

STRATÉGIES DE PLACEMENT ET ANALYSES DES TAUX D'INTÉRÊT

Sur quoi peut-on s'appuyer?

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

COMMENTAIRES

Les investisseurs ont passé une bonne partie de l'année à se demander sur quoi ils pouvaient s'appuyer. Les banques centrales étaient supposées réagir lorsque la croissance faiblissait. Les obligations gouvernementales étaient censées progresser lorsque les actions chutaient. Et le dollar américain devait se raffermir lorsque l'incertitude géopolitique augmentait. Ces mécanismes de soutien traditionnels n'ont pas disparu, mais le passage, à l'échelle mondiale, d'une priorité accordée à l'efficacité économique au renforcement de la résilience a rendu la protection qu'ils offrent moins systématique et plus conditionnelle. Les investisseurs pourraient donc avoir besoin d'intégrer une protection plus explicite dans leurs portefeuilles plutôt que de présumer que les relations d'hier se maintiendront.

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE ET TAUX D'INTÉRÊT

Les marchés des titres à revenu fixe ont terminé l'été dans ce qui ressemblait à un véritable brasier. Le conflit armé au Moyen-Orient a été le principal catalyseur, en restreignant davantage les flux de pétrole déjà limités en provenance de la région. Sept mois après le début du conflit, aucune voie évidente vers un règlement durable ne se dessine encore. Les entreprises semblaient initialement disposées à absorber la hausse des coûts de l'énergie, mais la persistance du choc a augmenté la probabilité qu'une plus grande partie de ces coûts soit ultimement transmise aux consommateurs à compter de cet automne.

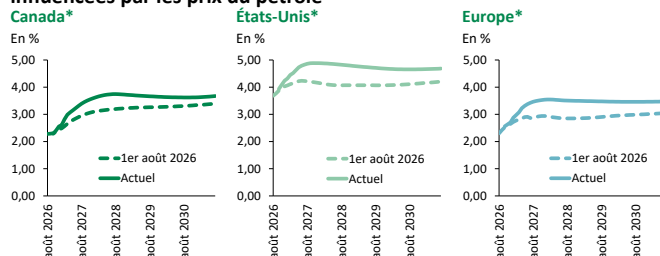
Les banques centrales ont ajusté tant leur politique monétaire que leurs indications prospectives en prévision de cette répercussion. La Banque centrale européenne (BCE) a procédé à sa deuxième hausse de taux de l'année, tandis que la Réserve fédérale (Fed) et la Banque du Japon (BoJ) sont toutes deux sorties de leur attentisme. Les banques centrales ayant maintenu le statu quo ont raffermi leur ton, les risques étant de plus en plus orientés vers un resserrement de la politique monétaire.

Les décisions relatives aux taux d'intérêt dépendent de plus en plus des prix du pétrole.

Un retour vers les 80 \$ US le baril cet automne devrait faire disparaître une partie du resserrement actuellement anticipé par les marchés. Cela demeure notre scénario de base, dans lequel une production supplémentaire hors du Golfe et un certain degré de destruction de la demande viennent rééquilibrer le marché. Le moment où cela se produira est toutefois incertain. Si le prix du pétrole demeure près des niveaux actuels plus longtemps, les banques centrales pourraient n'avoir d'autre choix que de relever davantage leurs taux d'intérêt. Même dans ce cas, les marchés semblent être allés un peu trop loin (graphique 1). Les attentes relatives aux taux d'intérêt à court terme laissent maintenant entrevoir un resserrement beaucoup plus marqué que ce que les économies concernées peuvent absorber, selon nous, particulièrement si les prix élevés du pétrole continuent de peser sur le pouvoir d'achat des ménages et l'activité économique. À terme, les banques centrales devront tenir compte des risques croissants d'un ralentissement économique. Selon notre scénario de référence, qui prévoit une baisse des prix du pétrole, la Banque du Canada (BdC) et la Fed devraient maintenir leurs taux directeurs inchangés pour le reste de l'année.

Graphique 1

Les perspectives de la politique monétaire sont de plus en plus influencées par les prix du pétrole



* Taux implicites des swaps indexés sur le taux de 1 jour.
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Les rendements à long terme sont de plus en plus déconnectés de la politique monétaire et sont davantage influencés par des forces structurelles. La majeure partie de leur hausse récente provient des rendements réels plutôt que de la compensation au titre de l'inflation, ce qui indique que le déséquilibre entre l'offre et la demande en est le principal moteur. Les coûts associés au renforcement de la résilience entraînent d'importantes émissions de titres de créance par les gouvernements et les sociétés, dont le volume approche les niveaux normalement observés en période de tensions économiques. Parallèlement, les banques centrales achètent moins de ces titres, laissant ainsi aux investisseurs privés le soin d'absorber une plus grande partie de la nouvelle offre. Ces investisseurs sont généralement plus sensibles aux prix et pourraient exiger des rendements plus élevés avant d'intervenir. Ensemble, ces forces ont été le principal moteur des récentes fluctuations obligataires, ce qui a empêché les avantages propres à certains pays, comme des situations budgétaires plus solides, de se traduire clairement par des écarts de rendement sur les marchés obligataires. Certains pays ont offert une meilleure performance, mais le principal facteur demeure la rémunération

plus élevée exigée par les investisseurs pour détenir des obligations à plus long terme.

Bien que ces vents contraires structurels limitent la possibilité d'une baisse durable des rendements à long terme, leur récente progression rend plus attrayant l'accroissement des placements à revenu fixe. Les investisseurs spéculatifs demeurent positionnés en prévision d'une hausse des rendements obligataires, ce qui les rend vulnérables à une baisse des rendements et à une remontée correspondante du marché obligataire. Tout comme la politique monétaire, les perspectives d'évolution des taux d'intérêt à plus longue échéance demeurent tributaires des prix du pétrole. Si les prix de l'énergie baissent, les taux à court terme devraient reculer plus fortement que ceux à long terme, ce qui entraînerait une accentuation de la courbe de rendement, tant au Canada qu'aux États-Unis. Des rendements plus élevés ont accru les revenus procurés par les obligations, mais pas nécessairement leur valeur comme instrument de protection du portefeuille. Avant la pandémie, les obligations gouvernementales ont systématiquement généré des gains en capital lors des replis

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>								
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
août 2026	2,50	4,45	5,49	6,05	6,09	2,45	2,55	2,75
septembre 2026	2,50	4,45	5,49	6,05	6,09	2,60	2,75	3,00
Prévisions								
<u>Fin de trimestre</u>								
T4 2026	2,50	4,45	5,40	5,85	5,90	2,60	2,75	3,00
T1 2027	2,75	4,70	5,35	5,75	5,80	2,70	2,75	3,00
T2 2027	3,00	4,95	5,30	5,55	5,70	2,70	2,75	3,00
T3 2027	3,00	4,95	5,25	5,50	5,65	2,70	2,75	3,00
<u>Fin d'année</u>								
2026	2,50	4,45	5,40	5,85	5,90	2,55	2,75	3,00
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).

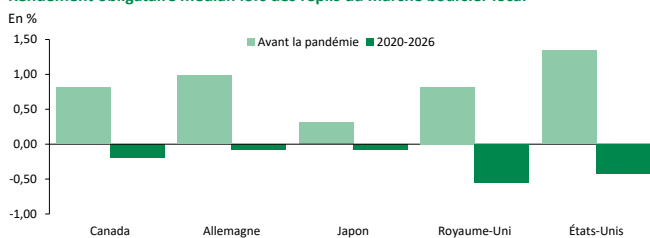
NOTE : Les prévisions de taux de détail dépendent de la relation historique avec les coûts de financement des institutions financières canadiennes et ne sont pas le reflet des stratégies de tarification du Mouvement Desjardins.

Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

des marchés boursiers (graphique 2). Cette relation s'est considérablement affaiblie depuis, surtout en ce qui concerne les échéances plus longues. Pour les investisseurs américains, les résultats sont encore moins favorables pour les obligations étrangères non couvertes contre les risques de change, car les fluctuations des devises ont souvent accentué les pertes sur les actions plutôt que de les compenser. Dans le contexte actuel, les obligations constituent donc une source de revenus plus fiable qu'un moyen de protection contre les baisses de marché.

Graphique 2

À l'échelle mondiale, les obligations d'État ont perdu leur efficacité comme instruments de couverture
Rendement obligataire médian lors des replis du marché boursier local*



* Rendement hebdomadaire médian des obligations souveraines lors des 20 % de replis boursiers les plus marqués.
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

TAUX DE CHANGE

La capacité du dollar américain à couvrir le risque boursier est elle aussi devenue moins fiable. Sa corrélation avec le rendement des actions a été instable au cours des dernières années. Toutefois, le conflit avec l'Iran a joué en faveur du dollar, grâce aux attentes de taux d'intérêt plus élevées aux États-Unis et à la sécurité énergétique relative de ce pays. Cela suggère que le rôle traditionnel de valeur refuge du dollar n'a pas disparu, mais qu'il est devenu plus tributaire de la source du choc.

Tableau 2

Prévisions : devises

Fin de période	2024	2025				2026				2027	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p
\$ CA/\$ US	1,44	1,44	1,36	1,39	1,37	1,39	1,42	1,42	1,38	1,36	1,35
\$ US/\$ CA	0,70	0,70	0,73	0,72	0,73	0,72	0,70	0,70	0,72	0,74	0,74
\$ CA/€	1,49	1,56	1,60	1,63	1,61	1,61	1,62	1,61	1,63	1,60	1,57
\$ US/€	1,04	1,08	1,18	1,17	1,17	1,16	1,14	1,13	1,18	1,18	1,16
\$ US/£	1,25	1,29	1,37	1,34	1,35	1,32	1,33	1,33	1,39	1,37	1,35

p : prévisions

Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Pour le dollar canadien, les perspectives globales demeurent largement inchangées.

L'amélioration des perspectives d'investissement des entreprises pourrait éventuellement soutenir le huard, particulièrement à mesure que les dépenses dans les secteurs de l'énergie, des infrastructures et de la technologie augmentent. Pour le moment, toutefois, les écarts de taux d'intérêt demeurent le facteur le plus déterminant. Nos prévisions de taux suggèrent une réduction de l'écart entre les taux directeurs du Canada et des États-Unis l'an prochain, ce qui devrait soutenir un raffermissement du dollar canadien. Le parcours risque toutefois d'être cahoteux et dépend fortement d'une normalisation des prix de l'énergie ainsi que de l'absence d'une escalade des tensions commerciales.

ACTIONS ET TITRES DE CRÉANCE

Les actions sont demeurées étonnamment résilientes malgré la forte hausse des rendements obligataires.

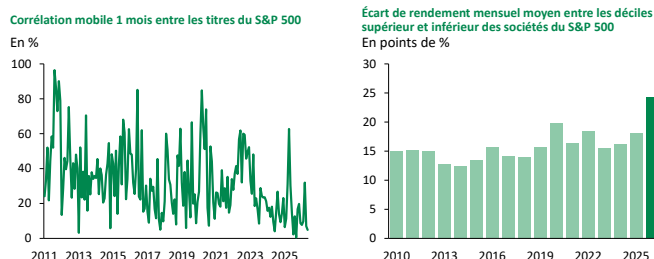
Le cycle d'investissement dans l'intelligence artificielle (IA), les droits de douane, la hausse des prix de l'énergie et les perturbations géopolitiques touchent les entreprises de façons très différentes. Plutôt que de provoquer une baisse généralisée des cours boursiers, ces chocs font des gagnants et des perdants bien distincts. C'est particulièrement évident aux États-Unis, où les titres individuels évoluent moins à l'unisson qu'à presque tout autre moment des dernières décennies, tandis que l'écart entre les sociétés les plus et les moins performantes a atteint son niveau le plus élevé en 16 ans (graphique 3 à la page 4). Des tendances similaires, bien que moins extrêmes, émergent également au Canada.

Pour l'instant, ces mouvements en sens opposés empêchent la forte concentration du marché de se traduire par une volatilité accrue des indices.

Le principal risque est qu'un même choc entraîne une baisse simultanée des titres des plus grandes sociétés du marché. L'augmentation des émissions d'actions, le resserrement des conditions financières et le ralentissement de la croissance sont autant de

Graphique 3

L'indice est calme, mais les actions ne le sont pas



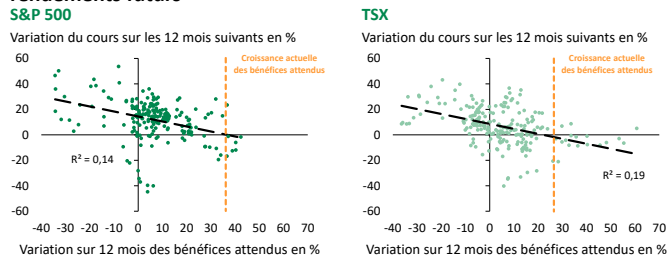
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

facteurs qui pourraient entraîner un repli des marchés. Aucun ne semble susceptible de déclencher une vente massive dans l'immédiat, mais chaque risque est plus imminent qu'il ne l'était il y a plusieurs mois. Une hausse soutenue des rendements réels, un recul des bénéfices, des rendements décevants des investissements dans l'IA ou un renforcement de la surveillance réglementaire pourraient entraîner une forte augmentation des corrélations et, par conséquent, de la volatilité des indices.

Des bénéfices solides demeurent une source de soutien importante, mais la barre à franchir pour dépasser les attentes continue de monter. Alors que la croissance des bénéfices devrait dépasser 30 % aux États-Unis, les relations historiques laissent entrevoir des rendements futurs plus faibles pour le S&P 500 et le TSX lorsque les attentes sont aussi élevées au départ (graphique 4). Le cycle actuel a surpassé ces repères historiques à plusieurs reprises, mais ce succès a également laissé moins de place à la déception. Même des résultats solides pourraient ne plus suffire s'ils ne font que répondre aux attentes déjà intégrées aux valorisations.

Graphique 4

Des attentes élevées à l'égard des bénéfices pourraient peser sur les rendements futurs



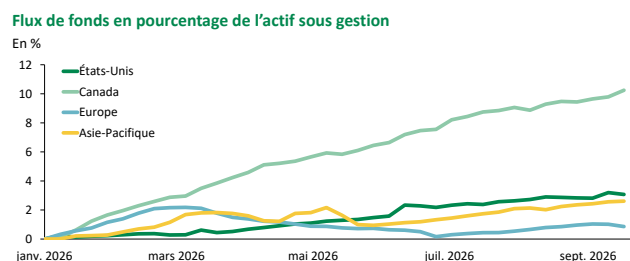
NOTE : Données mensuelles de 2008 jusqu'à aujourd'hui.

Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Les actions canadiennes continuent d'offrir une diversification utile par rapport aux segments les plus concentrés du thème d'investissement lié à l'IA. L'exposition du Canada aux secteurs de l'énergie, des matériaux et des services financiers offre un accès à bon nombre des ressources nécessaires à l'expansion mondiale des investissements tout en réduisant la dépendance directe aux plus grandes entreprises technologiques américaines. Dans ce contexte, les flux vers les fonds d'actions canadiennes ont dépassé ceux dirigés vers les fonds d'autres marchés (graphique 5). Les investisseurs canadiens ont représenté la majeure partie de cette demande, bien que les investisseurs étrangers soient également devenus des acheteurs nets au cours de la dernière année. Le Canada demeure un instrument de couverture imparfait, mais sa composition sectorielle différente devrait continuer d'offrir une diversification utile. La Mégadéduction à la productivité proposée récemment a renforcé le virage du Canada vers des politiques favorables aux entreprises. En permettant la passation en charges immédiate d'un éventail plus large d'investissements en immobilisations, la mesure réduirait le coût après impôt des projets et renforcerait encore l'attrait du Canada auprès des investisseurs canadiens et étrangers.

Graphique 5

Les actions canadiennes attirent des entrées de fonds sans précédent



Emerging Portfolio Fund Research et Desjardins, Études économiques

Dans l'ensemble, nous demeurons optimistes à l'égard des actions, mais le contexte devient de plus en plus sélectif. Des bénéfices globaux solides et de faibles corrélations continuent de soutenir les principaux indices, mais aucun de ces facteurs ne doit être confondu avec une stabilité généralisée. Nous prévoyons que les investisseurs seront plus préoccupés par le risque de concentration à l'approche de la fin de l'année, mais il est peu probable que cela nuise de façon importante au rendement des actions.

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	2,0	21,0	20,0	17,0	0,5
Fourchette	1,5 à 3,0	0,0 à 4,0	10,0 à 25,0	10,0 à 27,0	5,0 à 22,0	-2,0 à 3,0
Prévisions de 2027	2,6	4,0	12,0	12,0	9,0	-2,2
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	-4,0 à 2,0

* Indice des obligations universelles FTSE Canada

^ Dividendes inclus

† Négatif = appréciation, positif = dépréciation.

Bloomberg et Desjardins, Études économiques