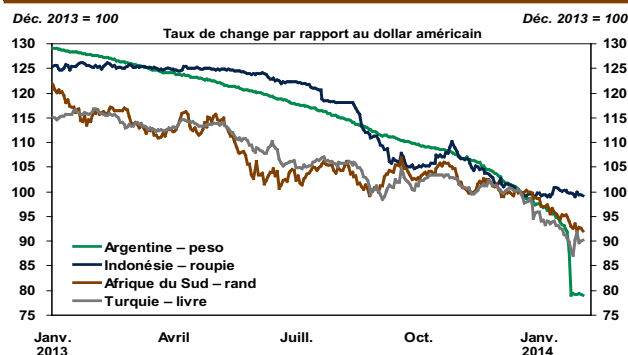


## Un nouveau répit pour les emprunteurs

### FAITS SAILLANTS

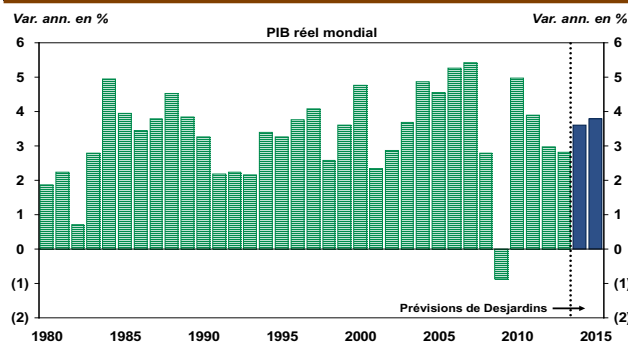
- Nouvelles inquiétudes concernant les pays émergents.
  - Les perspectives de croissance économique demeurent favorables.
  - Le discours de la Banque du Canada affecte les marchés financiers canadiens, particulièrement le huard.
  - Malgré la baisse récente, il faut prévoir une légère hausse des taux de détail en 2014.
  - Pour l'instant, le recul boursier n'est pas alarmant.
- 
- **Les inquiétudes des investisseurs ont remonté récemment.** Après une poussée d'optimisme à la fin de 2013, le mois de janvier a été marqué par le retour d'une certaine nervosité sur les marchés financiers. Les inquiétudes proviennent surtout des pays émergents alors que l'instabilité politique dans certains pays ainsi que des problèmes économiques ont fait chuter plusieurs devises (graphique 1).
  - **Les perspectives économiques mondiales sont encourageantes.** Dans l'ensemble, la croissance économique s'est accélérée dans les économies avancées en seconde moitié de 2013, et tout indique que cette tendance se poursuivra. Nous prévoyons ainsi que le PIB réel mondial progressera de 3,6 % en 2014 et de 3,8 % en 2015 (graphique 2), malgré les difficultés de certaines économies émergentes. Les perspectives sont particulièrement positives pour l'économie américaine, ce qui favorisera une augmentation des exportations canadiennes.
  - **La Réserve fédérale américaine (Fed) continue à réduire ses interventions.** La Fed a de nouveau annoncé une réduction de 10 G\$ US de ses achats mensuels d'obligations lors de sa rencontre du 29 janvier. Si la situation économique évolue comme prévu, elle continuera de réduire graduellement ses interventions et devra mettre fin complètement à son programme d'achat d'actifs à l'automne prochain.
  - **La Banque du Canada (BdC) se montre de plus en plus soucieuse de la faiblesse de l'inflation.** Malgré une performance relativement robuste de l'économie canadienne au cours des derniers mois et des perspectives plus favorables pour l'économie américaine, la BdC juge que les risques à la baisse pesant sur l'inflation ont gagné en importance. Elle garde ainsi la porte ouverte à une baisse des taux directeurs, ce qui exerce d'importantes pressions

Graphique 1 – Regain d'inquiétude dans certains pays émergents



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La croissance économique mondiale s'annonce plus soutenue en 2014 et en 2015



