

SEMAINE TERMINÉE LE 17 JANVIER 2025

Carol Schleif, CFA, SASB-FSA
Stratège en chef du marché

Adaptation à la nouvelle (ancienne) normalité

« Tout ce qui est vieux redevient neuf. »

– Citation généralement attribuée à Jonathan Swift, auteur anglais du XVII^e siècle

Le fil conducteur : Pendant la majeure partie de 2024, les cours des actions et des obligations ont progressé, les investisseurs réagissant à la vigueur de l'économie et à la perspective que les banques centrales lancent des campagnes de réduction des taux. Curieusement, les marchés des actions et des titres à revenu fixe des États-Unis et du Canada ont commencé à diverger lorsque les campagnes ont commencé à s'accélérer. Les cours des obligations à moyen et à long terme ont reculé (en faisant *grimper* les taux d'intérêt), provoquant la fluctuation des actions. Le problème tient en partie au fait que les taux d'intérêt ont été anormalement bas pendant la majeure partie des 15 dernières années, du fait de l'intervention des banques centrales dans le sillage de diverses périodes de crise. Yung-Yu Ma, notre chef des placements, Gestion de patrimoine, É.-U., s'attend à ce que les taux d'intérêt à long terme et l'inflation aux États-Unis reviennent à des normes historiques à long terme plutôt qu'aux taux proches de zéro qui ont prévalu dans un passé récent. Il faudra du temps – et peut-être un peu plus de volatilité – pour que les marchés s'ancrent à une « nouvelle » normalité plus réaliste.

Quand les bonnes nouvelles sont de mauvaises nouvelles

Le rapport sur l'emploi aux États-Unis de vendredi dernier aurait dû être une source de réjouissance pour le public, avec environ 100 000 emplois créés de plus que les prévisions des experts et une baisse du taux de chômage à 4,1 %. Cependant, Wall Street n'a pas perçu les choses de cette façon, puisque les marchés ont effectué une vente massive qui a touché particulièrement fort les actifs à risque. Le Canada a également publié un rapport étonnamment solide sur l'emploi, ce qui a remis en question d'autres réductions de taux de la Banque du Canada (*Cold Weather, Hot Jobs*).

Depuis septembre dernier, les taux des obligations du gouvernement américain à moyen terme ont augmenté de plus de 100 points de base, alors que la Réserve fédérale a réduit de 100 points de base ses taux directeurs à court terme. Au Canada, la BdC a abaissé ses taux directeurs de 175 points de base, une baisse inédite dans le monde, et la réaction des taux à long terme a été plus habituelle, les taux des obligations canadiennes à 10 ans reculant de 100 points de base.

Malgré les réductions de taux des deux banques centrales, les taux des obligations américaines et canadiennes ont augmenté à la fin de 2024. Les actions ont redoublé d'efforts pour faire fi de cette hausse des taux et ont eu un peu de succès, puisqu'elles ont atteint de nouveaux sommets à la fin de l'automne. Puis, s'est tenue la réunion de décembre de l'organe d'établissement des taux de la Réserve fédérale, le Federal Open Market Committee (FOMC). Les projections et les commentaires qui ont accompagné la réunion ont remis en question l'ampleur et le moment où la Fed pourrait réduire les taux à l'avenir. Le rapport sur l'emploi de la semaine dernière a ajouté à la nervosité, en donnant du poids à la thèse selon laquelle les taux seraient « un peu plus élevés pendant *beaucoup plus longtemps* ».

Pourquoi les taux à long terme sont-ils en hausse si les banques centrales réduisent leurs taux?

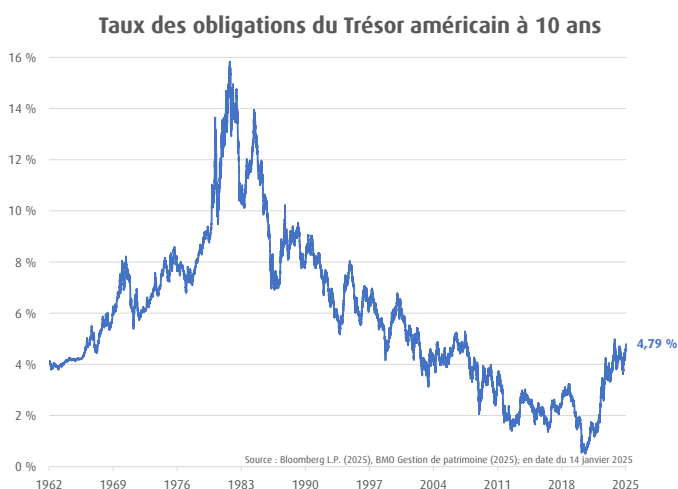
La politique des banques centrales s'applique aux taux à court terme. En revanche, les taux des titres de créance à moyen terme et à long terme sont influencés par les forces du marché. La hausse de ces taux à plus long terme peut être

problématique pour les consommateurs et les entreprises, puisque de nombreux taux d'intérêt clés, y compris les prêts hypothécaires et les prêts automobiles, sont liés à des dettes à long terme. Lorsque les taux à long terme augmentent, même si les taux à court terme baissent, les investisseurs en titres à revenu fixe exigent un meilleur rendement pour investir pendant de plus longues périodes. De nombreuses explications peuvent motiver cette différence, notamment :

- La poursuite de la croissance économique aux États-Unis, soutenue par de solides perspectives d'emploi et de consommation
- L'inquiétude croissante à l'égard de l'augmentation des déficits nationaux et des niveaux records du ratio dette totale/PIB
- Les préoccupations quant à l'ordre, à l'ampleur et au moment des propositions de politique de l'administration républicaine sur la dette/les déficits/les tarifs douaniers
- La persistance de l'inflation

Qu'est-ce qui est normal pour les taux ou l'inflation ?

Les économies mondiales ont passé la majeure partie de la dernière décennie à composer avec plusieurs chocs systémiques, dont la crise financière mondiale et la pandémie. La réaction à ces périodes a incité les banques centrales et les gouvernements fédéraux à changer de cap alors que les pays mettaient en œuvre diverses politiques budgétaires et monétaires afin d'éviter les conséquences économiques les plus graves. Pendant la majeure partie de cette période, l'inflation a été très faible dans la plupart des pays industrialisés, les banques centrales ramenant leurs taux directeurs à zéro (ou en dessous). Il a souvent été difficile de pousser l'inflation au-dessus de 2 %. **La simple durée de ces taux d'intérêt faibles et de cette inflation (de 2008 à 2015) a à elle seule permis aux investisseurs de trop s'accoutumer à ce qui passera dans les registres historiques comme une exception, et non la règle.**



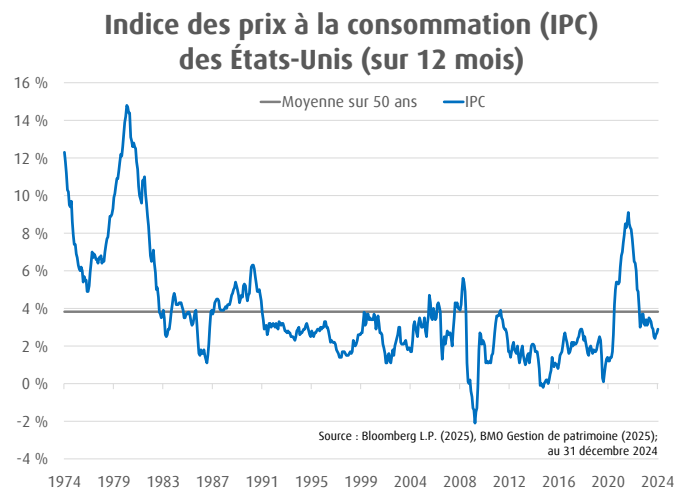
La pandémie et ses conséquences ont été un peu différentes, en ce sens qu'il s'agissait d'une crise médicale, et non d'une crise dans un secteur essentiel. Beaucoup ont été pris au dépourvu par la rapide inflation qui s'est installée lorsque le monde a rouvert et que la consommation a augmenté considérablement. **À mesure que les marchés reviennent à la normale après la crise, les investisseurs ont de la difficulté à comprendre ce qui est « normal » – que ce soit pour l'inflation ou pour les taux d'intérêt.**

Les graphiques suivants montrent que la baisse des taux d'intérêt globaux a duré des décennies. L'inflation a suivi une trajectoire semblable, puisqu'elle est tombée à presque zéro dans la foulée de la crise financière mondiale. Cependant, la situation change un peu à long terme. Entre 1960 et 2023, le taux d'inflation annualisé a été de 3,8 %.

À la recherche des taux idéaux

La longue période de faiblesse des taux signifie qu'une génération ou deux de consommateurs et d'investisseurs n'ont pas vraiment connu ce à quoi ressemblent l'inflation et les taux d'intérêt moyens. **Un niveau modéré d'inflation est sans doute sain pour une économie pour un certain nombre de raisons : il peut faciliter les hausses de salaire, donner aux sociétés un minimum de pouvoir de fixation des prix et encourager un niveau d'activité équilibré qui ne stimule pas l'inflation à cause d'une trop grande demande; ou qui n'étouffe pas la croissance en faisant grimper les coûts d'emprunt.** La clé est de trouver le bon niveau ou le niveau neutre qui encourage un bon équilibre. C'est cette quête qui empêche les dirigeants des banques centrales de dormir la nuit et qui pousse les marchés boursiers et obligataires à chercher des réponses en analysant de façon obsessionnelle la politique de la Fed et en examinant chaque point de données.

Notre point de vue sur les États-Unis et nos travaux sur les hypothèses relatives aux marchés des capitaux sont menés par Yung-Yu Ma, chef des placements, Gestion de patrimoine, États-Unis, qui s'attend à une inflation de base



de 2,5 % pour les prochaines années et à une fourchette de la juste valeur de 4,25 % à 4,75 % pour les taux des obligations du gouvernement américain à 10 ans. Cette fourchette est supérieure aux niveaux où les taux se sont négociés pas plus tard qu'à l'automne dernier, mais elle est plus conforme aux niveaux à long terme. Compte tenu de la relative faiblesse de l'économie et de la maîtrise de l'inflation au Canada, les Études économiques BMO fixent à 3 % les taux des obligations canadiennes à 10 ans pour la fin de l'année. Cette différence, et les craintes relatives aux tarifs, sont les principaux facteurs qui expliquent notamment la faiblesse du huard.

Comme Jerome Powell, le président de la Fed, l'a souligné à maintes reprises, la trajectoire vers la cible de 2 % de la Fed sera probablement cahoteuse et longue. La banque centrale elle-même est à la recherche du taux neutre optimal; selon de récents commentaires, les participants du FOMC croient que les réductions de 100 points de base les ont rapprochés de ce taux « optimal ». Ils peuvent maintenant faire une pause pour que la lumière se fasse – sur les données et les politiques – au cours des prochains mois.

Répercussions pour les investisseurs

Il ne serait pas surprenant de constater une persistance de la volatilité des marchés au moment de la publication de diverses données économiques jusqu'à ce que les marchés et les consommateurs ajustent leur comportement en se faisant à l'idée que l'inflation et les taux d'intérêt à long terme se stabilisent de nouveau sur des normes à long terme.

Depuis un certain temps, notre point de vue a été de favoriser les échéances courtes et les instruments de qualité supérieure, en constatant que la prime est insuffisante pour justifier une durée ou un risque de crédit excessifs. Nous considérons que la juste valeur des obligations américaines à 10 ans se situe dans la fourchette de 4,25 % à 4,75 %. Même si une pointe à 5 % n'est pas exclue, l'indice des prix à la production et celui des prix à la consommation aux États-Unis, plus maîtrisés cette semaine, ont provoqué un brusque renversement des taux de rendement sur 10 ans, ce qui illustre une fois de plus notre dépendance actuelle aux données. Si les taux de rendement dépassaient 5 %, alors que les autres facteurs économiques et fondamentaux restaient constants, cela pourrait représenter une occasion de prolonger la durée.

Sous les projecteurs en Amérique du Nord

Jon Borchardt, analyste principal

George Trapkov, CFA, vice-président et gestionnaire de portefeuille

Cette semaine

Après la frénésie provoquée par les données sur l'emploi aux États-Unis et au Canada, tous les regards se sont tournés sur les données sur l'inflation de cette semaine, y compris l'IPP publié mardi et l'IPC publié mercredi, lesquels ont tous deux été inférieurs aux attentes les plus basses. Une foule de données sur les bénéfices publiées par les grandes banques ont également alimenté l'enthousiasme des marchés boursiers et obligataires mardi et mercredi.

L'emploi aux États-Unis demeure vigoureux – Le rapport sur les emplois non agricoles de vendredi dernier indique que 256 000 emplois ont été créés en décembre, ce qui est nettement supérieur aux prévisions consensuelles de Bloomberg, qui tablaient sur 165 000 emplois. Le taux de chômage est tombé à 4,1 %, son plus bas niveau en six mois. La croissance des salaires a ralenti, signe que le risque d'inflation a diminué. **Ces données indiquent que les fondamentaux du marché de l'emploi demeurent raisonnablement équilibrés et qu'il n'y a aucune raison pour la Fed de reprendre son cycle de baisse.** Les bonnes nouvelles pour l'économie sont considérées comme mauvaises pour les investisseurs en obligations et en actions, qui craignent que la Fed maintienne sa politique de taux élevés encore longtemps.

La croissance de l'emploi au Canada est également vigoureuse – Le marché de l'emploi canadien a terminé l'année 2024 sur une note positive, ce qui concorde avec le point de vue des Études économiques BMO selon lequel l'ensemble de l'économie se relève. **Le nombre d'emplois a augmenté de 90 900 en décembre, soit la plus forte hausse mensuelle en près de deux ans**, ce qui a été suffisant pour faire baisser le taux de chômage de 0,01 point de pourcentage et le ramener à 6,8 %. Même si l'on peut ergoter sur quelques détails, la plupart des données contenues dans le rapport sont solides : le nombre d'emplois à temps plein a progressé de 57 500 et les heures travaillées ont bondi de 0,5 % sur mois. La création d'emplois a été généralisée, 12 des 16 secteurs ayant enregistré une hausse. Six secteurs ont enregistré une hausse de 10 000 emplois ou plus. La répartition géographique n'a pas été un facteur particulièrement notable, puisque des gains ont été enregistrés dans huit provinces sur dix. Le marché de l'emploi a été particulièrement vigoureux en Alberta, avec 35 200 nouveaux emplois et un taux de chômage de 6,7 %. Le Québec a également enregistré une forte hausse de 14 400 emplois, ce qui a donné lieu au taux de chômage le plus bas au pays, à 5,6 %.

La Banque du Canada est-elle sur la touche? – Malgré les signes croissants de reprise de l'économie intérieure, le contexte externe pourrait encore pousser la Banque du Canada à suivre sa politique d'assouplissement. La menace de l'imposition de droits de douane par les États-Unis assombrit les récents rapports économiques, qui étaient plutôt positifs. Lors d'une conférence de presse cette semaine, le président élu Donald Trump a de nouveau prévenu le Canada et le Mexique qu'ils doivent s'attendre à des tarifs douaniers élevés, car il semble totalement insatisfait des promesses et des mesures visant à resserrer la sécurité transfrontalière. La menace tarifaire étant imminente, les dirigeants canadiens s'affairent à élaborer de possibles repréailles qui, bien qu'elles soient un mal nécessaire, pourraient exacerber les difficultés économiques du Canada. En partie à cause de l'incertitude, les marchés estiment que la probabilité que la BdC déclare une baisse de taux ce mois-ci est légèrement supérieure à 50 %. Pour en savoir plus sur le point de vue de l'équipe Études économiques BMO à ce sujet, nous vous invitons à lire l'article [Yield Hangry](#) (en anglais seulement).

Les petites entreprises américaines sont plus optimistes – Le sondage mensuel de la National Federation of Independent Business (NFIB) a révélé que l'humeur des petites entreprises continue de changer nettement pour le mieux dans la foulée des élections. Les données de décembre ont atteint un sommet inégalé en plus de six ans et ont dépassé les attentes de Wall Street. Les propriétaires de petites entreprises prévoient que la mise en œuvre des priorités politiques de l'administration Trump, y compris la réduction des impôts et du fardeau réglementaire, l'amélioration des conditions de crédit et la baisse des prix de l'énergie, stimuleront la croissance économique. Nous nous attendons à ce qu'un portrait plus clair de la situation après les élections entraîne des investissements accrus parmi les entreprises en 2025, mais les tarifs douaniers, l'immigration ou d'autres perturbations liées aux politiques pourraient repousser cette vigueur au milieu de l'année.

Prix à la consommation aux États-Unis – Les investisseurs ont poussé un soupir de soulagement après que les données sur l'inflation publiées mercredi ont confirmé que des progrès ont été réalisés quant à l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % de la Réserve fédérale américaine. L'inflation globale a augmenté de 0,4 % sur un mois, ce qui n'est pas nécessairement positif pour les consommateurs. Wall Street a toutefois bien accueilli le communiqué de presse, ayant été le théâtre d'une forte remontée. L'inflation de base (compte non tenu des aliments et de l'énergie) et la « super » inflation de base (l'inflation de base, compte non tenu du logement) ont

été inférieures aux attentes. La super inflation de base exclue les éléments plus volatils et à la traîne, et c'est sur celle-ci que se fonde la mesure de l'inflation privilégiée de la Fed, soit les dépenses personnelles de consommation de base. **Si des signes de progrès sont observés dans les composantes de la super inflation de base, cela signifie que la Fed pourrait encore réduire ses taux en 2025.** Nous croyons qu'elle aura la marge de manœuvre suffisante pour décréter deux réductions de taux, probablement plus tard cette année. Les marchés boursiers se sont redressés et les taux obligataires ont chuté par suite de cette nouvelle.

Le point sur le logement au Canada – Le marché canadien de l'habitation a affiché des données contrastées à la fin de 2024. Même si le marché ontarien demeure morose et que l'offre est très élevée et que les prix sont à la baisse sur le marché des copropriétés à Toronto, la majeure partie du pays affiche une bonne tenue. Les prix sur au moins dix grands marchés atteignent des sommets cycliques. **Les Études économiques BMO s'attendent à ce que le marché canadien de l'habitation se raffermisse cette année, mais ne prévoient pas d'autre redressement spectaculaire.** À l'échelle nationale, les volumes de ventes devraient augmenter de 12 % pour l'année civile par rapport aux niveaux plutôt bas des années précédentes. Le prix de référence des logements semble augmenter d'un modeste 4 %, car l'abordabilité et les investissements liés aux propriétés, qui demeurent des enjeux, freineront la reprise probable.

La période de publication des bénéfices aux États-Unis commence en force – Quatre des plus grandes banques, soit JP Morgan, Goldman Sachs, Citi et Wells Fargo, ont publié mercredi des résultats supérieurs aux attentes, ce qui a accentué l'enthousiasme du marché. Lors de téléconférences, elles ont souligné l'optimisme à l'égard d'un possible allègement de la réglementation et de l'amélioration des capacités liées à la conclusion d'ententes à l'approche de 2025.

La semaine prochaine

Tous les marchés américains seront fermés lundi à l'occasion du congé pour le Jour de Martin Luther King. Nous pensons que cette journée sera tout sauf ennuyeuse avec l'investiture du nouveau président Trump, également prévue ce jour-là. Une foule de lois et de décrets seront probablement publiés au début du mandat du nouveau président. Comme nous l'avons mentionné la semaine dernière : Bouclez votre ceinture! ([Perspectives stratégiques hebdomadaires – Semaine terminée le 10 janvier 2025 – BMO Gestion de patrimoine](#)). Sur le plan fondamental, d'autres rapports sur les bénéfices de banques sont attendus, de même que les résultats de sociétés de premier ordre des secteurs de la santé et des biens de consommation.

- **Lundi 20 janvier** – Fermeture des marchés américains pour le Jour de Martin Luther King et investiture | Enquête de la BDC sur les perspectives des entreprises et enquête sur les soins de santé des consommateurs
- **Mardi 21 janvier** – Adjudications d'obligations américaines à long terme | IPC au Canada
- **Mercredi 22 janvier** – Indice américain des indicateurs avancés | Production industrielle et prix des matières premières au Canada
- **Jeudi 23 janvier** – Demandes initiales de prestations d'assurance-chômage aux États-Unis | Ventes au détail de novembre au Canada
- **Vendredi 24 janvier** – Indices des directeurs d'achats aux États-Unis

Fiche des données au 15 janvier 2025

Rendements totaux du marché boursier						
	Niveau au 15 janv. 2025	Cumul hebdo à ce jour	Cumul annuel à ce jour	2024	2023	2022
S&P 500	5 950	2,1 %	1,2 %	25,0 %	26,3 %	-18,1 %
NASDAQ	19 511	1,8 %	1,1 %	29,6 %	44,7 %	-32,5 %
DOW	43 222	3,1 %	1,6 %	15,0 %	16,2 %	-6,9 %
Russell 2000	2 263	3,4 %	1,5 %	11,5 %	16,9 %	-20,5 %
S&P/TSX	24 789	0,1 %	0,3 %	21,7 %	11,8 %	-5,8 %
MSCI EAEO	8 090	0,8 %	0,1 %	3,8 %	18,2 %	-14,5 %
MSCI Marchés émergents	564	-0,1 %	-1,7 %	7,5 %	9,8 %	-20,1 %
Rendements totaux du marché obligataire						
		Cumul hebdo à ce jour	Cumul annuel à ce jour	2024	2023	2022
Bloomberg U.S. Treasury		0,7 %	-0,2 %	0,6 %	4,1 %	-12,5 %
Bloomberg U.S. Aggregate		0,8 %	-0,2 %	1,3 %	5,5 %	-13,0 %
Bloomberg Canada Aggregate		0,8 %	-1,1 %	-4,6 %	9,5 %	-17,3 %
Bloomberg U.S. Corporate		0,8 %	-0,3 %	2,1 %	8,5 %	-15,8 %
Bloomberg U.S. High Yield		0,5 %	0,6 %	8,2 %	13,4 %	-11,2 %
Bloomberg 1-10 Year Munis		-0,1 %	-0,2 %	0,9 %	4,5 %	-4,7 %
Rendement des obligations d'État						
	15 janv. 2025	Fin du dernier mois	Fin du dernier trimestre	2024	2023	2022
Bon du Trésor américain 10 ans	4,65 %	4,57 %	4,57 %	4,57 %	3,88 %	3,88 %
Obligation Canada 10 ans	3,42 %	3,23 %	3,23 %	3,23 %	3,11 %	3,30 %
Obligation Royaume-Uni 10 ans	4,73 %	4,56 %	4,56 %	4,56 %	3,53 %	3,66 %
Bund allemand 10 ans	2,56 %	2,36 %	2,36 %	2,36 %	2,02 %	2,57 %
Obligation Japon 10 ans	1,25 %	1,09 %	1,09 %	1,09 %	0,61 %	0,41 %
Devises et actifs réels						
	Niveau au 15 janv. 2025	Cumul hebdo à ce jour	Cumul annuel à ce jour	2024	2023	2022
Indice USD	109,09	-0,5 %	0,6 %	7,1 %	-2,1 %	8,2 %
CAD-USD	0,70 \$	0,6 %	0,3 %	-7,9 %	2,3 %	-6,7 %
Bitcoin	99 678,90 \$	5,3 %	6,4 %	120,5 %	157,0 %	-64,3 %
Or	2 696,32 \$	0,2 %	2,7 %	27,2 %	13,1 %	-0,3 %
Pétrole (WTI)	80,04 \$	4,5 %	11,6 %	0,1 %	-10,7 %	6,7 %



Les renseignements contenus dans le présent document sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprise. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le présent document sont purement ponctuelles et peuvent changer en tout temps. BMO Gestion privée n'est pas responsable des pertes pouvant découler de l'utilisation du présent commentaire. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans ce document ne doivent pas être considérés comme une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de services qui y sont mentionnés (y compris, sans s'y limiter, des produits de base, des titres ou d'autres instruments financiers), et ces informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments ne doivent pas être considérés comme un conseil en matière de placement ou de fiscalité ou comme une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération, ni comme une assurance ou une garantie en ce qui concerne les résultats d'une quelconque opération.

Vous ne devriez pas agir sur la foi de ces renseignements ni vous y fier sans avoir obtenu les conseils d'un professionnel compétent. BMO Gestion privée est un nom de marque du groupe d'exploitation qui comprend la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées qui offrent des produits et des services de gestion privée. Les produits et les services ne sont pas tous offerts par toutes les entités juridiques au sein de BMO Gestion privée. Les services bancaires sont offerts par l'entremise de la Banque de Montréal. Les services de gestion de placements, de planification de patrimoine, de planification fiscale et de planification philanthropique sont offerts par BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Gestion privée de placements Inc. Les services de garde de valeurs ainsi que les services successoraux et fiduciaires sont offerts par la Société de fiducie BMO. Les services et les produits d'assurance sont offerts par l'intermédiaire de BMO Services conseils en assurances et planification successorale Inc., une filiale en propriété exclusive de BMO Nesbitt Burns Inc. Les entités juridiques de BMO Gestion privée n'offrent pas de conseils fiscaux. Si vous êtes déjà un client de BMO Nesbitt Burns Inc., veuillez communiquer avec votre conseiller en placement pour obtenir plus de précisions. BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et de l'Organisme canadien de réglementation des investissements. La Société de fiducie BMO et BMO Banque de Montréal sont membres de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

« BMO (le médaillon contenant le M souligné) » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.

¹ Inflation rates in the United States of America