

Deux banques centrales, deux tangentes différentes

Le moins que l'on puisse dire, c'est que depuis 2020, les politiques monétaires mondiales sont coordonnées. Ainsi, face à la COVID-19, les grandes banques centrales ont suivi le même plan de match, avec des résultats généralement prévisibles. Si les participants de marché des deux côtés de la frontière (et les propriétaires de maisons au Canada) s'attendent, depuis plus d'un an, à des baisses de taux en 2024, la situation est de moins en moins claire.

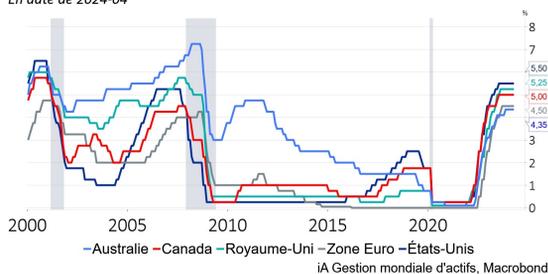
Nous croyons que ce mouvement coordonné s'apprête à prendre fin. Les arguments en faveur d'une baisse des taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) s'estompent, alors que l'urgence de réduire les taux au Canada et en Europe s'intensifie.

En Amérique du Nord, le contraste entre les économies du Canada et des États-Unis postpandémie est frappant. En effet, l'économie américaine semble fonctionner à plein régime, alors que celle du Canada se contracte sur la base des données par habitant.

La population canadienne croît à un rythme presque sans précédent, ce qui soutient la croissance totale tout en exerçant des pressions extrêmes sur le logement. Le pays doit également composer avec des pénuries de main-d'œuvre dans le secteur de la construction, d'autant plus que l'accessibilité du logement est devenue une question sociale, qui met en évidence la position restrictive de la Banque du Canada (BdC). Enfin, la productivité canadienne fait du surplace, ce qui freine le taux de croissance du pays par rapport à nos voisins du Sud, qui connaissent une croissance plus rapide.

Taux directeurs des principales banques centrales

En date de 2024-04



Faits saillants

- La période de synchronisation des politiques monétaires des pays développés tire à sa fin.
- La Banque du Canada s'apprête à commencer un cycle de baisses de son taux directeur, tandis que la Réserve fédérale se voit contrainte de retarder le sien.
- Le dollar canadien pourrait passer sous la barre des 70 cents d'ici la fin de l'année, favorisant les rendements des investissements étrangers détenus par les investisseurs canadiens.

MAI 2024	--	-	N	+	++
CLASSES D'ACTIFS					
Marché monétaire					
Revenu fixe					
Actions					
Alternatifs					
ALLOCATION ACTIONS					
Actions canadiennes					
Actions américaines					
Actions internationales*					
Actions marchés émergents					
ALLOCATION REVENU FIXE					
Obligations gouvernementales					
Obligations de sociétés IG					
Obligations à haut rendement					
AUTRES					
Pétrole					
Or					
Indice dollar américain					
CAD/USD					

* Japon

Ce mois-ci, nous nous demandons si la BdC pourrait effectivement annoncer des coupures de taux (une première cet été, suivie de trois autres d'ici la fin de l'année), et ce, même si la Fed reste sur la touche. À notre avis, c'est non seulement possible, mais nécessaire pour permettre à l'économie canadienne de sortir de son marasme.

Pourquoi la BdC devrait procéder à plusieurs coupures pendant que la Fed ne bouge pas

La performance divergente des deux économies ces dernières années s'explique en grande partie par les différences entre leurs marchés immobiliers. C'est bien connu : compte tenu de son marché hypothécaire, l'économie du Canada est plus sensible aux taux d'intérêt que celle des États-Unis, où les prêts hypothécaires sont presque tous à taux fixe et assortis de longues périodes d'amortissement.

Lorsque la BdC a resserré sa politique monétaire en augmentant ses taux de presque 5 points de pourcentage en moins de 18 mois, on pouvait s'attendre à ce que les effets soient rapides et impressionnants. En effet, près du cinquième des prêts hypothécaires à taux fixe arrivent à échéance chaque année, alors que du côté des prêts à taux variable, la hausse a été immédiate. Aux États-Unis, où la plupart des prêts hypothécaires sont à taux fixe sur 30 ans, la politique monétaire prend plus de temps à faire effet.

Des deux côtés de la frontière, les ménages ont réduit leurs dettes, mais c'est aux États-Unis que le coût des intérêts a le plus d'incidence. De plus, l'épargne excédentaire y est plus importante, et le déficit fédéral représente plus de 5 % du PIB (alors qu'au Canada, il n'est que de 1,3 %, ce qui ne l'empêche pas de faire encore plus les manchettes). Pour toutes ces raisons, les deux économies vont dans des directions opposées, avec des réactions différentes de la part de leurs banques centrales respectives.

En fin de compte, c'est l'inflation qui préoccupe le plus les banques centrales.

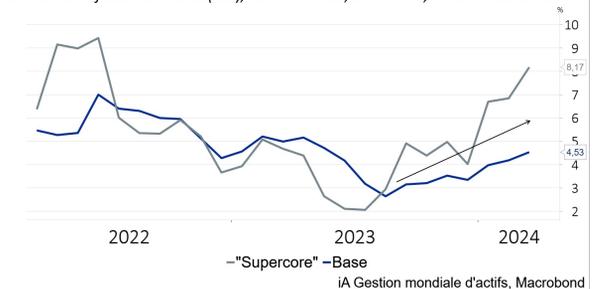
Le taux d'inflation du Canada continue de progresser de manière soutenue vers la cible de 2 %. En fait, à l'exception du logement et du transport, c'est « mission accomplie » pour la plupart des composantes. Mais comme la BdC ne peut pas cibler une seule mesure de l'inflation, elle doit s'en tenir à son mandat, qui est d'atteindre une inflation *totale* de 2 %.

Par contre, le logement a une forte pondération au sein du panier de l'indice des prix à la consommation (IPC). Au cours des six derniers mois, la BdC a donc redoublé d'efforts pour expliquer pourquoi il serait raisonnable de séparer le logement des autres composantes, compte tenu des facteurs démographiques qui entrent en jeu (et sur lesquels la politique monétaire n'a aucune incidence). Selon nos prévisions, la BdC décrètera quatre coupures de taux d'ici la fin de l'année, à compter de cet été (en juin ou juillet, selon des probabilités aussi élevées et semblables), ce qui réduira le taux du financement à un jour à 4 %

Aux États-Unis, l'inflation suit une trajectoire inverse. L'inflation de base et sa version excluant l'immobilier (« supercore ») ont repris de plus belle depuis le milieu de 2023, comme en témoigne le graphique ci-dessous. Pire encore, l'inflation touche encore plus de produits et services, ce qui démontre que la bonne performance économique continue de l'alimenter. En réglant les problèmes d'offre attribuables à la pandémie, les États-Unis ont réussi à ralentir l'inflation en 2023, mais pour atteindre la dernière étape, ils doivent trouver le moyen de réduire la demande, qui demeure robuste. En d'autres mots, la politique monétaire de la Fed n'est peut-être pas assez restrictive en ce moment, et de nouvelles hausses pourraient se profiler à l'horizon.

É.-U.: Inflation de base et "supercore"

U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Var. sur 3 mois, annualisée, en date de 2024-03



Dans une économie qui tourne à plein régime, où les prix des actifs atteignent de nouveaux sommets et les écarts de crédit sont serrés, des taux à 5,5 % sont-ils suffisamment restrictifs? C'est très discutable. Il serait malavisé pour la Fed de faire plaisir aux marchés en coupant ses taux trop tôt. Dans ce cas, à quel moment devrait-elle le faire? À notre avis, pas avant la fin de 2024 au moins; il est de plus en plus probable que la première coupure n'intervienne qu'au début de 2025 et que les suivantes soient moins importantes que ce à quoi les marchés attendent actuellement.

Les conséquences pour le dollar canadien

Il va sans dire que le dollar canadien est dans le collimateur, et on peut s'attendre à ce qu'il perde de la valeur si les politiques monétaires prennent des tangentes différentes et que la banque centrale entame un assouplissement ferme. Ce fut le cas, par exemple, entre 2002 et 2003, lorsque la BdC a augmenté ses taux d'intérêt alors que la Fed les baissait. Résultat : en un peu plus de 13 mois, le huard est passé d'un creux de 63 cents à 77 cents par dollar américain.

Pour estimer la pression sur le dollar canadien, nous avons créé un modèle simple qui tient compte de plusieurs facteurs, dont les surprises économiques, les prix du pétrole, les différentiels de taux d'intérêt, les attentes en matière d'inflation et, bien sûr, les attentes à l'égard des politiques monétaires.

Comme le montre le tableau ci-dessous, le dollar canadien est très sensible aux variations de différentiel entre les taux d'intérêt canadiens et américains à 5 ans – beaucoup plus qu'aux attentes de différentiel d'assouplissement entre les deux banques centrales.

		Différentiel des taux 5 ans (Canada – É-U)				
		-120	-100	-80	-60	-40
Différentiel de coupures de taux attendues (Canada – É-U, en pdb)	-100	0,68	0,70	0,72	0,74	0,76
	-75	0,69	0,70	0,72	0,74	0,76
	-50	0,69	0,71	0,73	0,75	0,77
	-25	0,69	0,71	0,73	0,75	0,77
	0	0,70	0,72	0,73	0,76	0,78
	25	0,70	0,72	0,74	0,76	0,78
	50	0,71	0,72	0,74	0,77	0,79
	75	0,71	0,73	0,75	0,77	0,79

Voyons comment le huard évoluerait dans notre scénario de base, selon lequel la BdC réduirait son taux directeur à quatre ou cinq reprises (100 pdb) au cours de la prochaine année, alors que la Fed ne le réduirait qu'une seule fois, au début de l'année. Au moment où nous écrivons ces lignes, les marchés des swaps indexés sur les taux à un jour tablent sur des coupures d'environ 30 pdb dans les deux pays au cours de la prochaine année, ce qui se traduit par un différentiel près de zéro.

Dans un tel scénario, nous croyons que le différentiel entre les taux à 5 ans finirait par se creuser. Si les marchés commencent à anticiper que le différentiel entre les banques centrales atteindra 100 pdb au cours de la prochaine année, le différentiel devrait se creuser de quelque 20 pdb (1/5 de 100 pdb) pour atteindre -100 pdb, alors qu'il se situe présentement à -80 pdb environ.

D'après notre modèle simple et toute chose étant par ailleurs égale, le huard pourrait reculer à environ 70 cents d'ici la fin de l'année, contre 73 cents actuellement.

Pour que la dépréciation se poursuive, il faudrait que le différentiel entre les taux à 5 ans se creuse davantage. À notre avis, c'est peu probable, puisqu'au cours des 30 dernières années, l'écart n'a jamais dépassé 110 pdb.

En résumé, nous croyons que la BdC est en position pour suivre la Banque centrale européenne et commencer son assouplissement de façon quelque peu agressive, tandis que la Fed est contrainte de maintenir ses taux. Bien qu'un scénario de nouvelles hausses de taux demeure toujours possible, il faudrait peu de surprises du côté de l'inflation pour que les marchés évoluent de façon à n'escompter aucune coupure de taux en 2024.

En outre, toute dépréciation de la monnaie a tendance à hausser le prix des importations et, de ce fait, à stimuler l'inflation. Aussi, il est probable que les pressions baissières sur le huard servent de mécanisme de stabilisation et limitent le nombre de coupures de taux.

Dans ce contexte, nous pouvons nous attendre à une certaine détérioration du dollar canadien, ce qui augure bien pour les rendements des placements étrangers détenus par les investisseurs canadiens.

Point de vue actuel

Malgré le rebond important enregistré depuis le quatrième trimestre de 2023, nous demeurons optimistes en ce qui concerne les actions. Porté par la hausse de la production manufacturière mondiale, ce rallye n'est plus l'apanage des « sept magnifiques », ce qui a remonté le moral des participants de marché tout en stimulant les valorisations. Les perspectives relativement favorables en matière de bénéfices sont propices aux marchés des actions. Nous surpondérons les actions du Japon en raison de la politique monétaire favorable, de la maîtrise des valorisations et des mesures de plus en plus favorables aux actionnaires.

En revanche, nous restons prudents en ce qui concerne les titres à revenu fixe, car la persistance de l'inflation empêche la Fed de procéder à des « rajustements » sous forme de coupures de taux, d'autant plus que la thèse des taux élevés pour longtemps sert de point d'ancrage pour les marchés obligataires mondiaux. Par conséquent, nous sous-ponderons légèrement les obligations, compte tenu de leurs rendements réels relativement attrayants et de leur efficacité en tant qu'instruments de couverture contre les chocs imprévus.

Nous continuons d'investir dans l'or, mais avons réduit la taille de notre position en avril, compte tenu de la popularité et du prix croissants du métal. Cela dit, nous continuons de voir l'or comme un bon instrument de couverture des actions dans un environnement plutôt inflationniste.

Par ailleurs, nous avons établi une position sur le cuivre, compte tenu de l'élargissement du cycle de production industrielle mondiale et des pénuries potentielles d'approvisionnement dans un contexte de fortes dépenses d'investissement pour les besoins d'électrification. Enfin, en raison des divergences de politique monétaire, nous sous-ponderons légèrement le dollar canadien par rapport au dollar américain, dans la mesure où la BdC est mieux placée que la Fed pour réduire ses taux.

Sébastien Mc Mahon, MA, PRM, CFA

Stratège en chef, économiste sénior et vice-président, allocation d'actifs et gestionnaire de portefeuilles

Alex Bellefleur, MA, CFA

Vice-président sénior, chef de la recherche, allocation d'actifs

Tuyen Tran, M. Sc., CFA

Analyste sénior, allocation d'actifs

Performance des marchés

Rendements totaux au 30 avril 2024, en \$CA

	MAD	TAD	AAD	1 AN
ACTIONS (DEVICES LOCALES)				
S&P 500	-4,1%	-4,1%	6,0%	22,7%
S&P/TSX	-1,8%	-1,8%	4,7%	8,7%
NASDAQ 100	-4,5%	-4,5%	3,7%	31,7%
MSCI Monde net	-3,2%	-3,2%	6,5%	20,2%
MSCI EAEO net	-0,9%	-0,9%	9,0%	15,2%
MSCI Marchés émerg.	1,4%	1,4%	6,1%	13,4%
MATIÈRES PREMIÈRES (USD)				
Or	2,5%	2,5%	10,8%	14,9%
CRB	1,8%	1,8%	7,0%	-0,2%
WTI	-1,5%	-1,5%	14,3%	6,7%
REVENU FIXE				
FTSE Canada Univers	-2,0%	-2,0%	-3,2%	-0,9%
FTSE Canada long terme	-4,5%	-4,5%	-7,9%	-5,6%
FTSE Canada sociétés	-1,2%	-1,2%	-1,2%	2,8%
DEVICES				
DXY	1,7%	1,7%	4,8%	4,5%
USD/CAD	1,8%	1,8%	4,0%	1,7%
USD/EUR	1,2%	1,2%	3,5%	3,3%
USD/JPY	4,3%	4,3%	11,9%	15,8%
USD/GBP	1,0%	1,0%	1,9%	0,6%

	MAD	TAD	AAD	1 AN
SECTEURS S&P/TSX				
Finance	-2,8%	-2,8%	2,6%	11,3%
Énergie	1,1%	1,1%	14,3%	18,9%
Industrie	-6,1%	-6,1%	4,3%	8,9%
Matériaux	5,9%	5,9%	12,1%	-0,9%
Technologie de l'inform.	-5,8%	-5,8%	-1,3%	30,1%
Serv. aux collectivités	-3,3%	-3,3%	-4,4%	-12,4%
Serv. de commun.	-1,8%	-1,8%	-10,2%	-20,5%
Consommation de base	-0,8%	-0,8%	3,2%	5,9%
Consommation discrét.	-0,9%	-0,9%	3,6%	8,4%
Immobilier	-6,8%	-6,8%	-5,3%	-5,4%
Santé	-5,3%	-5,3%	12,1%	24,5%
SECTEURS S&P 500				
Technologie de l'inform.	-5,4%	-5,4%	6,5%	37,1%
Santé	-5,1%	-5,1%	3,3%	6,9%
Consommation discrét.	-4,3%	-4,3%	0,4%	24,3%
Finance	-4,2%	-4,2%	7,6%	23,3%
Serv. de commun.	-2,1%	-2,1%	13,4%	41,3%
Industrie	-3,6%	-3,6%	6,9%	23,0%
Consommation de base	-0,9%	-0,9%	6,3%	1,7%
Énergie	-0,8%	-0,8%	12,8%	13,0%
Serv. aux collectivités	1,6%	1,6%	6,3%	0,2%
Immobilier	-8,5%	-8,5%	-9,0%	-0,7%
Matériaux	-4,6%	-4,6%	3,9%	12,3%

À propos de iA Gestion mondiale d'actifs (iAGMA)

Bâtir sur nos racines, innover pour l'avenir.

Pôle d'attraction des meilleurs talents en investissement, iAGMA est l'un des plus grands gestionnaires d'actifs au Canada, avec plus de 100 milliards de dollars sous gestion pour des mandats institutionnels et de détail. Nous aidons les investisseurs à atteindre leurs objectifs de création de richesse à long terme par des solutions de placement innovantes conçues pour les marchés complexes d'aujourd'hui. Nous appuyons sur notre succès historique, soutenons le développement de nos principaux atouts et explorons des moyens innovants pour répondre aux besoins des investisseurs. Nous bâtissons sur notre histoire et innovons pour l'avenir. Nos gestionnaires de portefeuilles expérimentés utilisent une méthodologie de placement propre, ancrée dans l'engagement fédérateur d'iAGMA envers une solide gestion des risques, la rigueur analytique et une approche disciplinée axée sur les processus d'allocation d'actifs et de sélection de titres.

Informations générales

Les informations et les opinions contenues dans ce rapport ont été préparées par iA Gestion mondiale d'actifs. (« iAGMA »). Les opinions, estimations et projections contenues dans ce rapport sont celles de iAGMA à la date de ce rapport et peuvent être modifiées sans préavis. iAGMA s'assure que le contenu rassemblé est issu de sources que nous estimons fiables et contient des informations et des opinions précises et complètes. Cependant, iAGMA ne fait aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, et à cet égard, n'assume aucune responsabilité pour toute erreur ou omission contenue dans ce document et n'accepte aucune responsabilité quelle qu'elle soit pour toute perte résultant de l'utilisation ou de la confiance accordée à ce rapport ou à son contenu. Il n'y a aucune représentation, garantie ou autre assurance que les projections contenues dans ce rapport se réaliseront. Les informations financières pro forma et estimées contenues dans ce rapport, le cas échéant, sont basées sur certaines hypothèses et sur l'analyse des informations disponibles au moment où ces informations ont été préparées, lesquelles hypothèses et analyses peuvent ou non être correctes. Ce rapport ne doit pas être interprété comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque titre. Le lecteur ne doit pas se fier uniquement à ce rapport pour évaluer s'il doit ou non acheter ou vendre des titres de la société concernée. Il doit déterminer s'il est adapté à sa situation particulière et en parler à son conseiller financier. « iAGMA » est un nom de commerce et un autre nom sous lequel iA Gestion mondiale d'actifs inc. et Industrielle Alliance Gestion de placements inc. opèrent. « iA Gestion mondiale d'actifs » est une marque de commerce de iA Gestion mondiale d'actifs inc. et Industrielle Alliance, Gestion de placements inc. Le logo de iA Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce de Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.