

# STRATÉGIE HEBDOMADAIRE Perspectives



Gestion privée

SEMAINE TERMINÉE LE 25 SEPTEMBRE 2026

## La grande ~~modération~~ normalisation

Carol Schleif, CFA, SASB-FSA, Stratège en chef du marché  
Richard Belley, CFA, Stratège, Titres à revenu fixe

« Si vous voulez connaître la valeur de l'argent, essayez donc d'en emprunter. »

– Benjamin Franklin

**Le fil conducteur :** L'explosion des déficits et de la dette des pays développés inquiète les investisseurs (et les citoyens). Les décideurs sont les seuls à pouvoir régler durablement le problème des dépenses excessives, mais malheureusement, rien ne les incite à redresser la barre. La hausse incessante des taux de rendement, qui augmente le coût du maintien des obligations et rend l'équilibre budgétaire aussi probable qu'un pique-nique entre démocrates et républicains, ne fait qu'accroître la nervosité des porteurs d'obligations. Cette semaine, nous analysons les principaux enjeux et leur incidence éventuelle sur les marchés des actifs et les perspectives macroéconomiques.

### Un débiteur sans pareil

La question des déficits (dépenses excessives par exercice) et de la dette (total cumulatif des déficits) des pays préoccupe les investisseurs depuis des décennies. Chaque fois qu'un chiffre rond est dépassé, comme les 40 000 milliards de dollars de dette totale que les États-Unis ont atteints la semaine dernière, les experts se lancent dans une nouvelle vague de prévisions pessimistes. Pourtant, la réalité est souvent ignorée, à savoir que les économies mondiales ne cessent d'avancer. Certes, la dette du gouvernement américain a augmenté, mais d'autres indicateurs de la santé de l'économie ont également progressé, comme le PIB, la valeur nette des ménages et le capital-actions global. **Sans contexte, un simple chiffre ne signifie pas grand-chose.**

Cela dit, nous comprenons les inquiétudes. L'endettement, quel qu'il soit, peut limiter les options dont dispose une entité lorsque les choses tournent mal. Une aversion naturelle pour la dette (« ne pas emprunter et ne pas prêter ») est ancrée chez bon nombre d'entre nous depuis l'enfance. Dans la plupart des économies, les forces du marché finiront par exiger que la situation soit corrigée lorsqu'elle ne sera plus tenable. Voici quelques exemples : la crise agricole des années 1970, qui a transformé le secteur de l'épargne et des prêts, et reconfiguré la propriété agricole aux États-Unis; la débandade des acquisitions par emprunt, à la fin des années 1980, qui a eu des effets sur les bilans des sociétés pendant plusieurs décennies; ou le désendettement des consommateurs qui s'est produit dans la foulée de la crise financière mondiale de 2008-2009. Les investisseurs sont inquiets et tentent de comprendre ce qui se passerait en cas de crise de la dette publique.

**Cependant, les gouvernements ne sont pas des emprunteurs ordinaires.** Premièrement, les seuls qui puissent tenir les gouvernements responsables de leur extrême prodigalité sont ceux qui achètent leurs titres d'emprunt. Les acheteurs d'obligations (souvent appelés justiciers parce qu'ils sont capables de fournir directement une telle rétroaction) peuvent forcer les décideurs à repenser leurs plans budgétaires, soit en exigeant une plus grande rémunération (au moyen de taux d'intérêt plus élevés) pour la détention des titres de créance, soit en délaissant complètement ces titres au profit d'autres placements. Deuxièmement, les gouvernements jouissent d'un atout unique pour rembourser les porteurs d'obligations : ils peuvent augmenter les impôts. Ils peuvent aussi « simplement » faire marcher la planche à billets;

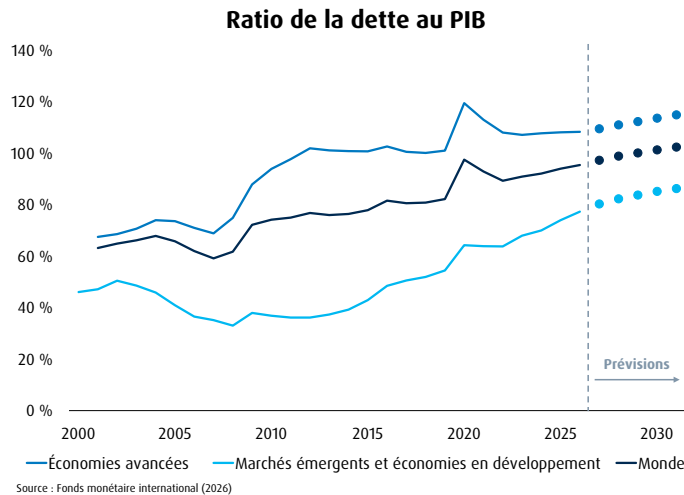
« la bonne foi et le crédit » qui sous-tendent ce pouvoir apportent une sécurité qui, souvent, manque aux particuliers et aux entreprises qui empruntent. Toutefois, ce levier est rarement utilisé, car il a tendance à provoquer une hausse de l'inflation ou d'autres conséquences négatives pour les décideurs.

### Contexte : évaluation du problème

Selon le 2026 *Capital Markets Fact Book* de la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), les titres à revenu fixe totalisaient environ 161 000 milliards de dollars à l'échelle mondiale en 2025, soit près de 11 % de plus que l'année précédente. Les émissions ont augmenté de 6 % pour atteindre un montant courant de 30 000 milliards de dollars<sup>i</sup>. La dette des États-Unis constitue la partie la plus importante, la plus profonde et sans doute la plus liquide, soit 61 000 milliards de dollars (38 % du total)<sup>ii</sup>. Ces chiffres comprennent les titres de créance souverains et ceux des sociétés.

Si on ne regarde que la dette souveraine, la base de données sur la dette mondiale du Fonds monétaire international montre l'importance grandissante de ces obligations en pourcentage du PIB pour les pays du monde entier (voir le graphique)<sup>iii</sup>. Selon cette mesure, la dette totale est restée relativement stable jusqu'aux vastes mesures de relance budgétaire que de nombreux pays ont initialement offertes durant la crise financière mondiale et pendant la pandémie de 2020. **La dette des économies avancées représente maintenant plus de 100 % du PIB; celle des États-Unis s'établit à 125 % et celle du Canada (incluant la dette des provinces), à 111 %<sup>iv</sup>.**

Les décideurs ont tout intérêt à prendre des mesures de relance budgétaire lors d'événements sans précédent. Les mesures d'austérité appliquées pendant les périodes de croissance lente ou négative (en vue d'équilibrer les budgets) sont impopulaires auprès des électeurs et permettent rarement aux politiciens de conserver leur emploi. **Malheureusement, les ajustements des politiques qui stimulent la consommation et les autres activités économiques (aide suppléméntaire, allègements fiscaux) sont difficiles à supprimer une fois en place, car les citoyens les intègrent rapidement à leurs attentes de base.**



## Le dilemme actuel de la dette souveraine

Même si vous n'en avez jamais détenu, les obligations ont une incidence sur votre vie. En effet, ce qui se passe sur le marché obligataire ne reste pas sur le marché obligataire. Les répercussions touchent l'ensemble de l'économie mondiale et influencent directement les taux de votre prêt automobile, de votre prêt hypothécaire et des achats que vous paierez plus tard.

Les taux de rendement des obligations ont augmenté (sans nécessairement bondir), en particulier ceux des titres à long terme, en raison des préoccupations soulevées par plusieurs facteurs : la guerre au Moyen-Orient (et son incidence potentielle à long terme sur le prix du pétrole et des produits pétroliers); l'inflation qui reste supérieure à la cible de la Fed; et, surtout, une croissance plus forte que prévu.

Les taux plus élevés posent problème pour les finances publiques, car ils augmentent le coût du financement des déficits courants; les dépenses supérieures aux revenus deviennent encore plus préoccupantes lorsque le coût du financement s'ajoute graduellement à la dette totale. Aux États-Unis, par exemple, le service de la dette est maintenant le troisième poste du budget fédéral (soit 14,5 %). L'Europe et le Japon font face à des défis similaires; au Royaume-Uni, le service de la dette devrait représenter plus de 8 % des dépenses publiques totales.

Les mesures récentes ou proposées aux États-Unis et au Canada pourraient bien exacerber le problème (du moins à court terme), car les réductions d'impôt et la hausse des dépenses font craindre que les pays se rapprochent de leur limite de crédit.

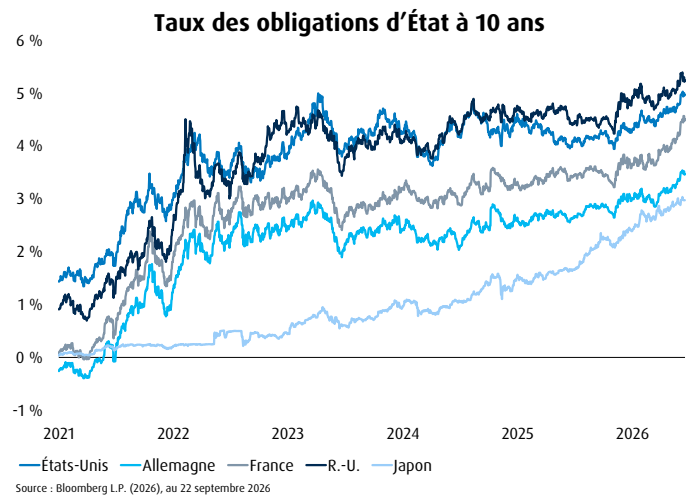
Les marchés des titres de créance souverains font également face à une concurrence accrue. Les émissions records d'obligations de catégorie investissement et à rendement élevé de cette année étoffent les choix pour les investisseurs; ces émissions sont notamment le fait des fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle qui cherchent à financer la construction de centres de données, la recherche et le développement, et les acquisitions. Toutes choses étant égales par ailleurs, l'offre supplémentaire fait grimper les taux, parce que les vendeurs se font concurrence pour attirer les investisseurs.

## La fonction de réaction du marché change

Les marchés des titres à revenu fixe (et les négociateurs) ont la réputation durement gagnée d'être particulièrement stables et de garder la tête froide. Du point de vue des créanciers, leur analyse comprend la prise en compte d'une rémunération adéquate au vu des pressions inflationnistes potentielles et l'obtention d'un rendement sur le placement initial (REMBOURSEMENT du capital, plutôt que RENDEMENT du capital que les porteurs d'actions recherchent à tout prix). Ces deux

perspectives ont été remises en question cette année après que les taux d'intérêt – en particulier ceux des titres à moyen terme (10 ans) et à long terme (20 à 30 ans) – ont grimpé.

La semaine dernière ([Perspectives – stratégie hebdomadaire : démystifier les mythes effrayants de l'automne](#)), nous avons noté que la volatilité a été plus élevée sur le marché obligataire que sur le marché boursier depuis le début de la guerre au Moyen-Orient, ce qui est très inhabituel, en particulier lors de fortes tensions macroéconomiques. **Les obligations ne sont plus uniquement perçues comme des placements offrant la stabilité recherchée lors de l'élaboration des portefeuilles traditionnels. Elles sont désormais aussi considérées comme des placements capables de produire des revenus et des rendements pour les investisseurs qui exigent une rémunération plus élevée en contrepartie des divers risques qu'ils prennent.** À preuve, la boucle de rétroaction dette-taux de rendement est de moins en moins linéaire. Quand les ratios de la dette au PIB sont élevés, toute hausse de la dette entraîne des fluctuations beaucoup plus importantes des écarts et des taux de rendement.



En théorie, les taux de rendement plus élevés, en particulier les primes de terme (le rendement supplémentaire exigé pour la détention d'obligations à plus long terme), incitent à plus de rigueur en matière de capital qu'à l'époque où les emprunts étaient bon marché grâce à des taux proches de zéro. Les marchés des prêts aux entreprises et aux particuliers apportent des ajustements et assainissent leurs bilans. Pour le meilleur ou pour le pire, les gouvernements sont rarement tenus à ce même niveau de discipline; ils peuvent enregistrer des déficits pendant des décennies pourvu que quelqu'un achète leur dette.

## Le nouveau visage des acheteurs d'obligations

La composition des acheteurs change : il y a un peu moins de justiciers (détenteurs d'obligations à long terme stables) et un peu plus de spéculateurs (fonds de couverture et autres investisseurs à court terme qui adhèrent moins à la philosophie d'achat et de détention). La base d'acheteurs traditionnels a évolué au cours de la dernière décennie en raison de la diminution de la participation des courtiers (du fait des règles adoptées dans la foulée de la crise financière mondiale) et de celle des caisses de retraite, qui procèdent à des distributions et réduisent leur taille. Les banques centrales réduisent leurs bilans ou optent pour d'autres catégories d'actif, comme l'or. Les fonds souverains et les caisses de retraite semblent également réduire graduellement les achats et diversifier les risques. En revanche, les acheteurs sensibles au prix (fonds de couverture, investisseurs qui financent leurs achats par emprunt, émetteurs de cryptomonnaies stables) représentent une part croissante des achats.

**Cette combinaison d'enjeux (hausse de l'offre, baisse de la demande et base d'acheteurs moins stable) accroît la volatilité, ce qui pourrait faire grimper les taux à long terme, du moins temporairement.** Nous avons déjà constaté à quel point les obligations sont sensibles aux fluctuations des prix de l'énergie et de l'activité (ou de son absence) dans le détroit d'Ormuz.

## Qui sont les acheteurs stables?

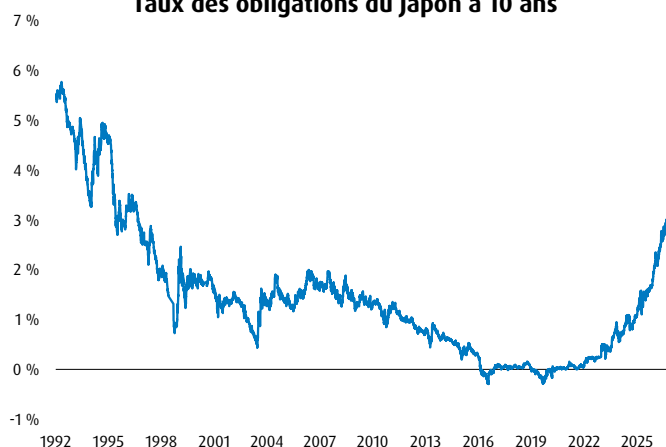
Les obligations souveraines sont-elles toujours considérées comme l'option la plus stable? Les investisseurs sont préoccupés par la hausse des taux de rendement dans de nombreux pays, comme le Royaume-Uni, les États-Unis, où les taux de rendement des obligations à 10 ans ont franchi la barre des 5 % pour la première fois en près de 20 ans, et le Japon, où le taux de rendement des obligations à 10 ans est supérieur à 3 % pour la première fois depuis 1996.

Les agences de notation sont à l'affût d'une hausse du risque, et la possibilité d'une révision à la baisse des perspectives et des cotes est plus grande. En juin dernier, Fitch a modifié ses perspectives pour le secteur des titres de créance souverains mondiaux, les faisant passer de neutres à en détérioration. L'agence a également souligné la détérioration des budgets en Europe, entraînant une révision à la baisse de la cote de la France et de la Pologne, en particulier. Pour le moment, S&P a maintenu la cote des États-Unis (AA+). Cependant, dans un contexte de déficit croissant et de politique budgétaire généreuse, les investisseurs pourraient craindre qu'une agence de notation abaisse la cote des États-Unis, comme cela a été fait pour la dernière fois en 2011. La cote AAA du Canada, l'un des 11 pays qui ont la meilleure note attribuée par S&P, pourrait également être revue si l'incertitude entourant le commerce et la trajectoire actuelle de la politique budgétaire persistent.

Les investisseurs surveillent de près les plans des décideurs nouvellement élus, pour déterminer s'ils sont susceptibles de nuire aux trajectoires des déficits publics. Par exemple, en 2022, la première ministre britannique Liz Truss avait annoncé d'importantes réductions d'impôt financées par la dette et une expansion massive des mesures de relance budgétaire. Les marchés obligataires – et la livre sterling – se sont déchainés, l'obligeant à démissionner après tout juste six semaines au pouvoir.

L'exemple le plus récent de cette vigilance s'est produit au Japon : la nouvelle première ministre Sanae Takaichi a présenté des mesures de relance ainsi que des plans visant à augmenter les dépenses militaires pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale. **Toutefois, n'oublions pas qu'avant leur forte hausse, les taux du Japon étaient restés près de zéro depuis plus de 30 ans.** Le Japon présente d'autres caractéristiques uniques, qui compliquent sa comparaison avec d'autres pays. Premièrement, son ratio de la dette au PIB est déjà supérieur à 250 %. Deuxièmement, la majeure partie de la dette publique appartient à des investisseurs japonais, contrairement à la plupart des obligations souveraines, qui sont détenues par des investisseurs institutionnels et des particuliers d'autres pays.

Taux des obligations du Japon à 10 ans



Source : Bloomberg L.P. (2026), au 22 septembre 2026

## Politique des banques centrales

La période qui a suivi la pandémie de COVID-19 a été difficile pour les banques centrales. Les perturbations massives des chaînes d'approvisionnement, combinées à l'invasion de l'Ukraine par la Russie (et à ses répercussions sur les prix de l'énergie), ont rapidement fait grimper l'inflation de zéro à près de 10 %, ce qui a déclenché une série de hausses des taux à l'échelle mondiale. Jusqu'en 2023-2024, l'inflation suivait une trajectoire raisonnable dans la plupart des régions, mais une série de changements apportés à la politique et au positionnement pendant le deuxième mandat de Donald Trump y a mis fin. Les efforts visant à faire baisser l'inflation pour la ramener à la cible ont été entravés par la politique commerciale et les droits de douane, la guerre au Moyen-Orient et (plus récemment) de nouveaux goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement, qui empêchent l'expansion rapide des infrastructures nécessaires au développement de l'IA et des technologies de pointe. Plusieurs banques centrales, dont la Banque centrale européenne (BCE), la Réserve fédérale américaine et la Banque du Japon, ont relevé leurs taux au cours des dernières semaines. D'autres hausses pourraient être jugées nécessaires au cours des prochains mois, selon la façon dont les pressions liées à l'augmentation des coûts de l'énergie et de la construction des infrastructures se propagent dans le système.

## Répercussions pour les investisseurs

**La saga de la dette souveraine ne se limite plus aux titres à revenu fixe. Le risque touche tous les actifs et pourrait influencer sur les rendements des prochaines années.** En plus du risque d'inflation et de la politique monétaire, les investisseurs prêtent de plus en plus attention à la durabilité des budgets. Les investisseurs se demandent à juste titre si les gouvernements peuvent continuer à accroître les déficits. Cette méfiance, ainsi que d'autres facteurs, fait grimper les taux. **D'après sa trajectoire actuelle, le coût du capital pourrait demeurer structurellement plus élevé qu'il ne l'a été récemment, bien qu'il soit proche des moyennes à long terme et de celles antérieures à la crise financière mondiale.** Ce serait donc une normalisation après une période de modération prolongée.

**Contrairement aux précédentes périodes de taux d'intérêt élevés, on redoute peu (jusqu'à présent) une défaillance des pays, car les données économiques fondamentales ainsi que l'expansion à long terme de l'IA et des infrastructures soutiennent l'activité.** Cependant, un nouveau resserrement de la politique monétaire combiné à une plus grande instabilité politique (popularité grandissante des candidats d'extrême droite et d'extrême gauche ayant des approches différentes, et électorat de plus en plus divisé) et à la tendance à la démondialisation pourrait attiser la volatilité des marchés à court terme, à commencer par le marché des taux d'intérêt.

Les taux de rendement élevés, ainsi que l'évolution constante des politiques et des relations commerciales, sont propices à des erreurs; par exemple, une banque centrale pourrait maintenir ses taux trop longtemps ou les augmenter plus que nécessaire, ce qui aurait une incidence sur le potentiel de croissance du pays. Une autre réduction de l'assouplissement monétaire pourrait freiner les investissements et la croissance, si elle s'avérait inadéquate.

**À court terme, la volatilité des obligations souveraines pourrait être plus forte que d'habitude, même si elle reflète plus des enjeux structurels que des enjeux fondamentaux. Du point de vue de la diversification, les taux actuels offrent aux investisseurs des choix de placement qu'ils n'avaient pas lorsque les taux obligataires étaient considérablement plus bas. Une combinaison de titres de créance d'État et de sociétés et de titres à revenu fixe non traditionnels peut offrir une diversification intéressante dans un contexte d'incertitude.** Le risque lié au terme demeure important, de sorte qu'une durée modérée, avec une concentration en titres à court et à moyen terme, est probablement préférable.

## La semaine prochaine en Amérique du Nord

La semaine sera riche en données sur l'emploi, le logement, le commerce, la fabrication et les services. Quelle belle façon de s'occuper jusqu'à la période de publication des résultats qui débutera la semaine suivante!

|                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Lundi 28 septembre :</b>           | Rien de prévu aux <b>États-Unis</b>   Rien de prévu au <b>Canada</b>                                                                                                                                                                                             |
| <b>Mardi 29 septembre :</b>           | Indices du prix des propriétés Case-Shiller, indice de confiance des consommateurs du Conference Board, enquête JOLT aux <b>États-Unis</b>   PIB au <b>Canada</b>                                                                                                |
| <b>Mercredi 30 septembre :</b>        | Rapports nationaux sur l'emploi d'ADP, PIB, balance commerciale des biens, stocks des grossistes et des détaillants, DPC aux <b>États-Unis</b>   Rien de prévu au <b>Canada</b>                                                                                  |
| <b>Jeudi 1<sup>er</sup> octobre :</b> | Demandes hebdomadaires de prestations d'assurance-emploi, indice PMI du secteur manufacturier, indice ISM du secteur manufacturier, investissements dans la construction aux <b>États-Unis</b>   Indice PMI S&P Global du secteur manufacturier au <b>Canada</b> |
| <b>Vendredi 2 octobre :</b>           | Rapports sur l'emploi non agricole aux <b>États-Unis</b>   Rien de prévu au <b>Canada</b>                                                                                                                                                                        |



Les renseignements contenus dans le présent document sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprise. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le présent document sont purement ponctuelles et peuvent changer en tout temps. BMO Gestion privée n'est pas responsable des pertes pouvant découler de l'utilisation du présent commentaire. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans ce document ne doivent pas être considérés comme une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de services qui y sont mentionnés (y compris, sans s'y limiter, des produits de base, des titres ou d'autres instruments financiers), et ces informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments ne doivent pas être considérés comme un conseil en matière de placement ou de fiscalité ou comme une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération, ni comme une assurance ou une garantie en ce qui concerne les résultats d'une quelconque opération. Vous ne devriez pas agir sur la foi de ces renseignements ni vous y fier sans avoir obtenu les conseils d'un professionnel compétent.

BMO Gestion privée est un nom de marque du groupe d'exploitation qui comprend la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées qui offrent des produits et des services de gestion privée. Les produits et les services ne sont pas tous offerts par toutes les entités juridiques au sein de BMO Gestion privée. Les services bancaires sont offerts par l'entremise de la Banque de Montréal. Les services de gestion de placements, de planification de patrimoine, de planification fiscale et de planification philanthropique sont offerts par BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Gestion privée de placements Inc. Les services de garde de valeurs ainsi que les services successoraux et fiduciaires sont offerts par la Société de fiducie BMO. Les services et les produits d'assurance sont offerts par l'intermédiaire de BMO Services conseils en assurances et planification successorale Inc., une filiale en propriété exclusive de BMO Nesbitt Burns Inc. Les entités juridiques de BMO Gestion privée n'offrent pas de conseils fiscaux. Si vous êtes déjà un client de BMO Nesbitt Burns Inc., veuillez communiquer avec votre conseiller en placement pour obtenir plus de précisions. BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et de l'Organisme canadien de réglementation des investissements. La Société de fiducie BMO et BMO Banque de Montréal sont membres de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

« BMO (le médaillon contenant le M souligné) » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.

L'investissement dans les métaux précieux comporte une plus grande fluctuation et un plus grand potentiel de pertes.

Les analyses comparatives ne reflètent pas le rendement réel des placements, mais les résultats de l'indice sous-jacent mentionnés. On ne peut pas investir directement dans un indice.

<sup>i</sup> Capital Markets Fact Book - SIFMA (en anglais seulement)

<sup>ii</sup> ibid

<sup>iii</sup> World Economic Outlook (April 2026) - General government gross debt (en anglais seulement)

<sup>iv</sup> ibid

<sup>v</sup> US Debt Is 2x China's — Country Debt Comparison: GDP Ratio, Per Capita & Total [2026] (en anglais seulement)