Sources : Banque mondiale 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)

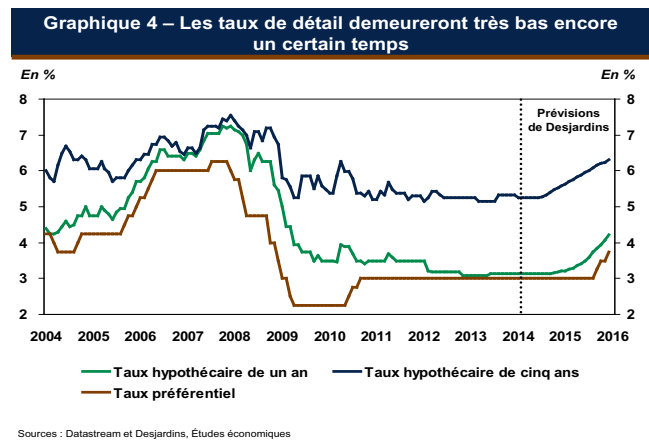
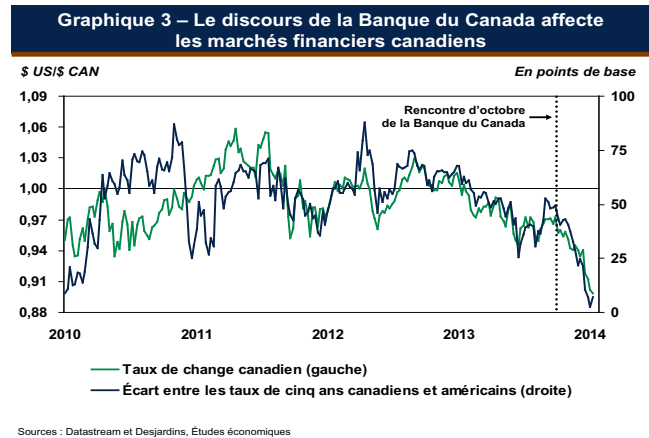
**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

**Jimmy Jean**  
Économiste principal

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

baissières sur le dollar et les taux obligataires canadiens (graphique 3). Une diminution des taux directeurs canadiens demeure peu probable, mais le positionnement de la BdC confirme qu'elle sera très patiente avant d'amorcer un resserrement monétaire.

- **Rebond du marché obligataire en début d'année.** L'année 2013 a été marquée par une remontée notable des taux obligataires. Par exemple, le taux américain de dix ans est passé de 1,75 % à 3,00 %. Malgré une réduction des achats d'obligations de la Fed, cette tendance s'est quelque peu renversée depuis le commencement de 2014 alors que certaines données économiques décevantes ainsi que les problèmes des économies émergentes ont convaincu les investisseurs de se réfugier du côté des titres obligataires. La baisse des taux a été particulièrement marquée au Canada étant donné les inquiétudes exprimées par la BdC.
- **Baisse de certains taux hypothécaires.** La diminution récente des taux obligataires canadiens a permis aux institutions financières canadiennes d'abaisser certains taux de détail. Le taux affiché des hypothèques de cinq ans est ainsi passé de 5,34 % à 5,24 %. À l'approche de l'importante période printanière pour le marché immobilier, on ne peut exclure d'autres légères diminutions des taux hypothécaires.
- **Vers des hausses encore plus graduelles des taux de détail.** Ceux-ci devraient être assez stables en première moitié d'année alors que le positionnement de la BdC maintiendra un environnement favorable à des taux bas. Si l'économie mondiale s'accélère comme prévu, les taux obligataires devraient toutefois reprendre une tendance haussière d'ici quelques mois et entraîner une remontée graduelle des taux de détail au second semestre (graphique 4).



**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>								
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
Nov. 2013	1,25	3,00	3,14	3,95	5,34	0,90	1,25	1,75
Déc. 2013	1,25	3,00	3,14	3,95	5,34	0,90	1,25	1,75
Janv. 2014	1,25	3,00	3,14	3,85	5,24	0,90	1,25	1,75
3 février 2014	1,25	3,00	3,14	3,85	5,24	0,90	1,25	1,75
<b>Prévisions</b>								
Fin de trimestre								
2014 : T1	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,40	3,60–4,10	5,00–5,50	0,80–1,15	1,00–1,50	1,50–2,00
2014 : T2	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,40	3,65–4,15	5,00–5,50	0,80–1,15	1,00–1,50	1,60–2,10
2014 : T3	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,40	3,80–4,30	5,15–5,65	0,80–1,15	1,10–1,60	1,80–2,30
2014 : T4	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	4,00–4,50	5,35–5,85	0,80–1,20	1,30–1,80	2,00–2,50
Fin d'année								
2014	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	4,00–4,50	5,35–5,85	0,80–1,20	1,30–1,80	2,00–2,50
2015	1,75–2,25	3,50–4,00	3,95–4,45	5,00–5,50	6,00–6,50	1,50–2,00	2,10–2,60	2,65–3,15
2016	2,25–3,25	4,00–5,00	4,35–5,35	5,35–6,15	6,10–6,90	1,50–2,30	2,35–3,15	2,85–3,65

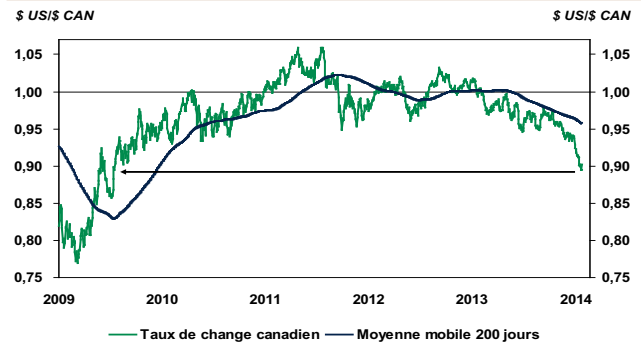
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).  
Source : Desjardins, Études économiques

# DOLLAR CANADIEN

## Une dépréciation essentiellement causée par la Banque du Canada

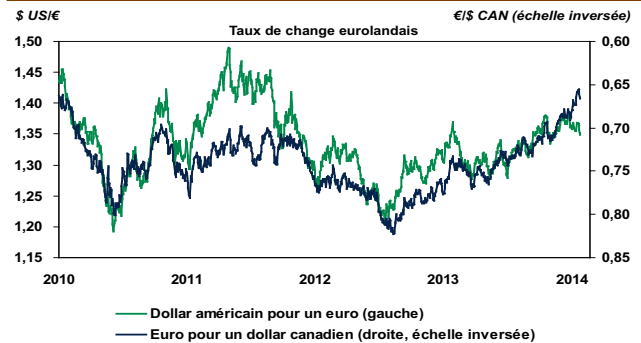
- Le dollar canadien a cédé un peu plus de 0,04 \$ US en janvier et a atteint un creux datant de juillet 2009 à 0,8941 \$ US (graphique 5). La baisse du huard n'a pas seulement lieu contre le dollar américain, mais aussi contre la plupart des autres principales devises.
- La Banque du Canada (BdC) contribue fortement à cette dépréciation en démontrant beaucoup d'inquiétude quant à la faiblesse de l'inflation au pays. Même si la BdC n'a pas abaissé ses taux directeurs dernièrement, la possibilité qu'elle le fasse ou qu'elle maintienne plus longtemps son *statu quo* suffit à faire déprécier la devise. Des craintes sur la croissance économique canadienne accentuent le mouvement. La difficulté qu'ont les exportations à tirer profit du redressement économique mondial semble témoigner d'un problème de compétitivité et, par ricochet, d'un besoin d'ajustement du huard. À cela s'ajoutent des craintes à l'égard de la demande pour les matières premières qui dépend de la croissance dans les pays émergents.
- L'euro se maintient à des niveaux élevés malgré les difficultés sur le Vieux Continent (graphique 6). La croissance économique demeure faible et le taux de chômage tarde à diminuer. Le secteur bancaire demeure également à risque et le crédit est encore en panne. Un euro faible stimulerait la croissance économique par les exportations. Enfin, il semble probable que la Banque centrale européenne (BCE) se montrera plus interventionniste prochainement, alors que la Réserve fédérale américaine continuera d'agir en sens opposé.
- Prévisions** : Une réappréciation rapide du huard semble improbable à court terme. Celui-ci pourrait même perdre quelques cents encore si les probabilités d'un assouplissement monétaire augmentaient au Canada. Notre scénario n'incorpore toutefois pas de baisse de taux directeurs, ce qui devrait contribuer à stabiliser la devise en cours d'année et même à la ramener aux alentours de 0,92 \$ US. Le dollar canadien devrait également s'apprécier contre l'euro. La faible croissance en zone euro et une BCE plus interventionniste seront les principaux facteurs baissiers de la devise européenne. Fluctuant actuellement autour de 0,66 €, le dollar canadien devrait terminer l'année près de 0,70 €.

