

# STRATÉGIES DE PLACEMENT ET ANALYSES DES TAUX D'INTÉRÊT

## Est-ce qu'on y est?

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

### COMMENTAIRES

**La fermeture du détroit d'Ormuz pendant près de quatre mois nous rappelle que les chaînes d'approvisionnement les plus efficaces de l'économie mondiale sont souvent les plus fragiles.** Le monde n'est pas simplement devenu moins connecté : il a pris conscience que la connexion crée un levier d'action. Pendant des décennies, les marchés ont récompensé l'intégration mondiale parce qu'elle améliorait l'efficacité.

Mais cette perception est en train de changer. La résilience, la redondance et le contrôle deviennent de plus en plus précieux dans un contexte géopolitique où les points de passage névralgiques peuvent rapidement devenir des sources de risque macroéconomique. Pour les investisseurs, cela signifie que la diversification régionale ne suffit plus. Les portefeuilles doivent être examinés non seulement en fonction de la géographie, du secteur et de l'exposition factorielle, mais aussi en fonction de la situation des actifs par rapport aux réseaux critiques et aux points de passage névralgiques. Bien que l'exposition aux matières premières demeure un élément clé, la dépendance au réseau devient tout aussi importante.

En ce sens, se poser la question « Est-ce qu'on y est? », ce n'est pas uniquement se demander si le choc énergétique a atteint son apogée; c'est aussi se demander si les marchés ont pleinement intégré le coût du passage de l'efficacité à la résilience. La réponse, selon nous : pas encore.

### CONJONCTURE ÉCONOMIQUE ET TAUX D'INTÉRÊT

**La résilience n'est pas gratuite, ce qui rend les implications de ce changement inconfortables pour les titres à revenu fixe.** Un monde axé sur l'efficacité a eu un effet désinflationniste marginal. La transition vers un monde axé sur la résilience pourrait être inflationniste. La redondance exige des stocks plus élevés, des chaînes d'approvisionnement dupliquées, des réserves stratégiques, des dépenses de défense, des investissements dans la sécurité énergétique et le développement des infrastructures.

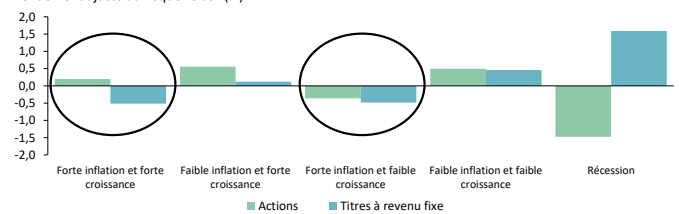
Bien que tous ces éléments puissent réduire les vulnérabilités à terme, ils seront coûteux et s'ajouteront à une liste croissante de préoccupations pour le revenu fixe. Résultat : un mélange de croissance et d'inflation moins favorable aux obligations, qui rend improbable un retour au régime prépandémique (graphique 1).

**Graphique 1**

**Les régimes d'inflation élevée ont tendance à peser sur le rendement des titres à revenu fixe**

Écart par rapport aux rendements ajustés au risque moyen à long terme de chaque régime\*

Rendement ajusté au risque relatif (%)

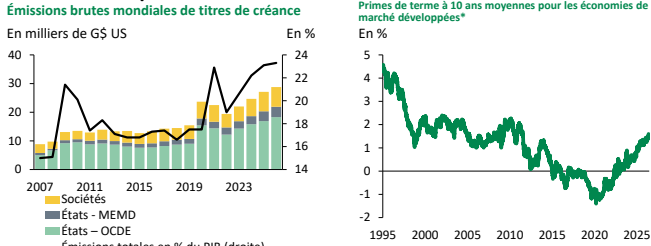


\* On estime les régimes à l'aide de la méthodologie présentée par AQR. Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Une augmentation des émissions contribue à une hausse structurelle des primes de terme.** En 2026, les émissions brutes d'obligations devraient atteindre un niveau record (graphique 2, gauche). Les gouvernements ajustent également leurs plans d'emprunt en réponse à l'évolution des besoins de financement et aux changements dans la dynamique de la demande. Parallèlement, les banques centrales absorbent une part plus faible de l'offre, laissant ainsi davantage de durée aux investisseurs sensibles aux prix. À mesure que l'offre augmente et que les banques centrales se retirent, les marchés sont susceptibles d'accorder une prime plus élevée aux États qui peuvent financer la résilience sans susciter d'inquiétudes quant à la viabilité budgétaire. Ces forces devraient continuer d'exercer une pression à la hausse sur les primes de terme et rendre les taux à long terme moins susceptibles d'évoluer en suivant les mouvements à l'extrémité courte de la courbe de rendement (graphique 2 à la page 2, droite).

**Graphique 2**

**Les émissions accrues d'obligations devraient exercer la pression à la hausse sur les primes de terme mondiales**

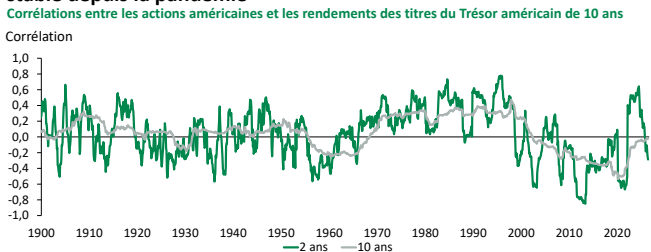


\* Les pays comprennent l'Australie, le Canada, l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis.  
MEMD : marchés émergents et marchés développés; OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques  
OCDE, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Les titres à revenu fixe continuent de jouer un rôle dans les portefeuilles, mais ce rôle s'est transformé.** Les investisseurs en obligations à long terme sont appelés à absorber simultanément une forte hausse de l'offre, une incertitude inflationniste et des chocs de croissance. Le risque dominant dépend du régime macroéconomique, ce qui permet d'expliquer pourquoi la corrélation entre les actions et les obligations est devenue moins stable (graphique 3). Les propriétés de couverture traditionnelles des titres à revenu fixe devraient se rétablir en cas de choc de croissance suffisamment majeur, mais, dans un contexte de contraintes d'approvisionnement plus fréquentes, l'ampleur du choc nécessaire est probablement plus importante aujourd'hui qu'elle ne l'était avant la pandémie.

**Graphique 3**

**La corrélation entre les actions et les obligations est beaucoup moins stable depuis la pandémie**



Université Yale et Desjardins, Études économiques

**Ce contexte plus complexe pour les titres à revenu fixe contribue à la divergence des politiques des banques centrales.** Le choc énergétique est mondial, mais les points de pression sont locaux. L'inflation, le point de départ de la politique monétaire, la dépendance aux importations d'énergie, la sensibilité des devises, la capacité budgétaire et les capacités excédentaires varient d'un territoire à l'autre. Cela a incité certaines banques centrales, comme la Banque de réserve d'Australie, la Banque de Norvège et la Banque centrale européenne, à relever leurs taux de manière proactive.

**D'autres se sont montrées plus disposées à attendre.** La Banque du Canada (BdC) a maintenu ses taux inchangés en juin, soulignant la faiblesse de l'activité économique intérieure et le manque de données probantes montrant une transmission généralisée des prix élevés de l'énergie à l'inflation sous-jacente. La Réserve fédérale américaine (Fed) connaît d'autres changements structurels, mais semble également plus encline à maintenir le statu quo. Nous maintenons nos prévisions selon lesquelles la BdC et la Fed ne modifieront pas leurs taux directeurs cette année.

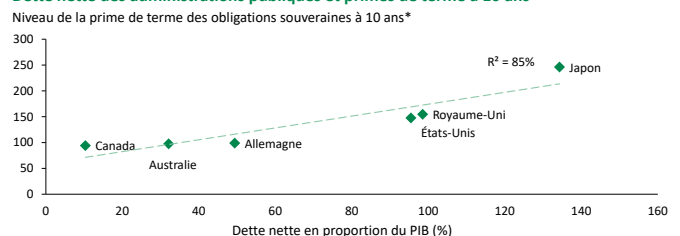
**La divergence des politiques monétaires pourrait être plus persistante en l'absence d'un choc de croissance important.** Avant la pandémie, les banques centrales étaient souvent entraînées dans la même direction par des chocs de demande communs. Dans l'environnement actuel, les chocs d'offre courants peuvent pousser les banques centrales dans des directions différentes, car le mécanisme de transmission varie selon les régions, tout comme la réponse budgétaire. En termes simples, les investisseurs doivent être plus sélectifs quant aux pays dont ils détiennent les obligations. Pour les titres à revenu fixe, il ne s'agit plus seulement de déterminer quelles économies croîtront, mais aussi lesquelles sont les plus exposées aux points de passage névralgiques, et lesquelles disposent de la crédibilité, de la capacité budgétaire et de la souplesse stratégique nécessaires pour réduire ces vulnérabilités. Il faut pour cela évaluer si les institutions sont en mesure de remplir leurs mandats, si les gouvernements disposent d'une marge de manœuvre pour dépenser au besoin, et si les pays peuvent s'adapter en trouvant de nouveaux partenaires commerciaux ainsi que d'autres sources d'énergie et de matériaux.

**Le marché des titres à revenu fixe a-t-il pleinement intégré ces nuances dans les prix?** Pas encore. Les investisseurs accordent une attention accrue à la capacité budgétaire, et les pays qui en ont moins ont tendance à afficher des primes de terme plus élevées (graphique 4). De même, si l'on en juge par

**Graphique 4**

**Les primes de terme sont plus élevées dans les pays dont le niveau d'endettement net est plus important**

**Dettes nettes des administrations publiques et primes de terme à 10 ans**



Dettes nettes en pourcentage du PIB - Estimations de 2026 tirées du *Moniteur des finances publiques* du FMI.  
\* Niveau de la prime de terme en date de juin 2026.  
FMI, 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
<b>Réalisé</b>								
<u>Fin de mois</u>								
novembre 2025	3,00	4,95	5,84	6,05	6,09	2,45	2,45	2,75
décembre 2025	2,75	4,70	5,84	6,05	6,09	2,45	2,52	2,75
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
<b>Prévisions</b>								
<u>Fin de trimestre</u>								
T2 2026	2,50	4,45	5,49	6,05	6,09	2,70	2,55	2,75
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	2,55	2,85
T1 2027	2,50	4,45	5,35	5,75	5,75	2,70	2,60	2,90
<u>Fin d'année</u>								
2026	2,50	4,45	5,40	5,65	5,85	2,70	2,55	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

les flux étrangers, le comportement des investisseurs indique que la capacité budgétaire devient un élément clé, en particulier là où des niveaux d'endettement plus faibles et une meilleure crédibilité institutionnelle facilitent l'absorption des nouvelles obligations par les marchés.

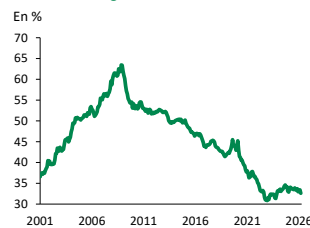
renforcer ce point. Mais d'un autre côté, le billet vert est toujours soutenu par les flux de capitaux vers les actions américaines (graphique 5, droite). Bien que l'intérêt de certains investisseurs étrangers pour la durée américaine ait diminué, l'appétit pour les actifs américains dans leur ensemble demeure fort.

**TAUX DE CHANGE**

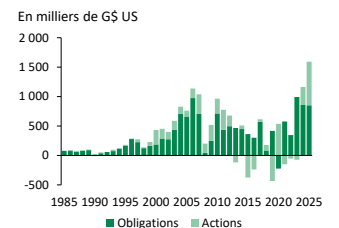
**Cette distinction entre vulnérabilité budgétaire et pertinence stratégique est particulièrement importante lorsqu'il s'agit d'actifs américains.** Les marchés américains sont les plus importants et les plus liquides au monde, mais le regard porté sur les bons du Trésor est moins indulgent. Des déficits accrus, des émissions massives et des sanctions liées au dollar américain sont quelques-unes des raisons pour lesquelles les investisseurs étrangers se détournent des titres du Trésor américain (graphique 5, gauche). La diversification des réserves des banques centrales, y compris le rôle croissant de l'or, vient

**Graphique 5**
**Les investisseurs étrangers s'éloignent des obligations américaines et achètent des actions**

Détention étrangère de titres du Trésor américain



Transactions étrangères annuelles sur des actifs américains



Treasury International Capital (TIC), Département du Trésor américain et Desjardins, Études économiques

**Tableau 2**
**Prévisions : devises**

Fin de période	2024		2025				2026				2027
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p
\$ CA/\$ US	1,35	1,44	1,44	1,36	1,39	1,40	1,37	1,38	1,39	1,38	1,34
\$ US/\$ CA	0,74	0,70	0,70	0,73	0,72	0,71	0,73	0,72	0,72	0,72	0,75
\$ CA/€	1,51	1,49	1,55	1,60	1,63	1,62	1,62	1,59	1,60	1,63	1,63
\$ US/€	1,12	1,04	1,08	1,17	1,17	1,16	1,18	1,15	1,15	1,18	1,22
\$ US/£	1,34	1,25	1,29	1,37	1,34	1,32	1,34	1,28	1,30	1,30	1,35

p : prévisions

Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Alors, sommes-nous sur le point d'assister à une nouvelle faiblesse du dollar américain? Pas à court terme.** Les détenteurs officiels, dont les banques centrales, les caisses de retraite publiques et certains fonds souverains, s'éloignent peut-être des bons du Trésor de façon marginale, mais les investisseurs mondiaux continuent de se tourner vers les actions américaines, car les États-Unis demeurent au cœur des réseaux d'IA. Tant que ce soutien aux actions se maintient, une nouvelle baisse marquée du dollar américain pourrait être difficile à maintenir. Il est plus probable que le dollar américain évolue dans une fourchette au cours de l'été avant de s'affaiblir davantage l'an prochain.

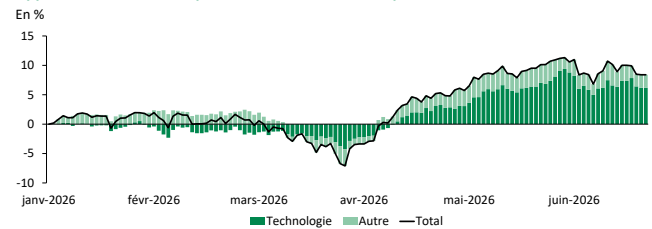
**Pour le dollar canadien, le principal risque demeure les négociations liées à l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) cet été.** Il est peu probable que l'accord soit prolongé d'ici l'échéance du 1<sup>er</sup> juillet, et les négociations pourraient se poursuivre pendant un certain temps. Cette situation devrait maintenir la pression sur le huard au cours de l'été. Mais si les négociations aboutissent à un cadre plus stable, le dollar canadien devrait être en mesure de terminer l'année en force.

**ACTIONS ET TITRES DE CRÉANCE**

**Si les marchés obligataires commencent à intégrer le coût de la résilience, les marchés boursiers paient pour les gagnants.** Du côté du revenu fixe, les investisseurs exigent une plus grande compensation pour une multitude de facteurs liés à la résilience. Du côté des actions, ils sont plus disposés à accepter un risque de concentration lorsque celui-ci est soutenu par de solides projections de bénéfices et une exposition aux réseaux critiques. Cela est particulièrement évident aux États-Unis, où les écosystèmes liés à la technologie continuent de dominer en termes de bénéfices et de prix à l'échelle des indices (graphique 6). Mais cette configuration comporte un risque. Les gains des actions demeurent fortement concentrés et, bien que les valorisations se soient améliorées, il y a peu de marge pour des déceptions.

**Graphique 6**
**Le secteur technologique est le moteur du rendement de l'indice S&P 500**

Apport des secteurs à la performance de l'indice depuis le début de l'année

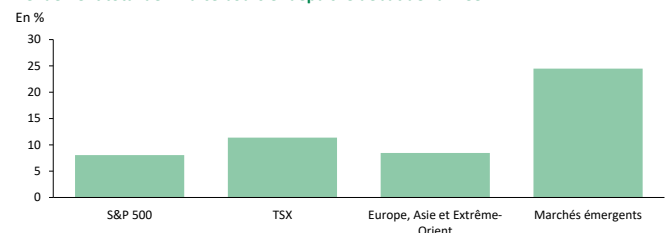


Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Mais il ne s'agit pas seulement d'une histoire américaine.** Taiwan et la Corée ont contribué à la surperformance des marchés émergents en raison de leur position centrale dans le cycle du matériel d'IA, tandis que la Chine conserve une importance stratégique grâce à sa domination des terres rares, des batteries et des chaînes d'approvisionnement industrielles (graphique 7). Les marchés émergents offrent une exposition de plus en plus grande aux éléments essentiels du cycle d'investissement mondial plutôt qu'une exposition générique au marché, ce qui réduit certains des avantages de la diversification. Ces marchés ont surperformé, mais cette performance est de plus en plus tributaire du même cycle de dépenses en capital liées à l'IA qui soutient les actions américaines.

**Graphique 7**
**Les indices des marchés émergents ont offert des rendements supérieurs cette année**

Rendement total de l'indice boursier depuis le début de l'année



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**L'Europe n'est pas le meilleur endroit pour s'exposer aux entreprises au cœur des réseaux mondiaux actuels les plus importants, mais elle demeure une couverture utile.**

La région est plus vulnérable au choc énergétique et a moins de liens directs avec le matériel et les réseaux de plateformes liés à l'IA que les investisseurs récompensent actuellement. Mais c'est également là que le compromis en matière de diversification devient important. L'Europe peut jouer un rôle de stabilisateur si le risque de concentration devient un problème. Certaines parties du marché européen continuent de profiter du thème de la résilience grâce à l'augmentation des dépenses d'infrastructure, et ces secteurs attirent des capitaux.

**Le Canada sert également de couverture, mais de couverture imparfaite.**

La forte exposition du TSX aux secteurs de la finance, de l'énergie et des matériaux lui confère un profil de rendement différent de celui des marchés boursiers américains ou nord-asiatiques. Le marché canadien profite de plusieurs ingrédients requis pour renforcer la résilience, notamment l'énergie, les métaux et l'intermédiation financière. Mais ces avantages n'isolent pas complètement les actions canadiennes

d'une faible croissance intérieure ou des incertitudes liées au commerce avec les États-Unis, deux éléments qui pourraient engendrer de la volatilité au cours des prochains mois.

**Les marchés du crédit racontent une histoire similaire.**

Les émissions liées à l'IA ont déjà dépassé le total de l'année dernière et, bien que les écarts de taux des titres technologiques aient moins bien fait que ceux d'autres secteurs, ils demeurent historiquement serrés. Les investisseurs sont toujours disposés à absorber l'offre lorsqu'elle est liée à la mise en place de l'infrastructure d'IA (graphique 8 à la page 6). Au Canada, les émissions des géants de l'infonuagique ont entraîné une accélération considérable de l'offre de titres de sociétés par rapport au rythme de l'an dernier, tandis que les emprunteurs provinciaux ont continué d'émettre davantage à l'étranger, réduisant ainsi la part de l'encours libellée en dollars canadiens. Nous demeurons relativement neutres à l'égard des écarts des obligations de sociétés en général.

### 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 %) <sup>†</sup>
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	2,8	14,5	15,0	11,0	-0,7
Fourchette	1,5 à 3,0	1,0 à 5,2	0 à 20,0	0 à 22,0	-3,0 à 16,0	-5,0 à 1,0
Prévisions de 2027	2,6	4,2	13,0	13,0	9,4	3,0
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	-3,0 à 4,5

\* Indice des obligations universelles FTSE Canada

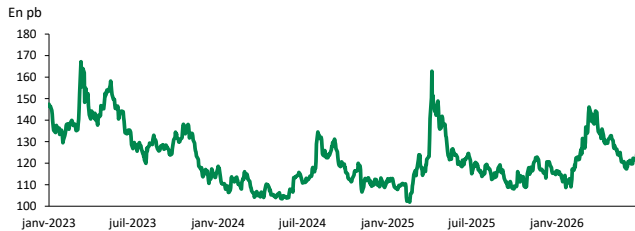
^ Dividendes inclus

† Négatif = appréciation, positif = dépréciation.

Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 8**
**Les écarts obligataires du secteur technologique sont restés dans une fourchette étroite malgré l'augmentation des émissions**

Écart ajusté en fonction des options de l'indice du secteur technologique américain (catégorie investissement)



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Alors, le sentiment à l'égard du risque a-t-il atteint un point de bascule? Pas encore tout à fait.**

Les hausses spéculatives se terminent généralement lorsque la croissance déçoit, que les émissions deviennent excessives ou que la politique monétaire se resserre au point de remettre en question le récit sous-jacent. Aucun de ces facteurs ne décrit pleinement l'environnement actuel. La croissance a ralenti, mais pas à des niveaux inquiétants, les émissions sont en hausse, mais pas encore extrêmes, et les banques centrales affichent une fermeté prudente plutôt qu'une posture délibérément restrictive. Néanmoins, chaque risque semble plus près de nous qu'il ne l'était il y a quelques mois. La prime liée aux réseaux peut continuer à soutenir les actions, mais la marge de manœuvre est plus mince. Les investisseurs sont toujours récompensés pour le fait de détenir des réseaux critiques, mais le marché devient plus vulnérable à la déception si les attentes concernant l'IA sont revues à la baisse, si moins d'entreprises voient leurs perspectives de bénéfices s'améliorer, ou si la croissance ralentit de manière plus décisive.