

STRATÉGIES DE PLACEMENT ET ANALYSES DES TAUX D'INTÉRÊT

Des destins divergents

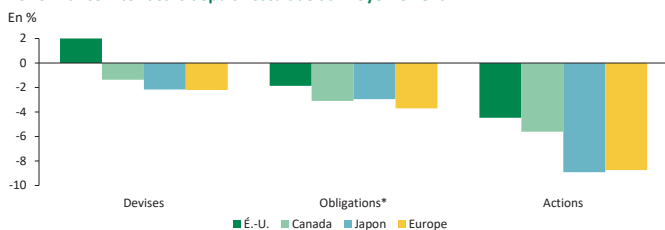
Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège,
Tiago Figueiredo, stratège macro, et Oskar Stone, associé en stratégie macro

Le monde actuel, plus sensible aux chocs, engendre la volatilité que nous attendions, mais pour des raisons différentes de celles prévues au départ. La dernière poussée des prix de l'énergie a touché les actifs et les régions de manière inégale. Les marchés le constatent du point de vue des termes des échanges : les exportateurs d'énergie sont récompensés et les importateurs d'énergie écopent. L'Amérique du Nord, du fait de son approvisionnement intérieur abondant, s'est bien tirée d'affaire, alors que l'Europe et une grande partie de l'Asie, qui dépendent davantage des importations d'énergie, se sont trouvées à la traîne (graphique 1).

Graphique 1

Les actifs nord-américains ont produit d'excellents résultats en mars

Performance inter-actifs depuis l'escalade au Moyen-Orient



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

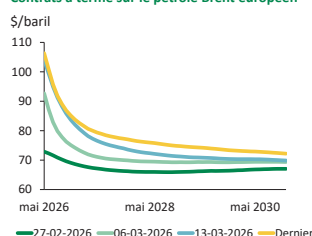
Le marché réagit en fonction de l'inflation et sous-évalue les risques de croissance. D'un pays à l'autre, les taux à court terme ont fait l'objet d'une forte réévaluation, sous l'impulsion de l'Europe, à mesure que les investisseurs ont cessé d'anticiper des réductions et envisagé de nombreuses hausses d'ici la fin de l'année. Les effets directs et immédiats alimentent l'inflation, mais un prolongement des perturbations menace de plus en plus la croissance économique en raison de la hausse des coûts et du resserrement des conditions financières qui en découlent. Notre scénario de base continue de privilégier une désescalade, mais les

dernières frappes visant des infrastructures énergétiques du Golfe pourraient entraîner un élargissement de ces perturbations bien au-delà des voies maritimes du détroit d'Ormuz (graphique 2).

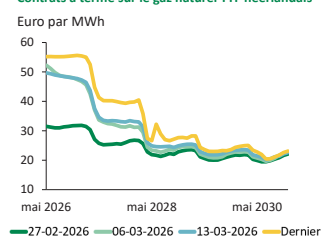
Graphique 2

Les contrats à terme envisagent de plus longues perturbations dans les marchés de l'énergie

Contrats à terme sur le pétrole Brent européen



Contrats à terme sur le gaz naturel TTF néerlandais



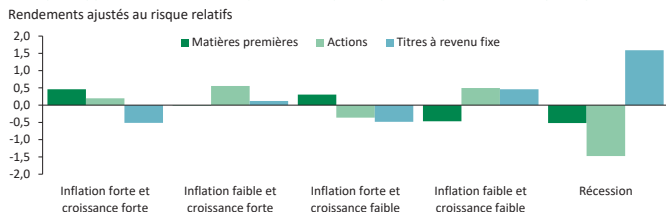
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

À ce stade, les scénarios possibles sont nombreux et variés. Pour étayer nos points de vue, nous introduisons un cadre de classification des régimes et comparons les rendements ajustés en fonction du risque de l'ensemble des actifs à leurs moyennes à long terme (graphique 3 à la page 2). La suite s'avère incertaine. Toutefois, compte tenu de l'accentuation des risques de récession, nous observons une baisse asymétrique pour les actions et une hausse du même genre pour les titres à revenu fixe.

Graphique 3

La trajectoire est nébuleuse, mais les risques favorisent davantage les titres à revenu fixe

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



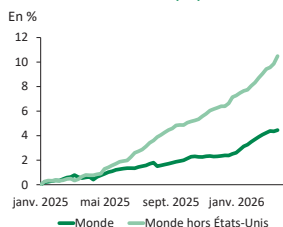
* On estime les régimes à l'aide de la méthodologie présentée par AQR. Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Nous sommes cependant toujours d'avis que les investisseurs poursuivent leur diversification en délaissant les actifs américains. En effet, les fonds mondiaux constitués d'actions et d'obligations ne provenant pas des États-Unis continuent d'attirer des capitaux (graphique 4). Cela dit, l'Europe doit maintenant composer avec des obstacles plus importants, et d'autres perturbations dans le secteur de l'énergie pourraient retarder la rotation en cours.

Graphique 4

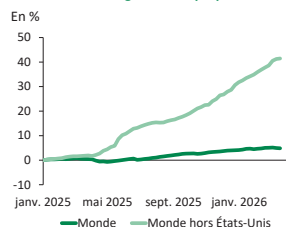
Poursuite de la rotation pour délaissier les actifs américains

Flux des fonds d'actions en proportion des ASG



ASG : actifs sous gestion
EPFR et Desjardins, Études économiques

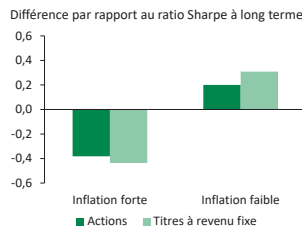
Flux des fonds obligataires en proportion des ASG



Graphique 5

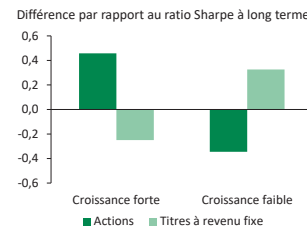
Les répercussions négatives sur la croissance tendent à favoriser une hausse des titres à revenu fixe

Corrélation positive entre les actions et les obligations



NOTE : Les régimes sont classés à l'aide de la méthodologie d'AQR. Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Corrélation négative entre les actions et les obligations

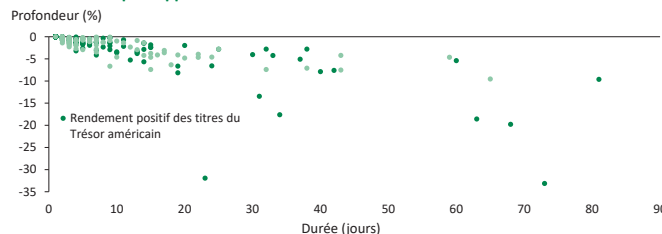


Le rôle des obligations dans les portefeuilles a changé. En effet, les corrélations entre les rendements obligataires et boursiers ne sont plus systématiquement négatives, et les rendements sont plus élevés aujourd'hui et génèrent plus de revenus. Plus important encore, la durée compense toujours la forte baisse des actions (graphique 6).

Graphique 6

La vaste liquidation rapide des actions se traduit par des rendements obligataires positifs

Recul maximal par rapport à la durée du recul – S&P 500



NOTE : Les couleurs indiquent si les rendements des titres du Trésor américain pour cette période ont été positifs ou négatifs. Datastream et Desjardins, Études économiques

Un facteur mondial commun tire les taux vers le bas, mais la diversification des obligations demeure importante.

Depuis le choc en Iran, les principaux rendements ont évolué de concert, et les courbes se sont aplaties (graphique 7 à la page 3). Les prix de l'énergie domineront sans doute la trajectoire à court terme sur le plan de la durée, mais, à mesure que le choc s'estompera, les marchés devraient réorganiser les titres à revenu fixe en fonction des données fondamentales, engendrant ainsi une plus grande dispersion entre les marchés même si les perturbations géopolitiques persistent.

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE ET TAUX D'INTÉRÊT

Les obligations à long terme offrent une bonne protection pour les chocs de croissance à venir. Les périodes d'inflation peuvent plomber les rendements des obligations, mais, lorsque l'élan de croissance s'essouffle, les titres à revenu fixe enregistrent habituellement d'excellents résultats (graphique 5). En l'absence de toute autre escalade, on s'attend à une diminution des rendements par rapport à leur point de départ actuellement élevé. En cas d'accentuation des tensions, la trajectoire ne s'avérerait pas linéaire – une hausse soudaine de l'inflation pourrait faire baisser le prix des obligations, mais, à mesure que s'intensifient les préoccupations liées à la croissance, nous croyons que les titres à revenu fixe devraient offrir d'excellents résultats en définitive.

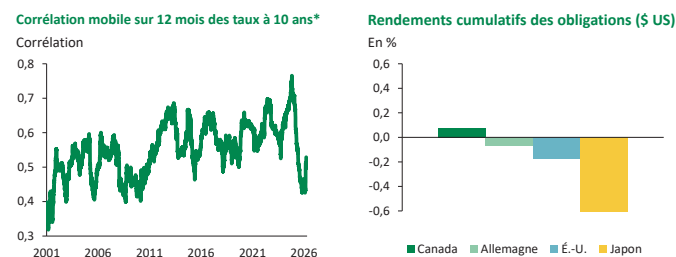
Tableau 1
Prévisions : taux de détail

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>								
août 2025	3,00	4,95	6,09	6,05	6,09	2,62	2,67	2,90
septembre 2025	3,00	4,95	6,09	6,05	6,09	2,62	2,67	2,90
octobre 2025	2,75	4,70	6,09	6,05	6,09	2,62	2,67	2,90
novembre 2025	2,50	4,45	6,09	6,05	6,09	2,62	2,67	2,90
décembre 2025	2,50	4,45	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
Prévisions								
<u>Fin de trimestre</u>								
T1 2026	2,50	4,45	5,85	6,05	6,10	2,45	2,50	2,75
T2 2026	2,50	4,45	5,75	5,85	5,95	2,50	2,60	2,80
T3 2026	2,50	4,45	5,65	5,75	5,85	2,55	2,65	2,85
T4 2026	2,50	4,45	5,55	5,65	5,75	2,60	2,70	2,90
<u>Fin d'année</u>								
2026	2,50	4,45	5,55	5,65	5,75	2,60	2,70	2,90
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

Graphique 7
Corrélations dans le contexte de la hausse des titres à revenu fixe


* Corrélation moyenne par paires pour le Japon, le Royaume-Uni, les États-Unis, le Canada et l'Allemagne.
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La Banque du Canada dispose de la plus grande marge de manœuvre parmi les grandes banques centrales.

Avec une inflation globale près de la cible, l'affaiblissement de l'activité économique et le maintien d'une pondération inférieure à la moyenne du secteur de l'énergie dans le panier de l'indice des prix à la consommation (IPC) du Canada, le risque de propagation de l'effet de contagion de l'inflation est limité, permettant ainsi aux décideurs canadiens de continuer à faire preuve de patience. Le marché anticipe deux hausses de taux cette année, ce qui est précipité à notre avis (graphique 8 à la page 4).

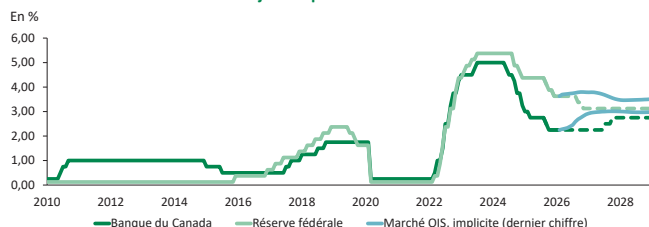
Il y aura probablement une autre pentification de la courbe de taux, mais elle s'avérera inégale et non linéaire.

L'ampleur variera en fonction des régions. Les répercussions de l'inflation élevée en Europe maintiendront les taux à court terme à un niveau élevé, alors que l'Amérique du Nord dépend moins du secteur de l'énergie. Par conséquent, les marchés des titres à revenu fixe peuvent changer d'orientation plus tôt lorsque les risques de croissance émergent.

Graphique 8

Transformation marquée des prix du marché depuis le début de la guerre au Moyen-Orient

Prévisions du taux des fonds à un jour et prix du marché



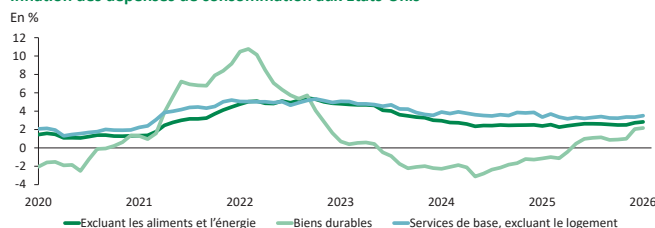
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La Réserve fédérale compose avec un contexte très différent. L'inflation est demeurée supérieure à la cible de la banque centrale, et les conditions actuelles risquent d'entraîner de nouveaux retards (graphique 9). Notre scénario de base prévoit toujours des baisses de taux plus tard cette année, mais il suppose une atténuation à court terme des tensions géopolitiques.

Graphique 9

L'inflation américaine demeure tenace et supérieure à la cible de la Réserve fédérale

Inflation des dépenses de consommation aux États-Unis



Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

TAUX DE CHANGE

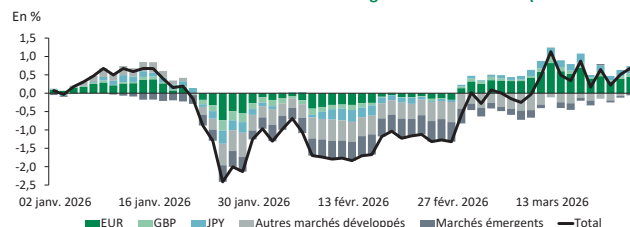
Le dollar américain continue de tirer avantage de la compression mondiale des prix de l'énergie. L'indice du dollar américain le plus large a renversé les pertes cumulées depuis le début de l'année et il se maintient actuellement à un niveau à peu près stable. L'essentiel de cette vigueur s'est concrétisé au détriment des devises de l'Europe et des marchés émergents (graphique 10). La révision de nos prévisions laisse maintenant entrevoir un affaiblissement accru des devises des pays importateurs d'énergie.

Les décideurs surveillent de près l'évolution des devises. Les autorités ont durci leur rhétorique, notamment la Banque nationale suisse, qui s'est montrée plus disposée à agir contre une appréciation rapide du franc suisse, et le Japon, où la

Graphique 10

La faiblesse de l'Europe explique en grande partie la vigueur récente du dollar américain

Contribution au rendement de l'indice Bloomberg du dollar américain (cumul annuel)



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

parité entre le dollar américain et le yen oscille autour de 160 et maintient le risque d'intervention du ministère des Finances ou de la banque centrale japonaise.

Dans ce contexte, le dollar canadien s'est avéré être la devise la plus performante. Notre scénario de base anticipait déjà une certaine volatilité du dollar canadien; nos prévisions demeurent donc les mêmes. La révision de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) continue de freiner considérablement les investissements des entreprises au Canada et demeure un risque que les marchés semblent sous-estimer dans une certaine mesure.

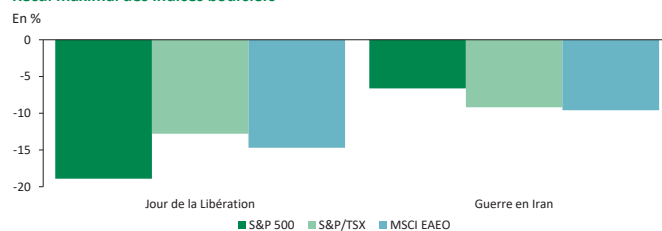
ACTIONS ET TITRES DE CRÉANCE

La protection des investisseurs en actions était suffisante au moment du choc. Comparativement aux fluctuations marquées dans le secteur de l'énergie, les reculs des actions se sont avérés limités et moins importants que ceux observés dans la foulée du chaos engendré par le « Jour de la Libération » l'année dernière (graphique 11).

Graphique 11

La réaction du marché boursier s'est avérée modérée jusqu'à présent

Recul maximal des indices boursiers



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Prévisions : devises

Fin de période	2024		2025				2026				2027
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p
\$ CA/\$ US	1,35	1,44	1,44	1,36	1,39	1,40	1,37	1,35	1,35	1,34	1,28
\$ US/\$ CA	0,74	0,70	0,70	0,73	0,72	0,71	0,73	0,74	0,74	0,75	0,78
\$ CA/€	1,51	1,49	1,55	1,60	1,63	1,62	1,62	1,58	1,59	1,61	1,56
\$ US/€	1,12	1,04	1,08	1,17	1,17	1,16	1,18	1,17	1,18	1,20	1,22
\$ US/£	1,34	1,25	1,29	1,37	1,34	1,32	1,34	1,32	1,31	1,30	1,35

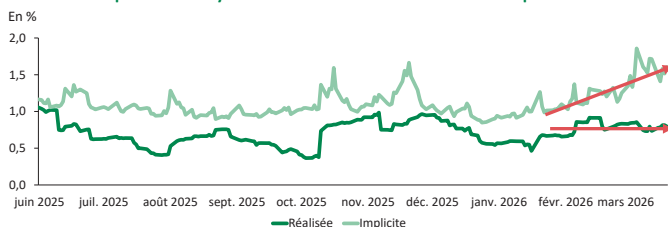
p : prévisions
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Étant donné que les obligations procurent une couverture moins fiable durant les phases inflationnistes, de nombreux investisseurs ont cherché à se protéger en ayant recours aux marchés des options et de la volatilité.

En l'absence d'une correction plus marquée des actions, ces couvertures nuiront au rendement du fait de l'accentuation des coûts des primes. Les investisseurs continuent de payer pour se protéger, et ce, pour de bonnes raisons (graphique 12). Toutefois, bon nombre de ces options cotées viennent à échéance à la fin de mars, ce qui permettrait au marché des actions de réagir plus librement en fonction des nouvelles données publiées ultérieurement.

Graphique 12
Les investisseurs paient pour se protéger

Mouvements quotidiens moyens du S&P 500 – volatilité réalisée et implicite*

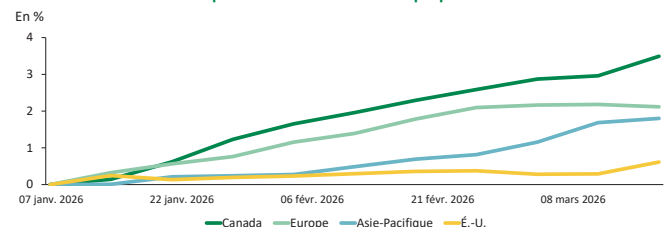


* L'indice VIX est converti en variations attendues moyennes dans le S&P 500.
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La sélectivité entre les régions s'accroît. Les flux d'actions américaines demeurent à la traîne de ceux d'autres pays. Au cours des premières semaines de la guerre, les investisseurs ont effectué leur rotation en délaissant les actions américaines en faveur de celles provenant de l'Asie et du Canada (graphique 13). Les flux vers l'Asie ont sans doute été de nature opportuniste compte tenu de la volatilité inhabituellement élevée et des derniers reculs. Cela dit, il ne fait aucun doute que la demande d'actions européennes diminue. Il ne s'agit pas là d'un constat étonnant. La croissance des bénéfices y avait déjà été plus lente qu'en Amérique du Nord, et l'effet de la hausse marquée des prix de l'énergie devrait limiter encore plus les attentes.

Graphique 13
Stagnation évidente des flux vers les actions européennes

Flux des fonds d'actions depuis le début de l'année en proportion des ASG

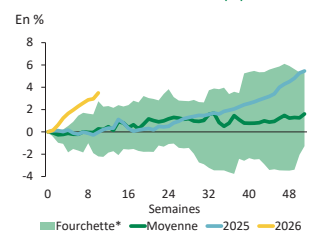


ASG : actifs sous gestion
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

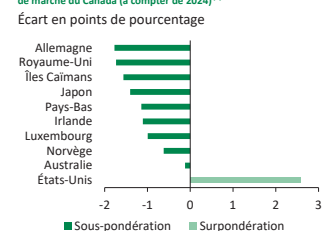
Le Canada se démarque encore. Les flux de fonds cumulés à compter du début de l'année ont surpassé tout ce que nous avons vu depuis le commencement de la consignation de telles données (graphique 14). À la fin de l'année dernière, les investisseurs étrangers avaient commencé à investir dans les actions canadiennes, et nous croyons que cette tendance s'est poursuivie durant l'année en cours. Les actions canadiennes demeurent sous-représentées dans les portefeuilles par rapport à leur capitalisation boursière mondiale (graphique 14), et nous estimons que la demande étrangère pourrait encore augmenter.

Graphique 14
Les étrangers accordent sans doute encore une pondération moindre aux actions canadiennes

Flux annuels de fonds d'actions au Canada en proportion des ASG



Allocation des actions étrangères au Canada par rapport à la part de marché du Canada (à compter de 2024)*



ASG : actifs sous gestion; *Fourchette entre les 10^e et 90^e percentiles; **Classement des dix plus grands détenteurs étrangers d'actions canadiennes en fonction de l'écart par rapport au poids du Canada dans la capitalisation boursière mondiale, excluant le marché intérieur.
FMI, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

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	12,5	9,1	6,3	-4,3
Fourchette	1,5 à 3,0	1,0 à 5,2	-5,0 à 18,0	-7,0 à 15,0	-10,0 à 10,0	-8,0 à -1,0
Prévisions de 2027	2,6	4,2	14,5	12,0	12,0	-4,5
Fourchette	1,8 à 3,5	2,0 à 7,0	5,0 à 21,0	0,0 à 20,0	0,0 à 20,0	-8,0 à 2,0

* Indice des obligations universelles FTSE Canada.

^ Dividendes inclus

† Négatif = appréciation, positif = dépréciation

Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Nos prévisions pour le TSX demeurent inchangées, mais nous avons revu à la baisse nos projections pour les indices des États-Unis et du groupe EAEO. La hausse des prix des produits de base devrait entraîner une augmentation de la croissance du bénéfice par action (BPA) au Canada au fil du temps. Le TSX a enregistré des résultats inférieurs à ceux du S&P 500 depuis le début du conflit, mais presque tout cela est lié au secteur des matériaux, lequel a connu une séquence incroyable jusqu'à l'avènement du conflit (graphique 15). Dans un monde plus dangereux et incertain, nous croyons que le prix de l'or peut encore croître. Aux États-Unis, le S&P 500 doit surmonter d'autres obstacles, étant donné que les réductions du taux directeur pourraient ne pas se concrétiser. La monétisation des dépenses en immobilisations liées à l'intelligence artificielle (IA) demeure aussi préoccupante. Au-delà des frontières nord-américaines, la hausse des coûts de l'énergie réduira sans doute la croissance des bénéfices, et nous prévoyons conséquemment des rendements moins élevés.

Graphique 15

La faiblesse du TSX depuis le début du conflit en Iran est surtout liée au secteur des matériaux

Contributions sectorielles aux rendements de l'indice composé TSX depuis le début de l'année