Graphique 5 – Le dollar canadien est à son plus faible depuis juillet 2009



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – L'euro reste fort



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	2013		2014				2015			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,9700	0,9414	0,8900	0,9000	0,9100	0,9200	0,9300	0,9300	0,9400	0,9500
\$ CAN par \$ US	1,0310	1,0623	1,1236	1,1111	1,0989	1,0870	1,0753	1,0753	1,0638	1,0526
\$ CAN par €	1,3955	1,4638	1,5056	1,4778	1,4505	1,4348	1,4086	1,3978	1,3723	1,3474
\$ US par €	1,3536	1,3780	1,3400	1,3300	1,3200	1,3200	1,3100	1,3000	1,2900	1,2800
\$ US par £	1,6194	1,6563	1,6400	1,6300	1,6400	1,6500	1,6500	1,6600	1,6700	1,6900

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

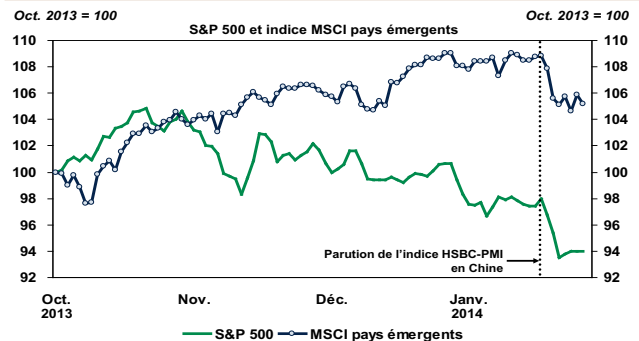
p : prévisions

# RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

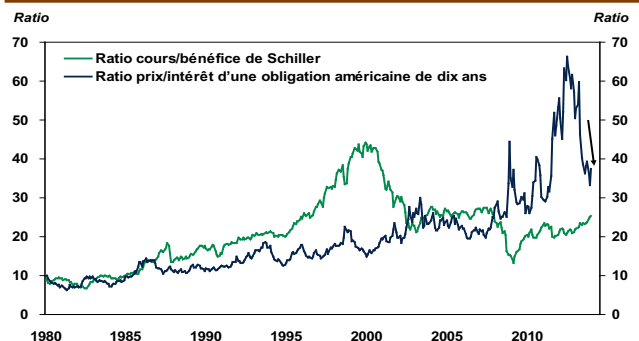
## Pour l'instant, le recul boursier n'est pas alarmant

- Après avoir défié la gravité en 2013, les marchés boursiers vivent des moments plus difficiles.** Le S&P 500 s'est replié de plus de 4 % en janvier, effaçant tous les gains enregistrés après la décision de la Réserve fédérale américaine (Fed) de diminuer ses achats mensuels de titres en décembre. Les marchés ont été particulièrement influencés par le remous survenu sur le marché des devises, notamment celles des pays émergents. Les Bourses évoluaient en effet à plat jusqu'au 22 janvier, et c'est véritablement après la parution d'un indicateur manufacturier étonnamment faible en Chine que la dégringolade des marchés émergents s'est accentuée, entraînant les Bourses américaines (graphique 7). Une partie de la faiblesse est aussi due au renversement d'une certaine surenchère qu'avait causé la politique d'assouplissement quantitatif aux États-Unis.
- Le rajustement actuel ne constitue pas une grande surprise et s'arrime à notre point de vue de rendements moins généreux qu'en 2013.** Il faut rappeler que le rendement de 32,4 % du S&P 500 était le plus élevé depuis 1997. En outre, la performance des indices boursiers en 2013 était surtout la résultante d'une hausse des ratios cours/bénéfice qu'un véritable élan des profits. Pour l'année 2014, le consensus des prévisions de bénéfices a maintenu une trajectoire baissière depuis l'an dernier. Bien que l'économie américaine et les dépenses de consommation croissent de manière respectable, une portion importante des revenus des entreprises de l'indice provient de l'étranger. Avec une croissance anémique en Europe et les risques plus élevés d'un ralentissement prononcé dans les pays émergents, il pourrait y avoir des déceptions à ce chapitre. De plus, le fait que les actions ne représentent plus autant une aubaine, qu'au cours des dernières années, par rapport aux obligations pourrait enlever un soutien important (graphique 8).
- Le S&P/TSX surprend quelque peu depuis le début de l'année.** En effet, avec un certain pessimisme qui semble régner autour des pays émergents et du scénario des cours de matières premières, il est intéressant de voir que la Bourse canadienne est parmi celles qui performant le mieux depuis le début de l'année (graphique 9). La reprise que nous escomptions dans le sous-secteur des matériaux semble vouloir se matérialiser, ce dernier étant de ceux qui ont le mieux performé depuis le début décembre. On note néanmoins une évolution intéressante dans quelques autres sous-secteurs, dont la santé et les technologies (graphique 10 à la page 5). Même si les turbulences dans les pays émergents n'ont pas eu trop d'impact négatif sur le S&P/TSX jusqu'à présent, il y a néanmoins un risque que des interventions musclées des banques centrales pour protéger leurs devises freinent considérablement la croissance et dépriment les cours des matières premières. Notre scénario de base demeure pour l'instant celui d'une accalmie des tensions, et nous conservons notre cible de fin d'année intacte pour le rendement de la Bourse canadienne.

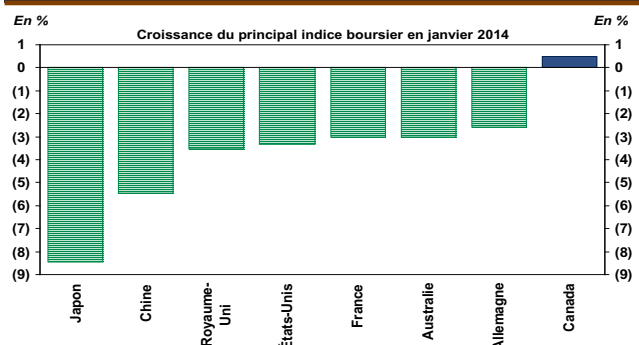
**Graphique 7 – L'inquiétude sur les pays émergents s'est transmise à la Bourse américaine après la parution du PMI en Chine**



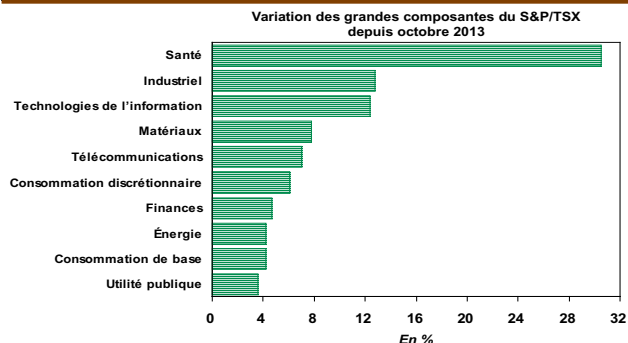
**Graphique 8 – Les Bourses demeurent plus attrayantes que les obligations, mais moins que dans les années récentes**



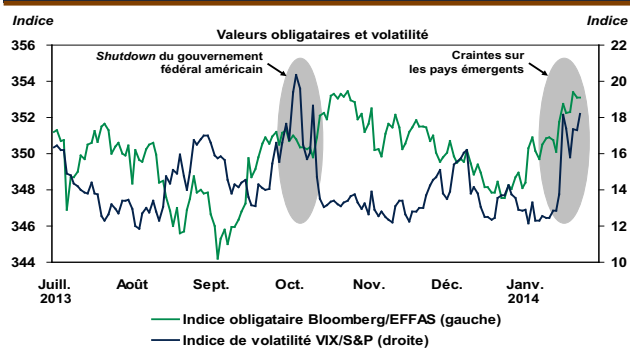
**Graphique 9 – La Bourse canadienne sort du lot**



- **Les obligations ont profité du retour de l'aversion pour le risque (graphique 11).** Nous continuons toutefois de penser que les taux obligataires engageront à nouveau leur processus de remontée graduelle, conformément à notre scénario de croissance pour l'économie américaine que nous avons rehaussé pour l'année 2014. La Fed devrait continuer de diminuer graduellement ses achats mensuels de titres d'ici l'automne et, même si l'atteinte probable du seuil de taux de chômage de 6,5 % cette année n'implique pas une hausse de taux automatique, cet événement marquera une étape de plus vers une politique monétaire traditionnelle. Enfin, avec un taux d'inflation qui convergera vers la cible de 2 % tout au long de l'année, les anticipations d'inflation (qui ont légèrement diminué en janvier) devraient reprendre le chemin de la hausse. Notre cible demeure ainsi légèrement négative pour la classe obligataire.
- **Prévisions de rendement.** L'évolution en baisse des indices boursiers depuis le début de l'année doit être vue comme un assainissement passager plutôt qu'une tendance de fond. Même si la tendance pourrait s'étirer à court terme, on s'attend tout de même à un redressement qui permettra de générer un rendement de 8 % en 2014 sur la Bourse américaine. La Bourse canadienne devrait surpasser la Bourse américaine cette année, avec un rendement de 11 %, mais notre fourchette intègre le risque que les tumultes des pays émergents, s'ils persistent, se répercutent plus fortement sur les matières premières. À l'instar des Bourses américaines, les marchés boursiers d'autres économies avancées devraient offrir un rendement plus sobre de 6 % après plus de 23 % l'an dernier. Enfin, avec la dépréciation du dollar canadien depuis l'automne, notre cible de taux de change a été revue en baisse à 0,92 \$ US.

**Graphique 10 – La bonne performance de la Bourse canadienne a été généralisée depuis octobre**


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 11 – L'effet de valeur refuge des obligations s'est manifesté à quelques reprises dans les derniers mois**


Sources : Bloomberg, Chicago Board of Trade 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 %) **
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)
2013	0,97	(1,2)	13,0	32,4	23,3	7,1
2014p	cible : 1,00	cible : -1,0	cible : 11,0	cible : 8,0	cible : 6,0	cible : 2,3 (0,92 \$ US)
fourchette	0,95 à 1,10	-3,0 à 1,0	4,0 à 18,0	2,0 à 14,0	0,0 à 12,0	-1,9 à 7,0

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques