

STRATÉGIES DE PLACEMENT ET ANALYSES DES TAUX D'INTÉRÊT

Des perturbations sans catastrophe?

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège,
Tiago Figueiredo, stratège macro, et Oskar Stone, associé en stratégie macro

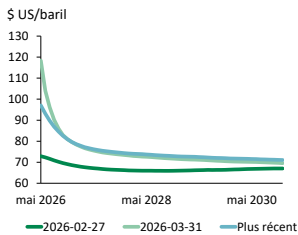
COMMENTAIRES

La guerre au Moyen-Orient est passée d'un conflit cinétique à une lutte de pouvoir. La désescalade militaire ne s'est pas encore traduite par une normalisation du trafic maritime. Et même si les deux parties semblent ouvertes à négocier, l'approvisionnement énergétique a peu de chances de se rétablir rapidement. Les infrastructures endommagées et les puits fermés continueront de limiter la production, ce qui prolongera les pénuries jusqu'à l'année prochaine et maintiendra les prix de l'énergie à un niveau élevé (graphique 1).

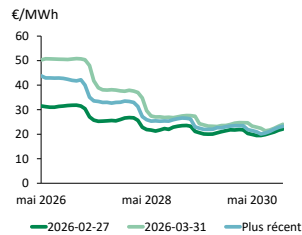
Graphique 1

Les perturbations énergétiques devraient se prolonger

Contrats à terme sur le pétrole Brent européen



Contrats à terme sur le gaz naturel TTF néerlandais



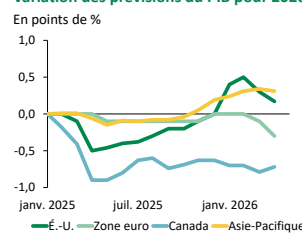
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Les marchés semblent avoir largement intégré ce scénario dans les prix. Le narratif dominant suppose un processus de paix s'accompagnant d'une légère poussée inflationniste, plutôt qu'un coup dur pour l'activité économique. Cette hypothèse est conforme à des attentes de croissance plus faible en Europe et en Asie, et à une hausse de l'inflation dans la plupart des régions (graphique 2). Il faudrait probablement encore quelques mois de fermeture complète du détroit d'Ormuz pour que les risques deviennent plus extrêmes, et la normalisation graduelle demeure le scénario le plus probable.

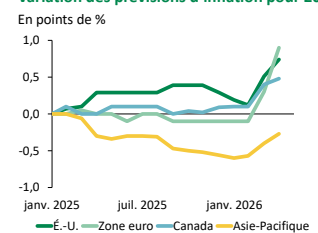
Graphique 2

Croissance et inflation : les attentes divergent selon les régions

Variation des prévisions du PIB pour 2026



Variation des prévisions d'inflation pour 2026



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

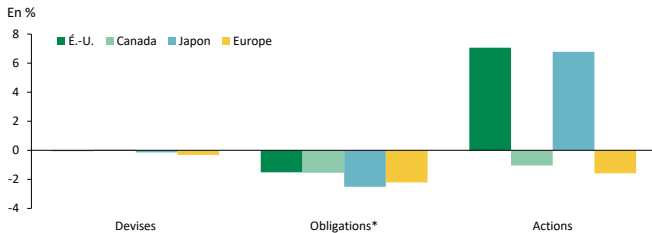
Le choc énergétique en cours demeurera un facteur clé de la performance des différentes classes d'actifs, en accentuant les écarts entre les régions en fonction de leur dépendance énergétique. En parallèle, cette crise de l'énergie est devenue le premier véritable test de résistance macroéconomique du thème de l'intelligence artificielle (IA) en 2026 – un test que les actions liées à l'IA ont réussi jusqu'à maintenant. Les marchés de titres à revenu fixe et des devises, qui sont plus étroitement liés à la conjoncture économique sous-jacente, reflètent plus clairement que le marché boursier le compromis continu entre croissance et inflation. Même si les actions intègrent, dans une certaine mesure, les prix plus élevés de l'énergie, l'effet négatif sur les bénéfices futurs est de plus en plus compensé, dans les indices, par l'accroissement de la demande liée à l'IA (graphique 3 à la page 2).

La diversification devient donc plus sélective. La réduction de l'exposition aux actifs américains demeure un objectif stratégique, mais diversifier ne se limite plus à simplement répartir le risque entre les régions. Le rebond des actions liées à l'IA a fait grimper le coût d'opportunité associé à la sous-pondération des actifs américains, à un moment où la hausse des prix de l'énergie mine les perspectives de l'Europe et de plusieurs

Graphique 3

Les actifs nord-américains continuent d'afficher une performance supérieure

Performance des classes d'actifs depuis l'escalade au Moyen-Orient

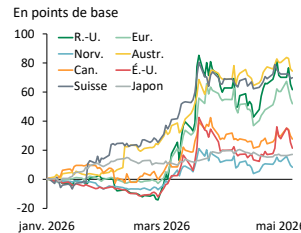


* On utilise les obligations allemandes pour l'Europe. Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 4

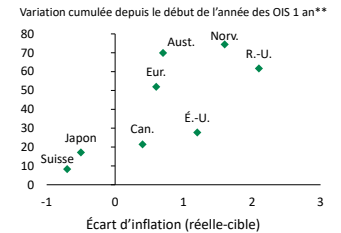
La variation des anticipations du marché concernant les banques centrales reflète les points de départ en matière d'inflation

Variation du swap à un jour 1 an depuis le début de l'année



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Variation des attentes du marché concernant les banques centrales et écart d'inflation*



* L'écart d'inflation est la différence entre l'inflation réelle et la cible de la banque centrale; ** Swaps Bloomberg et Desjardins, Études économiques

économies asiatiques. Dans l'ensemble, les États-Unis sont en bonne posture dans ce contexte. Les secteurs qui dominent les indices américains sont les mêmes qui bénéficient des vents favorables structurels liés à l'IA tout en étant moins exposés aux vents contraires liés à l'énergie. Cela suggère que la diversification hors des titres américains doit être plus étroite, les investisseurs recherchant une exposition à des marchés ou secteurs qui profitent du développement de l'IA ou qui sont moins vulnérables à la hausse des prix de l'énergie. Tant que les marchés de l'énergie ne se seront pas normalisés, le narratif connu selon lequel il n'existe pas de solution de rechange aux titres américains (désigné TINA, pour « *There Is No Alternative* ») risque de refaire surface, et les capitaux pourraient alors retourner aux États-Unis.

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE ET TAUX D'INTÉRÊT

Le ralentissement de la croissance n'est plus suffisant pour garantir le rendement des titres à revenu fixe.

Les chocs d'offre persistants font partie intégrante du nouveau contexte macroéconomique, et les investisseurs en titres à revenu fixe doivent composer avec de plus grands risques haussiers pour l'inflation. Ainsi, les obligations sont devenues une catégorie d'actifs plus convexe, dont le rendement n'est notable que lorsqu'un choc fait place à un régime désordonné ou à une récession.

Les points de départ différents d'une région à l'autre compliquent davantage le tableau.

En Europe et dans les parties de l'Asie plus sensibles au prix de l'énergie, il sera plus difficile pour les titres à revenu fixe de retrouver leur rôle de couverture traditionnel. Les banques centrales de ces régions se concentrent sur leur crédibilité et sur les effets d'une inflation de second tour en contexte de chocs énergétiques importés. En Amérique du Nord, les banquiers centraux ont plutôt évoqué la patience et la volonté de tolérer la hausse de l'inflation globale pendant qu'ils recueillent davantage de données sur les conséquences de ce choc. Ces différentes approches sont surtout visibles dans la divergence des attentes concernant les banques centrales (graphique 4).

En l'absence de récession, les occasions les plus attrayantes dans les titres à revenu fixe seront probablement relatives plutôt que directionnelles.

Les mêmes chocs économiques se manifestent partout, mais sont filtrés par différents cadres politiques. Même advenant une réouverture prochaine du détroit d'Ormuz, les prix de l'énergie mettront du temps à se normaliser, ce qui maintiendra les rendements obligataires européens et asiatiques à des niveaux plus élevés. Une fois ce choc passé, les titres à revenu fixe nord-américains devraient pivoter vers d'autres facteurs fondamentaux, comme les risques baissiers pour la croissance, plus rapidement que ceux d'autres régions dépendantes sur le plan énergétique. À mesure que les perturbations du marché de l'énergie s'atténueront, les corrélations des titres à revenu fixe mondiaux devraient commencer à diminuer.

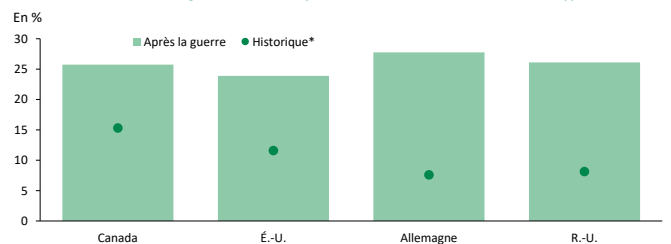
La Banque du Canada (BdC) semble toujours disposer de la plus grande flexibilité, mais le marché obligataire est moins convaincu.

Les décideurs ont clairement indiqué que la hausse des prix de l'énergie à elle seule ne déclenchera probablement pas d'action de leur part, à moins que les prix du pétrole demeurent élevés pendant une période prolongée et que les pressions inflationnistes se répandent. Pourtant, l'évolution des titres à revenu fixe canadiens continue d'être étroitement liée à celle des prix du pétrole (graphique 5), ce qui suggère que

Graphique 5

Le marché intègre une transmission accrue de la hausse des prix du pétrole à l'économie canadienne

Corrélation entre les taux des obligations de 2 ans et les prix des contrats à terme sur le WTI à échéance rapprochée



* Les données historiques remontent à 2015. Bloomberg et Desjardins, Études économiques

les marchés accordent toujours un poids important au mandat unique de maîtrise de l'inflation ainsi qu'aux avantages liés aux termes de l'échange. Le risque que les taux soient relevés plus tard cette année ne peut donc pas être écarté, mais il demeure conditionnel. Le Canada est peut-être le pays le mieux placé pour absorber le choc, mais son marché obligataire se comporte toujours comme si le pétrole avait un effet macroéconomique plus positif que ce que la BdC elle-même semble croire. Nos prévisions tablent encore sur un maintien du statu quo par la BdC cette année, ce qui devrait faire baisser les taux hypothécaires plus tard en 2026.

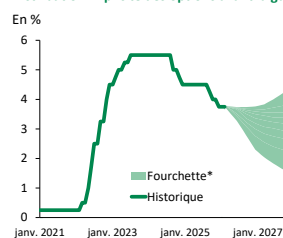
Aux États-Unis, le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) est de plus en plus divisé. La décision d'avril a donné lieu à quatre votes dissidents – le nombre le plus élevé depuis les années 1990 –, alors que les préoccupations à l'égard des risques haussiers pour l'inflation, alimentées par les prix élevés de l'énergie, continuent de s'intensifier parallèlement à la stabilisation du marché du travail. Les conditions financières se sont grandement assouplies en avril, renversant en grande

partie le resserrement observé en mars. Nous prévoyons toujours une baisse de taux par la Fed cette année, mais cette prévision demeure fortement conditionnelle à la trajectoire des prix de l'énergie (graphique 6).

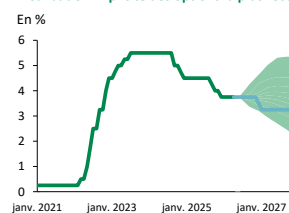
Graphique 6

Les marchés intègrent maintenant des risques plus élevés de hausses de taux aux États-Unis

Distribution implicite des options avant la guerre



Distribution implicite des options la plus récente



En %
 * Fourchette entre les 10^e et 90^e percentiles. Distribution des taux des fonds fédéraux inférée à partir des options sur les contrats à terme SOFR.
 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>								
octobre 2025	3,00	4,95	6,09	6,05	6,09	2,45	2,45	2,75
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
Prévisions								
<u>Fin de trimestre</u>								
T2 2026	2,50	4,45	5,50	6,00	6,10	2,70	2,75	2,75
T3 2026	2,50	4,45	5,50	5,85	5,95	2,70	2,75	2,80
T4 2026	2,50	4,45	5,40	5,65	5,85	2,70	2,75	2,85
T1 2027	2,75	4,70	5,35	5,75	5,75	2,70	2,80	2,90
<u>Fin d'année</u>								
2026	2,50	4,45	5,40	5,65	5,85	2,70	2,75	2,85
2027	3,00	4,95	5,20	5,40	5,60	2,70	2,80	3,05
2028	3,00	4,95	5,10	5,20	5,40	2,70	2,80	3,05

* Non rachetable (annuel).

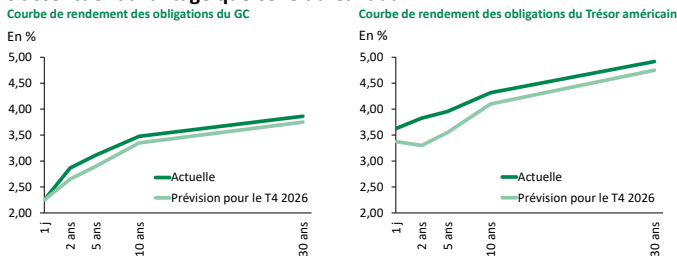
NOTE : Les prévisions de taux de détail dépendent de la relation historique avec les coûts de financement des institutions financières canadiennes et ne sont pas le reflet des stratégies de tarification du Mouvement Desjardins.

Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

La conviction à l'égard d'une courbe américaine plus prononcée se renforce également. Un régime de communication moins prévisible de la Fed, une incertitude accrue quant à sa fonction de réaction et une diminution de son empreinte sur le marché des bons du Trésor sont autant de facteurs plaidant en faveur de primes de terme plus élevées, même si les rendements à court terme ne baissent pas davantage à la suite de nouvelles réductions de taux (graphique 7).

Graphique 7

La courbe de rendement des obligations américaines devrait s'accroître davantage que celle du Canada



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

TAUX DE CHANGE

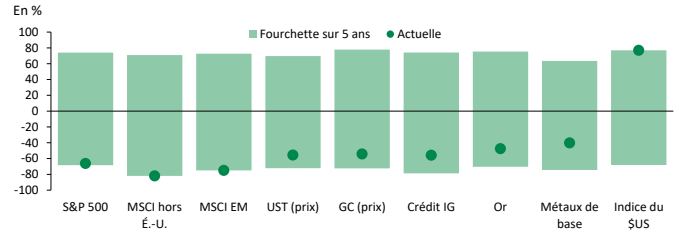
Le dollar américain a été l'une des couvertures liquides les plus évidentes contre la poussée des prix de l'énergie.

Depuis le début de la guerre, sa relation avec le pétrole est devenue nettement positive, reflétant à la fois la demande pour des valeurs refuges et le fait que l'économie américaine est relativement à l'abri du choc énergétique (graphique 8). Malgré tout, le dollar américain n'a pas réussi à sortir de façon décisive de sa récente fourchette de négociation. Sa progression restera tributaire des prix de l'énergie. Des perturbations continues lui seraient vraisemblablement favorables, à la fois par le biais de flux de valeur refuge et d'un retour vers les actifs américains, selon la dynamique TINA décrite ci-dessus. À l'inverse, une normalisation

Graphique 8

Le dollar américain a été la couverture liquide la plus évidente contre la hausse des prix du pétrole

Corrélation des classes d'actifs avec le pétrole*



* Corrélation mobile sur 1 mois avec le prix du pétrole WTI (West Texas Intermediate). Bloomberg et Desjardins, Études économiques

plus durable des marchés de l'énergie entraînerait probablement un nouvel affaiblissement du billet vert au fil du temps.

Le dollar canadien devrait conserver un biais haussier à moyen terme, mais avec une volatilité accrue à court terme.

Les risques liés à la révision de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) devraient créer du bruit au cours des prochains mois, mais le resserrement des écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis pourrait encore apporter du soutien si les marchés continuent d'intégrer la possibilité que la BdC relève ses taux plus tard cette année. Par conséquent, le chemin vers un huard plus vigoureux ne sera probablement pas linéaire, surtout si l'incertitude commerciale s'intensifie ou si les prix du pétrole reculent plus brusquement que prévu.

ACTIONS ET TITRES DE CRÉANCE

Les marchés boursiers concilient l'élan renouvelé des titres liés à l'IA et les vents contraires induits par la hausse des prix de l'énergie.

Les États-Unis ont surclassé les indices de référence du reste du monde, les investisseurs ayant récemment vendu des actions européennes et asiatiques au profit d'actions nord-américaines (graphique 9 à la page 5, gauche). Des bénéfices en forte hausse et une meilleure protection contre les

Tableau 2

Prévisions : devises

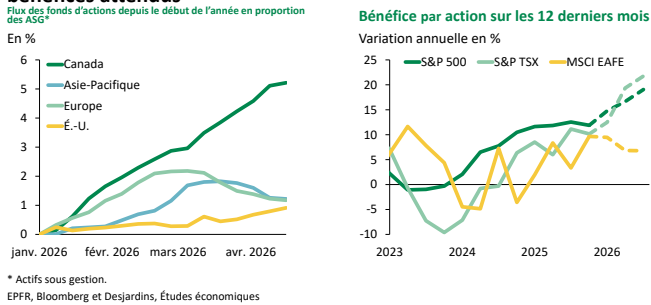
Fin de période	2024		2025				2026				2027
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p
\$ CA/\$ US	1,35	1,44	1,44	1,36	1,39	1,37	1,39	1,38	1,37	1,35	1,33
\$ US/\$ CA	0,74	0,70	0,70	0,73	0,72	0,73	0,72	0,72	0,73	0,74	0,75
\$ CA/€	1,51	1,49	1,55	1,60	1,63	1,62	1,61	1,59	1,58	1,59	1,58
\$ US/€	1,11	1,04	1,08	1,18	1,17	1,17	1,16	1,15	1,15	1,18	1,19
\$ US/£	1,34	1,25	1,29	1,37	1,34	1,35	1,32	1,28	1,30	1,30	1,32

p : prévisions

Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 9

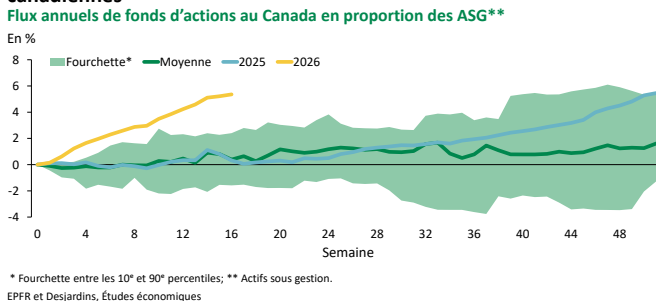
La surperformance des États-Unis est attribuable à la hausse des bénéfices attendus



vents contraires macroéconomiques sont des caractéristiques intéressantes des actions nord-américaines (graphique 9, droite). Bien que les préoccupations liées à la concentration aux États-Unis n'aient pas disparu, elles sont devenues plus faciles à tolérer avec le récent rebond des entreprises liées à l'IA.

Graphique 10

Les investisseurs continuent de mettre leur argent dans les actions canadiennes



Le TSX devrait continuer de surclasser le S&P 500 cette année, bien que l'écart de rendement se soit rétréci.

Les attentes de bénéfices pour le TSX demeurent solides, principalement grâce au secteur des matériaux. Ce lien du marché avec les actifs réels demeure une caractéristique attrayante des actions canadiennes et a contribué à un bond sans précédent des achats (graphique 10). Alors que la relance du thème de l'IA nous a forcés à relever nos cibles de fin d'année pour le S&P 500, nos attentes demeurent mitigées.

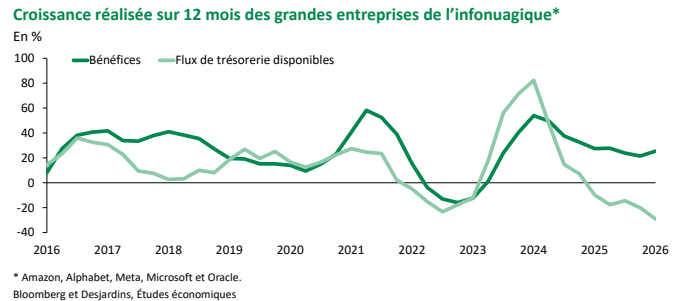
Le principal risque pesant sur nos perspectives pour les actions est que l'équilibre entre IA et énergie soit rompu.

Si les prix de l'énergie demeurent élevés assez longtemps pour accroître sensiblement les risques extrêmes pour la croissance, ou si la demande liée à l'IA et sa capacité à être monétisée commencent à décevoir, les marchés boursiers seront probablement moins enclins à fermer les yeux sur la concentration et moins indulgents à l'égard du leadership américain. Ce risque baissier est amplifié par le virage vers des

dépenses d'investissement financées par la dette, qui représente un changement structurel dans les bilans de nombreuses entreprises liées à l'IA (graphique 11).

Graphique 11

L'accent est de plus en plus mis sur le bilan des entreprises liées à l'IA



Les marchés du crédit racontent une histoire similaire. Les écarts des obligations de sociétés se sont resserrés en avril dans un contexte d'assouplissement des conditions financières. Même s'ils demeurent plus importants qu'avant la guerre, les écarts demeurent historiquement serrés aux États-Unis et au Canada, ce qui confirme le thème général de perturbations sans catastrophe.

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	2,8	13,0	11,5	7,0	-1,5
Fourchette	1,5 à 3,0	1,0 à 5,2	-5,0 à 18,0	-7,0 à 18,0	-8,0 à 12,0	-7,0 à 0,0
Prévisions de 2027	2,6	4,2	14,5	13,0	11,0	-3,7
Fourchette	1,8 à 3,5	2,0 à 7,0	3,0 à 21,0	0,0 à 20,0	0,0 à 20,0	-7,0 à 0,0

* Indice des obligations universelles FTSE Canada

[^] Dividendes inclus

[†] Négatif = appréciation, positif = dépréciation.

Bloomberg et Desjardins, Études économiques