dans toute la zone euro, les investisseurs commençant à anticiper une demande intérieure plus forte et un éventuel regain de l'inflation.

Le Japon a accusé un recul notable parmi les taux du G10. Les obligations gouvernementales japonaises ont accusé un rendement négatif significatif alors que les pressions inflationnistes intérieures se sont intensifiées et que la spéculation autour d'une éventuelle normalisation de la politique de la Banque du Japon (BdJ) a augmenté.

L'un des thèmes les plus marquants au cours du trimestre a été un réajustement des attentes en matière d'inflation. Bien que l'inflation réalisée soit restée relativement stable dans de nombreux marchés, les mesures à terme ont commencé à augmenter. Aux États-Unis, les points morts des TIPS à court terme se sont élargis en réaction aux préoccupations concernant les conséquences inflationnistes des droits de douane et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement.

Les marchés émergents ont enregistré des résultats contrastés. Les rendements réels sont restés attractifs dans plusieurs régions, et les tendances inflationnistes ont continué de s'améliorer. Cependant, l'environnement externe — marqué par des manchettes commerciales volatiles et un appétit pour le risque mondial en évolution — a entraîné une dispersion entre les pays et les catégories d'actif. Le Brésil s'est démarqué par sa grande performance, tirant parti d'un portage attractif, d'une politique favorable et d'un positionnement léger des investisseurs. En revanche, de nombreux marchés asiatiques ont connu des mouvements de taux plus modérés, mais leurs devises ont subi des pressions, en particulier alors que les perspectives commerciales de la Chine se détérioraient.

Perspectives

En ce qui concerne le deuxième trimestre, l'environnement macroéconomique est demeuré changeant. La pause de 90 jours de l'administration américaine à l'égard des droits de douane a temporairement apaisé les tensions, mais n'a pas résolu l'incertitude sous-jacente. Les signaux de politique budgétaire et monétaire joueront un rôle essentiel dans l'orientation du marché obligataire dans les mois à venir.

En Europe, les marchés seront à l'affût quant à savoir si le revirement de l'Allemagne indique une nouvelle accélération budgétaire plus étendue. Si cela se matérialise, les Bunds pourraient continuer à accuser des rendements inférieurs, tandis que les écarts périphériques pourraient se resserrer.

Les marchés émergents continuent d'offrir des occasions sélectives — en particulier à l'égard de portages plus élevés avec des cadres politiques crédibles et un élan désinflationniste. Cependant, ce n'est pas un marché qui récompense une exposition élargie. À mesure que les moteurs macroéconomiques deviennent de plus en plus fragmentés et désynchronisés, les facteurs locaux, les écarts de taux réels et les dynamiques de change resteront des éléments centraux pour la performance des marchés émergents.

Le deuxième trimestre est destiné à s'inscrire sous le signe de l'adaptation. La politique budgétaire, les facteurs géopolitiques et le commerce ont réémergé en tant que forces dominantes. Pour les investisseurs en titres à revenu fixe, cela signifie une plus grande volatilité — mais pour nous, cela représente une plus grande occasion de tirer parti de la dispersion et des mouvements structureux à l'échelle mondiale.

Titres à revenu fixe canadiens de première qualité

Le premier trimestre a été marqué par une volatilité accrue dans toutes les catégories d'actif en raison de l'incertitude politique. Les taux des obligations gouvernementales canadiennes et américaines ont baissé, et les écarts de crédit se sont creusés alors que les marchés ont intégré le risque posé par les politiques tarifaires américaines. Alors que l'appétit pour le risque est faible et que la volatilité du marché est élevée, l'élargissement des écarts de crédit présente des occasions d'investissement à long terme à des prix attractifs. La fragilité du marché pourrait mener à des poches d'illiquidité, mais un marché ordonné en mode d'aversion pour le risque pourrait soutenir les marchés des titres à revenu fixe à long terme.

Aux États-Unis, le premier trimestre de 2025 a été marqué par la fin de l'administration Biden et la passation des pouvoirs à l'administration Trump. Dans les mois qui ont précédé cet événement, les menaces concernant les politiques d'immigration et le « jour 1 » de l'application imminente de droits de douane ont logiquement provoqué certaines turbulences dans les marchés. La nouvelle administration n'a pas perdu de temps, le président signant plus de décrets au cours des cent premiers jours de son mandat que tout autre président dans l'histoire. Les marchés sont principalement préoccupés par la menace de droits de douane qui pourrait accroître l'inflation, ralentir l'économie, perturber les chaînes d'approvisionnement et augmenter le chômage. Et bien entendu, c'est la menace relative aux droits de douane à l'encontre du Canada qui nous inquiète le plus ici. En fin de compte, cette menace a essentiellement eu peu d'effets, des droits de douane de 25 % ayant été imposés à deux reprises pour ensuite faire immédiatement l'objet d'une pause. Cela a laissé la menace de droits de douane futurs planer sur le Canada et le reste du monde. Ce type de flux de nouvelles et d'incertitudes n'est pas sans conséquences, les investisseurs devenant prudents face au risque — tant pour les actions que pour les obligations de sociétés — au profit des obligations gouvernementales.



Mark Hamlin
Gestionnaire de portefeuille



Felix Wong
Gestionnaire de portefeuille



Au Canada, les obligations gouvernementales à 2 ans, 5 ans, 10 ans et 30 ans ont reculé respectivement de 47 pdb, 35 pdb, 26 pdb et 11 pdb, accentuant la courbe fortement à la hausse. De la même manière, du côté américain, les obligations semblables ont perdu 36 pdb, 43 pdb, 36 pdb et 21 pdb. En termes de crédit, l'indice CDX des titres de première qualité américains, qui avait résisté fermement à l'élargissement des écarts malgré la victoire électorale de M. Trump et les menaces de perturbations, a finalement jeté du lest, les écarts passant de moins de 50 à plus de 60. De même, l'indice CDX High Yield — qui se négociait à un creux de 290 pdb au milieu du trimestre clos le 31 mars — a augmenté à 380 pdb, ce qui reste serré d'un point de vue historique, mais reflète une préoccupation accrue de la part des participants du marché. Un autre signe de préoccupation concernant les politiques à venir aux États-Unis a été l'élargissement des taux au point mort de l'inflation à court terme, les taux au point mort à 2 ans s'élargissant de 74 pdb et ceux à 5 ans de 23 pdb.

L'effet principal sur les marchés au cours du premier trimestre a été l'incidence sur la volatilité des actifs croisés. L'incertitude peut entraîner une illiquidité qui peut mener à des mouvements excessifs — ou à de la volatilité. Nous avons constaté une augmentation de la volatilité dans toutes les catégories d'actif — taux, actions, crédit et devises. Alors que les comptes

(y compris nous-mêmes) mettaient en œuvre des stratégies de volatilité longue pour se couvrir contre les risques extrêmes, à la fois la volatilité et la volatilité implicite d'options (volatilité plus élevée pour les options à delta plus bas) ont augmenté. Un bon exemple de cela a été le mouvement du prix du dollar canadien, qui a oscillé plusieurs fois entre faible et fort alors qu'ont eu lieu des menaces, la mise en œuvre et la mise sur pause de droits de douane.

Le trimestre dernier, nous avons fait remarquer que le marché des écarts des obligations de sociétés était onéreux. De plus en plus, les sociétés par actions émettant des obligations sur le marché ont été tenues de payer une prime d'écart légèrement plus élevée pour attirer les investisseurs. La menace croissante de la politique tarifaire américaine et les conséquences incertaines sur l'économie nord-américaine ont commencé à élargir les écarts obligataires au cours du trimestre alors que le marché a commencé à évaluer ce risque. Pour le trimestre, l'écart des indices des obligations de sociétés canadiens et américains a augmenté de respectivement 6 pdb et 12 pdb.

Avec des taux en baisse, ce fut, dans l'ensemble, un mois positif pour les titres à revenu fixe. L'indice des obligations universelles FTSE Canada a affiché un rendement total positif de 2 % pour le trimestre, l'indice des obligations américaines de sociétés enregistrant un rendement de 2,2 %.

Perspectives

À la fin du trimestre — avec la menace de droits de douane mondiaux et une guerre commerciale imminente — on peut uniquement dire des perspectives qu’elles sont incertaines. L’administration américaine a évoqué diverses raisons pour justifier les droits de douane : la sécurité aux frontières, la réciprocité, la réduction des déséquilibres commerciaux, sans toutefois donner d’indications claires quant aux politiques qui seront mises en œuvre ni aux mesures à prendre pour les atténuer. L’appétit pour le risque demeure donc généralement faible dans le marché et la volatilité reste élevée. Dans l’ensemble, le marché reste fragile et, dans un tel marché, un manque de liquidités peut survenir.

Cependant, cela n’implique pas un manque d’occasions. Pendant la plus grande partie d’une période de deux ans, les écarts de crédit ont stagné à des niveaux historiquement serrés et la volatilité des écarts de crédit est demeurée à des niveaux

ou près de creux historiques. Tout réajustement continu d’écarts de crédit plus larges peut être une occasion d’accumuler d’excellents placements à long terme à des prix attractifs. Tout marché ordonné d’aversion pour le risque devrait être favorable pour les marchés de titres à revenu fixe en général, car cela aidera à ramener les valorisations à des niveaux plus raisonnables.

Nous restons prudents devant l’incertitude qui règne actuellement et continuons d’envisager diverses avenues possibles dans l’avenir. Plus particulièrement, si les droits de douane étaient appliqués et marquaient le début d’une guerre commerciale à court terme ou à long terme — quelles seraient les incidences sur l’inflation? On estime généralement que les droits de douane alimentent l’inflation, du moins à court terme — le principal résultat serait-il la destruction de la demande et un ralentissement de l’économie mondiale? Le deuxième trimestre promet d’être aussi intéressant.

Titres à revenu fixe de sociétés à rendement élevé

Malgré les risques, les obligations à rendement élevé offrent des rendements intéressants et des occasions de gains en capital. On retrouve des occasions dans une exposition aux titres à rendement élevé de plus grande qualité et d'autres marchés de titres à revenu fixe, tels que le crédit privé et les marchés des titres hybrides et de billets de capital à recours limité (BCRL). La sélection des titres de créance jouera un rôle crucial étant donné la volatilité élevée découlant des politiques du président Trump.

Le marché américain des obligations à rendement élevé a entamé l'année en force, l'indice ICE BofA US High Yield ayant dégagé un rendement de 0,95 % pour le premier trimestre. La faiblesse a cependant été évidente en mars, alors que les titres à rendement élevé ont chuté de 1,1 % en raison de l'intensification de la guerre commerciale entre les États-Unis et le reste du monde, entraînant le pire mois pour les rendements depuis octobre 2023. Après un rendement très robuste de 18,18 % en 2024, les titres notés CCC ont été à la traîne depuis le début de l'année et sont à la source d'une grande partie du rendement inférieur affiché par le segment à rendement élevé en mars, chutant de 2,31 % et surpassé par les titres notés B (-1,36 %) et BB (-0,57 %). Étant donné la volatilité, le marché des nouvelles émissions a également ralenti de manière significative sur 12 mois, avec 68,3 milliards de dollars de nouvelles opérations comparativement à 87,6 milliards de dollars (-22 %) pour la période correspondante de 2024.

Au 31 mars, l'écart du marché des obligations à rendement élevé de 351 pdb était sensiblement élevé par rapport à 290 pdb à la fin de 2024, reflétant une forte anxiété concernant la guerre commerciale du président Trump et son incidence à la fois sur les facteurs fondamentaux des entreprises individuelles et sur l'inflation en général. Malgré ces risques, nous décelons une occasion dans ce domaine avec un taux de rendement à l'échéance tout compris relativement attractif de 7,81 %, offrant une compensation raisonnablement bonne même en cas de repli du marché, à l'exception de certains titres de créance notés CCC qui pourraient éprouver des difficultés à lever de nouveaux capitaux et à s'acquitter de leur dette. Les obligations à rendement élevé sont également soutenues par les facteurs suivants :



Dan Cooper
Chef du crédit,
gestionnaire de portefeuille



Ken Yip
Gestionnaire de portefeuille

- 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 7,81 % au 31 décembre 2025. Le rendement actuel représente une source de revenus intéressante après une longue période de rendements faibles, et même de rendements 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 94,97 \$ 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 gain en capital pour les investisseurs qui sont disposés à effectuer l'analyse approfondie requise sur le marché des titres à rendement élevé et qui sont 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 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).
- 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. Le taux de défaillance a

depuis augmenté par rapport à ces creux record et se situe actuellement à 1,3 %, les tensions causées par le cycle de relèvement des taux d'intérêt étant atténuées par le passage de la Fed à 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.

Après un premier mouvement à la hausse suite à la victoire électorale de M. Trump, l'humeur envers le risque s'est considérablement assombri en 2025. Les préoccupations concernant la capacité des États-Unis à maintenir un exceptionnalisme de croissance, les craintes inflationnistes/récessionnistes liées à l'intensification de la guerre commerciale et les coupes importantes dans les dépenses gouvernementales sous la gouverne du DOGE ont fait des bons du Trésor américain l'un des actifs les plus performants du trimestre, alors que les actions ont chuté et que les écarts de crédit se sont élargis. Notre équipe continuera à surveiller la trajectoire des taux d'intérêt face aux pressions concurrentes d'un ralentissement possible de la croissance et de l'inflation découlant des droits de douane. Étant donné un degré élevé d'incertitude sur le marché, ce qui créerait un contexte de refinancement de leur dette existante particulièrement difficile pour les entreprises très endettées, notre équipe préfère une exposition de haute qualité à des titres à rendement élevé de plus grande qualité qui se sont dépréciés lors de ce délestage. 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/BCRL). Nous nous attendons à ce que la sélection des titres de créance prenne de l'importance au cours de l'année, compte tenu de la volatilité élevée découlant des politiques du président Trump.

Prêts à effet de levier

En dépit du ralentissement des émissions de titres de créance à effet de levier, nous voyons toujours de nouvelles émissions d'obligations de prêts collatéralisés (CLO), mettant en lumière la résilience du marché des CLO malgré un contexte de défis accrus pour les marchés.



Movin Mokbel
Gestionnaire de portefeuille

Les perspectives du marché dépendent de la résolution des guerres commerciales et de l'évitement d'une récession aux États-Unis. Les prêts offrent des rendements attractifs en l'absence d'une grave récession, et les prêts de grande qualité ainsi que les portefeuilles de CLO notés AAA sont recommandés pour les investisseurs anticipant des replis économiques.

À l'heure actuelle, les dynamiques du marché semblent exagérément négatives et très changeantes. Nous sommes en présence d'importants marchés d'aversion pour le risque en raison de l'intensification des guerres commerciales et de l'affaiblissement de la confiance des consommateurs, tant aux États-Unis qu'à l'échelle mondiale. Bien que les rendements des prêts aient été positifs au premier trimestre, avec un gain de 0,48 %, ils sont devenus négatifs lors de la première semaine de négociation d'avril, maintenant en baisse de plus de 1,5 % depuis le début de l'année. Les prix des prêts ont chuté en dessous de 95, diminuant de quelques points depuis le 31 mars.

Les émissions de crédit à effet de levier sur le marché primaire ont ralenti dans tous les types de transactions alors que les émetteurs et les investisseurs attendent d'y voir plus clair à l'égard du contexte macroéconomique, ce qui pousse les entreprises à prendre temporairement un pas de recul. Bien qu'il y ait eu une absence de panique sur les marchés de crédit jusqu'à présent, cela pourrait changer rapidement, en fonction de la confiance des investisseurs et du contexte économique élargi.

Sur une note plus positive, des CLO nouvellement émises continuent d'arriver sur le marché. Les directeurs de niveau 1 fixent les prix des nouvelles émissions dans une fourchette de 140 pdb et plus pour les titres notés AAA, en hausse par rapport à 115 à 120 pdb en février. Le marché secondaire s'est élargi en conséquence, avec les titres notés AAA s'élargissant d'environ 35 pdb, ce qui se traduit par environ un point sur une base de prix. Les CLO continuent d'intégrer le marché malgré un important recul des nouveaux prêts et des émissions de titres à rendement élevé, mettant en lumière la résilience du marché des CLO.



Perspectives

Les perspectives pour le marché dépendent fortement de la résolution des guerres commerciales en cours et de la capacité de l'économie américaine à éviter une récession. Les risques macroéconomiques ont refait surface de manière spectaculaire, maintenant centrés sur de possibles récessions déclenchées par des conflits commerciaux. Les préoccupations concernant l'inflation, qui ne se sont jamais complètement dissipées, deviennent plus prééminentes. Cette instabilité pourrait entraîner une réduction de la demande des consommateurs et des dépenses des entreprises.

Nous croyons qu'une récession inciterait la Fed à réduire les taux, ce qui pourrait être bénéfique pour les marchés du crédit, y compris les prêts. Les marchés tiennent maintenant compte de réductions de taux vigoureuses d'ici la fin de 2025. Les baisses de taux ne nuisent pas nécessairement aux prêts; si elles stimulent l'économie et les actifs risqués, les prêts suivront généralement le mouvement.

Au cours des trois dernières années, les prêts ont inscrit des résultats corrigés du risque supérieurs pour deux grandes raisons : les taux élevés procuraient aux investisseurs des coupons substantiels, et l'économie se portait bien avec un marché de l'emploi solide, maintenant les facteurs fondamentaux du crédit à des niveaux stables. Cependant, les défaillances sur le marché des prêts

ont augmenté. Si le contexte macroéconomique actuel entraîne une augmentation importante des défaillances, les prêts pourraient accuser un rendement inférieur. Il convient de noter que la plupart des prix des candidats à une défaillance ont déjà été abaissés, ce qui pourrait atténuer les pertes en cas de défaillances réelles.

En l'absence d'une récession sévère, les prêts offrent des occasions de rendement intéressantes, compte tenu de leur rendement de plus de 9 % et de leur prix inférieur à 95, sans risque de taux direct. Nous sommes d'avis qu'une profonde récession peut être évitée et que la croissance américaine reprendra. Les guerres commerciales actuelles sont motivées par des considérations politiques et peuvent être résolues si les politiciens choisissent de traiter des affaires mondiales de manière constructive. Nous demeurons généralement positifs à l'égard de la catégorie d'actif des prêts et voyons le délestage actuel comme une occasion d'achat.

Pour les investisseurs qui anticipent une récession aux États-Unis, nous recommandons des prêts de haute qualité et des portefeuilles de CLO notées AAA, qui présentent moins de risque de crédit et aucun risque de taux. Pour ceux qui s'attendent à une profonde récession américaine obligeant la Fed à réduire les taux de manière vigoureuse, nous suggérons des portefeuilles de titres de première qualité.

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 concernant des événements futurs. 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. Tout renseignement prospectif contenu dans les présentes n'est valable qu'au 31 mars 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 document (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.