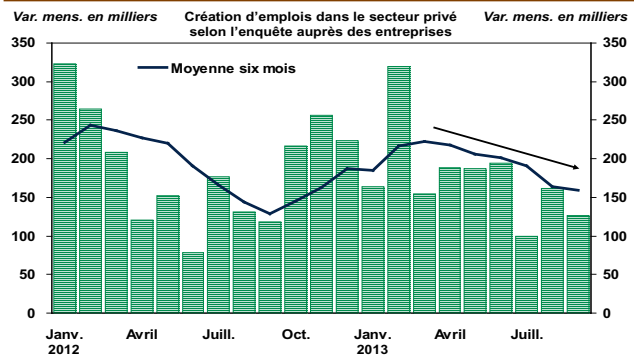


## Moins de pression haussière sur les taux de détail

### FAITS SAILLANTS

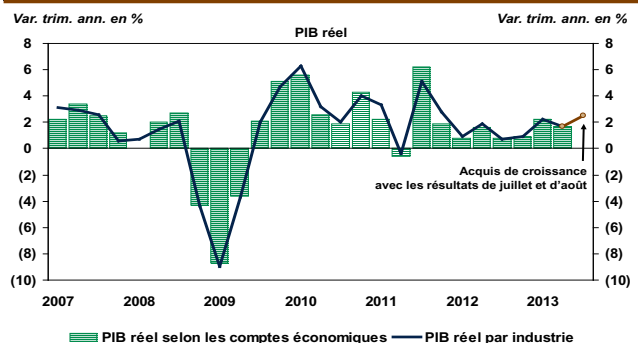
- L'arrêt temporaire du gouvernement fédéral américain et les risques d'une autre impasse politique au début de 2014 engendrent beaucoup d'incertitude économique.
  - Les banques centrales ont clairement signalé qu'elles maintiendront des politiques monétaires très accommodantes.
  - Les récents événements ont mis fin à la poussée des taux obligataires nord-américains.
  - Les taux de détail devraient peu bouger à court terme, mais des hausses graduelles sont toujours prévues en 2014.
  - Les inquiétudes persistent pour le dollar canadien.
  - La Réserve fédérale américaine exerce une très grande influence sur les marchés.
- 
- **L'arrêt du gouvernement fédéral aura des conséquences pour l'économie américaine.** L'impasse politique américaine aura finalement entraîné un arrêt partiel des activités du gouvernement fédéral d'une durée de 16 jours. Les quelque 800 000 fonctionnaires affectés sont maintenant de retour au travail et ils seront payés pour les journées non travaillées. Certains indices de confiance ont fortement diminué pendant cette crise alors qu'un défaut du gouvernement sur certains de ses engagements financiers est même devenu envisageable à un moment. La croissance économique américaine du dernier trimestre de 2013 risque d'être réduite de 0,3 % à 0,5 % par ces événements. De plus, une nouvelle fermeture partielle du gouvernement pourrait survenir dès janvier prochain.
  - **La Réserve fédérale américaine (Fed) poursuit ses achats de titres.** Alors que la majorité des analystes anticipaient que la Fed commencerait à ralentir ses achats de titres à la mi-septembre, elle a plutôt décidé d'opter pour la *statu quo*, préférant attendre plus de confirmation que la reprise de l'économie américaine se poursuivrait. L'incertitude et le flou sur la situation économique américaine découlant de la situation politique auront certainement conforté la Fed dans sa décision d'attendre avant de réduire ses interventions. À notre avis, le ralentissement des achats ne sera annoncé qu'en mars prochain, d'autant plus que les dernières statistiques du marché du travail ont été décevantes (graphique 1).
  - **La croissance canadienne semble s'être accélérée cet été.** Après un mois de juin très difficile (inondations en Alberta, grève de la construction au Québec), l'économie canadienne a rebondi en juillet et en août (graphique 2). Ce rebond s'appuie cependant beaucoup sur la production pétrolière, un secteur très volatil. Les perspectives

**Graphique 1 – La création d'emplois est décevante aux États-Unis depuis quelques mois**



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

**Graphique 2 – La croissance économique canadienne devrait avoisiner 2,5 % au troisième trimestre**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**  
Directeur principal et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

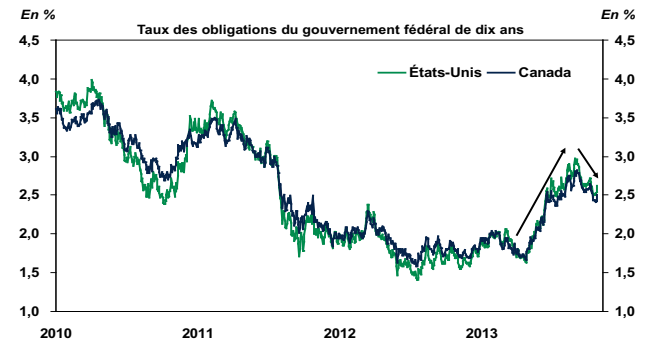
**Jimmy Jean**  
Économiste principal

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

de croissance de l'économie canadienne demeurent ainsi modestes alors que la faiblesse de la demande intérieure semble se confirmer et que la remontée espérée des exportations se fait attendre.

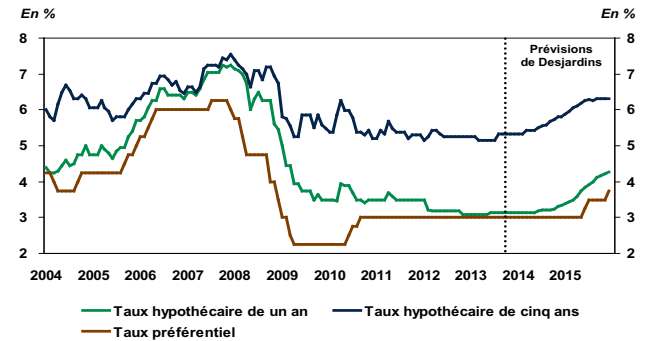
- **La Banque du Canada (BdC) se montre plus inquiète.** La BdC a retiré en octobre sa mention faisant référence à une hausse éventuelle des taux d'intérêt directeurs canadiens. Les autorités monétaires se sont ainsi remises au neutre, après plusieurs mois à signaler une augmentation. La BdC a également introduit dans son *Rapport sur la politique monétaire* une révision à la baisse de ses prévisions économiques en raison notamment d'une remontée moins robuste des exportations et des investissements non résidentiels des entreprises.
- **Les taux obligataires sont redescendus.** Le maintien de politiques monétaires très expansionnistes et l'incertitude économique découlant de l'arrêt du gouvernement fédéral américain ont incité plusieurs investisseurs à retourner du côté des titres à revenu fixe. Le taux américain de dix ans, qui avait atteint 3,00 % au début septembre, est ainsi redescendu aux environs de 2,50 % (graphique 3).
- **Moins de pression à court terme sur les taux de détail.** Le recul récent des taux obligataires a fortement réduit les risques de hausses supplémentaires des taux de détail d'ici la fin de l'année. Dans l'optique d'une accélération de l'économie américaine l'an prochain, il faut toutefois anticiper que les taux de détail reprendront éventuellement une tendance haussière en 2014 (graphique 4). Les augmentations des taux de détail devraient toutefois continuer de se faire de façon graduelle alors que les banquiers centraux voudront éviter un resserrement trop rapide des conditions financières.

**Graphique 3 – Après une forte hausse, les taux obligataires nord-américains ont reculé récemment**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – Les taux de détail devraient se stabiliser pour quelques mois avant de recommencer à augmenter graduellement**



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
<b>Réalisé – fin de mois</b>								
Mai 2013	1,25	3,00	3,09	3,55	5,14	0,90	1,25	1,75
Juin 2013	1,25	3,00	3,14	3,65	5,14	0,90	1,25	1,75
Juillet 2013	1,25	3,00	3,14	3,75	5,14	0,90	1,25	1,75
Août 2013	1,25	3,00	3,14	3,95	5,34	0,90	1,25	1,75
Sept. 2013	1,25	3,00	3,14	3,95	5,34	0,90	1,25	1,75
Oct. 2013	1,25	3,00	3,14	3,95	5,34	0,90	1,25	1,75
4 nov. 2013	1,25	3,00	3,14	3,95	5,34	0,90	1,25	1,75
<b>Prévisions</b>								
Fin de trimestre								
2013 : T4	1,25	3,00	2,90–3,40	3,70–4,20	5,10–5,60	0,80–1,15	1,10–1,40	1,50–2,00
2014 : T1	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,40	3,75–4,25	5,20–5,70	0,80–1,15	1,10–1,60	1,60–2,10
2014 : T2	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	3,90–4,40	5,25–5,75	0,80–1,30	1,25–1,75	1,75–2,25
2014 : T3	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	4,00–4,50	5,45–5,95	0,80–1,30	1,40–1,90	1,95–2,45
Fin d'année								
2014	1,00–1,50	2,75–3,25	3,10–3,60	4,25–4,75	5,55–6,05	0,85–1,35	1,60–2,10	2,10–2,60
2015	1,75–2,25	3,50–4,00	4,00–4,50	5,15–5,65	6,05–6,55	1,45–1,85	2,25–2,75	2,70–3,20
2016	2,50–3,50	4,25–5,25	4,40–5,40	5,35–6,15	6,20–6,80	1,50–2,30	2,30–3,10	2,85–3,65

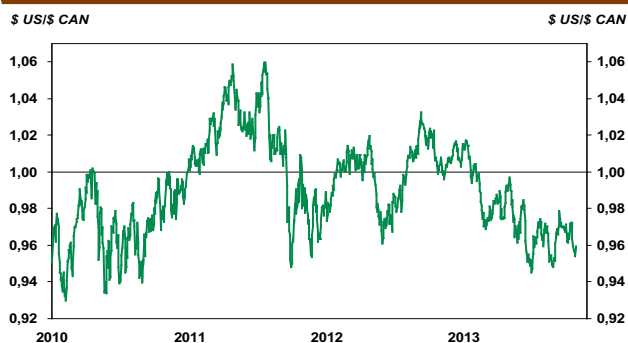
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).  
Source : Desjardins, Études économiques

# DOLLAR CANADIEN

## Les inquiétudes persistent

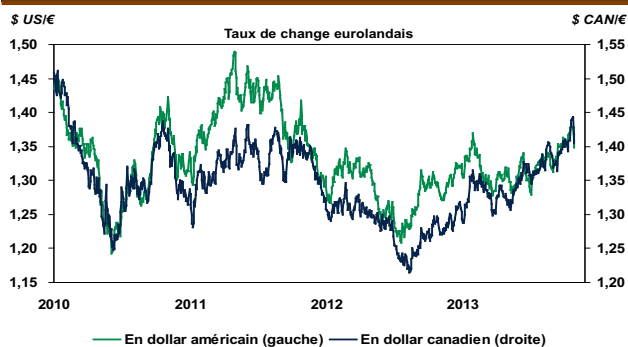
- Plusieurs devises ont fait des gains contre le dollar américain au cours des deux derniers mois en raison d'anticipation que la Réserve fédérale américaine attendra encore plusieurs mois avant de réduire ses mesures d'assouplissement. Le dollar canadien n'en a cependant pas profité et s'est récemment déprécié sous la barre des 0,96 \$ US (graphique 5).
- Le huard demeure pénalisé par des craintes à l'égard de l'économie canadienne. La plus faible création d'emplois et l'endettement élevé des Canadiens réduisent le potentiel de hausse de la consommation et de l'investissement résidentiel. L'accélération de la croissance économique repose donc essentiellement sur le secteur extérieur, mais les nombreuses incertitudes à l'échelle mondiale et les problèmes de compétitivité des exportations canadiennes brouillent le pronostic. La devise canadienne reste aussi très sensible à l'évolution des statistiques aux États-Unis, principal partenaire commercial du Canada.
- L'euro a davantage profité de la faiblesse du billet vert. Pour la première fois en deux ans, la devise commune a atteint la barre de 1,38 \$ US (graphique 6). Cela reflète surtout le fait qu'il existe peu de grandes devises et qu'elles ne peuvent pas toutes se déprécier en même temps. L'appréciation a été un peu plus marquée contre le dollar canadien. Un sommet de trois ans a été atteint à 1,44 \$ CAN. La zone euro demeure toutefois aux prises avec des problèmes sérieux qui limitent le potentiel d'appréciation de sa devise. Les dernières statistiques économiques ont été plutôt mixtes et tout indique que la progression de l'économie eurolandaise demeurera modeste au cours des prochains trimestres.
- Prévisions :** La croissance modeste de la demande intérieure canadienne n'est pas compatible avec un retour rapide du dollar canadien à la parité. La devise pourrait même se déprécier encore légèrement à court terme sur fond d'inquiétude. Pour l'an prochain, le huard devrait se relever graduellement en supposant que le contexte économique s'améliorera et que l'inquiétude s'estompera. L'euro devrait évoluer en baisse, pénalisé par la faiblesse de l'économie eurolandaise et les nombreux défis que la région doit encore affronter.

Graphique 5 – La période de faiblesse du dollar canadien se poursuit



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – L'euro a bien fait ces derniers mois



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	2012		2013				2014			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	1,0165	1,0079	0,9828	0,9506	0,9700	0,9500	0,9600	0,9700	0,9800	0,9900
\$ CAN par \$ US	0,9838	0,9922	1,0175	1,0520	1,0310	1,0526	1,0417	1,0309	1,0204	1,0101
\$ CAN par €	1,2657	1,3081	1,3065	1,3674	1,3955	1,4000	1,3646	1,3608	1,3673	1,3434
\$ US par €	1,2865	1,3184	1,2841	1,2999	1,3536	1,3300	1,3100	1,3200	1,3400	1,3300
\$ US par £	1,6148	1,6255	1,5185	1,5167	1,6194	1,6000	1,5800	1,5900	1,6100	1,6000

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

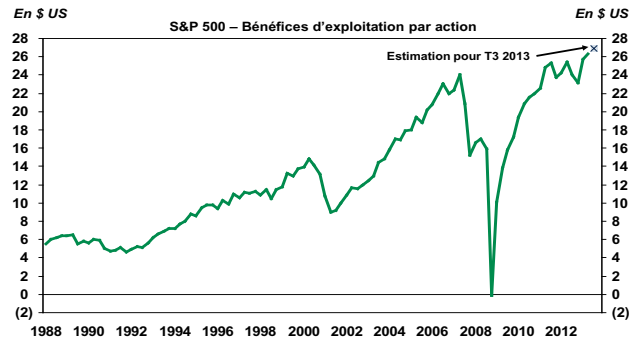
p : prévisions

# RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

## La Réserve fédérale américaine exerce une très grande influence sur les marchés

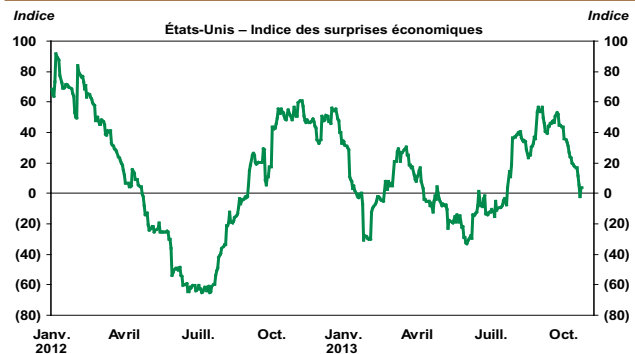
- Une augmentation de près de 25 % du S&P 500 dans une année marquée par un selloff obligatoire à l'été et un shutdown du gouvernement américain à l'automne semble illogique.** C'est pourtant ce qui s'est observé depuis le début de 2013. Tout au long de l'impasse budgétaire, la Bourse américaine a enregistré des gains, faisant fi des répercussions potentielles sur la croissance économique et de l'incertitude à laquelle seraient confrontées les entreprises. Les résultats des entreprises pour le troisième trimestre ont été mitigés, alors que seulement 67 % des 245 premières entreprises présentant leurs résultats sont parvenues à dépasser les attentes des analystes. Malgré une certaine déception par rapport aux anticipations, la profitabilité demeure solide. Le bénéfice par action du S&P 500 est en voie d'afficher un gain de 2,2 % pour le troisième trimestre et d'enregistrer un nouveau record (graphique 7). Cela est surtout causé par l'expansion des marges de profit d'exploitation, en voie d'afficher une moyenne de 9,6 % pour le troisième trimestre, soit le niveau le plus élevé en sept ans. La progression des ventes demeure toutefois modérée, et il pourrait devenir plus difficile pour les entreprises d'augmenter leurs profits sans une accélération de l'économie.
- Outre les profits, les Bourses semblent avoir été influencées par tout ce qui pouvait affecter de près ou de loin la trajectoire de la politique monétaire américaine.** C'est ainsi que dès la matérialisation du shutdown au début d'octobre, les Bourses ont pris une nette trajectoire haussière, en lien avec l'idée voulant que la Réserve fédérale américaine (Fed) demeure accommodante pour plus longtemps que prévu. Les craintes d'un défaut de paiement semblent n'avoir nullement effrayé les investisseurs boursiers. Après la conclusion de l'entente budgétaire, à la mi-octobre, les Bourses ont progressé de plus belle, le S&P 500 établissant dans la foulée un nouveau record de 1 775 points en fin de mois, malgré le fait que plusieurs données économiques américaines aient déçu (graphique 8).
- Contrairement à la situation en début d'année, la Bourse canadienne parvient maintenant à tirer profit de l'optimisme sur les Bourses américaines.** En octobre, presque tous les grands secteurs de la Bourse canadienne ont enregistré des gains (graphique 9). La progression a été un peu plus faible dans le secteur encore moribond des matériaux, mais elle a été particulièrement solide dans les secteurs industriel et financier. Le rebond de la Bourse canadienne est d'autant plus intéressant qu'il a eu lieu dans un environnement de baisse des prix de l'énergie. Avoisinant 108 \$ US dans la première moitié de septembre sur fond de tensions géopolitiques, le prix du pétrole WTI (West Texas Intermediate) a chuté aux environs de 96 \$ US à la fin d'octobre. Le prix du baril Western Canada Select affiche pour sa part une diminution de plus de 30 \$ US depuis la mi-juillet et l'écart par rapport au pétrole WTI a atteint des niveaux qui faisaient l'objet d'inquiétudes il y a un

**Graphique 7 – Les profits pourraient enregistrer un nouveau record**



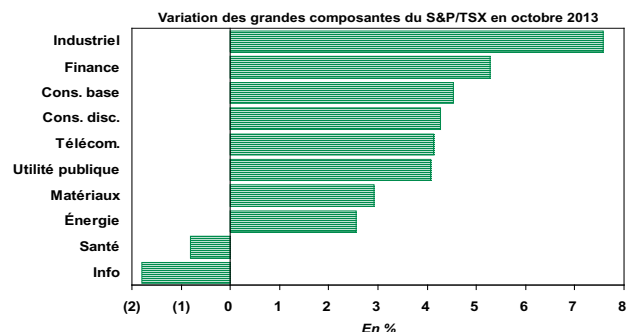
Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

**Graphique 8 – Les données économiques les plus récentes ont été décevantes**



Sources : Bloomberg, Citigroup et Desjardins, Études économiques

**Graphique 9 – La bonne performance de la Bourse canadienne a été assez généralisée en octobre**

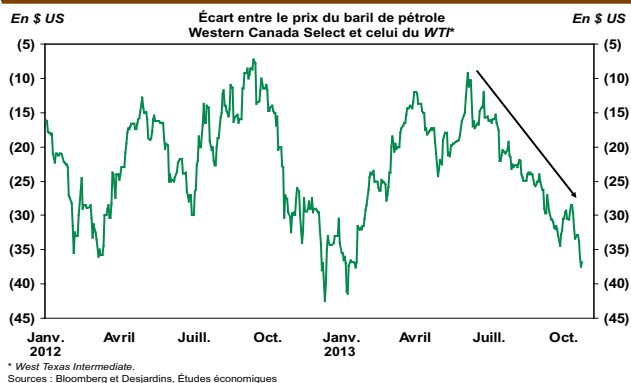


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

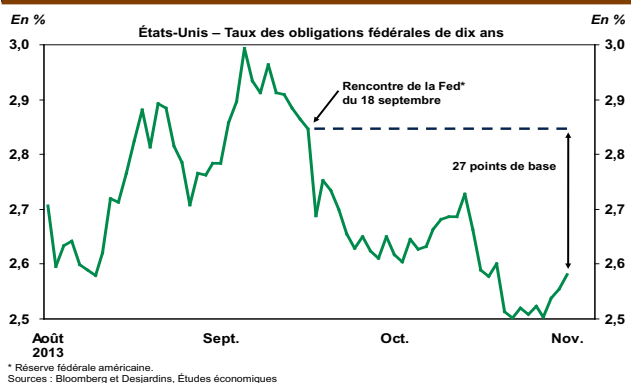
an (graphique 10). Il est donc remarquable que le secteur du pétrole et du gaz naturel soit parvenu à enregistrer des gains dans pareil contexte.

- La volte-face de la Fed en septembre et les tensions politiques d'octobre ont donné un bon appui aux obligations.** Depuis la rencontre de la Fed du 18 septembre, le taux obligataire américain de dix ans s'est replié de près de 30 points de base (graphique 11) et, étant donné un environnement économique et politique relativement incertain d'ici la fin de l'année, il ne faut pas s'attendre à une remontée des taux de la même ampleur que ce qui a été observé au cours de l'été. Avec la nomination de Janet Yellen, le fait qu'il y ait maintenant un peu plus de clarté sur la succession au président Ben Bernanke devrait aussi aider à calmer les marchés obligataires dans un horizon de court terme.
- Prévisions de rendement.** La performance remarquable des Bourses américaines en début d'automne entraîne une révision positive de la cible de rendement pour l'année 2013, qui s'établit maintenant à 21 %. Cela se conjugue néanmoins à une perspective un peu moins optimiste pour 2014 alors que nous estimons un rendement plus modeste, de 7,5 %. En outre, une partie des gains récents semblent vulnérables à un effacement lorsqu'une réduction des achats de la Fed deviendra plus imminente. L'élan du S&P/TSX devrait permettre à la Bourse canadienne de générer un rendement de 6 % pour l'année en cours et de 11 % l'an prochain, alors que le secteur des matériaux devrait se redresser. Les événements récents ont donné un peu de répit aux marchés obligataires et nous révisons la cible de rendement légèrement à la hausse pour l'année 2013, qui devrait tout de même se solder par une perte de 1 %. On s'attend toutefois à ce que les taux reprennent leur trajectoire haussière en 2014, ce qui implique une autre année de rendements négatifs pour la classe obligataire.

**Graphique 10 – L'amélioration de l'écart des prix du pétrole n'aura pas duré longtemps**



**Graphique 11 – Les obligations ont eu un bon appui depuis la réunion de la Fed\* de septembre**



**Tableau 3**  
**Rendement en pourcentage 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. (Dex univers)	Indice S&P/TSX*	Indice S&P 500 (\$ US)*	Indice MSCI EAFE (\$ US)*	\$ CAN/\$ US (var. en %)**
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
2012	0,95	3,6	7,2	16,0	17,9	(2,7)
2013p	cible : 0,95	cible : -1,0	cible : 6,0	cible : 21,0	cible : 16,0	cible : 6,1 (0,95 \$ US)
fourchette	0,90 à 1,00	-3,0 à 1,0	1,0 à 11,0	15,0 à 27,0	10,0 à 22,0	2,8 à 8,4
2014p	cible : 1,00	cible : -1,0	cible : 11,0	cible : 7,5	cible : 6,0	cible : -4,0 (0,99 \$ US)
fourchette	0,95 à 1,10	-3,0 à 1,0	4,0 à 18,0	2,0 à 15,0	0,0 à 12,0	-6,9 à -1,0

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