

Prévisions des taux de détail

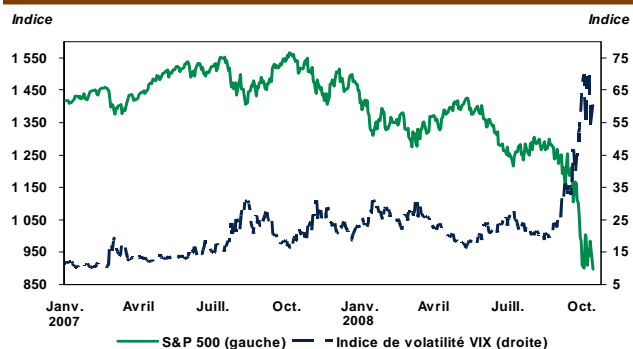
23 octobre 2008

La crise financière affecte les taux de détail

FAITS SAILLANTS

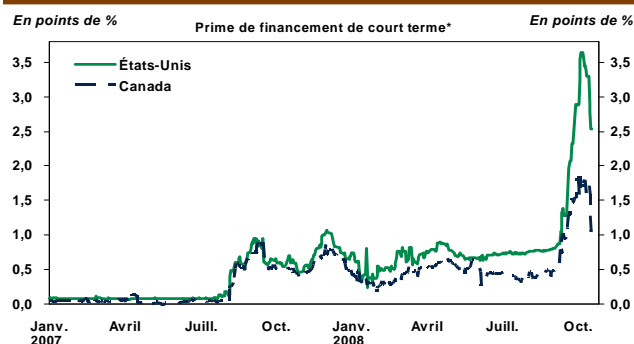
- Les turbulences financières se sont fortement aggravées au cours des dernières semaines, mais la situation commence à s'améliorer, en particulier sur le marché monétaire institutionnel.
 - La Banque du Canada a diminué ses taux directeurs de 75 points de base en octobre, et d'autres baisses sont attendues.
 - L'intensification de la crise financière a fait augmenter certains taux hypothécaires.
 - Le huard est en chute libre.
 - Les indices boursiers ont été frappés de plein fouet par la crise.
- **La crise financière a pris une tournure dramatique au cours des dernières semaines.** La faillite de Lehman Brothers, une grande banque d'investissement américaine, et les problèmes de nombreux autres géants de la finance ont causé une véritable panique sur les marchés financiers. La confiance entre les principaux intervenants du marché s'est écroulée, et le marché monétaire institutionnel a pratiquement arrêté de fonctionner, ce qui a fortement fait augmenter les coûts de financement. Les Bourses n'ont pas été épargnées, la volatilité a explosé, et les indices ont connu une correction violente (graphique 1).
 - **Heureusement, les autorités ont réagi vigoureusement.** Partout dans le monde, les gouvernements et les banques centrales font tout en leur pouvoir pour limiter les conséquences de la crise financière et rétablir la confiance des investisseurs. Il est encore trop tôt pour se réjouir, mais leurs efforts semblent finalement porter fruit depuis quelques jours alors que la situation commence à se calmer sur le marché monétaire institutionnel (graphique 2).
 - **La Banque du Canada (BdC) a abaissé ses taux directeurs de 75 points de base en octobre.** La diminution musclée de 50 points de base décrétée le 8 octobre dernier, de concert avec d'autres grandes banques centrales, a été suivie d'une baisse plus modeste de 25 points le 21 octobre, ce qui a porté le taux d'escompte à 2,5 %. L'assombrissement des perspectives économiques et les graves tensions sur les marchés financiers justifient cette action musclée de la BdC, d'autant plus que la correction des prix des matières premières a fait fortement diminuer les pressions inflationnistes. Dans ce contexte, la BdC ne cache pas son intention de procéder à d'autres baisses de ses taux directeurs.

Graphique 1 – La crise financière a atteint son paroxysme



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Les écarts de financement commencent enfin à redescendre



* Écart entre le taux Libor trois mois et le taux des swaps sur les fonds à un jour.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou

Économiste senior

Martin Lefebvre

Économiste principal

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

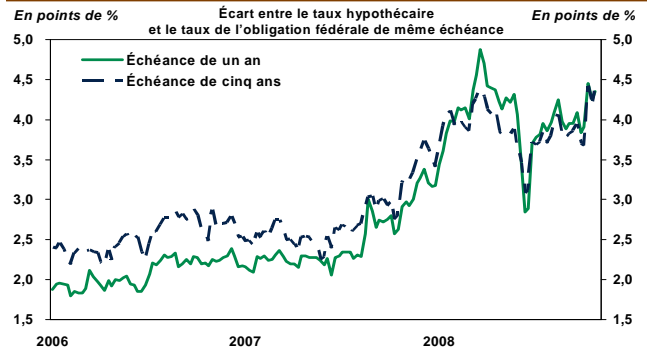
Hendrix Vachon

Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

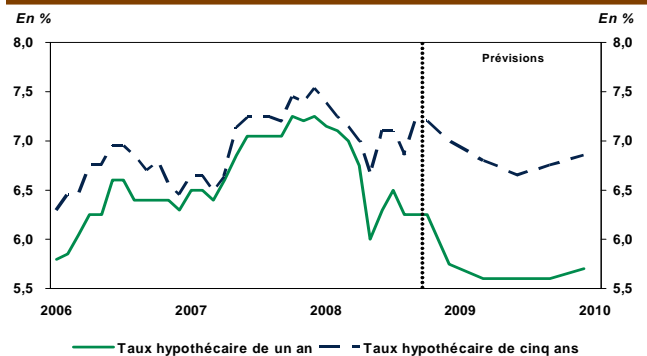
- **La tourmente financière se répercute sur les taux hypothécaires.** L'augmentation des coûts de financement des institutions financières a entraîné une hausse des taux hypothécaires malgré la faiblesse des taux obligataires. Le taux sur une hypothèque fermée de cinq ans est ainsi passé de 6,85 % à 7,20 % à la fin du mois de septembre. La prime exigée sur les nouvelles hypothèques à taux variable, par rapport au taux préférentiel, a aussi été fortement augmentée. L'écart entre le taux préférentiel et le taux d'escompte est cependant demeuré inchangé, ce qui permet aux ménages qui ont une hypothèque variable de bénéficier des baisses de taux décrétées par la BdC.
- **Prévisions :** Nous continuons de miser sur un recul modéré des taux de détail. La crise financière aura des effets durables, et les écarts entre les taux hypothécaires et ceux des obligations du gouvernement canadien demeureront relativement élevés pour plusieurs trimestres, sinon années. Cependant, le niveau actuel des écarts (graphique 3) reflète la situation extrême des dernières semaines et, dès que le marché monétaire recommencera à fonctionner plus normalement, les institutions financières posséderont la marge de manœuvre pour abaisser légèrement leur taux. Le contexte économique difficile devrait maintenir des taux obligataires très faibles au cours des prochains trimestres, ce qui, combiné à d'autres baisses des taux directeurs, mettra aussi des pressions à la baisse sur les taux de détail (graphique 4).

Graphique 3 – La crise a fait augmenter les écarts entre les taux hypothécaires et obligataires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les taux hypothécaires pourraient légèrement diminuer



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Prévisions : taux de détail

	Taux d'escompte (1)	Taux préférentiel (1)	Hypothèques (1)			Épargne à terme (1) (2)		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
Réalisé – fin de mois								
Avril 2008	3,25	4,75	6,75	7,00	7,00	2,10	2,60	3,15
Mai 2008	3,25	4,75	6,00	6,15	6,65	2,10	2,60	3,15
Juin 2008	3,25	4,75	6,30	6,65	7,10	2,25	2,85	3,20
Juillet 2008	3,25	4,75	6,50	7,00	7,10	2,25	2,85	3,20
Août 2008	3,25	4,75	6,25	6,35	6,85	2,25	2,85	3,20
Septembre 2008	3,25	4,75	6,25	6,70	7,20	2,25	2,85	3,20
22 oct. 2008	2,50	4,00	6,25	6,70	7,20	2,25	2,85	3,20
Prévisions – fin de trimestres								
2008 : T4	2,00–2,50	3,50–4,00	5,50–6,00	6,10–6,60	6,75–7,25	1,65–2,15	2,25–2,75	2,65–3,15
2009 : T1	1,50–2,25	3,00–3,75	5,35–5,85	5,95–6,45	6,55–7,05	1,65–2,15	2,15–2,65	2,55–3,05
2009 : T2	1,50–2,25	3,00–3,75	5,35–5,85	5,90–6,40	6,40–6,90	1,65–2,15	2,10–2,60	2,45–3,05
2009 : T3	1,50–2,25	3,00–3,75	5,35–5,85	6,00–6,50	6,50–7,00	1,65–2,15	2,15–2,65	2,65–3,15
2009 : T4	2,00–2,50	3,50–4,00	5,45–5,95	6,20–6,70	6,60–7,30	1,80–2,30	2,45–3,05	2,85–3,35

Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetables (annuel).

Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien écope durement de la chute des prix des matières premières

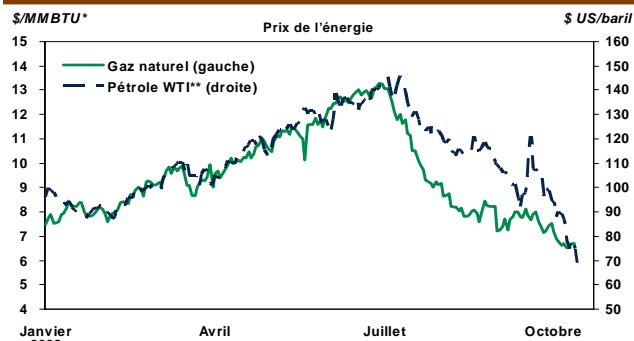
- **Notre position de court terme sur le huard a significativement changé au cours des dernières semaines.** Après s'être maintenu la tête haute pendant une bonne partie de la crise, la devise canadienne s'est littéralement écroulée à partir de la mi-septembre, passant sous 0,80 \$ US le 22 octobre dernier (graphique 5).
- **La devise a écopé durement de la correction sévère des prix des matières premières énergétiques et non énergétiques (graphique 6).** Le repli des cours pétroliers nous semble passablement avancé, mais, sans un dénouement rapide de la crise financière, les tensions sur le marché du crédit continueront d'amplifier les risques de récession mondiale et, par ricochet, le recul de la demande pour les matières premières.
- **À court terme, les risques demeurent orientés à la baisse pour le huard.** L'assombrissement des perspectives de croissance canadiennes en raison de l'intensification des tensions financières, des risques de récession mondiale et de l'affaissement de la demande mondiale pour les matières premières continuera d'être défavorable au dollar canadien au cours des prochains mois. Dans un premier temps, rien ne pointe vers un rebond, voire une stabilisation des prix du pétrole à court terme. Dans un deuxième temps, la Banque du Canada devra assouplir sa politique monétaire davantage afin de limiter les risques de récession au pays.
- **Prévisions :** La correction du huard semble significativement avancée, mais le taux de change canadien pourrait atteindre de nouveaux creux cycliques prochainement. En 2009, le contexte pourrait être plus favorable à la devise canadienne alors que les prix des matières premières devraient reprendre une tendance haussière.

Graphique 5 – La correction du dollar canadien s'accélère



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Le dollar a écopé durement de la chute des prix de l'énergie



* Million British Thermal Units; ** West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Déterminants	Court terme	Long terme
Prix du pétrole	↓	↗
Prix des métaux	↓	↗
Écarts entre les taux d'intérêt (Canada - États-Unis)	↓	↑

Tableau 2
Prévisions : devises

	2007				2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ CAN par \$ US	1,1535	1,0654	1,0056	1,0021	0,9748	0,9700	0,9407	0,8000	0,8200	0,8800	0,9400	1,0000
\$ US par \$ CAN	0,8669	0,9389	0,9944	0,9979	1,0259	1,0309	1,0630	1,2500	1,2195	1,1364	1,0638	1,0000
\$ CAN par euro	1,5354	1,4389	1,4143	1,4589	1,6256	1,6243	1,4931	1,6500	1,5610	1,4205	1,2979	1,2200
\$ US par euro	1,3311	1,3506	1,4222	1,4620	1,5846	1,5755	1,4047	1,3200	1,2800	1,2500	1,2200	1,2200
\$ US par £	1,9673	2,0080	2,0471	1,9865	1,9833	1,9936	1,7825	1,6800	1,6500	1,6200	1,6000	1,6000

Source : Desjardins, Études économiques

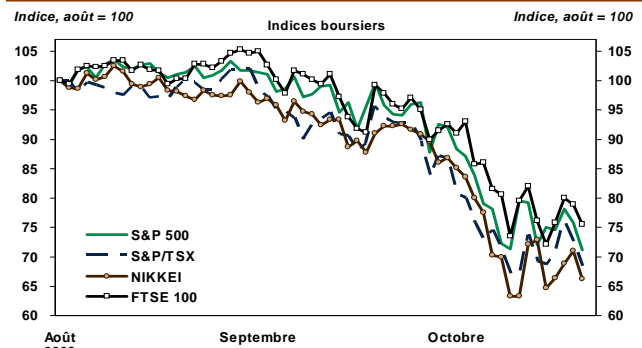
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Le recul des Bourses s'est transformé en déroute

- Les différentes classes d'actifs ont évolué au rythme de la crise.** L'intensification des tensions a entraîné une véritable vague de panique sur les marchés. La volatilité a atteint un sommet historique, et les indices boursiers se sont effondrés partout sur la planète (graphique 7). Le désir de plusieurs investisseurs de quitter la Bourse au même moment a amplifié la correction. Au début d'octobre, l'indice S&P 500 a perdu près de 20 % en une seule semaine, lorsque la panique a semblé atteindre son apogée. Les interventions musclées des gouvernements semblent finalement commencer à faire effet sur le marché monétaire, mais les craintes grandissantes d'une récession mondiale continuent d'exercer des pressions à la baisse sur les Bourses.
- La correction des prix des matières premières est amplifiée par la crise.** L'aversion extrême au risque, le manque de liquidités et la force du dollar américain poussent de nombreux investisseurs à réduire leurs investissements dans le secteur des ressources. De plus, la débâcle financière confirme que le ralentissement économique mondial perdurera encore plusieurs trimestres, ce qui minera la demande de produits de base. Par conséquent, la correction généralisée des prix des matières premières s'est poursuivie, et le prix du baril de pétrole a même clôturé une séance sous les 70 \$ US pour la première fois depuis août 2007 (graphique 8).
- Les difficultés de la Bourse canadienne se poursuivent.** Sans surprise, la combinaison d'une chute généralisée des Bourses et des prix des ressources a fait très mal au marché canadien. L'indice S&P/TSX a ainsi baissé d'environ 30 % depuis le début du mois de septembre. Même un grand producteur d'engrais comme PotashCorp a été frappé durement par le recul des prix des matières premières. La sous-performance relative de la Bourse canadienne par rapport aux Bourses américaines depuis quelques mois est particulièrement marquée si l'on tient compte de la dépréciation de notre devise (graphique 9).
- Le marché obligataire n'a pas bénéficié de la flambée des tensions.** L'accentuation de la crise n'a profité qu'aux titres fédéraux de court terme, qui ont bien joué leur rôle de valeur refuge. Les investisseurs ont tourné le dos à tous les titres qui présentaient le moindre risque, en particulier aux obligations corporatives. Même les taux des obligations fédérales de long terme n'ont pas diminué alors que les investisseurs semblent craindre que les actions énergiques des autorités gouvernementales pour contrer la crise financière, particulièrement aux États-Unis, n'entraînent une hausse trop forte de l'offre de titres fédéraux.
- La BdC continuera de diminuer ses taux directeurs.** Les effets conjugués de la crise du crédit, de la récession américaine et de l'affaissement de la demande mondiale pour les ressources naturelles continueront d'être défavorables à l'économie canadienne au cours des prochains trimestres.

Graphique 7 – Les marchés boursiers ont enregistré des baisses importantes



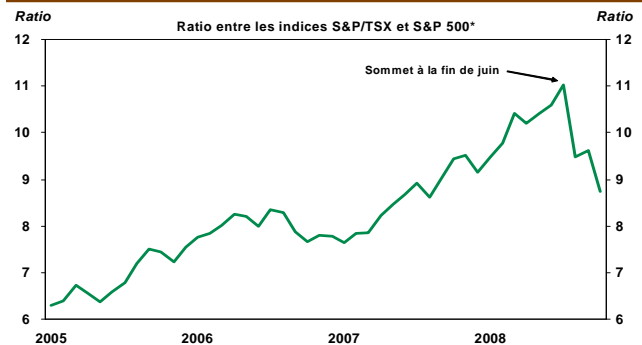
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – La correction des prix du pétrole est spectaculaire!



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La surperformance de la Bourse canadienne a pris fin brusquement

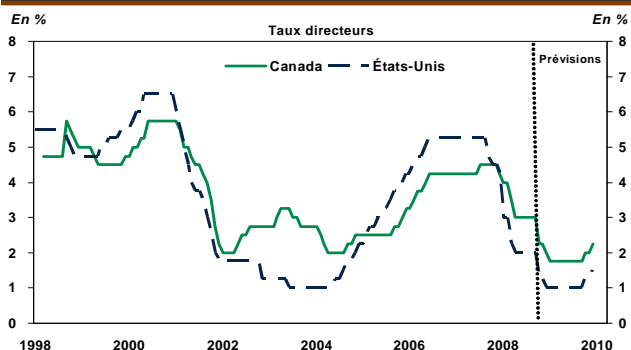


* En dollars canadiens.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les risques inflationnistes étant maintenant nettement orientés à la baisse, la BdC a clairement fait part de son intention de diminuer de nouveau ses taux directeurs au cours des prochains mois. Nous envisageons au moins deux autres baisses de taux de 25 points de base, soit aux réunions de décembre et de janvier (graphique 10). Cela, jumelé au contexte économique difficile, maintiendra les taux obligataires canadiens très bas au cours des prochains mois.

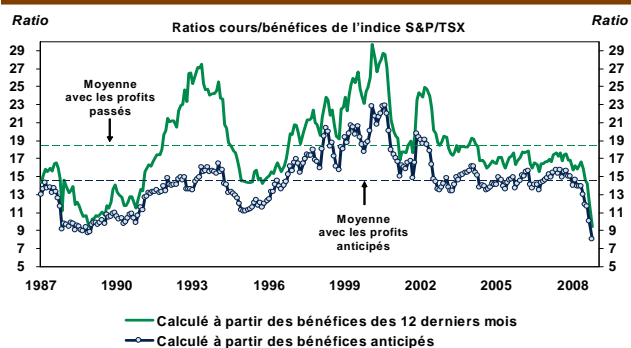
- **Prévisions :** Les Bourses pourraient effacer une partie de leurs pertes d'ici la fin de l'année et en 2009. Il est difficile d'être optimiste dans le contexte actuel, mais il ne faut pas oublier que les corrections boursières ont habituellement été suivies de rebonds vigoureux des indices. Si la volatilité extrême risque de se poursuivre quelque temps, ce qui milite pour une attitude prudente de la part des investisseurs, la Bourse paraît maintenant attrayante sur une base historique, particulièrement au Canada (graphique 11). Les craintes d'une récession et de ses effets sur les résultats des entreprises continueront d'exercer des pressions sur les Bourses, mais on peut penser que le niveau actuel reflète déjà un scénario économique très pessimiste. Après une perte sévère en 2008, le rendement des Bourses devrait ainsi, à notre avis, s'approcher des 10 % l'an prochain. Dans le contexte actuel, il faut toutefois insister sur le fait que ces prévisions sont entourées d'une incertitude accrue et que d'autres baisses des indices sont probables avant que les Bourses ne reprennent une réelle tendance haussière.

Graphique 10 – D'autres baisses des taux directeurs sont à prévoir



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – La Bourse canadienne a rarement été si peu chère



Sources : Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

Tableau 3 Rendement des classes d'actifs

	Encaisse	Obligations	Actions canadiennes	Actions américaines	Actions internationales	Taux de change
	Bons du Trésor - trois mois	Indice obligataire (Scotia Capital)	Indice S&P/TSX*	Indice S&P 500 (\$ US)*	Indice MSCI EAFE (\$ US)*	\$ CAN/\$ US (var. en %) **
2000	5,50	10,20	7,40	(9,10)	(14,00)	3,80
2001	3,90	8,10	(12,60)	(11,90)	(21,20)	6,50
2002	2,50	8,70	(12,40)	(22,10)	(15,70)	(1,50)
2003	2,90	6,70	26,70	28,70	39,20	(17,70)
2004	2,20	7,10	14,50	10,90	20,70	(7,10)
2005	2,70	6,50	24,10	4,90	14,00	(3,30)
2006	4,00	4,10	17,30	15,80	26,90	0,20
2007	4,10	3,70	9,80	5,50	11,60	(14,40)
2008p	cible : 2,40	cible : 3,00	cible : -15,00	cible : -20,00	cible : -30,00	cible : 25,3 (0,80 \$ US)
fourchette	2,3 à 2,5	1,5 à 4,0	-30,0 à -10,0	-35,0 à -15,0	-45,0 à -20,0	17,9 à 33,6 (0,75 \$ US à 0,85 \$ US)
2009p	cible : 2,00	cible : 2,50	cible : 10,00	cible : 9,00	cible : 12,00	cible : -20,0 (1,00 \$ US)
fourchette	1,5 à 2,5	1,0 à 4,0	0,0 à 20,0	2,0 à 18,0	5,0 à 20,0	-11,1 à -23,8 (0,90 \$ US à 1,05 \$ US)

p : prévisions; * Dividendes inclus; ** Négatif = appréciation et positif = dépréciation.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques