

6 février 2012

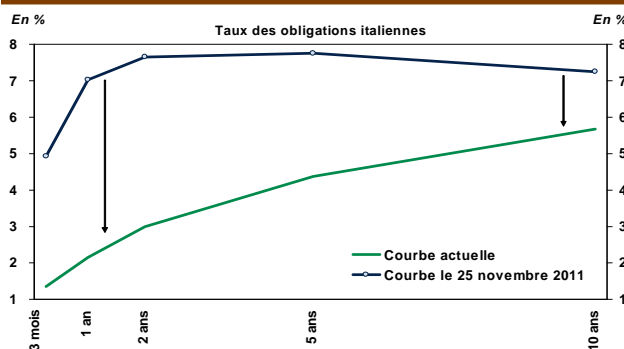
Le nouvel engagement de la Réserve fédérale favorisera le maintien de taux d'intérêt très faibles

FAITS SAILLANTS

- Les actions de la Banque centrale européenne ont stabilisé le système financier européen.
- La Réserve fédérale prévoit maintenir son taux directeur au plancher jusqu'à tard en 2014. Cela retardera le resserrement monétaire au Canada.
- La faiblesse des taux obligataires s'est reflétée sur les taux de détail.
- Le retour à la parité du huard avec le dollar américain semble prématuré.
- Les Bourses ont amorcé 2012 de belle façon, mais la volatilité demeurera au rendez-vous.

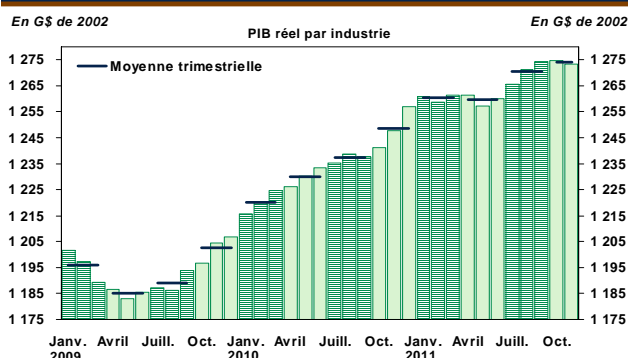
- **Les tensions ont diminué d'un cran en zone euro.** Un fait encourageant est finalement survenu en zone euro à la fin de 2011. Les actions décisives de la Banque centrale européenne (BCE), en particulier une opération de financement de trois ans dont la demande a atteint 489 G€ (636 G\$ US), ont dissipé beaucoup de craintes concernant le secteur bancaire européen.
- **La crise des dettes souveraines n'est pas terminée.** Loin de devoir liquider leurs obligations souveraines, les banques européennes sont maintenant incitées à augmenter leur détention puisque ces titres peuvent être donnés en garantie à la BCE. L'impact sur les coûts de financement de plusieurs pays européens, dont l'Italie (graphique 1) et l'Espagne, a été impressionnant malgré l'abaissement de leur cote de crédit. Il est cependant essentiel que ces pays poursuivent leurs efforts pour reprendre le contrôle de leurs finances publiques et ainsi regagner durablement la confiance des investisseurs.
- **La croissance des économies canadienne et américaine en 2012 ressemblera à celle de 2011.** Alors que plusieurs économies européennes semblent se diriger vers une nouvelle récession, la situation est moins inquiétante en Amérique du Nord. En particulier, les statistiques économiques américaines demeurent encourageantes. Après un rebond de 3,5 % au troisième trimestre de 2011, tout indique que l'économie canadienne a ralenti récemment (graphique 2). La croissance canadienne devrait tout de même atteindre environ 2 % pour l'ensemble de 2012.
- **La Réserve fédérale (Fed) ne prévoit pas remonter son taux directeur avant tard en 2014.** Bien qu'il soit conditionnel à l'évolution du contexte économique, cet engagement aussi long de la Fed, malgré l'amélioration des statistiques économiques, en a surpris plusieurs. Encore une fois, la Fed

Graphique 1 – Les coûts de financement de l'Italie ont reculé



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – L'économie canadienne a ralenti au cours des derniers mois



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou

Économiste principal

Yves St-Maurice

Directeur principal et économiste en chef adjoint

Hendrix Vachon

Économiste senior

Jimmy Jean

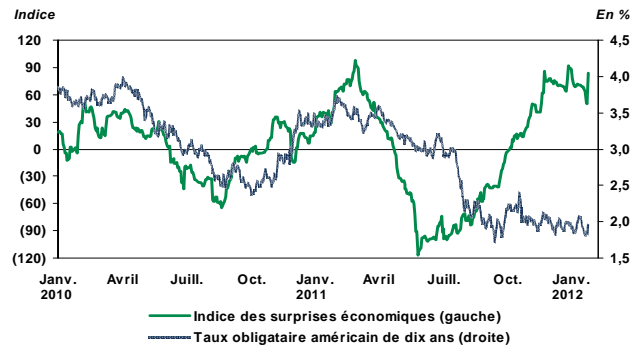
Économiste principal

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

montre qu'elle est prête à tout pour soutenir le marché de l'emploi alors que l'inflation semble sous contrôle.

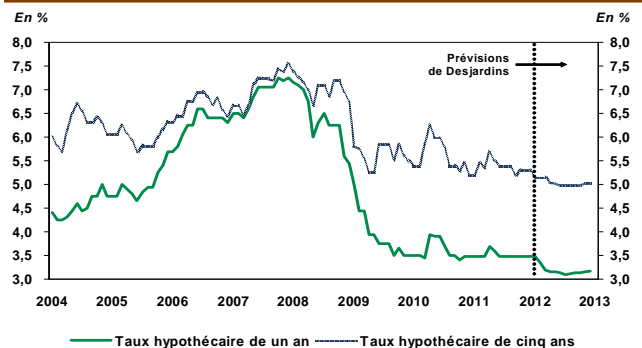
- **L'annonce de la Fed place la Banque du Canada (BdC) dans une position difficile.** La BdC hésitera à amorcer un resserrement monétaire trop longtemps avant la Fed de crainte d'entraîner une appréciation trop marquée du dollar canadien. La situation canadienne est toutefois très différente de la situation américaine, et la BdC risque de manquer tôt ou tard d'arguments pour maintenir son taux directeur à 1,00 %. À notre avis, la BdC recommencera ainsi à resserrer sa politique monétaire au printemps 2014, soit environ neuf mois plus tard que ce que nous anticipions précédemment.
- **Les obligations nord-américaines sont très recherchées.** Malgré la publication de statistiques économiques américaines plus encourageantes et une diminution des tensions financières en zone euro, les taux obligataires nord-américains demeurent près de creux historiques (graphique 3). Alors que de moins en moins de pays de la zone euro sont considérés comme des émetteurs de grande qualité, les investisseurs doivent se tourner vers les obligations d'autres pays, dont les États-Unis et le Canada.
- **Pression à la baisse sur les taux de détail.** Le maintien de taux obligataires extrêmement faibles, malgré un contexte financier un peu moins incertain, a incité les institutions financières canadiennes à abaisser les taux hypothécaires depuis le commencement de 2012. Initialement, les institutions ont augmenté les promotions et les rabais de taux, mais récemment les taux affichés ont aussi été revus à la baisse. Le taux hypothécaire de cinq ans affiché a ainsi été abaissé à 5,14 %, un nouveau creux.
- **Le contexte continuera de favoriser les emprunteurs en 2012.** Les derniers événements, dont l'engagement très long de la Fed à maintenir son taux directeur au plancher, confirment que l'ensemble des taux d'intérêt demeureront très faibles pour une période prolongée (graphique 4).

Graphique 3 – Les taux américains demeurent exceptionnellement bas, malgré les statistiques encourageantes



Sources : Datastream, Citigroup et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les taux de détail demeureront très bas en 2012



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								
Août 2011	1,25	3,00	3,49	4,35	5,39	0,90	1,25	1,80
Sept. 2011	1,25	3,00	3,49	4,35	5,19	0,80	1,20	1,80
Oct. 2011	1,25	3,00	3,49	4,05	5,29	0,90	1,30	1,80
Nov. 2011	1,25	3,00	3,49	4,05	5,29	0,90	1,30	1,85
Déc. 2011	1,25	3,00	3,49	4,05	5,29	0,90	1,40	1,85
Janv. 2012	1,25	3,00	3,49	3,95	5,14	0,90	1,40	1,85
6 février 2012	1,25	3,00	3,49	3,95	5,14	0,90	1,40	1,85
Prévisions – fin de trimestre								
2012 : T1	1,00–1,25	2,75–3,00	2,95–3,45	3,70–4,20	4,90–5,40	0,65–1,15	1,00–1,50	1,50–2,00
2012 : T2	1,00–1,25	2,75–3,00	2,90–3,40	3,75–4,25	4,75–5,25	0,60–1,10	1,00–1,50	1,50–2,00
2012 : T3	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,40	3,80–4,30	4,75–5,25	0,65–1,15	1,05–1,55	1,50–2,00
2012 : T4	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	3,90–4,40	4,75–5,25	0,70–1,20	1,10–1,60	1,50–2,00

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

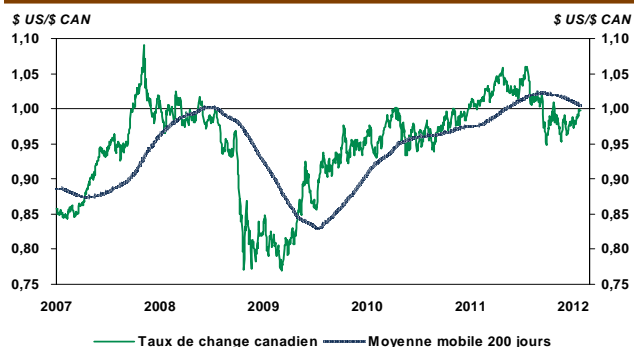
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Le retour à la parité avec le dollar américain semble prématuré

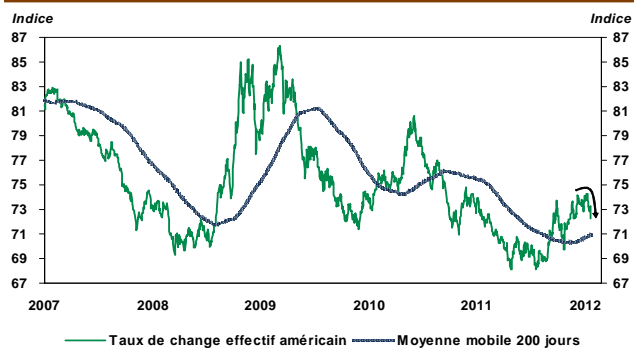
- En hausse depuis le début de l'année, le dollar canadien est de retour à la parité avec le billet vert (graphique 5). Il paraît cependant trop tôt pour parler d'un changement durable de tendance. D'un point de vue technique, le huard a encore trop peu repris de *momentum*, et sa moyenne mobile de 200 jours reste sur une pente descendante. L'appréciation récente du dollar canadien semble par ailleurs n'être que le reflet d'un recul du dollar américain. La baisse des tensions liées aux dettes souveraines en Europe au cours des dernières semaines et la publication de certaines statistiques meilleures que prévu sur l'économie mondiale ont limité le rôle de valeur refuge de la devise américaine. L'optimisme pourrait rapidement s'estomper, car les problèmes financiers et économiques de l'Europe sont encore loin d'être réglés, et un ralentissement de l'économie mondiale est toujours prévu. Le dollar américain devrait par conséquent se réapprécier et peser négativement sur le taux de change canadien dans les mois à venir.
- D'un point de vue plus fondamental, le huard est aussi à court de soutien. La demande intérieure montre des signes de faiblesse au Canada avec le ralentissement des dépenses des ménages et des gouvernements. La création d'emplois est plus modeste et le taux de chômage a remonté à 7,6 % au pays. La faiblesse prévue de l'économie mondiale devrait par ailleurs se refléter dans les exportations canadiennes et sur les cours des matières premières.
- Un élément qui devrait toutefois rester favorable au dollar canadien est la décision de la Réserve fédérale de maintenir son principal taux d'intérêt directeur inchangé jusqu'à tard en 2014. Cette décision survenue le 25 janvier dernier a contribué significativement à la dépréciation de la devise américaine (graphique 6). La baisse du billet vert associée à cette décision ne devrait pas être récupérée à moins que les autres principales banques centrales ne décident elles aussi de se prononcer sur une longue période, ce qui serait étonnant.
- Prévisions :** Le dollar canadien devrait se déprécier à court terme. Un retour à la parité avec le billet vert sera plus soutenable en deuxième moitié d'année parallèlement à la baisse prévue des tensions financières et de l'incertitude économique.

Graphique 5 – Le dollar canadien est de retour à la parité



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Le billet vert a reculé devant l'intention de la Fed* de reporter tard en 2014 sa première hausse de taux d'intérêt



* Réserve fédérale.
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	2011		2012				2013			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,9523	0,9807	0,9800	0,9700	1,0000	1,0000	1,0100	1,0200	1,0200	1,0300
\$ CAN par \$ US	1,0501	1,0197	1,0204	1,0309	1,0000	1,0000	0,9901	0,9804	0,9804	0,9709
\$ CAN par €	1,4089	1,3237	1,2449	1,2371	1,2200	1,2500	1,2574	1,2745	1,2941	1,3010
\$ US par €	1,3417	1,2981	1,2200	1,2000	1,2200	1,2500	1,2700	1,3000	1,3200	1,3400
\$ US par £	1,5578	1,5541	1,5000	1,5000	1,5200	1,5500	1,5600	1,5800	1,6000	1,6200

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

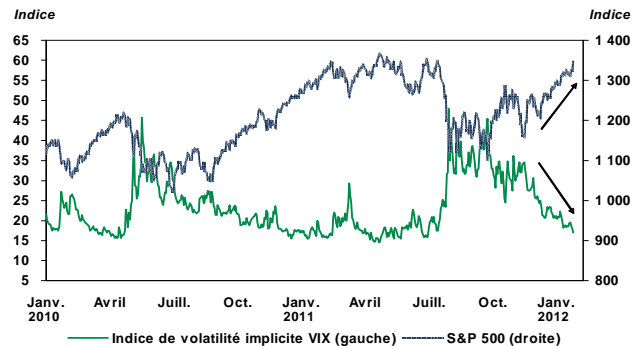
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Les Bourses ont amorcé 2012 de belle façon, mais la volatilité demeurera au rendez-vous

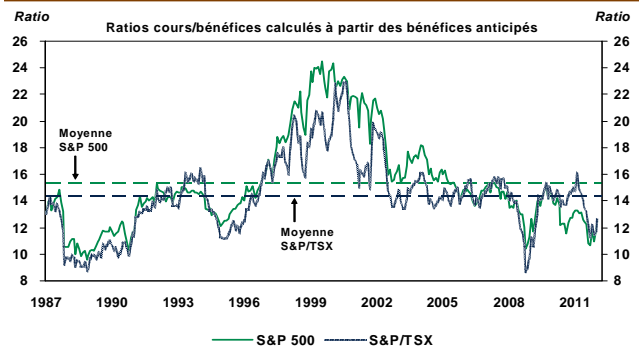
- L'année 2011 a été manifestement à l'avantage des valeurs refuges.** Les marchés obligataires nord-américains ont encore confondu les sceptiques en enregistrant une performance remarquable en 2011. L'indice obligataire DEX univers canadien a ainsi procuré un rendement de près de 10 % l'an dernier, un résultat encore plus impressionnant quand l'on considère que la plupart des autres grandes classes d'actifs, dont les Bourses et les matières premières, ont procuré des rendements très faibles ou négatifs.
- Le vent a tourné au commencement de 2012.** Après une année 2011 très décevante pour les Bourses, particulièrement au Canada, le S&P 500 a ainsi bondi de 4,4 % en janvier (graphique 7), son meilleur début d'année en 15 ans. Ce gain s'explique par un regain de confiance des investisseurs découlant de la baisse des tensions financières en zone euro et de bonnes statistiques économiques américaines. Le secteur financier, qui avait fortement limité les gains des indices l'an dernier, a été particulièrement fort depuis le début d'année.
- Le rebond boursier est pleinement justifié par les profits.** Malgré un contexte économique relativement difficile, les profits des entreprises ont fortement progressé au cours des dernières années pour atteindre de nouveaux sommets. Les ratios cours/bénéfices étaient ainsi significativement en dessous de leur moyenne historique à la fin de 2011 (graphique 8). Cela ouvre la porte à une bonne performance boursière au cours des prochaines années, même si la croissance des bénéfices est maintenant appelée à ralentir.
- La volatilité pourrait revenir rapidement.** Même si la Bourse est actuellement la classe d'actifs qui offre le meilleur potentiel de rendement, tous les mois de 2012 ne seront pas aussi favorables que janvier. En effet, le regain récent de confiance des investisseurs semble fragile, particulièrement dans un environnement économique et financier marqué par la présence de nombreux risques majeurs. Même si le pire devrait être évité, la zone euro fait toujours face à des défis de taille, et les importants besoins de refinancement du premier semestre (graphique 9), dans un contexte où les données économiques risquent de confirmer une nouvelle récession, pourraient faire remonter les tensions financières.
- Les prix des matières premières font face à des vents contraires.** Les derniers mois de 2011 ont été difficiles pour les matières premières alors que l'assombrissement des perspectives économiques mondiales et la force du dollar américain ont entraîné une baisse généralisée des prix. Profitant de la hausse des tensions entre l'Iran et les pays occidentaux, les cours pétroliers se sont toutefois maintenus aux environs de 100 \$ US le baril. Récemment, les actions agressives de la Réserve fédérale (Fed) ont ramené certains doutes sur la solidité du dollar américain, un développement positif pour les prix des matières premières, en particulier pour l'or (graphique 10 à la page 5).

Graphique 7 – La diminution des tensions financières en début de 2012 a favorisé les Bourses



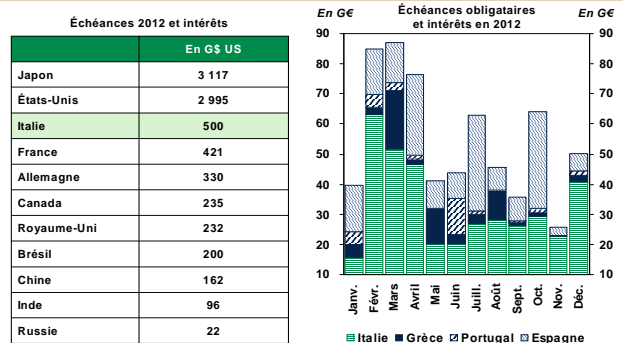
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – D'un point de vue fondamental, les Bourses demeurent attrayantes



Sources : Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Le financement des dettes européennes demeurera un poids en 2012

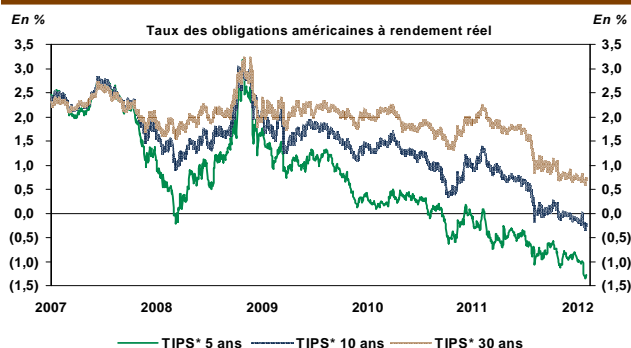


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

- **La Fed donne peu de chances aux taux de court terme de s'élever.** Alors qu'il était déjà presque exclu que les principales banques centrales amorcent un resserrement monétaire en 2012, il semble maintenant qu'elles maintiendront leurs taux directeurs au plancher jusqu'en 2014, voire en 2015. Dans ce contexte, il faut prévoir que les taux des obligations de cinq ans et moins demeureront extrêmement faibles au cours des prochains trimestres.
- **Les taux obligataires de long terme pourraient remonter légèrement en deuxième moitié d'année.** L'impact d'une normalisation plus tardive des taux directeurs sur les taux obligataires de long terme n'est pas aussi évident, surtout si elle entraîne une hausse des attentes concernant l'inflation. Il faut dire qu'actuellement les obligations américaines et canadiennes de dix ans offrent à peine un rendement suffisant pour compenser l'inflation (graphique 11), un signe que la demande pour ces valeurs refuges est extrêmement forte. Si les efforts des banques centrales parviennent à rassurer les investisseurs, les taux obligataires nord-américains de long terme devraient tôt ou tard remonter pour mieux refléter la situation économique.
- **Les Bourses devraient offrir les meilleurs rendements en 2012.** Même si les tensions financières risquent de remonter à quelques reprises au cours des prochains trimestres, les indices boursiers semblent bien placés pour enregistrer un rendement intéressant cette année. À l'inverse, l'extrême faiblesse des taux d'intérêt limite fortement le potentiel de rendement des titres à revenu fixe.

Graphique 10 – Le recul récent du dollar américain a fait remonter le prix de l'or


Sources : Bloomberg, Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Les taux obligataires réels ont atteint de nouveaux creux
* Treasury Inflation Protected Securities.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques
**Tableau 3
Rendement en pourcentage 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. (Dex univers)	Indice S&P/TSX*	Indice S&P 500 (\$ US)*	Indice MSCI EAFE (\$ US)*	\$ CAN/\$ US (var. en %)**
2000	5,45	10,2	7,4	(9,1)	(14,0)	3,8
2001	3,88	8,1	(12,6)	(11,9)	(21,2)	6,5
2002	2,52	8,7	(12,4)	(22,1)	(15,7)	(1,5)
2003	2,87	6,7	26,7	28,7	39,2	(17,7)
2004	2,23	7,1	14,5	10,9	20,7	(7,1)
2005	2,70	6,5	24,1	4,9	14,0	(3,3)
2006	4,01	4,1	17,3	15,8	26,9	0,2
2007	4,14	3,7	9,8	5,5	11,6	(14,4)
2008	2,35	6,4	(33,0)	(37,0)	(43,1)	22,1
2009	0,34	5,4	35,1	26,5	32,5	(13,7)
2010	0,57	6,7	17,6	15,1	8,2	(5,2)
2011	0,92	9,7	(8,7)	2,1	(11,7)	2,3
2012p	cible : 0,90	cible : 2,5	cible : 10,5	cible : 9,0	cible : 10,0	cible : -1,9 (1,00 \$ US)
fourchette	0,65 à 1,15	-1,0 à 6,0	2,5 à 19,0	1,5 à 17,0	0,0 à 20,0	-3,9 à 3,2

p : prévisions; * Dividendes inclus; ** Négatif = appréciation et positif = dépréciation.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques