

STRATÉGIES DE PLACEMENT ET ANALYSES DES TAUX D'INTÉRÊT

Les jours faciles sont derrière nous

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège, et Tiago Figueiredo, stratège macro

COMMENTAIRES

Les jours faciles sont derrière nous. Cela peut sembler inhabituel comme manière d'évoquer une année marquée par des perturbations énergétiques continues, une incertitude commerciale croissante et un cycle d'investissement en intelligence artificielle (IA) en expansion rapide. Mais les forces qui soutiennent les marchés entrent de plus en plus en collision avec les risques qu'elles étaient censées surmonter. Les nouvelles menaces pesant sur le transport maritime mondial ravivent les inquiétudes concernant l'inflation, les tarifs douaniers sont revenus au centre des préoccupations du marché et les progrès de la technologie chinoise remettent en question certaines des hypothèses qui sous-tendent le cycle d'investissement dans l'IA.

Nulle part cette tendance n'a été plus évidente que sur les marchés de l'énergie. Les investisseurs ont, à plusieurs reprises, considéré la désescalade au Moyen-Orient comme la preuve que le choc énergétique touchait à sa fin. Les prix du pétrole sont retombés, les inquiétudes concernant l'inflation se sont apaisées et l'attention s'est à nouveau portée vers la croissance résiliente et l'IA. Pourtant, rouvrir le détroit d'Ormuz et le sécuriser sont deux choses distinctes. L'alternance répétée entre perturbations et désescalade a élargi l'éventail des résultats possibles, les marchés accordant une probabilité plus élevée à l'échec d'une nouvelle normalisation. Cette incertitude pourrait persister pendant des années, jusqu'à ce que des infrastructures de rechange puissent réduire la dépendance mondiale envers le transport maritime dans le détroit d'Ormuz. Le monde finira par devenir plus résilient face à de tels chocs, mais il sera aussi moins efficace.

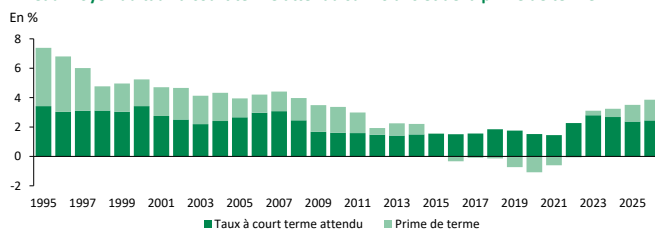
Cette transition n'est pas nécessairement plus baissière, mais elle est moins indulgente. Les rendements des obligations à long terme sont de plus en plus façonnés par l'offre de dette publique et les primes de terme, tout autant que par la politique monétaire (graphique 1). Les marchés boursiers continuent de récompenser les entreprises bien placées pour tirer profit de l'IA et d'autres déploiements dans les réseaux critiques, mais le leadership concentré et les attentes élevées laissent moins de place à la déception. Entre-temps, les tensions géopolitiques

et commerciales récurrentes rendent plus difficile pour les marchés de considérer les périodes de répit comme permanentes. L'économie mondiale a peut-être évité la récession, mais les mesures nécessaires pour absorber les perturbations passées ont rendu la prochaine étape du cycle plus coûteuse.

Graphique 1

Les primes de terme deviennent un moteur plus manifeste des rendements nominaux

Niveau moyen du taux à court terme attendu sur 10 ans et de la prime de terme*



* Les pays comprennent l'Australie, le Canada, l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis. Bloomberg et Desjardins, Études économiques

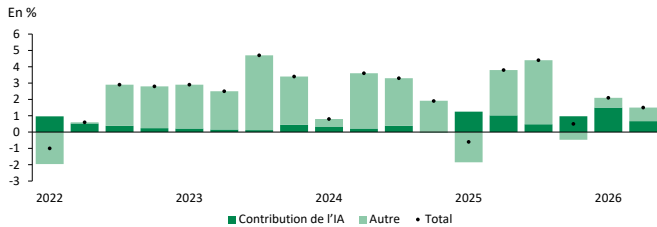
CONJONCTURE ÉCONOMIQUE ET TAUX D'INTÉRÊT

L'environnement actuel demeure difficile pour les titres à revenu fixe. Le cycle d'investissement dans l'IA devient une source clé de croissance aux États-Unis et dans d'autres pays étroitement liés à ce réseau (graphique 2 à la page 2). Les dépenses liées à la résilience et aux infrastructures d'IA ont compensé une partie des effets néfastes de la hausse des prix de l'énergie, limitant ainsi le ralentissement de l'activité économique. Mais elles ont également relevé le seuil nécessaire pour qu'une reprise conventionnelle du marché obligataire se produise. Sans une détérioration plus marquée de la croissance, l'incertitude entourant l'inflation et les besoins de financement élevés pourraient continuer à l'emporter sur l'attrait de la durée.

Graphique 2

L'investissement lié à l'IA est un contributeur plus important au PIB réel des États-Unis

Contribution de l'investissement lié à l'IA à la croissance trimestrielle du PIB aux États-Unis*



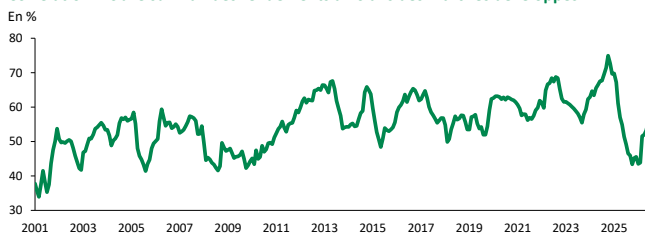
* Les composantes de l'IA comprennent la recherche et le développement, les logiciels et le matériel de traitement de l'information.
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Plus récemment, les rendements obligataires ont été façonnés par des pressions inflationnistes croissantes provenant de plusieurs sources. La hausse des prix de l'énergie fait grimper les coûts de transport et de production, les tarifs douaniers augmentent le prix des marchandises, et le déploiement de l'IA génère une demande substantielle pour l'équipement, l'énergie et l'infrastructure. Ces pressions communes ont accru le mouvement conjoint des taux obligataires dans les principales régions, particulièrement à l'extrémité longue de la courbe (graphique 3). Mais des pressions communes ne doivent pas nécessairement donner lieu à des réponses politiques communes. Pour les responsables de la politique monétaire, la clé consiste à déterminer si ces pressions persistent, dans quelle mesure elles se propagent et quel est le point de départ de l'inflation sous-jacente.

Graphique 3

Les rendements nominaux à 10 ans sont davantage corrélés

Corrélation mobile sur 1 an des rendements à 10 ans des marchés développés*



* Les pays comprennent le Canada, l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis.
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

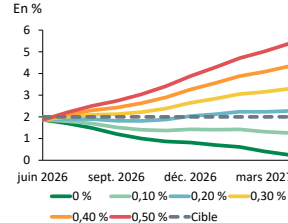
L'exposition aux pressions inflationnistes ainsi que le point de départ de la politique monétaire varient considérablement d'un territoire à l'autre. L'Europe demeure la région la plus vulnérable aux perturbations énergétiques, mais sa participation plus limitée au cycle d'investissement dans l'IA réduit cette source de pression sur la demande. L'Amérique du Nord est relativement à l'abri du choc énergétique, mais les États-Unis sont plus exposés aux pressions sur les prix découlant

des tarifs douaniers et du déploiement de l'IA. L'inflation au sud de la frontière a également un point de départ plus élevé (graphique 4), ce qui signifie qu'une faiblesse prolongée des données serait nécessaire pour que la mesure d'inflation privilégiée par la Réserve fédérale américaine (Fed) revienne à sa cible de 2 %. Le Canada a un point de départ plus favorable. L'inflation sous-jacente est considérablement moins élevée, et il faudrait des résultats anormalement vigoureux pour pousser les indicateurs au-dessus de 3 %.

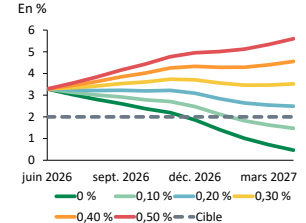
Graphique 4

Le point de départ de l'inflation est beaucoup plus bas au Canada

Scénarios de l'inflation fondamentale de la BdC au Canada



Scénarios de l'inflation fondamentale selon le PCE aux États-Unis



* Les scénarios supposent que l'inflation augmente au taux de croissance indiqué sur l'horizon de prévision.
Statistique Canada, BEA et Desjardins, Études économiques

Il est donc peu probable que ces forces inflationnistes communes entraînent des réponses politiques identiques dans toutes les régions. Nous prévoyons que la Banque centrale européenne relèvera à nouveau ses taux plus tard cette année, et que la Banque d'Angleterre reprendra également son resserrement monétaire. Ces prévisions sont globalement cohérentes avec les anticipations du marché. Notre principal point de divergence avec les attentes du marché se situe en Amérique du Nord, où les investisseurs continuent de prévoir des hausses de taux de la part de la Fed et de la Banque du Canada. Bien que notre prévision pour la Fed soit plus incertaine, nous sommes toujours d'avis que les deux banques centrales maintiendront le statu quo pour le reste de l'année.

Dans cet environnement, les obligations canadiennes continuent d'afficher une performance supérieure relative.

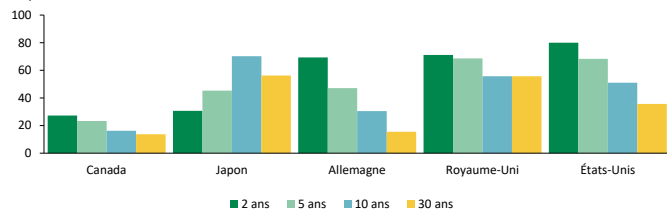
Sur l'ensemble de la courbe, les rendements des obligations canadiennes ont moins progressé, ce qui reflète probablement des pressions inflationnistes moins prononcées et une croissance économique plus faible (graphique 5 à la page 3). Les investisseurs continuent également d'exiger une compensation relativement moindre pour détenir des titres de créance canadiens à long terme (graphique 6 à la page 3). Cet avantage est particulièrement évident par rapport aux États-Unis, où une inflation plus persistante, des déficits budgétaires plus importants et l'incertitude entourant la stratégie de la Fed ont accentué la volatilité à l'extrémité longue de la courbe.

Graphique 5

Les rendements augmentent plus rapidement à l'extérieur du Canada

Variation depuis le début de l'année des rendements nominaux des obligations souveraines

En points de base



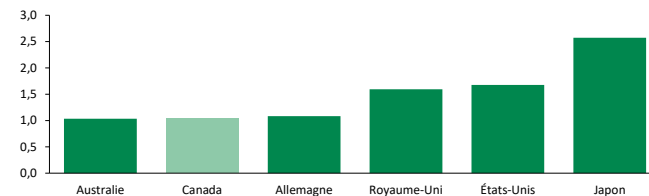
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 6

Les primes de terme canadiennes sont moins élevées que celles d'autres pays

Prime de terme de 10 ans estimée au moyen du modèle ACM*

En %



* Modèle estimé de 1995 à aujourd'hui pour l'ensemble des pays.
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Tableau 1

Prévisions : taux de détail

En %	Taux d'escompte	Taux préférentiel	Hypothèques			Épargne à terme*		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
Réalisé								
<u>Fin de mois</u>								
janvier 2026	2,50	4,45	5,84	6,05	6,09	2,45	2,52	2,75
février 2026	2,50	4,45	5,84	6,05	6,09	2,45	2,45	2,75
mars 2026	2,50	4,45	5,49	6,05	6,09	2,45	2,52	2,75
avril 2026	2,50	4,45	5,49	6,05	6,09	2,70	2,75	2,75
mai 2026	2,50	4,45	5,49	6,05	6,09	2,70	2,75	2,75
juin 2026	2,50	4,45	5,49	6,05	6,09	2,70	2,55	2,75
juillet 2026	2,50	4,45	5,49	6,05	6,09	2,70	2,55	2,75
Prévisions								
<u>Fin de trimestre</u>								
T3 2026	2,50	4,45	5,45	5,85	5,95	2,70	2,55	2,80
T4 2026	2,50	4,45	5,40	5,65	5,85	2,70	2,60	2,85
T1 2027	2,50	4,45	5,35	5,75	5,75	2,70	2,65	2,90
T2 2027	2,75	4,70	5,30	5,75	5,70	2,70	2,70	2,95
<u>Fin d'année</u>								
2026	2,50	4,45	5,40	5,65	5,85	2,70	2,60	2,85
2027	3,00	4,95	5,20	5,40	5,60	2,70	2,75	3,05
2028	3,00	4,95	5,10	5,20	5,40	2,70	2,75	3,05

* Non rachetable (annuel).

NOTE : Les prévisions de taux de détail dépendent de la relation historique avec les coûts de financement des institutions financières canadiennes et ne sont pas le reflet des stratégies de tarification du Mouvement Desjardins.

Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

TAUX DE CHANGE

Le dollar américain demeure sur une base stable après une période de faiblesse en 2025. Les nouvelles perturbations au Moyen-Orient ont soutenu la demande de liquidités, renforcé les attentes selon lesquelles les taux d'intérêt américains pourraient demeurer élevés plus longtemps et mis en évidence la sécurité énergétique relative des États-Unis. Ensemble, ces forces ont poussé le billet vert à la hausse par rapport à la plupart des principales devises, l'indice du dollar s'étant récemment approché de son sommet de 2026.

Mais la source de la demande pour le dollar américain est en train de changer. Les investisseurs étrangers sont devenus plus sélectifs quant à la détention de titres de la dette publique américaine, car les déficits budgétaires marqués, le volume élevé des émissions et le recours à des sanctions financières encourageant la diversification des réserves. Parallèlement, les capitaux continuent d'être dirigés vers les actions américaines au cœur du cycle d'investissement dans l'IA. Cette situation soutient le dollar américain, mais elle pourrait être moins durable. Contrairement à la demande provenant des réserves officielles, les flux de capitaux vers les actions sont plus sensibles aux bénéfices, aux valorisations et à la capacité des entreprises américaines à tirer profit des investissements dans l'IA. Les progrès récents des entreprises technologiques chinoises pourraient remettre en question les marges et les primes de rareté intégrées aux valorisations des entreprises technologiques américaines. Si le leadership de ces entreprises commençait à s'estomper, cela affaiblirait une source importante de demande pour le billet vert. Par contre, pour le moment, des rendements plus élevés, une sécurité énergétique relative et une demande soutenue pour les actions américaines font qu'il est difficile d'envisager un déclin durable du dollar américain.

Le dollar canadien demeure freiné par l'incertitude commerciale, et nous prévoyons une appréciation limitée cette année. Éviter une rupture des négociations entourant l'ACEUM ne revient pas à rétablir une certitude à long terme. Les plus récents droits de douane imposés sur les marchandises canadiennes étaient globalement conformes à nos attentes,

et les négociations risquent de demeurer volatiles avant qu'un accord plus durable puisse être conclu. La hausse des prix de l'énergie peut offrir un soutien, mais il est peu probable qu'elle compense entièrement l'escompte lié aux tensions commerciales actuellement intégré au dollar canadien. Nous prévoyons que le huard se raffermira de façon plus marquée l'an prochain, à mesure que l'incertitude commerciale s'estompera et que les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis rétréciront.

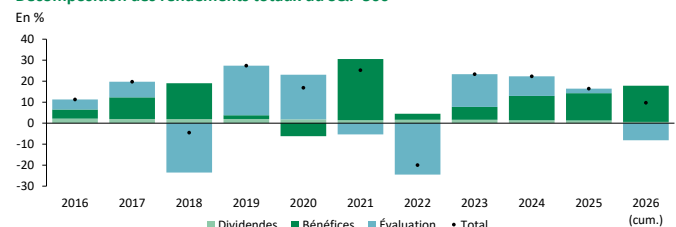
ACTIONS ET TITRES DE CRÉANCE

Les actions peuvent encore bien faire dans ce contexte. L'activité économique demeure soutenue, particulièrement aux États-Unis, ce qui a favorisé la croissance des bénéfices (graphique 7). Les entreprises liées à l'IA, à l'énergie, aux infrastructures et aux chaînes d'approvisionnement stratégiques devraient bénéficier directement de la résilience du cycle d'investissement. Mais la contrepartie est une pression haussière sur les taux d'escompte et une dispersion accrue (graphique 8 à la page 5). Il en résulte un marché capable de résister aux chocs à venir au niveau de l'indice, mais qui devient moins indulgent sous la surface.

Graphique 7

Les données fondamentales soutiennent toujours le prix des actions

Décomposition des rendements totaux du S&P 500



Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2

Prévisions : devises

Fin de période	2024	2025				2026				2027	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p
\$ CA/\$ US	1,44	1,44	1,36	1,39	1,37	1,39	1,42	1,42	1,40	1,38	1,37
\$ US/\$ CA	0,70	0,70	0,73	0,72	0,73	0,72	0,70	0,70	0,71	0,72	0,73
\$ CA/€	1,49	1,56	1,60	1,63	1,61	1,61	1,62	1,59	1,58	1,57	1,56
\$ US/€	1,04	1,08	1,18	1,17	1,17	1,16	1,14	1,12	1,13	1,14	1,14
\$ US/£	1,25	1,29	1,37	1,34	1,35	1,32	1,33	1,30	1,30	1,32	1,33

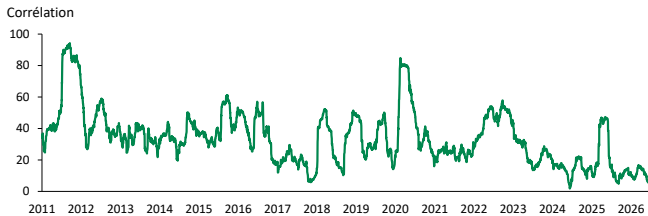
p : prévisions

Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 8

La corrélation entre les actions individuelles s'estompe

Corrélation mobile sur 3 mois des titres du S&P 500



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

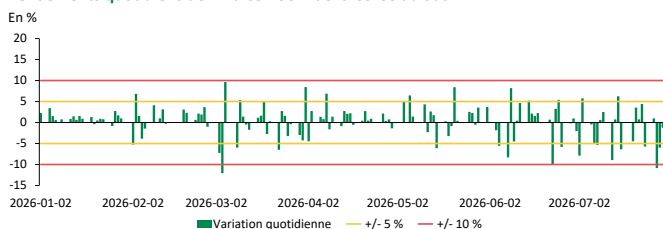
Le commerce lié à l'IA entre également dans une phase plus sélective. À la suite d'un essor extraordinaire, les titres de semi-conducteurs ont connu plusieurs épisodes de prises de profits massives. Les investisseurs font désormais la distinction entre les entreprises qui fournissent les infrastructures d'IA, peu nombreuses et convoitées, et celles qui investissent pour les utiliser. Les bénéfices des grandes entreprises de l'infonuagique illustrent le dilemme. Des prévisions de dépenses très ambitieuses soutiennent la demande pour les semi-conducteurs, les serveurs et les centres de données, mais peuvent peser sur les valorisations de ces entreprises si les investisseurs commencent à s'inquiéter des flux de trésorerie disponibles et du rendement futur de ces investissements. L'intensification de la concurrence chinoise s'ajoute aux nombreuses inquiétudes entourant les dépenses liées à l'IA.

L'effet de levier a rendu cette transition désordonnée dans certaines régions. La Corée du Sud est l'exemple le plus probant. L'enthousiasme lié à l'IA a rendu le KOSPI de plus en plus concentré dans Samsung Electronics et SK Hynix, qui ont représenté à un moment donné 50 % de l'indice de référence coréen. L'utilisation de produits à effet de levier sur des titres uniques et le recours à l'emprunt sur marge par les investisseurs particuliers ont amplifié la poussée et la correction qui a suivi (graphique 9). Les organismes de réglementation travaillent

Graphique 9

Les actions sud-coréennes connaissent une volatilité extrême

Rendements quotidiens de l'indice KOSPI de la Corée du Sud



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

maintenant à trouver des moyens d'améliorer la stabilité financière. Bien que la Corée du Sud représente un cas extrême, les mêmes préoccupations s'appliquent aux marchés américains, où la part des produits de FNB à effet de levier concentrés dans des titres technologiques est en hausse.

L'ampleur de cette accumulation rend également l'investissement dans l'IA plus sensible aux taux d'intérêt à long terme. On s'attend à ce que les dépenses en capital des grandes entreprises de l'infonuagique atteignent de 700 à 800 G\$ US environ en 2026, soit approximativement le double du montant dépensé en 2025, et une part croissante est financée sur les marchés de la dette. Ces entreprises ont eu recours aux marchés obligataires à l'échelle mondiale, privilégiant généralement les émissions à échéance plus longue. Même si ces investissements devraient soutenir les bénéfices, ils augmentent également la demande pour des ressources physiques, ce qui peut contribuer aux pressions inflationnistes. L'augmentation de l'offre d'obligations peut aussi faire grimper les primes de terme. Les deux peuvent accroître le taux d'escompte appliqué aux bénéfices liés à l'IA, créant ainsi une circularité où l'investissement soutenant le cycle rend également les évaluations plus difficiles à maintenir. Ainsi, alors que les valorisations de certains de ces géants de l'infonuagique se sont stabilisées ou se sont améliorées, les écarts de leurs swaps sur défaillance de crédit se sont élargis, reflétant ce risque.

Les exigences de financement sont de plus en plus visibles sur les marchés du crédit. Au Canada, Amazon a émis une dette record de 14 G\$ en dollars canadiens en juin, surpassant la transaction de 8,5 G\$ CA d'Alphabet effectuée seulement un mois plus tôt. Meta a également annoncé la construction d'un centre de données de plus de 13 G\$ CA en Alberta, ce qui a renforcé les attentes selon lesquelles les entreprises technologiques continueront de solliciter les marchés de capitaux canadiens pour financer leur expansion.

Le défi demeure de trouver une diversification viable en dehors de la thématique technologique. Les marchés émergents sont devenus plus dépendants du même cycle de dépenses en immobilisations liées à l'IA que celui soutenant les actions américaines, comme en témoigne l'évolution récente des cours. Les actions canadiennes demeurent un pilier essentiel de cette diversification, et nous prévoyons que leur vigueur se maintiendra jusqu'à la fin de l'année. Toutefois, les vents contraires liés au commerce devraient continuer de souffler et pourraient peser sur les rendements à court terme.

Tableau 3
Rendement en pourcentage des classes d'actifs

Fin d'année	Encaisse	Obligations	Actions canadiennes	Actions américaines	Actions internationales	Taux de change
	Bons du Trésor – 3 mois	Indice obligataire*	Indice S&P/TSX^	Indice S&P 500 (\$ US)^	Indice MSCI EAFE (\$ US)^	\$ CA/\$ US (variation en %) [†]
2014	0,9	8,8	10,6	13,7	-4,5	9,4
2015	0,5	3,5	-8,3	1,4	-0,4	19,1
2016	0,5	1,7	21,1	12,0	1,5	-2,9
2017	1,1	2,5	9,1	21,8	25,6	-6,4
2018	1,7	1,4	-8,9	-4,4	-13,4	8,4
2019	1,7	6,9	22,9	31,5	22,7	-4,8
2020	0,1	8,7	5,6	18,4	8,3	-2,0
2021	0,2	-2,5	25,1	28,7	11,8	-0,8
2022	4,3	-11,7	-5,8	-18,1	-14,0	7,2
2023	5,1	6,7	11,8	26,3	18,9	-2,2
2024	3,1	4,2	21,7	25,0	4,3	8,6
2025	2,5	2,6	31,7	17,9	32,0	-4,6
Prévisions de 2026	2,3	2,5	14,5	15,0	11,0	-2,1
Fourchette	1,5 à 3,0	1,0 à 5,0	0 à 20,0	0 à 22,0	-3,0 à 16,0	-5,0 à 0,0
Prévisions de 2027	2,6	4,0	12,0	12,0	9,4	3,7
Fourchette	1,8 à 3,5	2,0 à 7,0	-5,0 à 20,0	-5,0 à 20,0	-5,0 à 18,0	-2,0 à 5,0

* Indice des obligations universelles FTSE Canada

^ Dividendes inclus

† Négatif = appréciation, positif = dépréciation.

Bloomberg et Desjardins, Études économiques