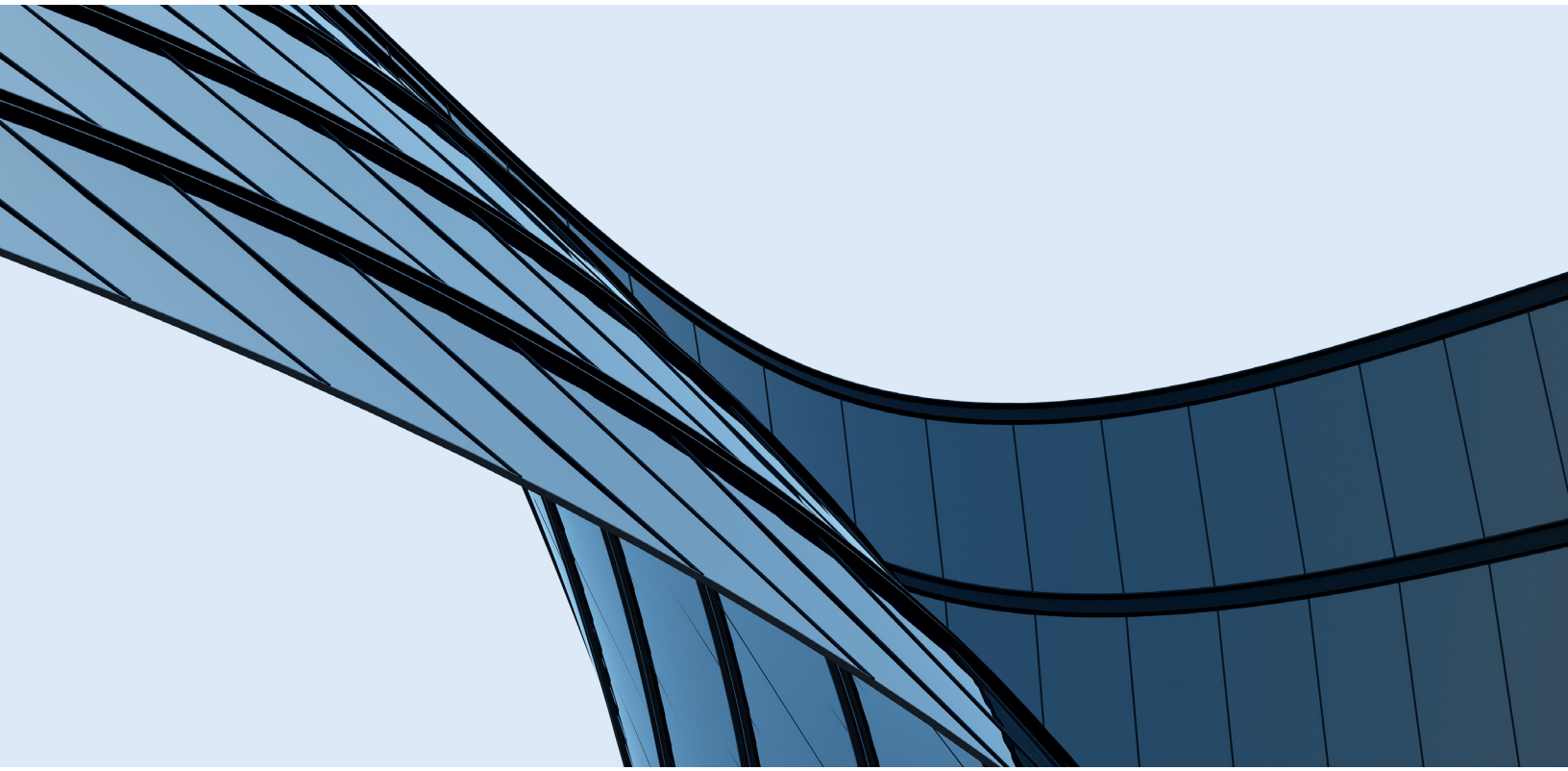
Commentaire sur les marchés obligataires : bilan du troisième trimestre 2025 et perspectives pour le quatrième trimestre



Principaux points à retenir

- Les banques centrales des États-Unis et du Canada ont recommencé à réduire leurs taux au troisième trimestre de 2025, reflétant les inquiétudes concernant la faiblesse du marché du travail et le ralentissement de l'économie, même si l'inflation demeure supérieure à la cible attendue.
- Bien que l'économie américaine reste résiliente, elle montre des signes d'essoufflement du marché du travail, tandis que le Canada est confronté à un environnement plus fragile, caractérisé par une contraction du PIB, une hausse du chômage et un ralentissement de l'investissement des entreprises.
- Les courbes de rendement se sont accentuées dans les deux pays, améliorant les possibilités d'allonger la durée, tandis que les marchés du crédit demeurent solides grâce à des écarts serrés et une forte demande de la part des investisseurs. Cependant, ces valorisations élevées comportent des risques si la croissance s'essouffle ou si l'inflation persiste.
- À l'avenir, les principaux risques sont la perte de crédibilité des banques centrales, une hausse désordonnée des rendements à long terme ou un ralentissement de la croissance mondiale, de sorte que les investisseurs devraient privilégier des portefeuilles diversifiés de haute qualité et suivre de près l'évolution des politiques.

Le troisième trimestre de 2025 a marqué un point d'inflexion important pour les marchés obligataires nord-américains, car la Réserve fédérale (la Fed) et la Banque du Canada (la BdC) ont repris leurs cycles d'assouplissement après une brève pause.

En septembre, la Fed a abaissé sa fourchette cible de 25 points de base, de 4,00 à 4,25 %, tandis que la BdC a réduit son taux de financement à un jour à 2,50 %. Ces mesures, largement anticipées et prises en compte par les marchés, reflètent les préoccupations croissantes concernant le ralentissement du marché du travail et de l'économie, même si l'inflation est restée supérieure à la cible dans les deux pays.

Aux États-Unis, la décision de la Fed a été qualifiée comme une réduction axée sur la « gestion des risques », le président Powell ayant souligné l'augmentation du risque à la baisse en matière d'emploi. Alors que l'inflation de base des dépenses de consommation des ménages reste obstinément supérieure à la cible de 2 % (elle frôle les 3 %), les dernières projections du Federal Open Market Commiittee (FOMC) indiquent désormais une tendance à l'assouplissement modérément plus forte, le membre médian prévoyant deux réductions supplémentaires d'ici la fin de l'année, et une autre réduction en 2026 et 2027. Toutefois, le comité reste divisé, certains membres se méfiant des risques d'inflation persistants, notamment en raison de la répercussion des tarifs douaniers et de la résistance des dépenses des ménages, tandis que d'autres sont de plus en plus préoccupés par le risque d'un ralentissement plus prononcé du marché de l'emploi. À l'heure où nous écrivons ces lignes, les contrats à terme sur les fonds de la Fed tablent sur une probabilité proche de 100 % d'une nouvelle baisse des taux lors de la réunion du FOMC du 29 octobre.

L'économie américaine reste résiliente, le PIB du deuxième trimestre ayant été révisé à la hausse à 3,8 % en rythme annualisé, soutenu par de fortes dépenses de consommation parmi les ménages à revenu élevé. Pourtant, nous constatons un ralentissement lorsque nous nous penchons sur les données liées au marché de l'emploi, dont un ralentissement à 27 000 nouveaux emplois créés par mois et de récentes révisions ont révélé une dynamique sous-jacente plus faible que ce que l'on pensait.

Au Canada, l'environnement économique est plus fragile. Le PIB s'est contracté de 1,6 % au deuxième trimestre et les gains d'emplois ont été limités aux postes à temps partiel. L'investissement des entreprises reste modéré et l'incertitude liée aux tarifs douaniers et au commerce continue de se faire sentir. L'écart de production s'est creusé pour atteindre -1,3 % et le taux de chômage a grimpé à 7,1 %, le taux le plus élevé depuis 2016 (en excluant la période de la pandémie). La croissance des salaires est inférieure à l'inflation, et les tarifs douaniers et l'incertitude commerciale continuent de peser sur les exportations et les investissements des entreprises. Bien que l'inflation de base se soit calmée, la BdC continue à faire preuve de prudence, en indiquant qu'elle adoptera une approche graduelle et fondée sur les données pour poursuivre son assouplissement. Ses communications soulignent que la suppression des mesures de rétorsion tarifaires et l'atténuation des pressions inflationnistes antérieures sont les principaux moteurs de sa position plus accommodante, mais les décideurs politiques économiques veillent à ne pas s'engager dans une série rapide de réductions face à l'incertitude économique qui persiste.

La dynamique de la courbe de rendement dans les deux pays s'est sensiblement modifiée au cours du dernier trimestre. Aux États-Unis, la courbe s'est accentuée après une longue période d'inversion, les rendements en amont ayant baissé en réponse à l'assouplissement des politiques, tandis que les rendements à long terme restent ancrés par des préoccupations budgétaires persistantes et des primes temporaires élevées. Le rendement du Trésor américain à 10 ans a terminé le trimestre à environ 4,13 %. Au Canada, la courbe s'est également normalisée, les obligations d'État à cinq et dix ans affichant des rendements d'environ 2,74 % et 3,17 %, respectivement. Cette normalisation a offert aux investisseurs la possibilité d'allonger la durée de leurs placements, car il est plus payant de détenir des titres sur une plus longue durée et le risque s'est amoindri par rapport à l'environnement de 2022 à 2023.

Les marchés du crédit des deux pays ont été dynamiques, les écarts de taux entre les obligations de qualité et les obligations à haut rendement étant revenus à des niveaux inférieurs à ceux de l'année dernière. Aux États-Unis, les écarts de taux d'IG sont désormais inférieurs à 75 points de base. Cette situation s'explique par la combinaison d'un intérêt marqué pour le risque, de solides données techniques (par exemple, un nombre limité de nouvelles émissions nettes) et de fondamentaux d'entreprise solides.

Par exemple, le 24 septembre, Oracle a secoué le marché obligataire américain en levant 18 milliards de dollars en billets de premier rang non garantis, répartis en six tranches allant de 5 ans à une durée inhabituelle de 40 ans. Ce montant dépasse l'objectif initial de 15 milliards de dollars. Il s'agit de la deuxième transaction la plus importante sur le marché obligataire américain cette année. À titre de comparaison, l'ensemble du marché canadien des obligations de première qualité n'a atteint que 25 milliards de dollars en août. La demande pour l'offre d'Oracle a atteint 88 milliards de dollars, ce qui a permis de surpasser quatre fois cette émission et de mettre en évidence l'intérêt des investisseurs pour les obligations de sociétés de première qualité. Cette émission fait suite à de récentes annonces de contrats avec OpenAI et soutient les dépenses en immobilisations en cours d'Oracle.

Le fait d'avoir pu placer une transaction d'une telle ampleur continue de mettre en évidence la forte demande de rendement parmi les intervenants du marché. Nous continuons à nous concentrer sur l'écart, car notre analyse va au-delà des rendements globaux pour évaluer l'attrait relatif des primes de risque de crédit, qui restent à des niveaux exceptionnellement bas.

Ces valorisations élevées ne sont pas sans risque; si la croissance économique est décevante ou si l'inflation reste rigide, les écarts pourraient s'élargir brusquement.

La négociation de la valeur relative est de plus en plus importante pour réussir sur le marché des obligations de sociétés. Bien que les niveaux d'écart demeurent peu attrayants, la gestion active peut permettre de tirer parti de la dispersion et de la volatilité des écarts pour générer de la valeur sur les marchés du crédit sans prendre de paris directionnels majeurs sur le risque global. Comme c'est souvent le cas, le segment BBB du marché continue de présenter les occasions de valeur relative les plus intéressantes en raison de la plus grande diversité des émetteurs. La grande différence de dispersion entre les titres A et BBB met en lumière les domaines dans lesquels les gestionnaires de gestion active peuvent apporter une valeur ajoutée. La surpondération des titres BBB n'est pas nécessairement le signe d'une position « à risque », mais indique plutôt un accent mis sur les occasions liées à la valeur relative.

À l'avenir, les perspectives de ces deux économies sont déterminées par une interaction complexe entre la croissance, l'inflation et la crédibilité politique. Aux États-Unis, la plupart des prévisions anticipent un ralentissement de la croissance du PIB en 2025 et 2026, étant donné que les effets bénéfiques de l'investissement en IA et des dépenses de consommation robustes sont contrebalancés par le resserrement de l'immigration, l'augmentation des tarifs douaniers et l'affaiblissement des mesures de relance budgétaire. Le chômage devrait augmenter légèrement, tandis que l'inflation devrait rester supérieure à la cible pendant une grande partie de l'année prochaine avant de revenir progressivement à l'objectif de 2 %. Le risque, cependant, est que l'inflation rigide persiste plus longtemps, poussant les rendements à long terme à la hausse par le biais d'une prime temporaire croissante. Cette situation serait encore aggravée si l'indépendance de la Fed était perçue comme compromise par des pressions politiques.

Le Canada est confronté à une reprise plus lente, avec une croissance du PIB qui devrait rester inférieure à la tendance et un marché du travail qui devrait rester lent. L'inflation devrait rester sous contrôle, notamment grâce à la suppression des mesures de rétorsion tarifaires et à un marché immobilier modéré qui limite les pressions à la hausse. La BdC devrait poursuivre son assouplissement, mais le rythme sera dicté par les données entrantes.

L'évolution de l'indépendance des banques centrales et des risques fiscaux sera un thème clé des prochains trimestres. Aux États-Unis, la pression politique sur la Fed augmente alors que le mandat de Powell touche à sa fin, ce qui fait craindre qu'une banque centrale priorisant inutilement les compromis ne nuise à sa crédibilité à long terme, n'affaiblisse le dollar et ne pousse les rendements à long terme à la hausse. La combinaison de déficits importants et de coûts de service de la dette plus élevés devrait maintenir l'offre de bons du Trésor à un niveau élevé, contribuant ainsi à l'accentuation de la courbe et à la volatilité sur le long terme.

Les écarts de crédit devraient rester serrés à court terme, soutenus par la solidité des bilans et des techniques des entreprises, comme l'indiquent les émissions récentes.

Les courbes étant désormais orientées à la hausse et les taux directeurs susceptibles de continuer à baisser, il est moins risqué d'augmenter la duration que dans un passé récent, car cela offre à la fois des revenus et un potentiel d'appréciation des prix si les banques centrales poursuivent leur politique d'assouplissement. La tendance à l'accentuation de la courbe devrait se poursuivre, en particulier aux États-Unis, étant donné que les rendements en amont diminuent avec les taux directeurs et que la partie longue est maintenue par les primes de risque budgétaire et d'inflation. Cependant, tout signe d'un nouveau risque de récession ou d'une forte désinflation pourrait temporairement aplatir la courbe.

L'environnement favorise une préférence pour les placements de haute qualité. Les investisseurs doivent être prudents et ne pas se lancer dans l'achat d'obligations d'entreprises à long terme, compte tenu de l'étroitesse des écarts de taux et du potentiel de volatilité.

Les principaux risques qui pèsent sur ces perspectives sont une perte de crédibilité des banques centrales, une hausse désordonnée des rendements à long terme ou un ralentissement brutal de la croissance mondiale. Les investisseurs doivent maintenir des portefeuilles diversifiés en prêtant attention à la liquidité et à la qualité, et continuer à suivre l'évolution des politiques, en particulier en ce qui concerne l'indépendance des banques centrales et la dynamique budgétaire.

À propos de Gestion d'actifs CIBC

À Gestion d'actifs CIBC, nous croyons que toute solution de placement personnalisée doit être ancrée dans la recherche et la rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

Dans toute notre gamme de solutions de placement, nous nous engageons à conduire des recherches. Des analystes sectoriels et régionaux spécialisés se concentrent sur la recherche sectorielle et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Cette communication de l'information entre équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. en date d'octobre 2025, sauf indication contraire, et peuvent être modifiées en tout temps. Gestion d'actifs CIBC inc. ne s'engage pas à mettre à jour ces opinions. Ce document vise à fournir des renseignements généraux et ne vise aucunement à prodiguer des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables. Il ne doit pas être utilisé à cette fin ni être considéré comme une prévision du rendement futur du marché et il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc. Le rendement antérieur peut ne pas se reproduire et n'est pas indicatif du rendement à venir.

Les énoncés prospectifs comprennent des déclarations de nature prévisionnelle, qui dépendent de conditions ou d'événements futurs ou qui s'y rapportent, ou qui contiennent des termes tels que « s'attendre à », « anticiper », « avoir l'intention de », « planifier », « croire », « estimer », ou d'autres termes semblables. En outre, tout énoncé concernant le rendement, les stratégies ou les actions futurs, ainsi que les éventuelles mesures prises par le fonds à l'avenir, constitue également un énoncé prospectif. Les énoncés prospectifs ne constituent pas des garanties de rendement futur. Ces énoncés sous-entendent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats et réalisations réels du fonds diffèrent considérablement de ceux exprimés ou sous-entendus par ces énoncés. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, les conditions générales de l'économie, du marché et des affaires, les fluctuations des prix des titres, des taux d'intérêt et des taux de change, les modifications des réglementations gouvernementales et les événements catastrophiques. La liste ci-dessus des facteurs importants susceptibles d'affecter les résultats futurs n'est pas exhaustive. Avant de prendre toute décision de placement, nous vous invitons à examiner attentivement ces facteurs et d'autres encore. Gestion d'actifs CIBC inc. ne s'engage pas à mettre à jour ou à réviser les énoncés prospectifs, que ce soit à la suite de nouveaux renseignements, de développements futurs ou pour toute autre raison, ou avant la publication du prochain rapport de gestion sur le rendement du fonds, et décline expressément toute obligation à cet égard.

MD Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques déposées de la Banque CIBC, utilisées sous licence.