

PRÉVISIONS DES TAUX DE DÉTAIL

Des signes de ralentissement économique pourraient signaler la fin des hausses de taux

Par Lorenzo Tessier-Moreau, économiste principal, et Hendrix Vachon, économiste principal

FAITS SAILLANTS

- ▶ L'économie américaine reste en croissance, mais des signes de faiblesse apparaissent ailleurs.
- ▶ Une nouvelle pause pourrait marquer la fin des hausses du taux directeur au Canada.
- ▶ L'incertitude et les taux obligataires plus élevés avantagent le dollar américain.
- ▶ Les gains des marchés boursiers pourraient commencer à s'essouffler.

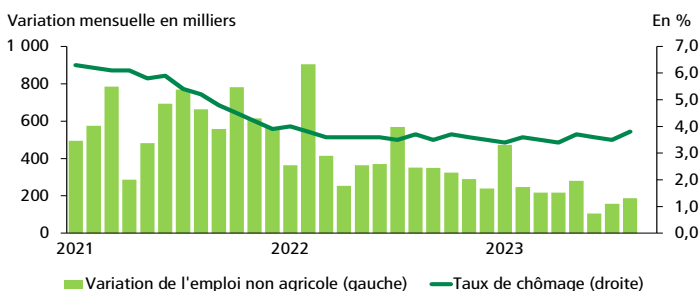
- **L'économie américaine n'a toujours pas fléchi sous le poids des hausses de taux.** Bien que le taux cible des fonds fédéraux se situe maintenant à 5,5 %, la plupart des indicateurs économiques publiés aux États-Unis signalent une poursuite de la croissance et un marché de l'emploi en santé. L'emploi a augmenté tout au long de l'été (graphique 1), et le PIB réel a crû de 2,6 % au deuxième trimestre. Au cours des derniers mois, les préoccupations ont plutôt commencé à apparaître à l'international, notamment en Chine, où la reprise postpandémique manque de souffle. Les indices PMI se sont aussi contractés dans plusieurs pays européens, ce qui pointe vers un ralentissement de l'activité économique.

- **Le taux directeur américain stable en septembre, mais la suite reste incertaine.** La Réserve fédérale (Fed) a opté pour le statu quo de son taux directeur en septembre comme anticipaient les investisseurs. Le communiqué est demeuré largement inchangé, mais la Fed a revu ses prévisions pour le taux cible des fonds fédéraux amenant ce dernier à 50 points de base plus haut pour la fin de l'année 2024. Le niveau prévu pour la fin de 2023 laisse présager qu'une dernière hausse reste possible.

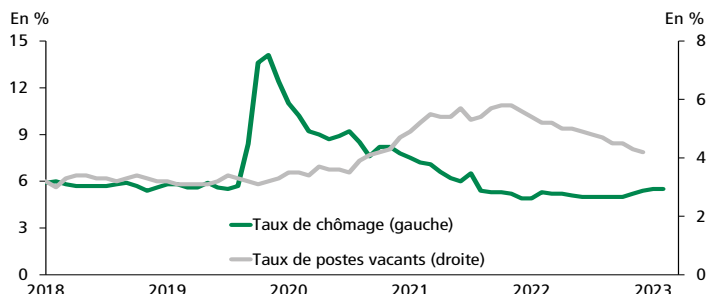
- **Les signes de faiblesse s'accroissent pour l'économie canadienne.** Le PIB réel canadien a affiché une légère contraction de 0,2 % à rythme annualisé au deuxième trimestre de 2023. L'emploi a aussi ralenti, affichant des gains mensuels moyens d'environ 25 000 postes au cours des six derniers mois. De manière plus préoccupante, cette croissance plus faible de l'emploi survient alors que la population en âge de travailler croît à un rythme rapide, ce qui a entraîné une hausse du taux de chômage au cours de l'été (graphique 2 à la page 2). La reprise du marché de l'habitation qui a marqué le début de l'année 2023 s'essouffle de nouveau après que les deux plus récentes hausses du taux directeur de la Banque du Canada aient réduit davantage l'abordabilité des propriétés.

- **Une nouvelle pause pourrait marquer la fin des hausses du taux directeur au Canada.** La Banque du Canada (BdC) a opté pour le statu quo au début de septembre, citant le recul du PIB réel au deuxième trimestre comme une indication

GRAPHIQUE 1
Le marché de l'emploi américain reste pour l'instant en santé

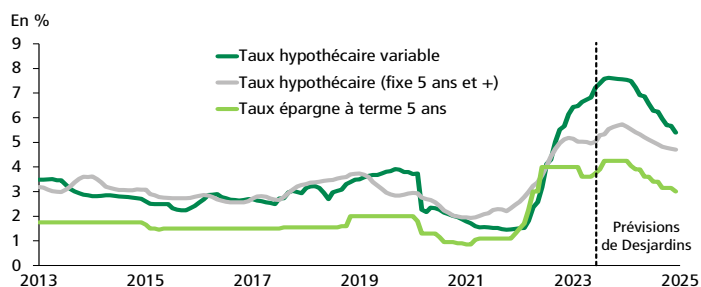


Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Les signes de ralentissement du marché de l'emploi sont plus clairs au Canada


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

que la « demande excédentaire diminue dans l'économie ». Cette dernière a cependant pris soin de garder au besoin la porte ouverte à d'autres hausses de taux d'intérêt alors que « le conseil reste préoccupé par la persistance des pressions inflationnistes sous-jacentes ». Bien que l'inflation demeure une préoccupation, les nombreux risques qui s'accumulent pour l'économie canadienne pourraient prendre de l'ampleur et inciter la BdC à entrer dans un cycle d'assouplissement de sa politique monétaire en 2024.

GRAPHIQUE 3
Il faudra attendre encore plusieurs mois avant que les taux de détail diminuent


Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

- **Les taux de détail resteront élevés encore plusieurs mois.** Même si le cycle des hausses de taux pourrait bien atteindre sa fin au Canada, les taux offerts au détail pourraient rester élevés encore un certain temps (graphique 3). D'une part, les risques haussiers sur l'inflation pourraient maintenir les taux obligataires de long terme à des niveaux élevés. D'autre part, la détérioration du contexte économique pourrait maintenir les coûts de financement des institutions financières plus élevés, ce qui se reflétera sur les taux offerts sur l'épargne et les prêts.

TABLEAU 1
Prévisions : taux de détail

EN %	TAUX D'ESCOMPTE	TAUX PRÉFÉRENTIEL	HYPOTHÈQUES			ÉPARGNE À TERME ¹		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
Réalisé (fin de mois)								
Mars 2023	4,75	6,70	6,19	6,14	6,49	4,25	3,60	3,60
Avril 2023	4,75	6,70	6,19	6,14	6,49	4,25	3,60	3,60
Mai 2023	4,75	6,70	6,29	6,14	6,49	4,25	3,60	3,60
Juin 2023	5,00	6,95	7,34	6,54	6,49	4,50	3,90	3,75
Juillet 2023	5,25	7,20	7,49	6,54	6,49	5,00	4,05	3,90
Août 2023	5,25	7,20	7,89	7,04	6,84	5,00	4,40	4,25
21 septembre 2023	5,25	7,20	7,89	7,04	6,84	5,00	4,40	4,25
Prévisions								
<u>Fin de trimestre</u>								
2023 : T3	5,25	7,20	7,89	7,04	7,19	5,00	4,40	4,25
2023 : T4	5,25	7,20	7,69	7,04	7,49	5,00	4,40	4,25
2024 : T1	5,00	6,95	7,14	6,54	7,34	4,75	3,85	3,90
2024 : T2	4,50	6,45	6,44	6,29	7,14	4,00	3,60	3,60
<u>Fin d'année</u>								
2024	3,50	5,45	5,54	5,64	6,64	3,05	2,95	3,00
2025	2,50	4,45	4,99	5,49	6,54	2,60	2,80	2,85
2026	2,50	4,45	4,99	5,49	6,54	2,60	2,80	2,85

¹ Non rachetable (annuel); NOTE : Les prévisions de taux de détail dépendent de la relation historique avec les coûts de financements des institutions financières canadiennes et ne sont pas le reflet des stratégies de tarification du Mouvement Desjardins.

Source : Desjardins, Études économiques

Taux de change

L'incertitude et les taux obligataires plus élevés avantagent le dollar américain

- Une plus grande aversion pour le risque en août a redonné un élan au dollar américain. Le fait que les États-Unis continuent d'afficher de bonnes données économiques, ce qui contraste avec plusieurs autres pays, aide aussi le billet vert. La progression plus forte des taux d'intérêt américains est une autre source de soutien.
- Le dollar canadien s'en tire pas trop mal en comparaison des autres principales devises des pays avancés et émergents (graphique 4). Depuis le début du mois d'août, le huard a perdu environ 0,01 \$ US. Il se maintient actuellement à plus de 0,74 \$ US (1,34 \$ CAN/\$ US). Les prix élevés du pétrole sont un soutien à la devise canadienne. Cela compense pour la baisse des prix des autres matières premières. Le taux de change canadien est également soutenu par les écarts de taux d'intérêt surtout avec les échéances plus courtes (graphique 5). Malgré la croissance économique qui se modère au Canada, les récents chiffres d'inflation ont plutôt surpris à la hausse, ce qui a tiré les taux obligataires canadiens vers le haut.
- **Prévisions** : Nos prévisions tablent sur une stabilisation des écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Canada, alors que les taux obligataires devraient commencer à diminuer bientôt dans les deux pays. Cela va réduire le potentiel d'appréciation du dollar canadien. De plus, les prix du pétrole nous apparaissent trop élevés en raison du ralentissement que nous prévoyons de l'économie mondiale. Ajoutons à cela une plus grande aversion pour le risque et il devient plus probable que le dollar canadien se déprécie légèrement au cours des prochains mois. Un rebond est cependant en vue plus tard l'an prochain.
- L'euro et la livre pourraient profiter d'une modération des taux obligataires américains, mais les plus grandes difficultés économiques en Europe et le plus faible appétit pour le risque ne militent pas pour un rebond significatif de ces devises.

TABLEAU 2

Prévisions : devises

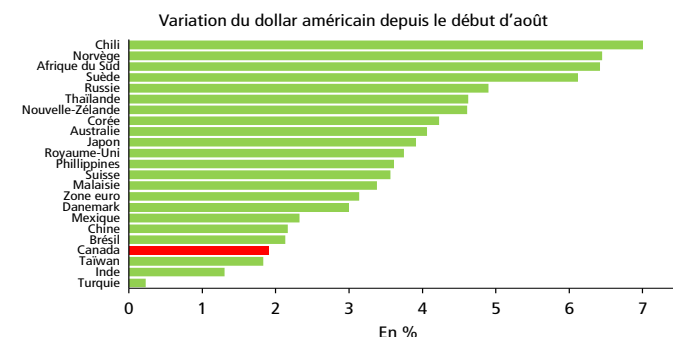
FIN DE PÉRIODE	2022		2023				2024			
	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	1,3828	1,3551	1,3516	1,3238	1,3514	1,3699	1,3514	1,3158	1,2987	1,2987
\$ CAN par \$ US	0,7232	0,7380	0,7399	0,7554	0,7400	0,7300	0,7400	0,7600	0,7700	0,7700
\$ CAN par €	1,3547	1,4462	1,4684	1,4443	1,4459	1,4658	1,4595	1,4605	1,4675	1,4805
\$ US par €	0,9797	1,0673	1,0865	1,0910	1,0700	1,0700	1,0800	1,1100	1,1300	1,1400
\$ US par £	1,1163	1,2029	1,2365	1,2714	1,2500	1,2500	1,2700	1,3100	1,3300	1,3400

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4

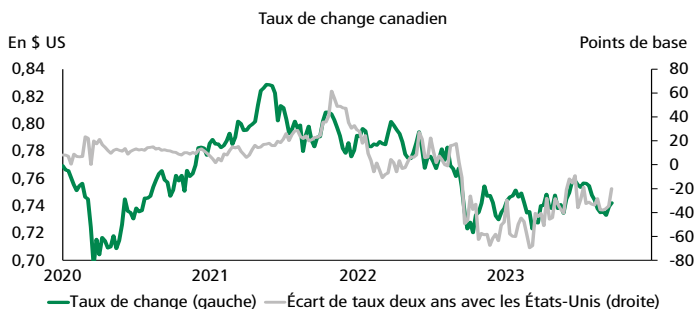
Vigueur généralisée du dollar américain, mais le dollar canadien s'en tire mieux



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 5

Le huard suit encore d'assez près l'évolution de l'écart entre les taux 2 ans canadien et américain



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

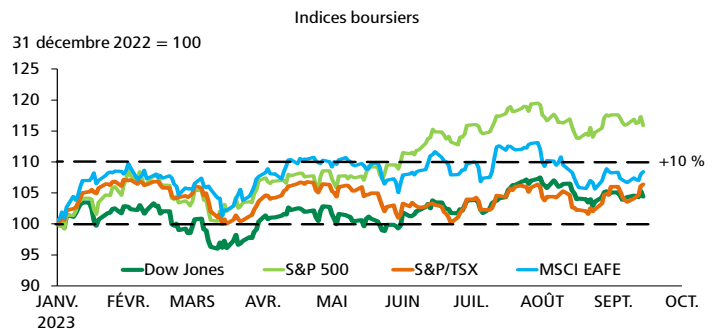
Effets sur le dollar canadien	Court terme	Long terme
Aversion pour le risque	↘	↗
Prix des matières premières	↘	↗
Écarts des taux d'intérêt	↗	→

Rendement des classes d'actifs

Les gains des marchés boursiers pourraient commencer à s'essouffler

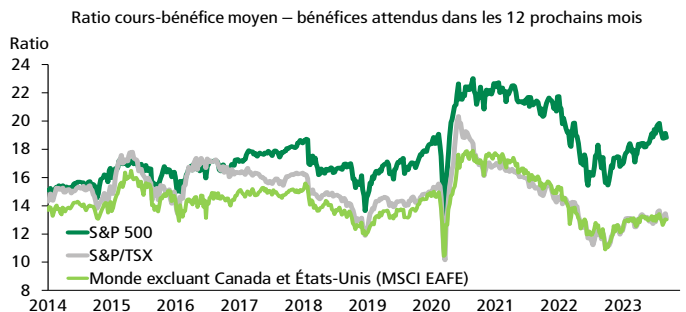
- Une fin d'été plus difficile pour les places boursières.** Les marchés boursiers mondiaux ont affiché de bons gains au début de l'été, mais les choses se sont corsées plus tard en août et en septembre. Le rebond des Bourses reste nettement plus marqué pour l'indice américain S&P 500, celui-ci profitant d'une forte exposition au secteur de la technologie lié à l'intelligence artificielle (graphique 6). Mais la performance des indices a aussi été alimentée par des résultats financiers et des données économiques meilleures qu'attendu pour le deuxième trimestre, en particulier aux États-Unis. Paradoxalement, ces meilleures nouvelles économiques ont aussi nourri les anticipations de hausses de taux directeur et tirent les taux obligataires de long terme à la hausse, ce qui explique une bonne partie du recul récent des Bourses.
- Les valorisations des marchés américains toujours trop élevés malgré de meilleurs bénéfices.** Malgré les bons résultats financiers publiés au cours de l'été, les niveaux de valorisation de plusieurs entreprises américaines demeurent très élevés (graphique 7). Dans un contexte où les taux d'intérêt sont aussi élevés, une croissance soutenue des bénéfices sera requise pour justifier ce type d'investissement. Si l'on peut très bien concevoir que ce sera le cas pour certaines entreprises profitant des développements en intelligence artificielle, il est difficile d'imaginer une forte croissance généralisée des bénéfices dans un contexte où un ralentissement de l'économie est attendu. Un scénario alternatif, où la croissance se poursuivrait sans encombre, pourrait cependant avoir d'autres conséquences importantes sur les valorisations des marchés boursiers.
- Les taux obligataires pourraient-ils rester plus élevés pour longtemps?** Un scénario de croissance économique soutenue pourrait très bien être aussi douloureux pour les marchés boursiers. Certes, il pourrait assurer une croissance des bénéfices des entreprises à long terme, mais il pourrait aussi impliquer des taux d'intérêt plus élevés, plus longtemps. D'une part, l'inflation pourrait tarder à se modérer, forçant les banques centrales à poursuivre leurs hausses de taux. Si à l'inverse, l'inflation se calmait et que la croissance restait soutenue, il y aurait alors peu de raison justifiant des baisses de taux directeur. Un tel scénario pourrait engendrer une désinversion de la courbe de taux obligataire qui serait particulièrement douloureuse pour les entreprises en croissance, grandement financées par la dette à long terme. Les mouvements récents des marchés semblent refléter partiellement un tel scénario (graphique 8).

GRAPHIQUE 6
Le rebond des indices boursiers commence à s'essouffler



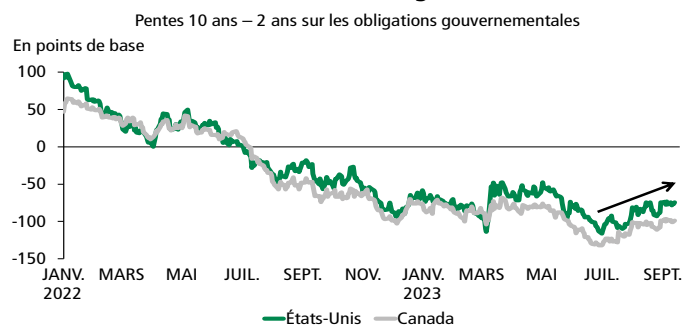
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 7
Le ratio cours-bénéfice moyen est resté très élevé pour l'indice S&P 500



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8
Le recul des indices boursiers s'est accompagné d'une désinversion de la courbe de taux obligataires



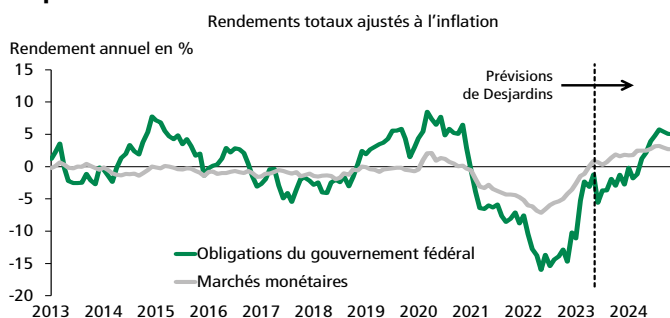
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

- Le S&P/TSX profite un peu plus du rebond des prix du pétrole.** Si l'indice canadien S&P/TSX a mieux performé au cours des dernières semaines, c'est principalement en raison du rebond des prix du pétrole. Les perspectives économiques se sont détériorées au cours de l'été au Canada et les risques que la Banque du Canada doive de nouveau augmenter son taux directeur restent bien présents, ce qui augure plutôt mal pour les rendements. Dans un contexte où une récession est notre scénario le plus probable pour le Canada, le rebond récent du S&P/TSX pourrait être de courte durée, d'autant plus qu'un ralentissement économique ramènera les prix du pétrole et de plusieurs autres matières premières à la baisse. Les autres secteurs de l'économie canadienne pourraient aussi être fortement pénalisés alors que de nombreuses vulnérabilités demeurent.
- Les mauvaises nouvelles économiques pénalisent davantage les marchés mondiaux.** L'inquiétude augmente aussi à l'égard de certains pays émergents plus sensibles aux taux d'intérêt américain et aux cours des matières premières. Les moins bonnes nouvelles économiques pénalisent aussi les marchés européens. En matière de taux d'intérêt, on s'approche probablement d'une pause en zone euro, à moins que l'inflation ne s'améliore pas assez au goût de la Banque centrale européenne dans les prochains mois. La même chose se dessine en Angleterre. Parmi les principales banques centrales, seule la Banque du Japon n'a pas encore relevé ses taux directeurs, mais maintenir une politique de taux négatif alors que l'inflation semble clairement vouloir s'installer au-dessus de 2 % devient de plus en plus difficile à justifier.

Une mauvaise surprise de ce côté pourrait pénaliser davantage les marchés.

- Les rendements sont de retour, mais il faut choisir judicieusement.** La bonne nouvelle pour les investisseurs est qu'après un bon début d'année pour les Bourses, des catégories d'actifs plus sécuritaires offrent maintenant aussi des rendements réels positifs. Les marchés monétaires offrent des rendements positifs ajustés à l'inflation pour la première fois depuis 2020 alors que les marchés obligataires devraient emboîter le pas au cours des prochains mois (graphique 9). Les indices boursiers pourraient bien sûr continuer d'afficher des gains si l'économie reprend positivement, mais ce scénario nous apparaît pour l'instant moins probable.

GRAPHIQUE 9
Des rendements positifs sont accessibles sur des actifs peu risqués au Canada



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

TABLEAU 3

Rendement en pourcentage des classes d'actifs

FIN D'ANNÉE EN % (SAUF SI INDIQUÉ)	ENCAISSE	OBLIGATIONS	ACTIONS CANADIENNES	ACTIONS AMÉRICAINES	ACTIONS INTERNATIONALES	TAUX DE CHANGE
	Bons du Trésor – 3 mois	Indice obligataire ¹	Indice S&P/TSX ²	Indice S&P 500 (\$ US) ²	Indice MSCI EAFE (\$ US) ²	\$ CAN/\$ US (variation en %) ³
2012	1,0	3,6	7,2	16,0	17,9	-2,7
2013	1,0	-1,2	13,0	32,4	23,3	7,1
2014	0,9	8,8	10,6	13,7	-4,5	9,4
2015	0,6	3,5	-8,3	1,4	-0,4	19,1
2016	0,5	1,7	21,1	12,0	1,5	-2,9
2017	0,6	2,5	9,1	21,8	25,6	-6,4
2018	1,4	1,4	-8,9	-4,4	-13,4	8,4
2019	1,6	6,9	22,9	31,5	22,7	-4,8
2020	0,9	8,7	5,6	18,4	8,3	-2,0
2021	0,2	-2,5	25,1	28,7	11,8	-0,8
2022	1,8	-11,7	-5,8	-18,1	-14,0	7,2
2023p	cible : 4,7	cible : 2,0	cible : -1,3	cible : 8,6	cible : 3,8	cible : 1,1 (0,73 \$ US)
fourchette	4,2 à 5,2	-1,0 à 5,0	-9,3 à 9,7	0,6 à 22,6	-4,2 à 14,8	-1,6 à 3,9
2024p	cible : 4,7	cible : 8,1	cible : 11,1	cible : 6,8	cible : 11,2	cible : -5,2 (0,77 \$ US)
fourchette	4 à 5,4	3,1 à 13,1	-3,4 à 21,6	-8,7 à 16,3	-3,3 à 21,7	-8,8 à -1,4

p : prévisions; ¹ Indice des obligations universelles FTSE Canada; ² Dividendes inclus; ³ Négatif = appréciation, positif = dépréciation.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques