

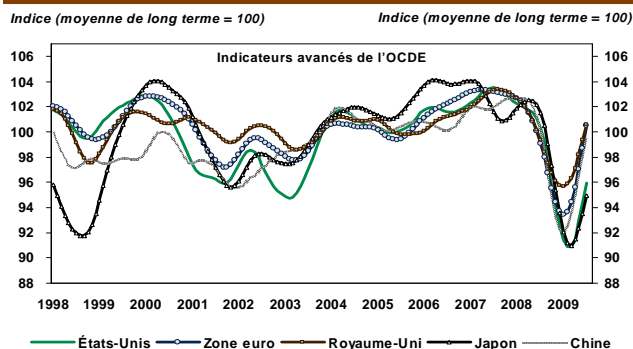
17 septembre 2009

Baisse surprise des taux hypothécaires

FAITS SAILLANTS

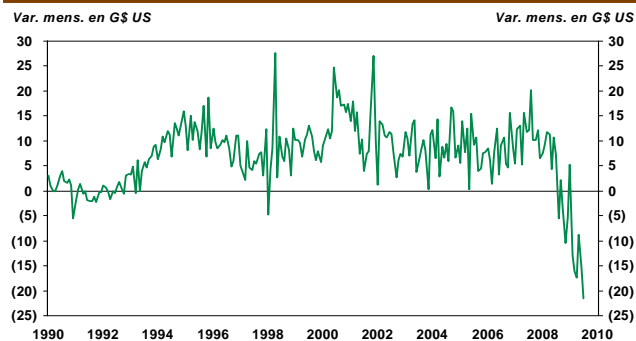
- La récession est terminée ou tire à sa fin partout sur la planète, mais la reprise pourrait être terne.
 - La Banque du Canada ne devrait pas hausser ses taux directeurs avant la deuxième moitié de 2010.
 - Le contexte économique et financier demeure favorable au dollar canadien.
 - La Bourse fait fi jusqu'à maintenant des craintes de correction et devrait poursuivre sur sa lancée en 2010.
 - La baisse récente des taux hypothécaires confirme que la remontée des taux de détail, inévitable dans un contexte de reprise économique, se fera surtout à partir de 2010.
-
- **La reprise économique commence à prendre racine.** Partout sur la planète, des statistiques économiques encourageantes ont été publiées au cours des dernières semaines. En particulier, les indices de confiance des ménages et des entreprises et les indicateurs avancés affichent une amélioration indéniable (graphique 1). Le PIB réel a progressé en France, en Allemagne et au Japon au deuxième trimestre, et il semble que la récession est aussi maintenant terminée aux États-Unis.
 - **La relance risque d'être terne.** Même si l'environnement économique et financier s'est fortement amélioré depuis quelques mois, il ne faut pas croire que tous les problèmes ont été réglés. Par exemple, la détérioration des bilans des ménages, des institutions financières internationales et des gouvernements demandera d'autres ajustements douloureux au cours des prochains trimestres (graphique 2). Le retour de la croissance économique s'appuie beaucoup sur des politiques fiscales et monétaires sans précédent, et l'économie privée ne semble pas encore capable de voler de ses propres ailes.
 - **La reprise pourrait débiter un peu plus tard au Canada.** Les conditions économiques s'améliorent au pays. La consommation a recommencé à croître, et la situation du marché immobilier prend du mieux. Certains ajustements, dont la réduction des stocks des entreprises et la détérioration du solde du commerce extérieur, se poursuivront toutefois, ce qui freinera la progression du PIB réel.
 - **La Banque du Canada (BdC) est optimiste, mais prudente.** Pour une troisième rencontre consécutive, la BdC a laissé son taux d'intérêt directeur à 0,25 % en septembre. Elle a réitéré par ailleurs son engagement à le maintenir, conditionnellement à son scénario d'inflation, à ce niveau plancher jusqu'à la fin de juin 2010.

Graphique 1 – Les indicateurs avancés de l'OCDE se relèvent



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – L'encours du crédit à la consommation se contracte à un rythme effarant aux États-Unis



Sources : Federal Reserve Board 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

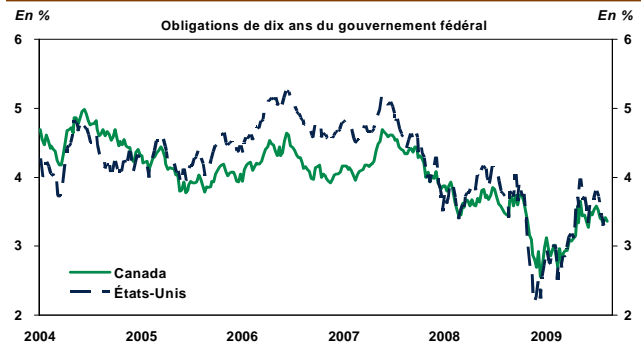
Hendrix Vachon

Économiste

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

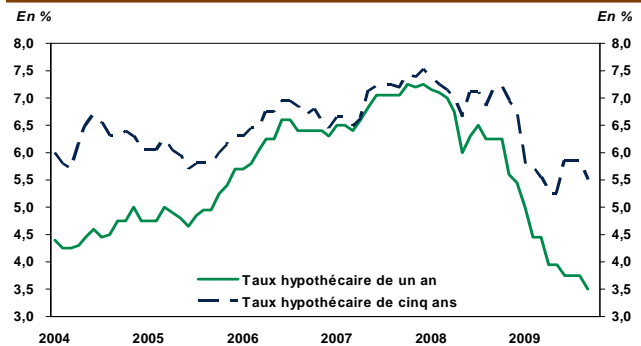
- Pas d'intervention de change.** Avec l'amélioration récente des conditions économiques et financières, le recours à des stimuli additionnels non traditionnels est maintenant un vœu pieux. S'en servir pour intervenir sur le taux de change serait encore plus mal avisé, d'autant plus que la BdC semble d'avis que les perspectives de croissance pourraient être encore une fois révisées à la hausse, cette dernière anticipant (malgré un huard plus fort que lors de son estimation de juillet) que les développements récents puissent déboucher sur une croissance plus rapide que prévu en deuxième moitié de l'année.
- Les taux obligataires demeurent très faibles.** Malgré les bonnes statistiques économiques et la progression rapide de la Bourse, les investisseurs continuent à faire preuve de prudence. La demande pour les obligations gouvernementales est très forte, ce qui permet aux gouvernements de financer à bas prix leurs importants déficits. L'absence de pressions inflationnistes contribue aussi à maintenir des taux obligataires faibles (graphique 3).
- Bonne nouvelle pour les emprunteurs.** Les taux obligataires très bas et la diminution des tensions financières ont permis aux institutions financières canadiennes d'annoncer une réduction de leurs taux hypothécaires au début du mois de septembre (graphique 4). Le taux des hypothèques fixes d'une échéance de cinq ans est ainsi passé de 5,85 % à 5,50 % alors que le taux de un an a diminué de 25 points à 3,50 %. La plupart des taux payés sur l'épargne à terme sont demeurés stables, mais le taux de cinq ans a progressé de dix points de base en août.
- Peu de hausses des taux de détail avant 2010.** La baisse récente des taux hypothécaires confirme que la remontée des taux de détail, inévitable dans un contexte de reprise économique, se fera surtout à partir de 2010. D'ici la fin de 2009, on peut s'attendre à ce que les taux demeurent très près des niveaux actuels.

Graphique 3 – Les taux obligataires demeurent bas



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les taux hypothécaires redescendent quelque peu



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

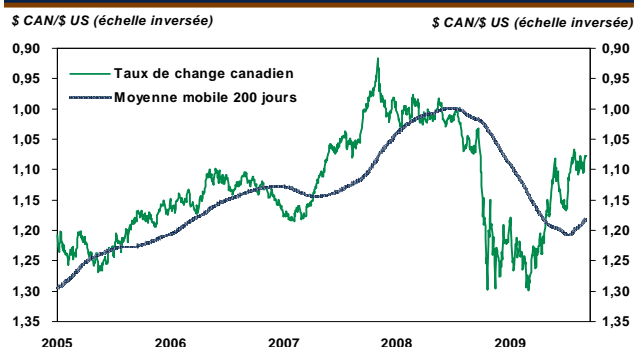
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetables (annuel).

Source : Desjardins, Études économiques

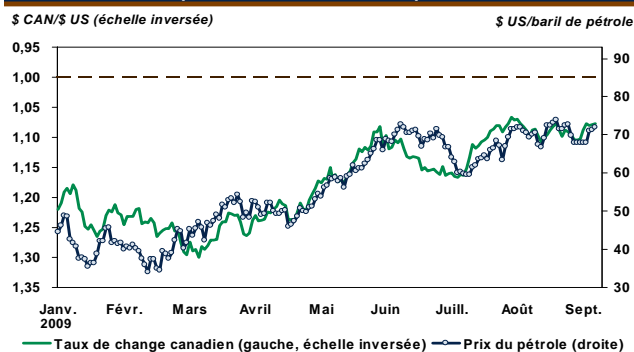
DOLLAR CANADIEN

Le contexte demeure favorable à une appréciation modérée du huard

- Après une forte hausse du huard liée à la chute du billet vert et à l'appréciation des prix des matières premières qui en a résulté, la paire USD/CAD a été confinée en août dans un corridor serré entre 1,07 et 1,12 \$ CAN (graphique 5). Cela reflète en partie l'accalmie boursière et les doutes quant à la vitalité de la reprise économique. La performance du dollar canadien a toutefois continué à être inférieure à celle du dollar australien (une autre devise liée à l'évolution des prix des produits de base) en raison des rumeurs d'intervention sur le marché des changes de la part de la Banque du Canada (BdC).
- Si les signes de reprise se concrétisent et si le rallye boursier se poursuit, le huard continuera à profiter de l'engouement renouvelé pour le risque. Toutefois, une parité durable ne sera pas observée sur un proche horizon. Les prix du pétrole peinent à dépasser la barre des 75 \$ US le baril et, bien que la possibilité d'un ouragan permette aux prix du brut de s'apprécier davantage, l'équilibre entre l'offre et la demande reste défavorable à une hausse continue. Or, la parité entre le dollar canadien et le billet vert ne pourra être soutenable qu'une fois que les prix du pétrole auront atteint les 90 \$ US le baril sur une longue période (graphique 6).
- Considérant une faible appréciation de la devise, reflet d'une amélioration des facteurs fondamentaux, il est peu probable que la BdC intervienne sur le marché des changes. Toutefois, elle ne cherchera sans doute pas à modifier son message au cours des prochains mois.
- Prévisions :** Le dollar canadien devrait poursuivre sur sa lancée graduelle avec la possibilité d'atteindre la parité avec le billet vert dès la première moitié de 2010 quoique de façon durable uniquement en deuxième moitié. La vitalité de l'euro contre le dollar américain au cours des prochains mois se fera sentir sur le taux croisé EUR/CAD. Toutefois, dès le premier trimestre de l'an prochain, il est prévu que le huard reprenne le dessus sur la devise eurolandaise.

Graphique 5 – Dollar canadien et tendance


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Les prix du pétrole devront monter davantage pour mener le huard à la parité


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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,9407	0,8204	0,7918	0,8600	0,9100	0,9400	0,9300	0,9600	1,0000	1,0000
\$ CAN par \$ US	1,0630	1,2189	1,2630	1,1628	1,0989	1,0638	1,0753	1,0417	1,0000	1,0000
\$ CAN par €	1,4931	1,6943	1,6769	1,6309	1,5824	1,5638	1,6129	1,5000	1,4000	1,3800
\$ US par €	1,4047	1,3901	1,3277	1,4027	1,4400	1,4700	1,5000	1,4400	1,4000	1,3800
\$ US par £	1,7825	1,4378	1,4334	1,6469	1,6500	1,6500	1,6500	1,6500	1,7000	1,7500

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

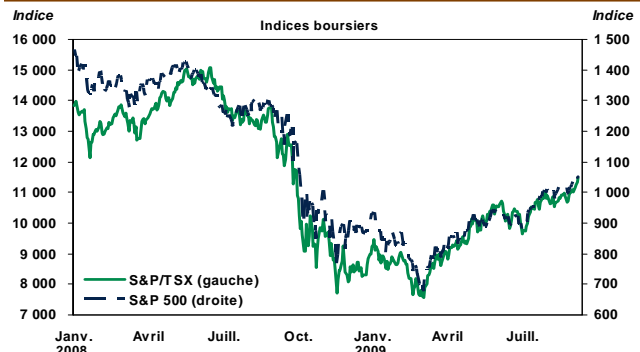
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Le rebond boursier se poursuivra en 2010

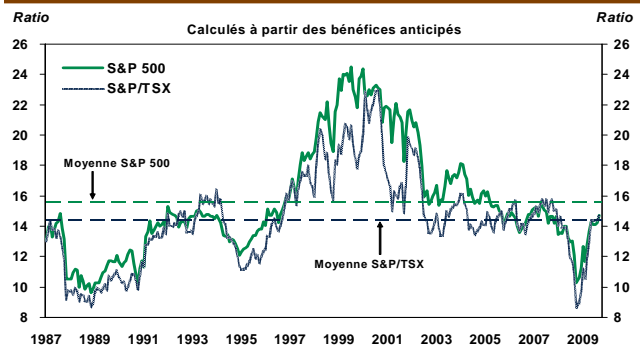
- La remontée des indices boursiers s'est poursuivie.** Le S&P 500 est ainsi repassé au-dessus de la barre des 1 000 points et affiche maintenant un gain d'environ 15 % depuis le début de l'année et de plus de 50 % par rapport à son creux. Au Canada, le S&P/TSX, qui profite de la remontée des prix des matières premières, est en hausse d'environ 25 % depuis le début de 2009, et de près de 50 % par rapport au début de mars (graphique 7).
- La tendance haussière devrait se poursuivre à moyen terme.** Notre modèle d'évaluation boursière basé sur les profits, les tensions financières et les taux d'intérêt conclut que, même si elle paraît spectaculaire, la hausse des Bourses depuis le creux de mars n'est pas exagérée. Les autres critères d'évaluation, dont les ratios cours/bénéfices, envoient un message similaire : le marché n'est plus énormément sous-évalué, mais il ne montre aucun signe de surévaluation (graphique 8). Dans un contexte économique et financier qui devrait continuer à s'améliorer progressivement, il faut donc prévoir que les indices maintiendront une tendance haussière au cours des prochaines années.
- Certains signes inquiétants sont apparus au début du mois de septembre.** La rechute de la Bourse de Shanghai (graphique 9) et les craintes d'une correction après la période des vacances ont fait temporairement remonter les tensions financières. Après quelques hésitations, les Bourses nord-américaines ont toutefois poursuivi leur remontée.
- Plusieurs menaces continuent à planer sur l'économie et sur le système financier.** Aux États-Unis, le nombre de faillites bancaires est en forte progression, et cette tendance pourrait s'accroître alors que les difficultés des prêts commerciaux augmentent. Cela devrait modérer quelque peu l'enthousiasme des investisseurs. D'autres courtes périodes de corrections, à l'image de celle enregistrée au début de l'été, sont donc envisageables.
- Les prix des matières premières poursuivent aussi leur ascension.** La reprise économique mondiale qui s'annonce et l'appétit renouvelé des investisseurs pour le risque ont grandement profité aux matières premières. Les prix du pétrole se maintiennent depuis quelques semaines aux environs de 70 \$ US le baril, un gain de plus de 100 % par rapport à son creux cyclique de 31 \$ US. Certains métaux industriels, dont le cuivre, ont fait encore mieux. Le prix de l'or, qui avait été très stable au cours des derniers mois, a bondi au-dessus des 1 000 \$ US au début du mois de septembre, profitant de certaines craintes des investisseurs et d'une nouvelle dépréciation du billet vert (graphique 10). Le scénario le plus probable est une consolidation des prix des matières premières, suivie d'une poursuite progressive de l'appréciation.

Graphique 7 – Les Bourses poursuivent leur remontée



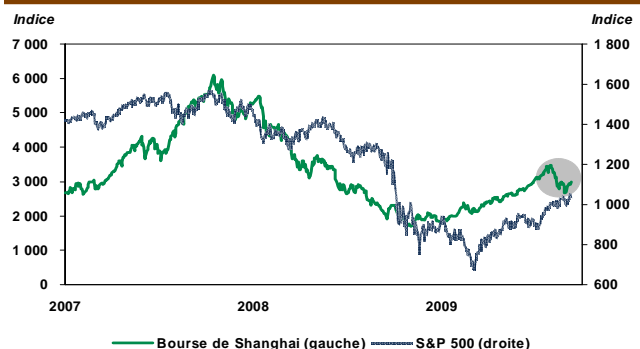
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Les ratios cours/bénéfices nord-américains n'indiquent pas une surévaluation



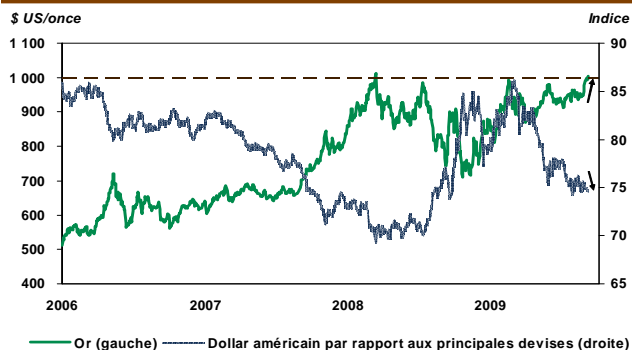
Sources : Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La chute de la Bourse de Shanghai annonce-t-elle des difficultés pour les autres indices?

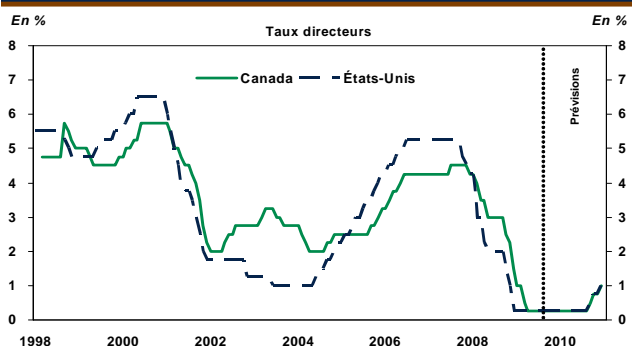


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

- **Il est prématuré de tabler sur un resserrement imminent des politiques monétaires.** La Banque du Canada s'est déjà engagée, conditionnellement à son scénario d'inflation, à maintenir ses taux directeurs aux niveaux actuels jusqu'à la mi-2010 (graphique 11). La situation de l'emploi et la désinflation continue des prix hors énergie devraient encourager la Réserve fédérale à en faire autant.
- **La performance du marché obligataire s'améliore.** La forte demande pour les obligations fédérales, combinée à la poursuite de la diminution des écarts de crédit pour les titres obligataires plus risqués, augmente le rendement du marché obligataire. Nous prévoyons maintenant que l'année 2009 se soldera avec un gain d'environ 5 % pour cette classe d'actifs. L'année 2010 sera plus difficile à cause de la remontée des taux d'intérêt.
- **L'évolution boursière à court terme demeure empreinte de beaucoup d'incertitudes.** Une correction temporaire ou, du moins, une période de consolidation paraît le scénario le plus probable pour les prochains mois. Cela amènerait les indices à terminer l'année 2009 légèrement en dessous des niveaux actuels. En tenant compte des dividendes, le S&P 500 afficherait ainsi un gain annuel d'environ 12 % en 2009 comparativement à 23 % pour le S&P/TSX. Les déterminants fondamentaux demeurent toutefois favorables à une appréciation boursière à moyen terme, et des hausses respectives de 16 % et de 13 % sont prévues pour les marchés américain et canadien en 2010. Ces cibles pourraient même se révéler trop conservatrices.

Graphique 10 – La faiblesse du dollar américain a aidé l'or à remonter près de la marque des 1 000 \$ US l'once


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Une hausse des taux directeurs n'est pas imminente


Sources : Datastream 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 : 0,35	cible : 5,0	cible : 23,0	cible : 12,0	cible : 25,0	cible : -12,7 (0,94 \$ US)
fourchette	0,20 à 0,50	3,0 à 6,0	17,0 à 35,0	7,0 à 27,0	15,0 à 35,0	-18,0 à -8,8
2010p	cible : 0,75	cible : 2,0	cible : 13,0	cible : 16,0	cible : 18,0	cible : -6,0 (1,00 \$ US)
fourchette	0,5 à 1,0	0,0 à 4,0	5,0 à 25,0	7,0 à 27,0	5,0 à 30,0	-9,6 à -2,0

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques