

16 juin 2009

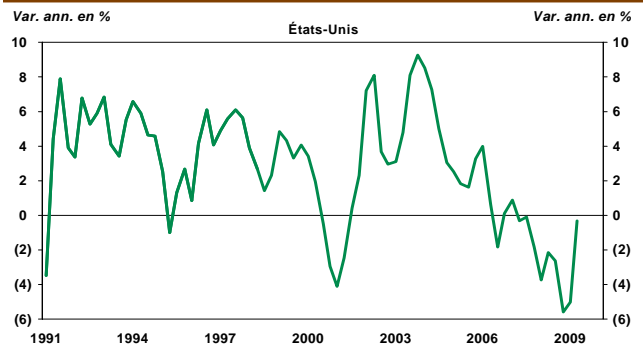
La remontée des taux hypothécaires devrait être limitée

FAITS SAILLANTS

- Le sentiment des marchés continue à s'améliorer alors que les signes indiquant la fin prochaine de la récession se multiplient.
- La reprise économique devrait toutefois être modeste, ce qui incitera les banques centrales à maintenir leurs taux directeurs près de zéro.
- La remontée rapide des taux obligataires a entraîné une hausse des taux hypothécaires de longue échéance.
- Le contexte général demeure favorable à une appréciation du huard.
- La tendance haussière des Bourses est bien amorcée, mais une correction temporaire est probable à court terme.

- **Le regain d'optimisme s'est poursuivi.** La publication de plusieurs statistiques économiques dépassant les attentes a renforcé les espoirs que le pire de la récession mondiale est maintenant derrière nous. La récession se poursuit pour le moment, mais l'activité économique pourrait renouer avec la croissance dès cet automne (graphique 1).
- **L'environnement financier continue à s'améliorer.** Les autorités ont finalement réussi à apaiser les craintes de faillites généralisées ou de nationalisation des institutions financières internationales. Les primes de financement exigées des grandes banques sont ainsi redescendues près des niveaux qui prévalaient avant la faillite de Lehman Brothers. Un autre signe évident de l'embellie de l'environnement financier est l'amélioration de l'indice VIX qui calcule la volatilité implicite du marché boursier américain (graphique 2).
- **La reprise économique risque d'être modeste.** Si la récession mondiale devrait bientôt prendre fin, cela ne veut pas dire que les économies nord-américaines sont prêtes à renouer rapidement avec une forte croissance économique. Nous prévoyons plutôt une croissance modeste pour plusieurs trimestres, particulièrement aux États-Unis où la consommation demeurera très faible.
- **La Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 0,25 %.** L'amélioration récente des conditions économiques et financières l'a convaincue de ne pas utiliser jusqu'à maintenant des mesures additionnelles non traditionnelles semblables à celles mises en place par la Réserve fédérale (Fed). Cependant, l'économie canadienne demeure mal en point et continue à nécessiter une bonne dose de stimuli monétaires alors que l'inflation risque d'évoluer considérablement sous la cible de 2 % au cours des prochains mois.

Graphique 1 – L'indicateur avancé signale la fin de la détérioration de l'économie



Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Les tensions financières se sont résorbées selon l'indice de volatilité de la Bourse américaine



Sources : Datastream 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

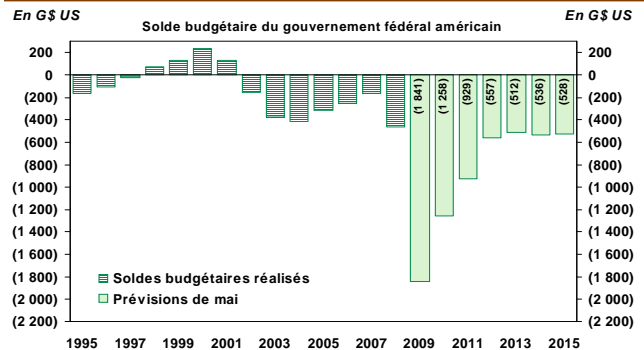
Hendrix Vachon

Économiste

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

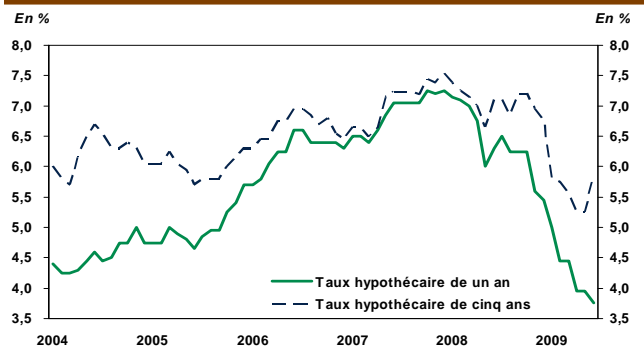
- **Les taux obligataires ont fortement remonté.** Le regain de l'appétit des investisseurs pour le risque et la détérioration de la situation fiscale des gouvernements ont affecté durement le marché obligataire au cours des derniers mois. Les taux obligataires américains ont fortement augmenté, particulièrement dans la partie longue de la courbe, alors que le gouvernement doit multiplier les émissions pour financer son déficit (graphique 3). Les taux canadiens ont suivi la même tendance, mais la remontée a été moins spectaculaire. Des deux côtés de la frontière, les taux obligataires demeurent tout de même très bas d'un point de vue historique.
- **Première remontée des taux hypothécaires depuis l'automne 2008.** Malgré la diminution des tensions financières et le rétrécissement des écarts de crédit, la remontée récente des taux obligataires a incité les institutions financières à augmenter les taux des hypothèques de longue échéance. Le taux de cinq ans est ainsi passé de son creux historique de 5,25 % à 5,85 % au début de juin alors que le taux de un an a plutôt diminué de 20 points de base (graphique 4). Le taux payé sur l'épargne pour un terme de cinq ans a aussi été légèrement relevé.
- **Les taux de détail demeureront faibles.** Même si le pire de la récession est passé, le contexte économique demeure difficile, et les pressions inflationnistes devraient demeurer très faibles pour plusieurs trimestres. Le climat n'est donc pas favorable à une remontée supplémentaire des taux obligataires de long terme, et un certain recul est probable si la Fed décide d'assouplir davantage les conditions monétaires. Les taux hypothécaires devraient ainsi demeurer près des niveaux actuels pour plusieurs mois, quoique l'on ne puisse exclure d'autres légères hausses.

Graphique 3 – La situation précaire des finances publiques américaines nuit au marché obligataire



Sources : Office of Management and Budget et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les taux hypothécaires de long terme ne sont pas demeurés longtemps à leur creux



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								
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
Avril 2009	0,50	2,25	3,95	4,15	5,25	0,40	1,60	2,00
Mai 2009	0,50	2,25	3,95	4,15	5,25	0,40	1,60	1,90
15 juin 2009	0,50	2,25	3,75	4,65	5,85	0,40	1,60	2,00
Prévisions – fin de trimestre								
2009 : T2	0,50	2,25	3,60–3,90	4,50–4,80	5,70–6,00	0,20–0,60	1,45–1,75	1,85–2,15
2009 : T3	0,50	2,25	3,50–4,00	4,35–4,85	5,55–6,05	0,15–0,65	1,30–1,80	1,70–2,20
2009 : T4	0,50	2,25	3,50–4,00	4,30–4,80	5,55–6,05	0,15–0,65	1,35–1,85	1,75–2,25
2010 : T1	0,50	2,25	3,55–4,05	4,40–4,90	5,85–6,35	0,20–0,70	1,40–1,90	2,10–2,60
2010 : T2	0,50–0,75	2,25–2,50	3,70–4,20	4,80–5,30	6,15–6,65	0,35–0,85	1,75–2,25	2,45–2,95
2010 : T3	0,50–1,00	2,25–2,75	4,00–4,50	5,05–5,55	6,40–6,90	0,65–1,15	1,95–2,45	2,70–3,20
2010 : T4	1,00–1,50	2,75–3,25	4,40–4,90	5,40–5,90	6,55–7,05	1,05–1,55	2,25–2,75	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).

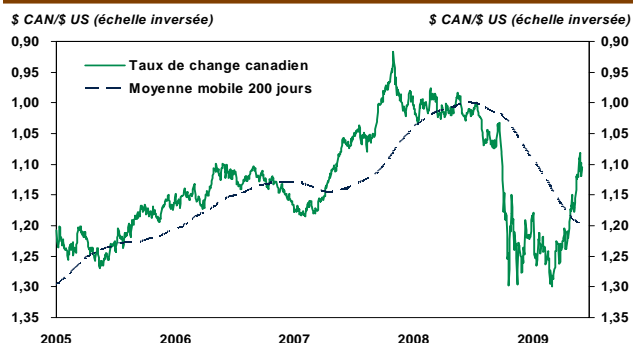
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

La parité du dollar canadien injustifiée avant 2010

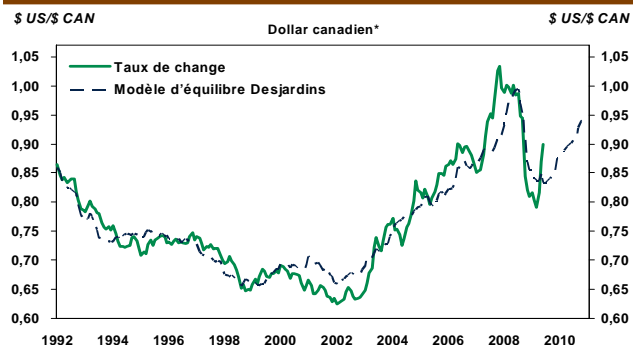
- De toutes les devises, celles dont l'évolution est liée aux matières premières ont le plus profité de l'engouement renouvelé pour le risque. Le dollar canadien n'a pas fait exception. Avec la forte remontée des prix des métaux et du pétrole, le huard s'est apprécié de près de 20 %, poussant la paire USD/CAD de 1,3065 \$ CAN au début de mars à un creux de 1,0784 \$ CAN en juin (graphique 5).
- Si la hausse récente des prix des matières premières se poursuit, rien n'empêchera les cambistes de pousser le huard vers la parité. Toutefois, l'appréciation récente du dollar canadien n'est pas en ligne avec les variables fondamentales, et la parité ne sera durable qu'advenant un prix du pétrole au-dessus de 90 \$ US sur une longue période. Pour le moment, l'espoir d'une reprise économique a incité les marchés à pousser les prix à la hausse, mais les cours actuels du pétrole brut ne reflètent pas l'équilibre entre l'offre et la demande.
- Par ailleurs, avec la détérioration du solde commercial et des finances publiques, l'avantage que détenait le Canada s'effrite à vue d'œil. Certes, le pire de la récession est vraisemblablement derrière nous, mais la reprise économique s'annonce, au mieux, modeste, et la forte appréciation du huard pourrait contrebalancer les effets bénéfiques pour l'économie canadienne de la montée des prix des ressources naturelles.
- Dans ces conditions, la politique monétaire ne sera pas d'un grand appui pour la devise au cours des prochains mois. La Banque du Canada (BdC), qui a montré ses préoccupations relativement au rythme d'appréciation du huard, a réitéré son engagement à maintenir les taux d'intérêt à 0,25 % jusqu'en juin 2010 sous réserve que son scénario d'inflation se matérialise. Or, la hausse récente du huard constitue un risque additionnel que la BdC doive réviser sa projection à la baisse.
- Prévisions :** Le dollar pourrait encore s'apprécier à très court terme, mais le fait de réaliser que la reprise économique sera modeste devrait bientôt mettre fin à cette poussée. L'atteinte durable de la parité avec le billet vert ne devrait se produire qu'en 2010 (graphique 6).

Graphique 5 – Dollar canadien et tendance



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Notre modèle prévoit une remontée graduelle du huard au cours des deux prochaines années



* Moyennes mensuelles.
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

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	0,8800	0,9000	0,9300	0,9300	0,9500	1,0000	1,0000
\$ CAN par \$ US	1,0630	1,2189	1,2630	1,1364	1,1111	1,0753	1,0753	1,0526	1,0000	1,0000
\$ CAN par €	1,4931	1,6943	1,6769	1,5909	1,6000	1,5269	1,5054	1,4737	1,3800	1,3600
\$ US par €	1,4047	1,3901	1,3277	1,4000	1,4400	1,4200	1,4000	1,4000	1,3800	1,3600
\$ US par £	1,7825	1,4378	1,4334	1,6000	1,6500	1,6500	1,6500	1,6500	1,7000	1,7500

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

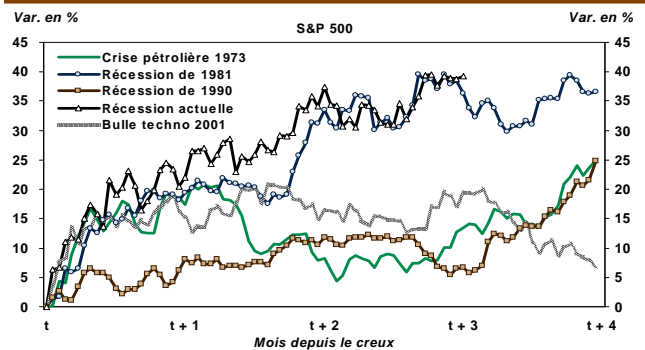
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Les Bourses pourront-elles consolider leurs gains?

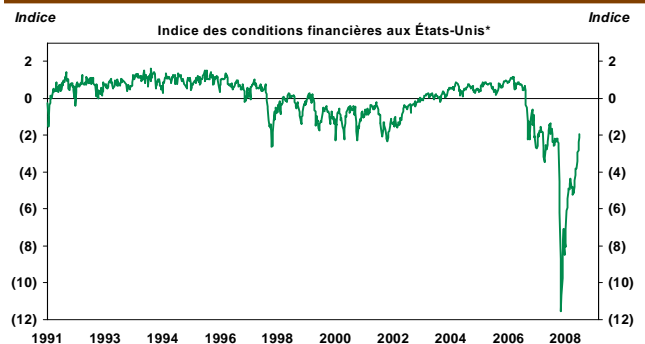
- Les Bourses connaissent un rebond spectaculaire depuis le début de mars.** La remontée des indices nord-américains s'est poursuivie au cours des dernières semaines alors que l'optimisme a continué à souffler sur les marchés. Par rapport à son creux du 6 mars, l'indice S&P 500 américain a ainsi rebondi de plus de 35 % pour retourner environ 5 % au-dessus de son niveau de la fin de 2008. Un mouvement semblable de la Bourse canadienne lui permet d'afficher un solide gain de plus de 15 % depuis le commencement de l'année. L'ampleur du rebond des indices est impressionnante et se compare bien à la reprise spectaculaire qui a suivi la récession du début des années 80 (graphique 7).
- La remontée des indices provient surtout de l'atténuation des tensions financières.** Le passage d'une aversion extrême au risque à un optimisme modéré sur les marchés profite à tous les actifs financiers risqués et justifie la remontée rapide des indices (graphique 8). Ce changement radical du sentiment des investisseurs a particulièrement favorisé les marchés émergents. Par exemple, la Bourse chinoise a progressé de plus de 50 % depuis le début de l'année.
- Les perspectives de profits demeurent toutefois relativement faibles.** Après une première perte à la fin de 2008, les entreprises qui composent le S&P 500 ont enregistré des profits positifs, mais faibles, au premier trimestre de 2009. La reprise modeste de l'activité économique et les changements structurels profonds qui ont frappé l'industrie financière pourraient limiter la remontée des bénéfices pour encore plusieurs trimestres.
- Les matières premières profitent aussi grandement de l'amélioration du contexte économique et financier.** Les espoirs de relance de l'économie, particulièrement en Chine, et la faiblesse du dollar américain ont permis aux prix des matières premières de poursuivre leur remontée. Le prix du pétrole a ainsi rebondi légèrement au-dessus de 70 \$ US le baril au cours des derniers jours. La demande mondiale de pétrole demeure toutefois très faible (graphique 9), ce qui, combiné aux stocks élevés, limite le potentiel d'appréciation supplémentaire à court terme.
- Une correction temporaire est probable à court terme.** Les investisseurs semblent de plus en plus anticiper une reprise économique en « V ». Ces espoirs d'une relance vigoureuse risquent toutefois de ne pas se concrétiser, ce qui entraînerait une correction temporaire des indices boursiers et des prix des matières premières. Ils devraient toutefois demeurer bien au-dessus de leur creux cyclique puisqu'une nouvelle flambée des tensions financières n'est pas anticipée.

Graphique 7 – Le rebond de la Bourse américaine ressemble à celui de la récession de 1981



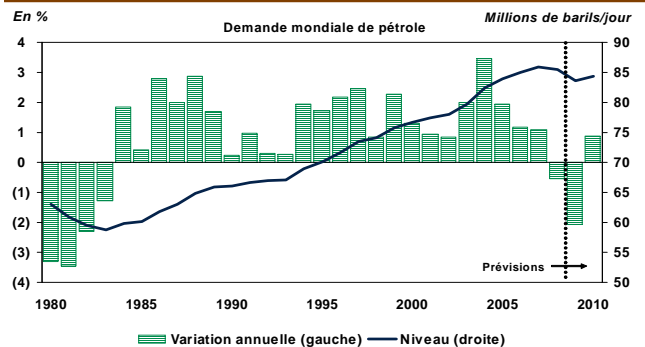
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Les conditions financières continuent à s'améliorer grandement



* Basé sur les écarts de taux d'intérêt, le marché monétaire, la Bourse, et normalisé à zéro.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

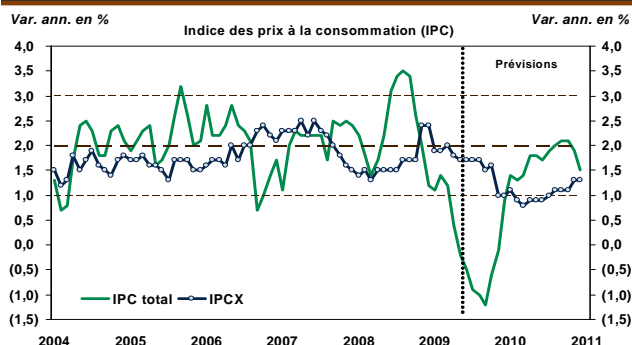
Graphique 9 – Le recul de la demande de pétrole devrait freiner la remontée de son prix



Sources : Datastream, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

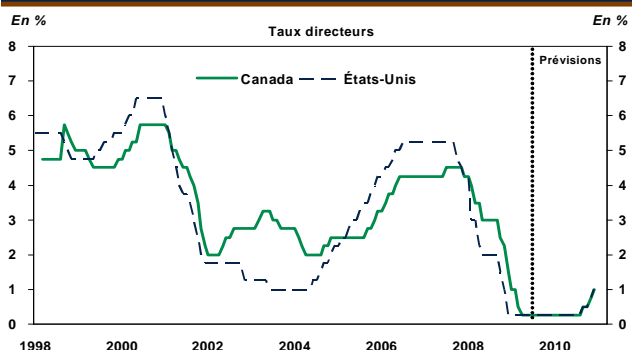
- **Les taux d'intérêt demeureront faibles pour encore plusieurs mois.** Même si les marchés semblent recommencer à s'inquiéter d'une éventuelle poussée de l'inflation, le plus grand risque pour les autorités monétaires demeurera la déflation étant donné l'important potentiel économique non utilisé (graphique 10). La Réserve fédérale et la Banque du Canada pourraient progressivement modifier leurs discours, mais elles ne devraient pas amorcer un resserrement monétaire avant la mi-2010 (graphique 11). Ces facteurs devraient aussi maintenir les taux des obligations fédérales relativement faibles.
- **Plusieurs vents contraires touchent le marché obligataire canadien.** Malgré les difficultés des obligations fédérales, le marché obligataire canadien affiche un léger gain depuis le début de l'année. Il faut dire que le resserrement rapide des écarts de crédit a fortement profité aux obligations corporatives et aux titres provinciaux. Ces tendances risquent de se poursuivre un certain temps; nous anticipons ainsi un rendement modeste d'environ 3 % en 2009 et en 2010.
- **Une très bonne année pour la Bourse canadienne.** L'atteinte un peu plus rapide qu'anticipé des conditions nécessaires pour un véritable marché haussier et le rebond spectaculaire des indices au cours des dernières semaines nous permettent de revoir les cibles boursières à la hausse pour 2009. Même si une légère rechute est probable à très court terme, la tendance haussière de moyen terme semble bien établie, et la Bourse canadienne devrait terminer l'année avec un gain, en incluant les dividendes, d'environ 22 %, comparativement à 10 % pour le marché américain.

Graphique 10 – Une déflation temporaire est prévue au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Les taux directeurs seront maintenus longtemps à leur creux



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 3 Rendement des classes d'actifs

	Encaisse	Obligations	Actions canadiennes	Actions américaines	Actions internationales	Taux de change
Fin d'année	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 : 0,3	cible : 3,0	cible : 22,0	cible : 10,0	cible : 15,0	cible : -11,8 (0,93 \$ US)
fourchette	0,2 à 0,5	1,0 à 5,0	10,0 à 30,0	-5,0 à 20,0	5,0 à 25,0	-13,6 à 2,6
2010p	cible : 0,5	cible : 3,0	cible : 13,0	cible : 16,0	cible : 18,0	cible : -7,0 (1,00 \$ US)
fourchette	0,3 à 0,8	1,0 à 5,0	5,0 à 20,0	5,0 à 25,0	5,0 à 25,0	-15,4 à 3,3

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques