

14 septembre 2026

L'État du marché

Information la plus récente sur les marchés par l'équipe de Patrimoine Richardson

Patrimoine
RICHARDSON

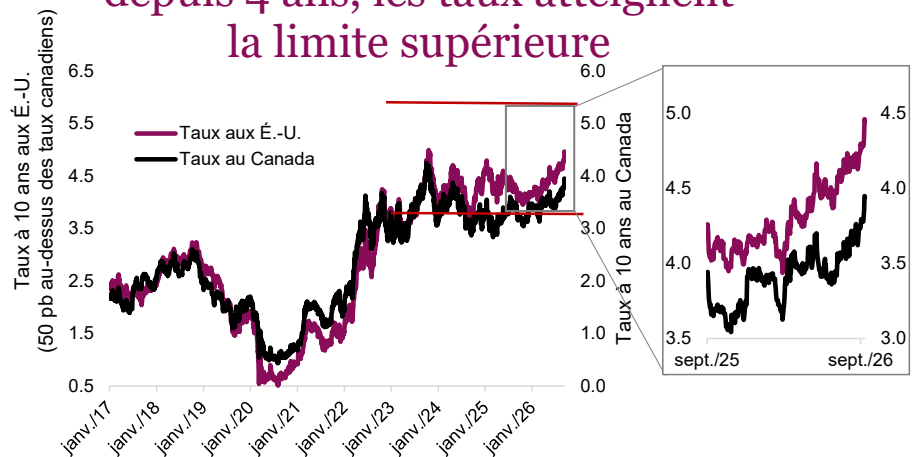
Au-delà des manchettes sur les taux

Le fait que le coût du service de la dette publique avoisine les 2 000 milliards de dollars expliquerait-il pourquoi les taux montent? La menace d'une crise de la dette publique est-elle en train de se concrétiser? Analysons cela de plus près.

Les taux obligataires sont en hausse et le taux des bons du Trésor américain à 10 ans se rapproche des 5 %. Les taux canadiens ne sont pas loin derrière. Dans une perspective à long terme, cela place les taux près de la limite supérieure observée depuis plus de quatre ans. Plusieurs facteurs contribuent à cette hausse des taux. Un sondage récent de Bloomberg met en évidence les quatre principales raisons données par les répondants, par ordre d'importance :

1. Accélération de l'inflation
2. Hausse de la prime de terme/préoccupations budgétaires
3. Émissions massives de dette par les centres de données à très grande échelle
4. Attentes à l'égard des taux de la Fed

Contenus dans une fourchette depuis 4 ans, les taux atteignent la limite supérieure



Sources : Bloomberg, Purpose Investments

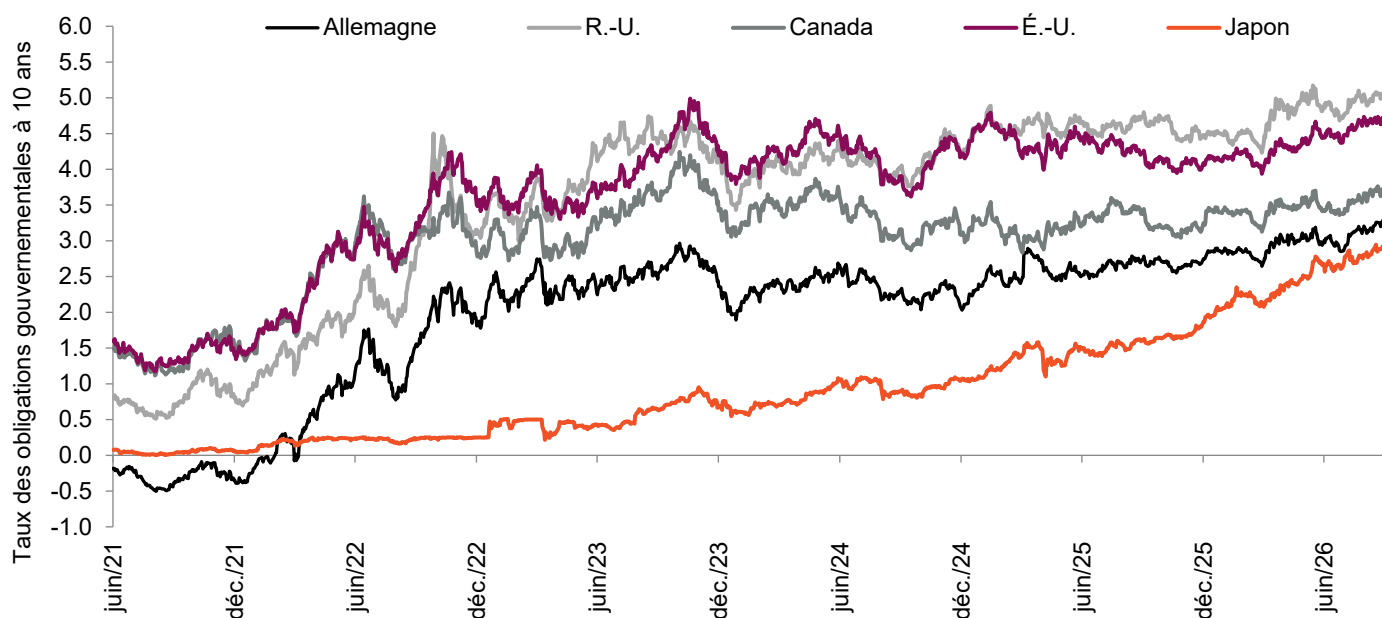
Inscrivez-vous ici si vous ne recevez pas déjà *L'État du marché* directement dans votre boîte de réception.

Examinons-les séparément. L'inflation n'a pas disparu, et même si elle a considérablement diminué par rapport à son niveau d'il y a quelques années alors que l'économie se remettait des répercussions de la pandémie de COVID-19, elle reste une menace. En revanche, la croissance des salaires s'est normalisée, et l'IPC de base aux États-Unis et l'inflation des services ont ralenti. Ce qui est plus préoccupant, c'est le prix du diesel qui dépasse les 6 \$ le gallon aux États-Unis, alors que la perturbation des approvisionnements transitant par le détroit d'Ormuz garde les prix de l'énergie à un niveau élevé. À cela s'ajoute l'impact progressif des droits de douane. L'inflation pourrait s'accélérer à mesure que les prix de l'énergie se répercutent sur l'économie, mais il est encore trop tôt pour s'alarmer.

Pour l'instant, ce sont les préoccupations budgétaires qui retiennent l'attention. Nul doute que la société a basculé dans une ère de dépenses massives; je ne me souviens même plus de la dernière fois où on a prononcé le mot « austérité ». L'économie mondiale se porte très bien et pourtant, les gouvernements partout dans le monde ressentent le besoin de dépenser de plus en plus. La dernière décennie d'assouplissement quantitatif a conduit à des dépenses budgétaires effrénées, qui ont encore augmenté durant la pandémie de COVID-19. Peu importe le problème, la solution est toujours la même : dépenser davantage. Craignant de perdre le contrôle du Congrès lors des élections de mi-mandat, le gouvernement américain envisage de verser 5 000 \$ à chaque citoyen (pas moins de 1 000 milliards \$ au total). Au Canada, où l'on s'inquiète des répercussions des droits de douane, la solution consiste à accroître les dépenses budgétaires pour soutenir les entreprises. Sans dire qu'il s'agit d'une mauvaise politique (nous ne sommes pas politiciens), dépenser aux premiers signes de difficulté est maintenant devenu la norme à l'échelle mondiale.

Si ce sont les risques liés à la viabilité des dépenses publiques qui font augmenter les taux, comment expliquer qu'ils augmentent partout dans le monde? On peut affirmer sans se tromper que la situation budgétaire et de la dette au Canada est bien meilleure que celle de nos voisins du Sud, pourtant nos taux augmentent aussi. Même chose en Allemagne où la situation budgétaire est encore meilleure. **Si la viabilité budgétaire était le véritable enjeu, ne devrait-on pas observer une plus grande divergence dans l'évolution des taux obligataires selon la santé budgétaire relative des pays?** Nous y reviendrons dans un instant.

Les taux obligataires mondiaux montent partout



Sources : Bloomberg, Purpose Investments

Construire des infrastructures d'IA coûte cher. Or, après avoir financé une grande partie de la phase initiale avec leurs liquidités actuelles, les centres de données à très grande échelle se tournent de plus en plus vers les marchés de la dette. Les montants sont assez impressionnants. L'effet d'éviction de la dette est un concept économique selon lequel une émission excessive de titres de dette évince les autres émetteurs, qui doivent alors offrir un taux plus élevé pour attirer les acheteurs. Il est vrai que les centres de données à très grande échelle émettent de plus en plus de titres de dette, mais on est encore très loin des émissions des gouvernements. De plus, il semble y avoir un réel intérêt de la part des investisseurs à participer à ce développement de l'IA. Il se peut que les centres de données à très grande échelle et les gouvernements créent une concurrence croissante pour le capital, mais compte tenu de l'abondance de liquidités à l'échelle mondiale, nous ne pensons pas que ce facteur joue un rôle déterminant à l'heure actuelle.

La BCE vient de relever ses taux, et après la publication des chiffres de l'IPC américain la semaine dernière, le marché des contrats à terme anticipe désormais une hausse des taux par la Fed le 16 septembre; on s'attend à ce que la Banque du Japon fasse de même le 18 septembre. Cela contribue certainement à la hausse des taux obligataires à l'échelle mondiale, mais pour de bonnes raisons. L'inflation est en légère hausse et la croissance économique est vigoureuse. Ces conditions justifient une hausse des taux d'intérêt et des taux obligataires légèrement plus élevés. Le PIB nominal aux États-Unis a progressé à un rythme annualisé de 6,6 % au deuxième trimestre. Des taux plus élevés dans un contexte de croissance du PIB n'ont rien d'inhabituel.

Un autre facteur dont on a peu parlé, ce sont les opérations de portage. Les opérations de portage misent sur les différentiels de taux d'intérêt et elles étaient beaucoup plus répandues par les années passées. L'une des principales stratégies consistait à emprunter au Japon, où les taux d'intérêt sont plus bas, et d'investir le produit dans des marchés où les taux d'intérêt sont plus élevés, comme aux États-Unis. Bien que moins répandues, les opérations de portage mobilisent encore d'importants capitaux. Cependant, au cours du dernier mois, nous avons noté une forte appréciation du yen japonais en raison des interventions du gouvernement et des attentes croissantes de hausse des taux d'intérêt. Lorsque la partie passif des opérations de portage (en yens) s'apprécie, cela nuit à la rentabilité. Un certain nombre de positions risquent donc d'être dénouées, ce qui mènera à des ventes de bons du Trésor américain et fera augmenter les taux. C'est un autre facteur qui a contribué à la hausse des taux.

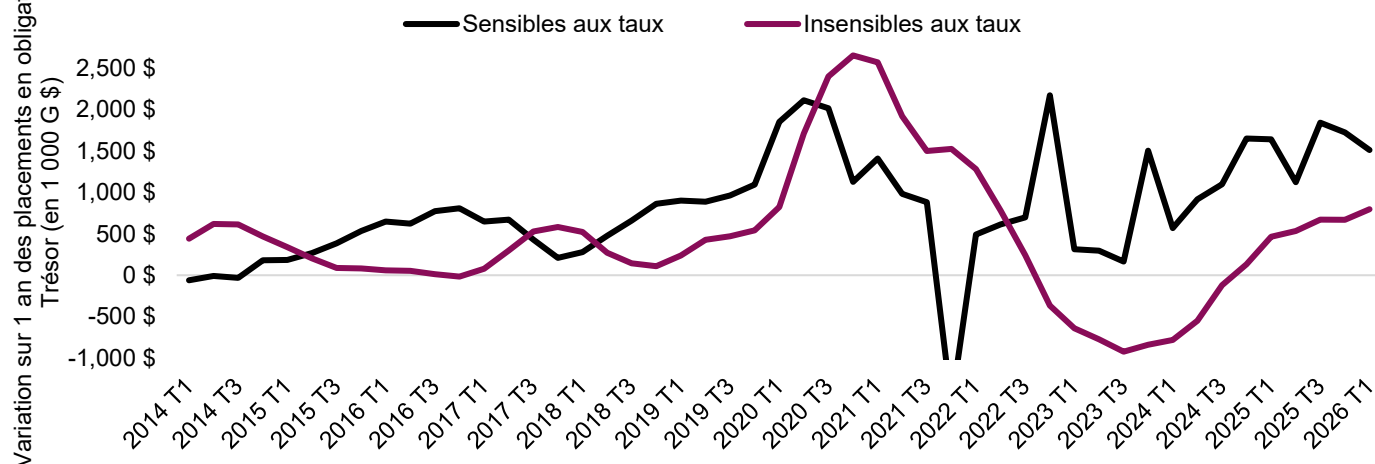
Pour revenir à la question de la viabilité financière, la solution préconisée il y a 25 ans n'est pas très différente de celle d'aujourd'hui. Il ne fait pas de doute qu'une crise de la dette se profile à l'horizon – cela fait partie du cycle d'endettement – et le risque est plus important qu'en 2001. Les niveaux d'endettement sont nettement plus élevés, même par rapport à une économie beaucoup plus développée. La situation démographique pose également davantage de défis, et les politiques responsables sur le plan financier se font rares.

