

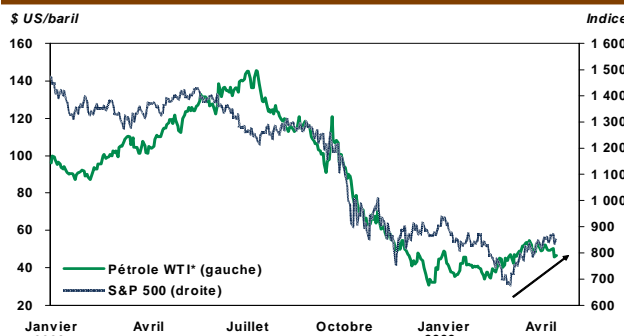
Enfin quelques bonnes nouvelles, mais la prudence demeure de mise

FAITS SAILLANTS

- L'espoir d'une stabilisation de l'économie mondiale et du système financier ravive l'optimisme des investisseurs.
- La Banque du Canada s'engage à maintenir son taux directeur à 0,25 % jusqu'en juin 2010.
- La baisse des taux de détail tire à sa fin, mais une remontée est peu probable d'ici la fin de l'année.
- L'adoption éventuellement d'une politique quantitative pourrait temporairement secouer le dollar canadien.
- Le rebond des Bourses est impressionnant, mais le potentiel supplémentaire de hausse est limité à court terme.

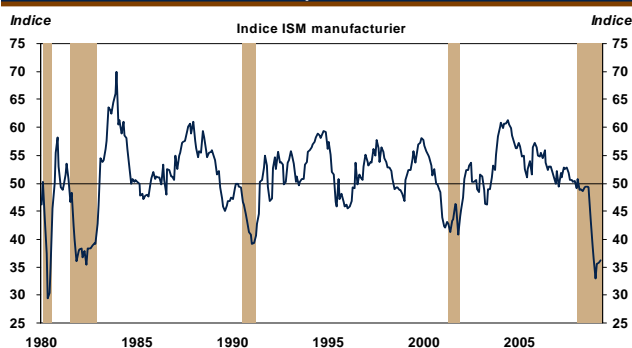
- **Un vent d'optimisme a soufflé sur les marchés financiers.** La déprime générale et les craintes d'une dépression mondiale en début d'année ont fait place depuis le début du mois de mars à l'espoir d'une amélioration de la situation économique. Les investisseurs ont ainsi retrouvé un certain appétit pour le risque, ce qui s'est traduit par un rebond significatif des Bourses et des prix des matières premières (graphique 1).
- **Espoir pour le système bancaire américain.** La publication des détails du plan américain pour régler le problème des actifs toxiques détenus par les institutions financières et le retour à la rentabilité de plusieurs grandes banques au premier trimestre ont fortement contribué au rebond des Bourses. L'effet de la récession sur la qualité des prêts représente cependant toujours un risque important pour le système financier.
- **La récession mondiale se poursuit, mais certains signaux sont un peu moins négatifs.** Le récent regain d'optimisme s'est aussi appuyé sur des statistiques économiques meilleures qu'anticipé. Tout indique cependant que le recul de l'activité se poursuit dans les pays industrialisés; la remontée de certains indicateurs annonce seulement une chute moins abrupte (graphique 2). Une exception est la Chine où certains signes de reprise sont perceptibles depuis quelques semaines.
- **La Banque du Canada (BdC) a procédé à une dernière baisse de 0,25 % de son taux directeur en avril (graphique 3 à la page 2).** De plus, elle s'est engagée à maintenir le taux cible de financement à un jour à son creux de 0,25 % jusqu'à la mi-2010. La BdC cherche ainsi à s'assurer que les taux de long terme demeureront faibles, une condition nécessaire pour relancer l'économie. Maintenant que la di-

Graphique 1 – Les matières premières et les Bourses ont regagné quelques plumes au cours des dernières semaines



* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Aux États-Unis, l'indice ISM se stabilise, mais continue d'indiquer un recul de l'activité



Sources : Institute for Supply Management 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

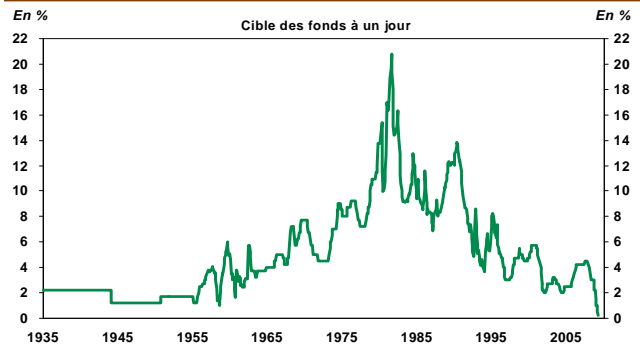
Économiste

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

minution du taux directeur est terminée, la voie est maintenant ouverte à l'annonce de mesures non traditionnelles pour soutenir l'économie et éviter que l'inflation ne demeure trop longtemps sous la cible de 2 %.

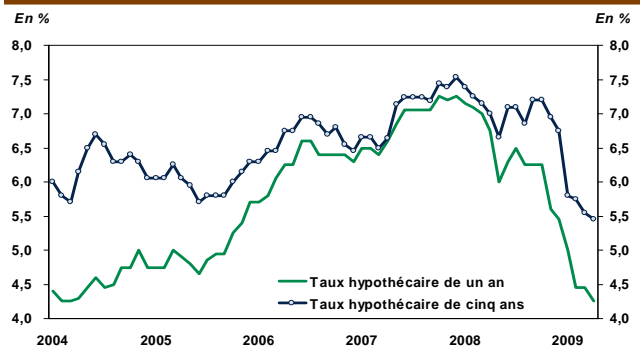
- **Les taux obligataires font du surplace.** Après être descendus à des creux de plusieurs décennies en fin de 2008, puis avoir connu un rebond significatif en janvier, les taux des obligations fédérales canadiennes et américaines se sont stabilisés au cours des derniers mois. Les taux des échéances de dix ans ont ainsi évolué entre 2,50 % et 3,00 % des deux côtés de la frontière depuis la fin de janvier et ils pourraient demeurer longtemps près de ces niveaux.
- **Les taux de détail ont légèrement diminué en avril.** À 4,25 % pour une échéance de un an et à 5,45 % pour une échéance de cinq ans, les taux hypothécaires sont descendus récemment à des creux historiques (graphique 4). Le recul total depuis le début de l'année atteint 1,20 % pour le taux de un an et 1,30 % dans le cas du taux de cinq ans. Les taux payés sur l'épargne à terme ont aussi poursuivi leur recul.
- **La baisse des taux tire à sa fin.** La récente diminution du taux directeur canadien pourrait se traduire par un léger recul des taux de détail, surtout dans le court terme. Par la suite, la longue période de stabilité des taux directeurs et des taux obligataires devrait maintenir les taux de détail près de leur creux jusqu'à la fin de 2009. Une remontée des taux devrait toutefois s'amorcer en 2010, au fur et à mesure que le contexte économique s'améliorera.

Graphique 3 – La Banque du Canada a abaissé son taux directeur à un creux historique



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – La chute des taux hypothécaires semble très avancée



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								
Octobre 2008	2,50	4,00	6,25	6,70	7,20	2,25	2,85	3,20
Nov. 2008	2,50	4,00	5,60	6,30	6,95	1,90	2,25	2,60
Déc. 2008	1,75	3,50	5,45	6,20	6,75	1,20	2,25	2,60
Janvier 2009	1,25	3,00	5,00	5,75	5,80	1,15	1,90	2,20
Février 2009	1,25	3,00	4,45	5,50	5,75	1,00	1,90	2,20
Mars 2009	0,75	2,50	4,45	4,95	5,55	0,50	1,80	2,20
23 avril 2009	0,50	2,25	4,25	4,75	5,45	0,40	1,60	2,00
Prévisions – fin de trimestre								
2009 : T2	0,50	2,25	3,95–4,25	4,45–4,75	5,15–5,45	0,15–0,40	1,25–1,60	1,65–2,00
2009 : T3	0,50	2,25	3,85–4,35	4,35–4,85	5,15–5,65	0,15–0,65	1,25–1,75	1,65–2,15
2009 : T4	0,50	2,25	3,85–4,35	4,35–4,85	5,15–5,65	0,15–0,65	1,25–1,75	1,65–2,15
2010 : T1	0,50	2,25	3,95–4,45	4,40–4,90	5,30–5,80	0,20–0,70	1,40–1,90	1,75–2,25
2010 : T2	0,50	2,25	4,10–4,60	4,60–5,10	5,50–6,00	0,30–0,80	1,50–2,00	1,80–2,30
2010 : T3	0,50–0,75	2,25–2,50	4,10–4,60	4,70–5,20	5,55–6,05	0,40–0,90	1,60–2,10	1,85–2,35
2010 : T4	0,50–1,00	2,25–2,75	4,20–4,70	4,90–5,40	5,75–6,25	0,45–0,95	1,70–2,20	2,05–2,55

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

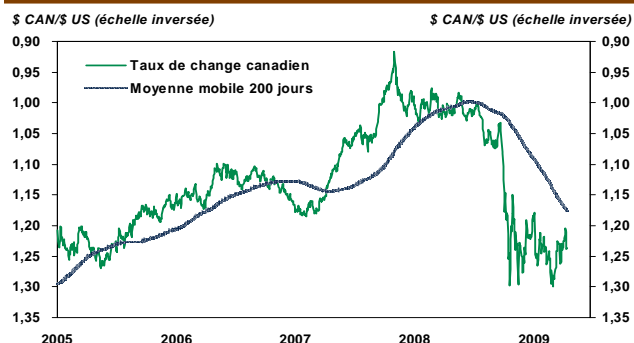
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

L'adoption éventuellement d'une politique quantitative pourrait temporairement secouer le dollar canadien

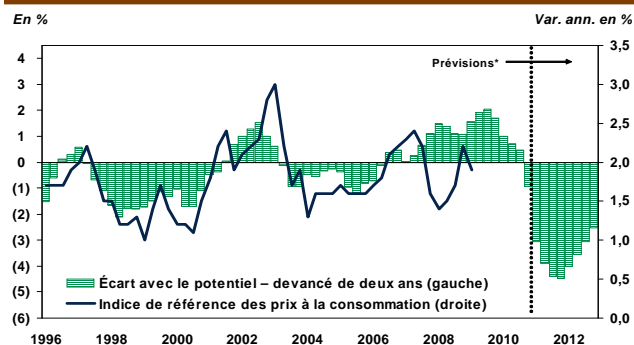
- Le dollar canadien a connu une performance exemplaire au cours des dernières semaines. La paire USD/CAD est passée d'un sommet de 1,3065 \$ CAN, le 9 mars dernier, à près de 1,20 \$ CAN récemment, soit un gain de 8,5 % en un peu plus d'un mois (graphique 5). Cela reflète en partie la correction spontanée du billet vert à la mi-mars, mais, surtout, la remontée graduelle des prix du pétrole d'un creux récent de 33,55 \$ US le baril le 12 février dernier à plus de 50 \$ US dernièrement.
- Dans l'ensemble, les fondements de l'économie restent défavorables au huard. Les livraisons manufacturières sont en chute libre; le solde commercial de marchandises est tombé déficitaire pour la première fois depuis 1976; et le marché de l'emploi s'est détérioré à un rythme moyen de 71 000 emplois par mois depuis le sommet d'octobre 2008.
- En raison de la détérioration rapide du contexte économique mondial et canadien, et en l'absence de pressions inflationnistes, la Banque du Canada (BdC) a abaissé son taux directeur à un creux historique de seulement 0,25 % le 21 avril dernier. Du même coup, elle a annoncé que les taux allaient demeurer à ce niveau jusqu'à la mi-2010.
- Nos estimations de croissance de l'économie canadienne indiquent que le travail de la BdC n'est pas terminé. Le creusement significatif de l'*output gap* pourrait être difficilement résorbé au cours des prochaines années. Cette offre excédentaire continuera d'exercer des pressions baissières sur les prix et, bien que nous n'anticipons pas de déflation hors énergie, il y a un risque que la cible d'inflation (2 %) ne soit pas atteinte à moyen terme. Dans ces conditions, notre indicateur monétaire signale que la BdC devrait adopter une politique quantitative le plus tôt possible.
- Prévisions :** À court terme, le dollar canadien est à risque. L'adoption d'une politique quantitative pourrait ramener temporairement la paire USD/CAD à se rapprocher de 1,30 \$ CAN. La consolidation des prix des matières premières devrait lui permettre d'éviter le pire, mais, en raison de la généralisation du ralentissement économique, il faut rester prudent.

Graphique 5 – Dollar canadien et tendance



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Les pressions baissières sur l'inflation deviendront plus importantes au Canada



* À partir du quatrième trimestre de 2010.
Sources : Statistique Canada 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

Fin de période	2008		2009				2010			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,9407	0,8204	0,7918	0,8000	0,8600	0,8800	0,9000	0,9200	0,9500	1,0000
\$ CAN par \$ US	1,0630	1,2189	1,2630	1,2500	1,1628	1,1364	1,1111	1,0870	1,0526	1,0000
\$ CAN par €	1,4931	1,6943	1,6769	1,5750	1,4884	1,4773	1,4722	1,4761	1,4642	1,4240
\$ US par €	1,4047	1,3901	1,3277	1,2600	1,2800	1,3000	1,3250	1,3580	1,3910	1,4240
\$ US par £	1,7825	1,4378	1,4334	1,4500	1,5500	1,6000	1,6500	1,7000	1,7500	1,8000

Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

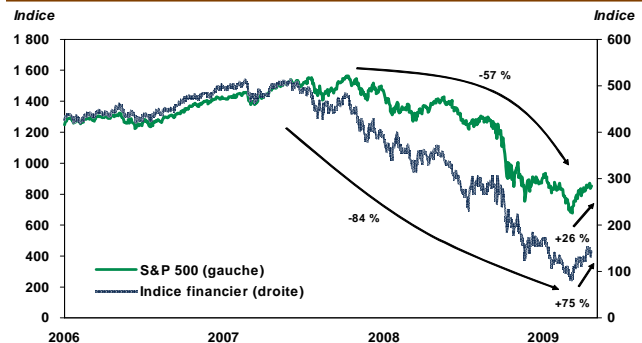
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Les Bourses pourront-elles consolider leurs gains?

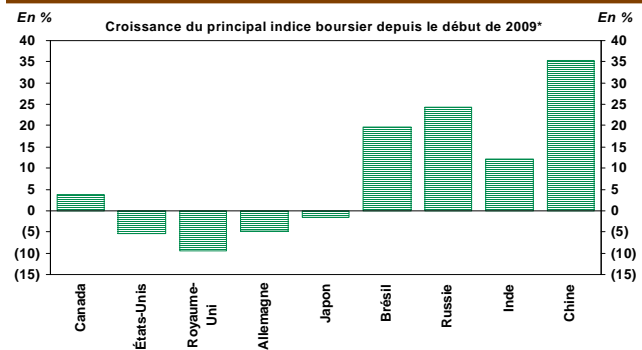
- **Le rebond des Bourses s'est poursuivi.** Après avoir atteint un creux de plusieurs années au début du mois de mars, les indices boursiers ont enregistré une remontée impressionnante. Un apaisement des craintes entourant la santé du secteur financier a fortement contribué à ce rebond (graphique 7) alors que plusieurs banques américaines ont renoué avec la profitabilité au premier trimestre. La hausse des principaux indices nord-américains depuis le début de mars a dépassé 25 %, ce qui a permis à la Bourse canadienne de repasser au-dessus de son niveau de début d'année.
- **Les pressions sur les bénéfices des entreprises demeurent fortes.** Plusieurs entreprises ont annoncé au premier trimestre des résultats légèrement supérieurs aux prévisions des analystes. Il faut toutefois réaliser que les attentes du marché étaient extrêmement faibles et que certains facteurs temporaires, dont des gains importants découlant du sauvetage d'AIG, ont gonflé la performance de certaines entreprises. Le contexte économique demeure très difficile, et il semble assuré que les profits des entreprises nord-américaines enregistreront un recul important en 2009.
- **Les Bourses émergentes s'enflamment.** Après un effondrement spectaculaire en deuxième moitié de 2008, les Bourses émergentes ont fortement profité de la baisse récente de l'aversion des investisseurs envers le risque. En particulier, la Bourse chinoise est en hausse de 35 % depuis le début de l'année (graphique 8). Cette dernière profite des signes que les plans de relance gouvernementaux commencent à porter leurs fruits.
- **Remontée importante des prix des matières premières industrielles.** Le regain d'optimisme des investisseurs et l'espoir d'une stabilisation de l'économie mondiale, et même de relance en Chine, ont aussi grandement profité aux produits de base. Les prix du pétrole sont ainsi remontés temporairement près des 55 \$ US, un sommet depuis novembre 2008 (graphique 9), alors que plusieurs métaux de base se sont appréciés de plus de 20 %. À l'inverse, le prix de l'or a été désavantagé par ce changement de sentiment, défavorable aux valeurs refuges.
- **Les taux obligataires risquent de demeurer relativement stables pour plusieurs mois (graphique 10 à la page 5).** D'un côté, la faiblesse de l'économie et des pressions inflationnistes ainsi que les efforts des banques centrales limiteront toute remontée des taux. D'un autre côté, les émissions massives de nouvelles obligations pour financer les déficits publics continueront à préoccuper les investisseurs, et elles rendent peu probable un retour aux creux atteints en fin de 2008.

Graphique 7 – Le rebond des Bourses s'appuie sur le secteur financier



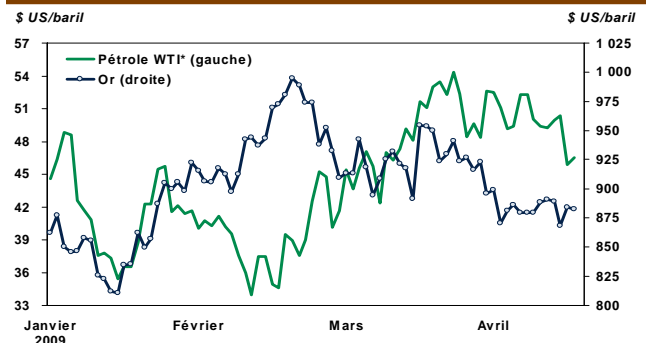
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Les Bourses émergentes se démarquent



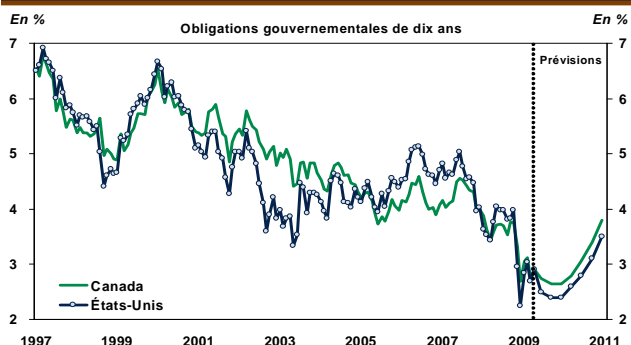
* En devises nationales.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Les prix du pétrole ont remonté alors que ceux de l'or se sont dégonflés

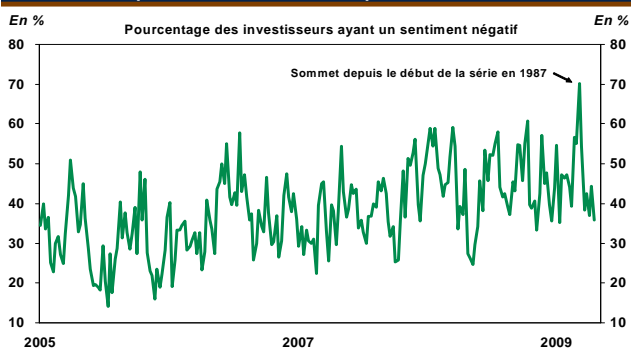


* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

- **Le resserrement progressif des écarts de taux pourrait favoriser le marché obligataire.** Le faible intérêt payé par les obligations fédérales et le recul limité des taux prévu cette année n'annoncent pas des rendements très élevés pour le marché obligataire canadien. Les titres provinciaux et corporatifs pourraient toutefois profiter de l'apaisement progressif des tensions financières au cours des prochains trimestres.
- **L'optimisme des investisseurs sera certainement mis à l'épreuve.** La remontée des indices boursiers et des prix des matières premières paraît maintenant étirée. Il serait très surprenant que d'autres hausses importantes soient enregistrées à très court terme, d'autant plus que, malgré quelques signes un peu plus encourageants, les difficultés économiques et financières demeurent très sérieuses. Les investisseurs doivent donc être prêts à recevoir d'autres mauvaises nouvelles au cours des prochains mois. On peut toutefois espérer que les marchés entreront maintenant dans une phase de consolidation et qu'ils réussiront à se maintenir au-dessus de leur creux cyclique. En effet, les niveaux des Bourses au début de mars reflétaient un pessimisme extrême des investisseurs qui, nous l'espérons, ne se répètera pas à court terme (graphique 11).
- **Nos prévisions de rendement sont maintenues dans l'ensemble.** La remontée récente des Bourses ne nous amène pas à modifier significativement nos prévisions de rendement pour 2009. Les indices devraient fluctuer près des niveaux actuels au cours des prochains mois et ils pourraient reprendre une tendance haussière en fin d'année alors que les signes de reprise, modérée, de l'économie deviendront plus apparents. Nos cibles de gains d'environ 5 % pour la Bourse américaine et de 10 % au Canada, alors que les prix des matières premières devraient se raffermir quelque peu, semblent donc réalistes. Dans le contexte actuel, des mouvements violents risquent toutefois de continuer d'affecter les marchés financiers au cours des prochains trimestres, ce qui augmente l'incertitude sur les prévisions.

Graphique 10 – Les taux obligataires devraient demeurer près des niveaux actuels pour plusieurs trimestres


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Le creux des Bourses au début de mars s'est produit à un moment de pessimisme extrême


Sources : American Association of Individual Investors et Desjardins, Études économiques

**Tableau 3
Rendement des classes d'actifs**

Fin d'année	Encaisse	Obligations	Actions canadiennes	Actions américaines	Actions internationales	Taux de change
	Bons du Trésor - trois mois	Indice oblig. (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)
2008	2,30	6,40	(33,00)	(37,00)	(43,10)	22,10
2009p	cible : 0,4	cible : 4,5	cible : 10,0	cible : 5,0	cible : 2,0	cible : -6,8 (0,88 \$ US)
fourchette	0,2 à 0,6	2,5 à 6,5	-5,0 à 15,0	-10,0 à 10,0	-12,0 à 12,0	-13,6 à 2,6

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques