

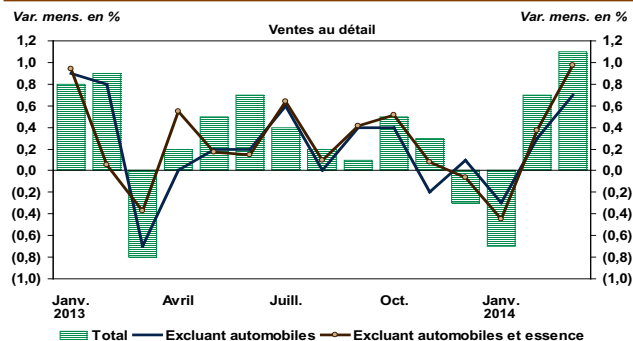
## Vers un rebond printanier aux États-Unis

### FAITS SAILLANTS

- Après un début d'année très difficile, l'économie américaine montre des signes encourageants.
- L'économie canadienne va relativement bien, mais la Banque du Canada est encore inquiète.
- Le taux obligataire de long terme et les taux de détail demeurent très faibles.
- Le sentiment négatif diminue à l'endroit du huard.
- Les investisseurs devront faire attention à la complaisance.

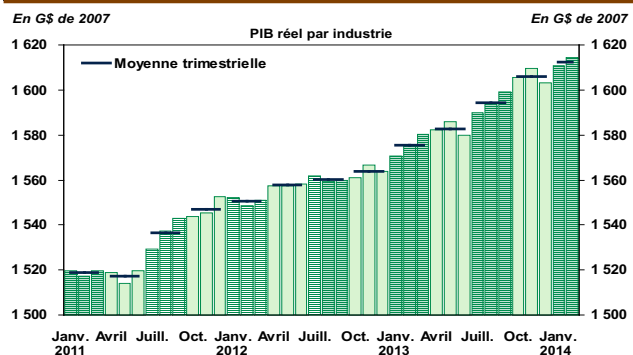
- **L'économie américaine se réveille après avoir hiberné au premier trimestre.** Le PIB réel américain a augmenté de seulement 0,1 % à rythme annualisé au premier trimestre de 2014. Les conditions météorologiques difficiles qui ont affecté les États-Unis cet hiver expliquent en bonne partie la quasi-stagnation de l'activité. La plupart des données économiques ont toutefois rebondi récemment, ce qui laisse entrevoir une accélération marquée de l'activité au printemps (graphique 1).
- **L'économie canadienne semble avoir progressé d'environ 2 % au premier trimestre.** Après une chute importante en décembre, liée aux conditions météorologiques difficiles, le PIB canadien a rebondi en janvier et en février (graphique 2). Si l'on suppose que le mois de mars se soldera par une autre légère progression du PIB réel par industrie, l'ensemble du premier trimestre de 2014 devrait afficher une progression aux alentours de 2 %. Il s'agirait d'un net ralentissement par rapport au gain de presque 3 % observés depuis la mi-2013, mais d'un bien meilleur résultat qu'aux États-Unis.
- **La période de très faible inflation semble terminée au Canada.** La croissance des prix à la consommation s'est significativement accélérée au cours des derniers mois et la Banque du Canada (BdC) a dû revoir à la hausse son scénario d'inflation lors de la publication de son *Rapport sur la politique monétaire* du mois d'avril (graphique 3 à la page 2). Elle prévoit maintenant que le taux d'inflation retournera très près de sa cible de 2 % dès la seconde moitié de 2014, soit environ trois trimestres plus tôt qu'elle anticipait en janvier. L'hiver froid qui a fait bondir les prix de l'énergie et la baisse du dollar canadien ne sont pas étrangers à cette accélération de l'inflation.

**Graphique 1 – La faiblesse des ventes américaines au tournant de l'année n'aura été que passagère**



Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

**Graphique 2 – Le PIB réel canadien poursuit sa remontée après avoir trébuché en décembre dernier**



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)

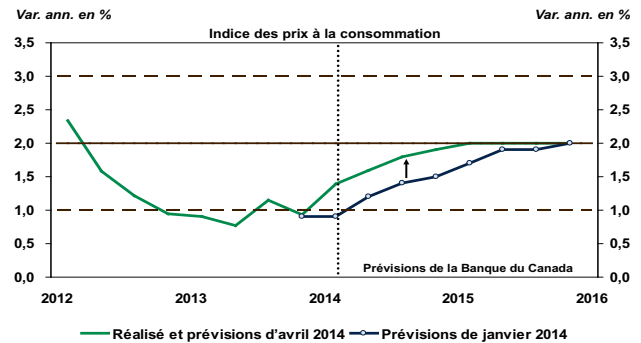
**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

**Jimmy Jean**  
Économiste principal

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

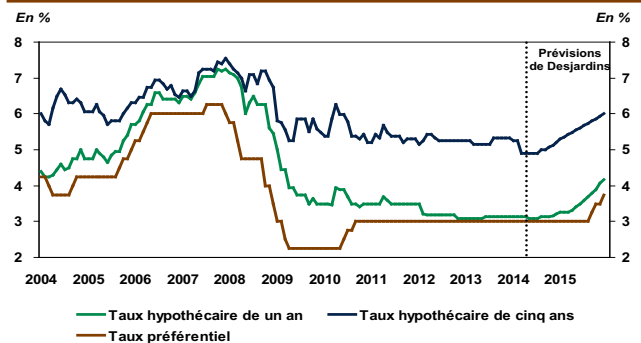
- **La BdC demeure préoccupée.** Au-delà d'une croissance plus lente que prévu en début d'année, la BdC note des développements encourageants pour l'économie canadienne, en particulier du côté des exportations et de la confiance des entreprises. Malgré cela, elle a gardé un ton relativement inquiet en mettant l'accent sur la faiblesse de l'inflation de référence. Tout indique que les taux directeurs canadiens demeureront inchangés pour encore plusieurs trimestres.
- **Les obligations de long terme ignorent les bonnes données économiques.** Malgré la publication de données économiques encourageantes aux États-Unis et la réduction graduelle des achats d'obligations de la Réserve fédérale (Fed), les taux obligataires de long terme demeurent significativement en dessous de leurs niveaux de la fin de 2013. Cela permet aux institutions financières canadiennes de continuer d'offrir des taux hypothécaires très bas. Le taux affiché (avant rabais) sur les hypothèques de cinq ans est même descendu à un nouveau creux de 4,89 %.
- **Les taux de détail devraient amorcer une remontée vers la fin de l'été.** Les signes d'accélération de l'économie américaine renforceront la détermination de la Fed à mettre fin complètement à ses achats d'obligations cet automne et à préparer les marchés à des hausses de son taux directeur en 2015. Dans ce contexte, les taux obligataires devraient reprendre une tendance haussière d'ici quelques mois, ce qui se répercutera sur les taux de détail canadiens (graphique 4).

**Graphique 3 – La période d'inflation très faible durera bien moins longtemps que ce que la Banque du Canada anticipait en janvier**



Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – Vers une remontée graduelle des taux de détail**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Tableau 1**  
**Prévisions : taux de détail**

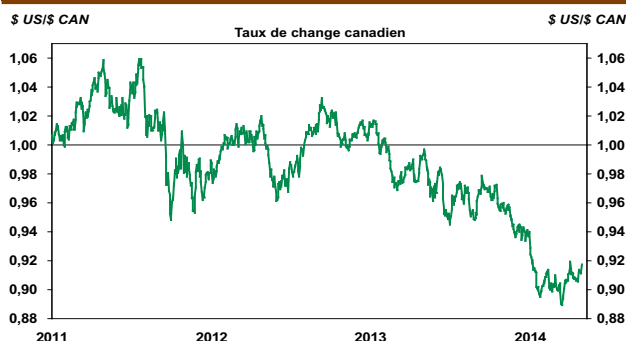
	Taux d'escompte (1)	Taux préférentiel (1)	Hypothèques (1)			Épargne à terme (1) (2)		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
<b>Réalisé – fin de mois</b>								
Nov. 2013	1,25	3,00	3,14	3,95	5,34	0,90	1,25	1,75
Déc. 2013	1,25	3,00	3,14	3,95	5,34	0,90	1,25	1,75
Janv. 2014	1,25	3,00	3,14	3,85	5,24	0,90	1,25	1,75
Févr. 2014	1,25	3,00	3,14	3,85	5,24	0,90	1,25	1,75
Mars 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Avril 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
7 mai 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
<b>Prévisions</b>								
Fin de trimestre								
2014 : T2	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,30	3,50–4,00	4,65–5,15	0,80–1,15	1,00–1,50	1,50–2,00
2014 : T3	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,40	3,60–4,10	4,75–5,25	0,80–1,15	1,00–1,50	1,50–2,00
2014 : T4	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	3,85–4,35	4,95–5,45	0,80–1,20	1,20–1,70	1,65–2,15
2015 : T1	1,00–1,50	2,75–3,25	3,00–3,50	4,10–4,60	5,20–5,70	0,80–1,25	1,40–1,90	1,90–2,40
Fin d'année								
2015	1,75–2,25	3,50–4,00	3,95–4,45	4,85–5,35	5,75–6,25	1,50–2,00	2,05–2,55	2,45–2,95
2016	2,25–3,25	4,00–5,00	4,35–5,35	5,25–6,05	5,95–6,75	1,60–2,40	2,30–3,10	2,70–3,50
2017	2,75–3,75	4,50–5,50	4,80–5,80	5,55–6,35	6,20–7,00	1,75–2,55	2,50–3,30	2,95–3,75

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

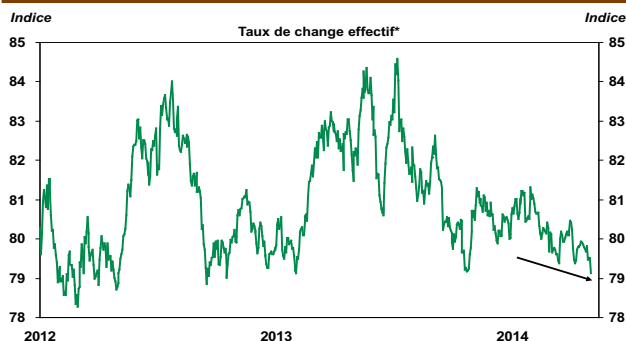
# DOLLAR CANADIEN

## Le sentiment négatif diminue à l'endroit de la devise

- Le dollar canadien se relève lentement et s'approche de 0,920 \$ US (1,087 \$ CAN/\$ US) (graphique 5). L'inflation et le ton craintif de la Banque du Canada (BdC) ont été les déterminants les plus pénalisants pour le huard entre octobre et janvier derniers. Maintenant que l'inflation remonte plus vite que prévu, la possibilité d'une baisse de taux d'intérêt au Canada est diminuée, et le dollar canadien n'est plus autant pénalisé par cette perspective. On peut penser que la réappréciation de la devise canadienne serait plus marquée si la BdC n'essayait pas encore d'entretenir le doute sur la direction future de sa politique monétaire.
- La nécessité d'un rééquilibrage de la croissance économique canadienne en faveur des exportations et des investissements non résidentiels constitue un autre frein à l'appréciation du huard. L'amélioration prévue de l'économie mondiale devrait aider à opérer cette transition, mais, faute de gains de productivité suffisants, les entreprises canadiennes auront encore besoin d'un coup de pouce de la devise pour faire face à la forte concurrence internationale.
- Du côté des autres devises, le dollar américain tarde à prendre une tendance haussière malgré les perspectives encourageantes pour l'économie américaine et la réduction des achats de titres par la Réserve fédérale (graphique 6). L'euro bénéficie en revanche de l'hésitation de la Banque centrale européenne (BCE) à annoncer de nouvelles mesures d'assouplissement. La devise commune profite aussi d'un regain d'engouement pour les pays périphériques de la zone euro alors que les investisseurs recherchent de plus en plus du rendement pour leurs portefeuilles.
- Prévisions :** Le dollar canadien s'approche de notre cible de fin d'année de 0,925 \$ US (1,081 \$ CAN/\$ US). Cette marque sera difficile à atteindre durablement à court terme. Un rebond prévu du dollar américain ainsi que le discours ambigu de la BdC contribueront à freiner l'appréciation du huard pendant quelques mois encore. Une plus forte remontée est attendue contre l'euro dont la valeur reflète mal la faiblesse de la croissance économique de la zone euro et les probabilités élevées d'une intervention de la BCE.

**Graphique 5 – Le dollar canadien se relève lentement**


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – La faiblesse du dollar américain se poursuit**


\* Moyenne pondérée du dollar américain contre l'euro, le yen, la livre, le dollar canadien, la couronne suédoise et le franc suisse. Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Déterminants	Court terme	Long terme
Prix du pétrole	↘	→
Prix des métaux	→	↗
Inflation et Banque du Canada	→	↗

**Tableau 2  
Prévisions : devises**

Fin de période	2013		2014				2015			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,9700	0,9414	0,9050	0,9100	0,9200	0,9250	0,9300	0,9300	0,9400	0,9500
\$ CAN par \$ US	1,0310	1,0623	1,1050	1,0989	1,0870	1,0811	1,0753	1,0753	1,0638	1,0526
\$ CAN par €	1,3955	1,4638	1,5229	1,4945	1,4565	1,4378	1,4086	1,3978	1,3723	1,3474
\$ US par €	1,3536	1,3780	1,3782	1,3600	1,3400	1,3300	1,3100	1,3000	1,2900	1,2800
\$ US par £	1,6194	1,6563	1,6672	1,6800	1,6700	1,6800	1,6900	1,7000	1,7000	1,6800

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

p : prévisions

# RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

## Attention à la complaisance

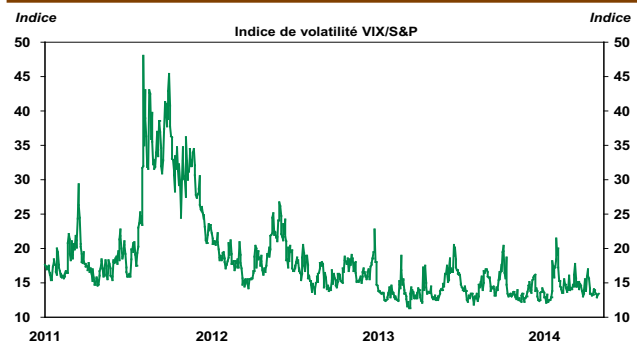
- Nous maintenons un biais favorable à la bourse canadienne en début d'année et, jusqu'à présent, nous n'avons pas été déçus.** La Bourse canadienne demeure parmi les plus performantes cette année, aidée notamment par la bonne tenue des prix de l'énergie, à leur tour renchéris par les tensions géopolitiques en Ukraine. La croissance de la composante énergétique du S&P/TSX supplante ainsi les autres, à près de 15 % depuis le début de l'année. Il faut aussi souligner l'impact de la dépréciation du dollar canadien comme facteur favorisant les perspectives de profitabilité dans certains secteurs, notamment ceux qui sont le plus exposés au marché américain.
- Outre l'énergie, on répertorie les matériaux industriels qui affichent une progression robuste de près de 10 % en 2014.** Le secteur industriel a connu un début d'année plus hésitant, mais s'est repris de belles façons en avril, et il est en hausse de 4,5 % depuis le début de l'année. C'est dans ce contexte de vigueur assez généralisée dans ses composantes que la Bourse canadienne continue de s'afficher parmi les plus performantes cette année. Avec la croissance économique qui devrait reprendre de la vigueur aux États-Unis au printemps et l'embellie qui s'annonce pour les exportations canadiennes, les acquis pourraient être maintenus, d'autant plus que dans certains cas, comme les matériaux industriels, il y a encore beaucoup de marge pour un rattrapage après trois années de marasme (graphique 7).
- Du côté américain, force est d'admettre que les craintes de ressac qui existaient en début d'année, après la performance éclatante de 2013, ont été mises de côté.** Après avoir rebondi de 4,3 % en février, l'indice S&P 500 est parvenu à enregistrer des hausses qui, bien que modestes, ont contribué à rapprocher le niveau de la barre des 1 900 points. Cela est d'autant plus remarquable que les grandes tensions en Ukraine et les ennuis de l'économie américaine au premier trimestre auraient été matière à une correction boursière plus longue que celle qui a été observée en janvier. Certes, les résultats d'entreprise se sont faits rassurants, mais la faiblesse de la volatilité depuis le début de l'année laisse quelque peu perplexe (graphique 8). Même les craintes d'un surenchérissement qui avaient atteint les titres du secteur technologique en mars ont rapidement laissé place à la chasse aux aubaines. À tout le moins, la punition a été peu sévère, l'indice NASDAQ n'affichant qu'une légère baisse de 1,0 % depuis le début de l'année.
- Nous voyons quand même des risques à court terme pour les Bourses, surtout en regard de la situation des marchés obligataires.** Les niveaux des taux, particulièrement ceux de longue échéance, semblent actuellement déconnectés du contexte macroéconomique et le réveil pourrait s'avérer douloureux. Une forte remontée des taux, comme cela s'est observé en 2013, pourrait constituer une entrave aux Bourses. Depuis décembre dernier, la Réserve fédérale (Fed) a levé deux grandes sources d'incertitudes qui régnaient en 2013 : le début du *tapering* et l'ajustement

**Graphique 7 – Dans les matériaux, l'amélioration récente paraît bien modeste après les baisses des dernières années**



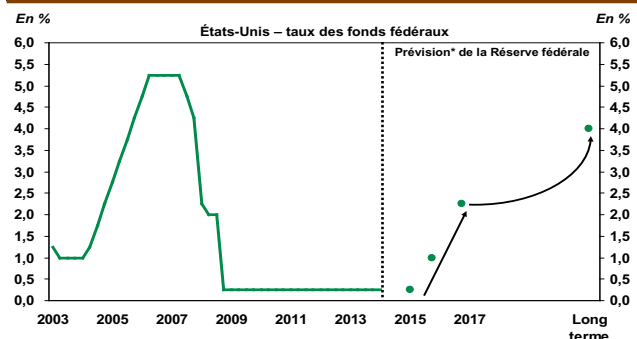
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 8 – La faiblesse de la volatilité pourrait être symptomatique de complaisance**



Sources : Chicago Board of Trade et Desjardins, Études économiques

**Graphique 9 – La Réserve fédérale soutient que les taux mettront du temps à retourner à la normale**

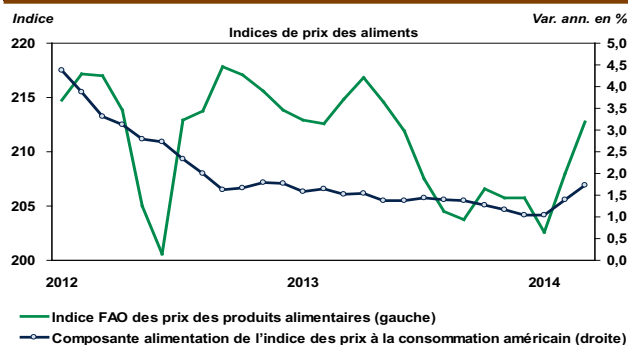


\* Médiante des 16 prévisions individuelles des dirigeants du FOMC.  
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

à son indication prospective de taux. Ce que la Fed n'a toutefois jamais fait, c'est d'envoyer le signal d'un resserrement plus tardif des conditions monétaires, même si elle a pris soin de réitérer que le moment venu de rehausser les taux, elle adhérerait à une approche très graduelle (graphique 9 à la page 4). Pour l'heure, la grande demande pour les titres offrant des rendements plus élevés favorise les obligations de longue échéance, mais les marchés semblent mal positionnés en vue du premier resserrement monétaire que nous prévoyons survenir dans à peine un peu plus d'un an.

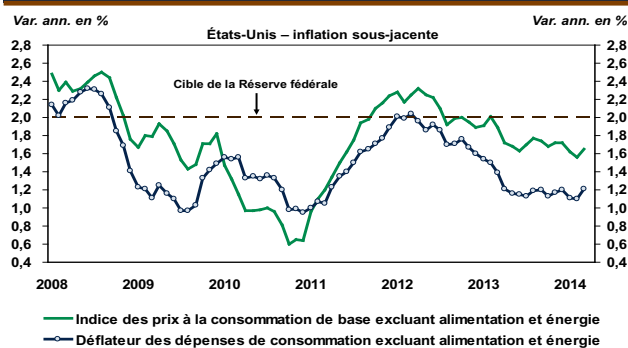
- **Sans contredit, l'un des éléments les plus à même de déclencher un renversement de tendance sur les marchés obligataires est l'inflation.** La hausse récente des prix des aliments (graphique 10) pourrait certes exercer une certaine pression sur les indices d'inflation d'ensemble, mais la Fed aurait davantage tendance à la considérer comme un facteur temporaire. C'est plutôt dans l'inflation sous-jacente que des surprises pourraient avoir le plus d'impact sur le ton de la Fed et, en retour, les marchés obligataires. Il faut toutefois reconnaître que pour l'heure, les signaux inflationnistes sous-jacents se font assez rares (graphique 11) et la remontée prévue des taux pourrait ainsi encore tarder.
- **Prévisions de rendement.** Nous demeurons à l'aise avec notre cible de 13 % pour la Bourse canadienne, cible que nous avons rehaussée récemment. D'après nous, la Bourse canadienne continue de présenter davantage de potentiel que la Bourse américaine, même si nous anticipons un rendement de 8 % pour cette dernière, une cible qui reste inchangée. Nous maintenons la cible de rendement négatif de 1 % pour le marché obligataire, mais ajustons le haut de la fourchette à 3 % pour tenir compte de la possibilité que la remontée soit significativement retardée.

**Graphique 10 – La remontée des prix des denrées alimentaires commence à se faire sentir dans l'inflation**



Sources : Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

**Graphique 11 – L'inflation sous-jacente demeure obstinément sous la cible de la Réserve fédérale**



Sources : Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis 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 : 0,95	cible : -1,0	cible : 13,0	cible : 8,0	cible : 6,0	cible : 1,8 (0,95 \$ US)
fourchette	0,85 à 1,00	-3,0 à 3,0	5,0 à 20,0	2,0 à 14,0	0,0 à 12,0	-0,9 à 8,2

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