Il n'existe aucun signal fiable permettant de savoir quand cela pourrait réellement devenir un problème : ni le ratio de la dette au PIB, ni le rapport entre les paiements d'intérêt et les dépenses militaires. La dette devient un problème lorsqu'on n'arrive plus à la renouveler à l'échéance ou à lancer de nouvelles émissions, soit à partir du moment où les acheteurs se font plus rares. C'est ce qui forcera un changement de politique et donc une réduction des déficits ou de la dette, ce qui ne sera pas une partie de plaisir.

Notre stratégie : selon nous, cette crise de la dette ne commencera pas au Canada, ni même aux États-Unis, malgré un endettement très élevé, compte tenu des nombreux leviers et outils dont dispose un système financier aussi développé pour, disons, repousser le problème à plus tard. C'est d'ailleurs ce qu'a fait le Royaume-Uni lors de la crise des obligations qui a secoué le pays il y a quelques années. Nous pensons que la crise de la dette commencera plutôt dans les économies plus fragiles, qui sont moins bien outillées. Voilà où se trouve le risque.

Ce sera peut-être dans 5 ans, ou dans 10 ou 25 ans. Les optimistes prétendent que la productivité et la croissance économique pourraient sauver la mise, mais nous en doutons. Les dépenses des gouvernements augmenteront d'autant. La bonne nouvelle, c'est que ces taux plus élevés permettent de placer facilement les émissions obligataires. Des adjudications de titres à 10 et 30 ans ont eu lieu la semaine dernière; les taux ont certes atteint le haut de la fourchette, mais ces taux un peu plus élevés ont fait augmenter le taux de couverture (autrement dit il y avait beaucoup d'acheteurs).

Depuis 2022, la demande d'obligations du Trésor est influencée par les acheteurs sensibles aux taux



Sources : Trésor américain, Bloomberg, Purpose Investments

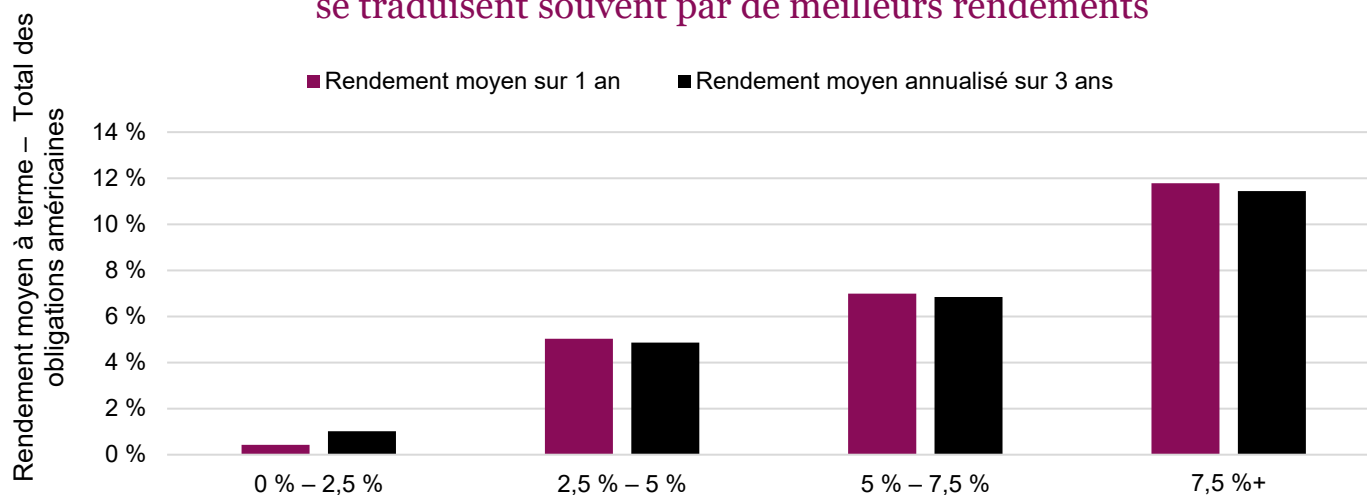
Sensibles aux taux : ménages, fonds du marché monétaire, fonds communs de placement/FNB, capitaux privés étrangers

Insensibles aux taux : gouvernements, banques centrales, banques à charte, compagnies d'assurance

Les investisseurs en obligations sont devenus plus sensibles aux taux, et les taux plus élevés attirent davantage les acheteurs. À l'inverse, des taux plus bas incitent les investisseurs à se tourner vers d'autres placements. C'est l'un des facteurs qui ont contribué à garder les taux obligataires dans la même fourchette depuis plus de quatre ans. Cela pourrait changer, mais comme les taux se situent dans le haut de la fourchette, on note déjà une augmentation des achats d'obligations par l'intermédiaire des FNB.

Un dernier aspect positif de ces taux plus élevés : ils augmentent les attentes de rendement pour les obligations. La vérité c'est que depuis 50 ans, le meilleur indicateur du rendement futur du marché obligataire, c'est le niveau des taux de départ. Si l'on regroupe les taux de l'obligation du Trésor à 10 ans en différentes fourchettes, on constate que plus le taux de départ est élevé, plus le rendement moyen à terme est élevé sur des périodes de 1 an et 3 ans. On n'aime peut-être pas voir des taux initiaux aussi élevés, mais après les rendements devraient être plus satisfaisants.

Des taux initiaux plus élevés se traduisent souvent par de meilleurs rendements



Sources : Purpose Investments et Bloomberg

Taux initiaux de l'obligation du Trésor à 10 ans

Conclusion

L'inflation, les déficits, une croissance économique soutenue, la concurrence pour le capital et la politique de resserrement monétaire des banques centrales ont tous contribué à faire grimper les taux. Notre sous-pondération en obligations doublée d'une durée légèrement plus courte nous rassure. Toutefois, ces taux plus élevés ont augmenté l'attrait des obligations. Acheter des obligations lorsque le taux à 10 ans était à 4 % était une mauvaise idée – à 5 %, ce n'est plus du tout la même chose et c'est peut-être même une bonne idée si la croissance économique ralentit ou si les hausses de taux redonnent confiance dans la détermination des banques centrales à lutter contre l'inflation.

Rien ne dit que les taux ne vont pas augmenter davantage, mais investir consiste à soupeser le risque et le rendement, et le rapport risque-rendement s'est amélioré avec la hausse des taux.

Sources : Les graphiques ont été produits par Bloomberg L.P., Purpose Investments Inc. et Patrimoine Richardson, à moins d'indication contraire.

Le contenu de cette publication a été rédigé et produit par Purpose Investments Inc. à partir de ses recherches et est utilisé par Patrimoine Richardson Limitée à titre d'information seulement.

*Ce rapport a été rédigé par Craig Basinger, stratège en chef des marchés, Purpose Investments Inc. Craig Basinger a été muté chez Purpose Investments Inc. le 1^{er} septembre 2021.

Avis de non-responsabilité

Patrimoine Richardson Limitée

Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles de l'auteur et elles ne sauraient être attribuées à Patrimoine Richardson Limitée ou à ses sociétés affiliées. Les opinions, estimations et autres renseignements contenus dans ce rapport reflètent le point de vue des auteurs à la date du rapport et sont modifiables sans préavis. Nous ne garantissons pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces renseignements et nous demandons aux lecteurs de ne pas prendre de décision sur la foi de ces renseignements. Avant de donner suite à une recommandation, les investisseurs doivent déterminer si celle-ci convient à leur situation particulière et, au besoin, obtenir un avis professionnel. Le rendement passé n'est pas garant de résultats futurs. Les commentaires contenus dans la présente sont de nature générale et ne sauraient constituer ou être réputés constituer des conseils juridiques ou fiscaux pour quiconque. En conséquence, les lecteurs sont invités à consulter leur propre conseiller fiscal ou juridique au sujet des conséquences fiscales dans leur situation particulière.

Purpose Investments Inc.

Purpose Investments Inc. est une société de placements inscrite. Les placements dans des fonds d'investissement peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi et des frais et des dépenses de gestion. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Si les titres sont achetés ou vendus sur un marché boursier, vous pourriez payer plus ou recevoir moins que leur valeur liquidative courante. Les fonds d'investissement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment et leur rendement passé peut ne pas se reproduire.

Déclarations prospectives

Les déclarations prospectives sont fondées sur les attentes, les estimations, les prévisions et les projections actuelles basées sur les convictions et les hypothèses de l'auteur. Ces déclarations comportent des risques et des incertitudes et rien ne garantit que le rendement ou les résultats futurs, les estimations ou les attentes se concrétiseront, et les résultats réels peuvent différer sensiblement de ceux qui sont exprimés, sous-entendus ou envisagés dans les déclarations prospectives. Les opinions, estimations et autres renseignements contenus dans ce rapport reflètent le point de vue des auteurs à la date du rapport et sont modifiables sans préavis. Ni Purpose Investments ni Patrimoine Richardson ne garantissent l'exhaustivité ou l'exactitude de ces renseignements, et les lecteurs ne devraient pas prendre de décision sur la foi de ces renseignements. Avant de donner suite à une recommandation, les investisseurs doivent déterminer si celle-ci convient à leur situation particulière et, au besoin, obtenir un avis professionnel. Le rendement passé n'est pas garant de résultats futurs. Ces estimations et ces attentes comportent des risques et des incertitudes et rien ne garantit que le rendement ou les résultats futurs, les estimations ou les attentes se concrétiseront, et les résultats réels peuvent différer sensiblement de ceux qui sont exprimés, sous-entendus ou envisagés dans les déclarations prospectives. La société ne s'engage aucunement à mettre à jour ou à réviser de tels énoncés prospectifs à la lumière de nouvelles données, d'événements futurs ou de tout autre facteur qui pourrait influencer sur ces renseignements et décline toute responsabilité à cet égard, sauf si la loi l'exige.

Avant de donner suite à une recommandation, les investisseurs doivent déterminer si celle-ci convient à leur situation particulière et, au besoin, obtenir un avis professionnel.

Bien que les renseignements contenus dans ce document aient été obtenus de sources considérées fiables, nous ne pouvons en garantir l'exactitude et l'exhaustivité. Ce rapport n'est pas une publication ou un rapport de recherche officiel de Patrimoine Richardson ou de Purpose Investments et ne doit en aucun cas servir à des fins de sollicitation dans tout territoire.

Ce document ne doit pas être diffusé dans le public. Il est fourni à titre d'information seulement et il ne doit pas être considéré comme une offre de valeurs mobilières ni comme une sollicitation d'achat, une offre de vente ou une recommandation visant un titre.

Patrimoine Richardson Limitée, PRL est une filiale d'iA Société financière inc. et n'est pas affiliée à James Richardson & Fils, Limitée. Patrimoine Richardson est une marque de commerce de James Richardson & Fils, Limitée, et Patrimoine Richardson Limitée est un utilisateur autorisé de cette marque. Patrimoine Richardson Limitée est membre du Fonds canadien de protection des investisseurs.