

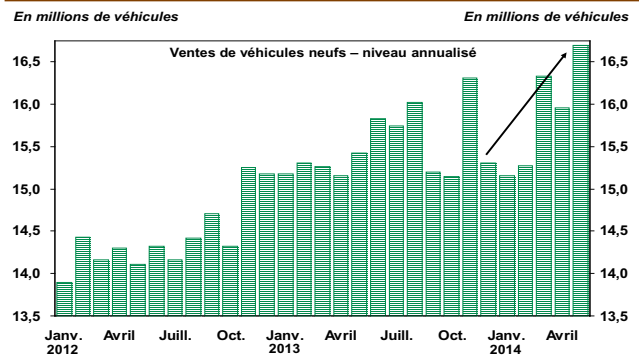
Les taux d'intérêt demeureront relativement bas

FAITS SAILLANTS

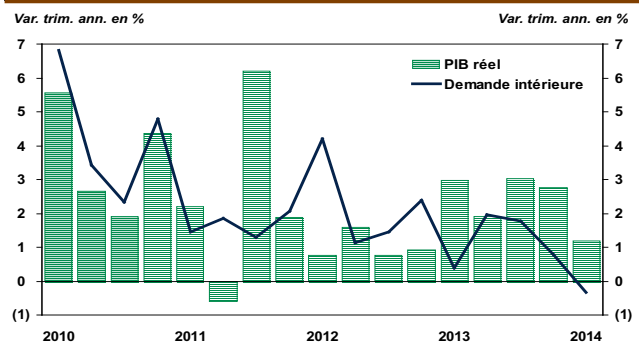
- Après un hiver à oublier, l'économie américaine envoie des signaux encourageants.
- L'inflation se replace, mais la Banque du Canada demeure inquiète.
- Les taux d'intérêt demeureront plus faibles que par le passé.
- La réappréciation du dollar canadien restera limitée.
- Tout n'est pas acquis pour les Bourses.

- **Les données économiques sont encourageantes aux États-Unis.** L'année 2014 a commencé sur une mauvaise note pour l'économie américaine alors que la météo hivernale particulièrement défavorable a entraîné un recul de 1,0 %, à rythme annualisé, du PIB réel au premier trimestre. Les dernières statistiques confirment toutefois que ce passage à vide était temporaire et qu'il a été suivi d'un rebond de l'activité au printemps (graphique 1).
- **La croissance a aussi ralenti au Canada en début d'année.** Le PIB réel n'a augmenté que de 1,2 % (à rythme annualisé) au premier trimestre de 2014 (graphique 2), un résultat décevant d'autant plus que la demande intérieure a diminué de 0,3 %. Il s'agit du premier recul de la demande intérieure depuis la récession de 2008-2009. Comme aux États-Unis, les conditions climatiques particulièrement ardues observées l'hiver dernier ont brouillé les cartes au premier trimestre, et les données économiques laissent entrevoir un rebond de l'activité au deuxième trimestre.
- **Malgré l'accélération de l'inflation, la Banque du Canada (BdC) demeure inquiète.** La BdC a reconnu au début juin que l'inflation continuait de s'accélérer plus rapidement que ce qu'elle anticipait. Le taux annuel d'inflation est déjà revenu à 2,0 % en avril (graphique 3 à la page 2) alors qu'un retour à la cible médiane d'inflation n'était pas prévu avant 2015 dans son dernier rapport sur l'inflation. Si les nouvelles sont meilleures du côté de l'inflation, la BdC se montre plus inquiète en ce qui concerne l'économie. Elle craint, entre autres, que le dynamisme sous-jacent de l'économie américaine soit un peu plus faible.
- **La BdC remontera son taux directeur après la Réserve fédérale.** Tant qu'une accélération durable de la demande étrangère ne sera pas confirmée, la BdC demeurera inquiète pour l'économie canadienne et n'envisagera aucunement

Graphique 1 – L'importante accélération des ventes d'autos est encourageante pour l'économie américaine



Graphique 2 – Le recul de la demande intérieure a freiné l'économie canadienne en début d'année



François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou

Économiste principal

Jimmy Jean

Économiste principal

Hendrix Vachon

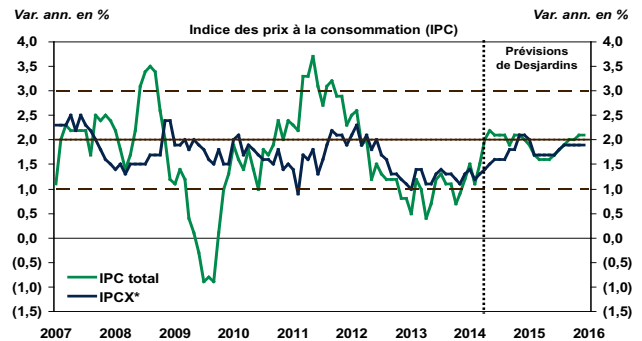
Économiste senior

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

un resserrement monétaire, surtout qu'elle semble compter sur un dollar canadien faible. Nous prévoyons maintenant que les taux directeurs canadiens ne seront augmentés qu'en octobre 2015, soit légèrement après le début du resserrement monétaire aux États-Unis.

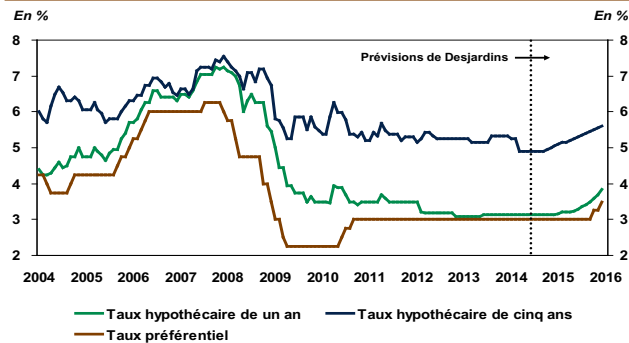
- **La remontée des taux directeurs sera graduelle et limitée.** Si tout indique toujours que le prochain cycle de resserrement monétaire débutera en seconde moitié de 2015, il semble de plus en plus probable que les taux directeurs demeureront à moyen terme plus bas que ce qui était observé au cours des dernières décennies. Les tendances démographiques moins favorables entraîneront une diminution du potentiel de croissance économique, entraînant une légère baisse du niveau d'équilibre des taux directeurs à long terme. De plus, certains vents contraires, notamment les problèmes de finances publiques et d'endettement des ménages, demeureront longtemps présents, ce qui incitera les banques centrales à limiter la remontée de leurs taux directeurs.
- **Les taux de détail remonteront, mais ils demeureront relativement faibles.** Les taux obligataires ont légèrement augmenté au cours des dernières semaines, mais ils demeurent très faibles, ce qui permet aux institutions financières de maintenir les taux de détail à leur creux. Les taux obligataires devraient poursuivre leur remontée en seconde moitié d'année alors que l'environnement économique deviendra plus favorable, entraînant une légère remontée des taux de détail. Ces tendances se poursuivront au cours des prochaines années, mais les taux d'intérêt devraient demeurer à des niveaux historiquement faibles (graphique 4).

Graphique 3 – L'inflation canadienne converge vers la cible médiane



* Indice de référence de la Banque du Canada.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Vers une remontée graduelle et limitée 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
Réalisé – fin de mois								
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
Mai 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
12 juin 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Prévisions								
Fin de trimestre								
2014 : T2	1,00–1,50	2,75–3,25	3,00–3,30	3,60–3,90	4,75–5,05	0,80–1,00	1,15–1,35	1,65–1,85
2014 : T3	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,40	3,50–4,00	4,65–5,15	0,80–1,15	1,00–1,50	1,50–2,00
2014 : T4	1,00–1,50	2,75–3,25	2,90–3,40	3,70–4,20	4,80–5,30	0,80–1,15	1,00–1,50	1,50–2,00
2015 : T1	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	3,90–4,40	4,90–5,40	0,80–1,20	1,10–1,60	1,60–2,10
Fin d'année								
2015	1,50–2,00	3,25–3,75	3,60–4,10	4,50–5,00	5,35–5,85	1,20–1,70	1,60–2,10	2,05–2,55
2016	1,75–2,75	3,50–4,50	4,00–5,00	4,85–5,65	5,45–6,25	1,30–2,10	1,80–2,60	2,20–3,00
2017	2,50–3,50	4,25–5,25	4,50–5,50	5,15–5,95	5,65–6,45	1,45–2,25	2,10–2,90	2,40–3,20

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

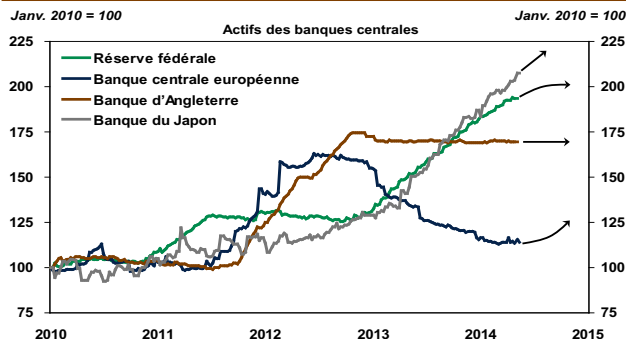
DOLLAR CANADIEN

La réappréciation restera limitée

- Après avoir gagné un peu d'altitude en avril, le dollar canadien s'est stabilisé près de la barre de 0,92 \$ US (graphique 5). Un élément plus favorable au dollar canadien est la remontée de l'inflation qui rend beaucoup moins probable une baisse des taux d'intérêt directeurs au Canada. On peut toutefois penser que la réappréciation de la devise canadienne serait plus importante si la Banque du Canada (BdC) ne maintenait pas une certaine ambiguïté sur la direction future de sa politique monétaire.
- D'autres raisons freinent également la réappréciation du dollar, notamment l'essoufflement de la demande intérieure canadienne qui fait en sorte que la croissance économique repose davantage sur un rebond des exportations. Un apport plus important à la croissance est également souhaité du côté de l'investissement non résidentiel. L'amélioration prévue de l'économie américaine et mondiale devrait donner un coup de pouce, mais un dollar canadien sous la parité est tout de même préférable pour faire face à la forte concurrence internationale.
- Le dollar canadien fait mieux contre l'euro qui souffre principalement du changement de cap de la Banque centrale européenne (BCE). Jusqu'à tout récemment, la BCE faisait bande à part parmi les principales banques centrales en étant peu interventionniste (graphique 6). La donne change avec les nouvelles mesures d'assouplissement en zone euro, d'autant plus qu'on approche de la fin des interventions aux États-Unis. De façon générale, un avantage se dessine pour le dollar américain contre plusieurs devises. Le dollar canadien devrait néanmoins bien résister à une progression du billet vert si elle concorde avec l'amélioration de l'économie américaine et de meilleures perspectives pour les exportateurs canadiens.
- Prévisions :** Considérant les gains réalisés au printemps, le potentiel d'appréciation supplémentaire du dollar canadien semble maintenant faible contre le dollar américain. La devise pourrait néanmoins s'approcher de 0,93 \$ US (1,075 \$ CAN/\$ US) d'ici la fin de l'année sur fond de baisse des inquiétudes, surtout celles exprimées par la BdC. Le potentiel d'appréciation apparaît plus élevé contre l'euro alors que cette devise restera pénalisée par la politique monétaire plus accommodante de la BCE.

Graphique 5 – Le dollar canadien se maintient près de 0,92 \$ US


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Les principales devises seront notamment influencées par des changements aux politiques monétaires


Sources : Datastream 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	0,9200	0,9250	0,9300	0,9350	0,9400	0,9350	0,9350
\$ CAN par \$ US	1,0310	1,0623	1,1050	1,0870	1,0811	1,0753	1,0695	1,0638	1,0695	1,0695
\$ CAN par €	1,3955	1,4638	1,5229	1,4674	1,4378	1,4194	1,4011	1,3830	1,3797	1,3690
\$ US par €	1,3536	1,3780	1,3782	1,3500	1,3300	1,3200	1,3100	1,3000	1,2900	1,2800
\$ US par £	1,6194	1,6563	1,6672	1,6800	1,6800	1,6900	1,7000	1,7000	1,6900	1,6800

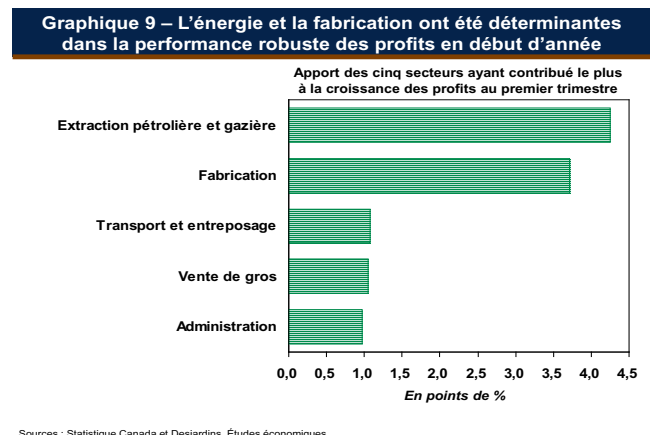
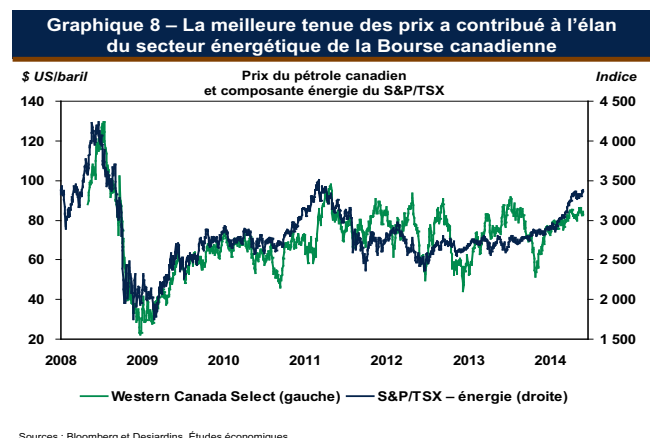
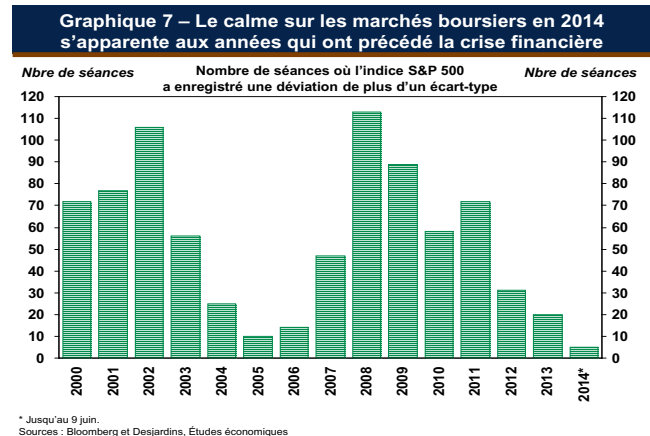
Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Tout n'est pas acquis pour les Bourses

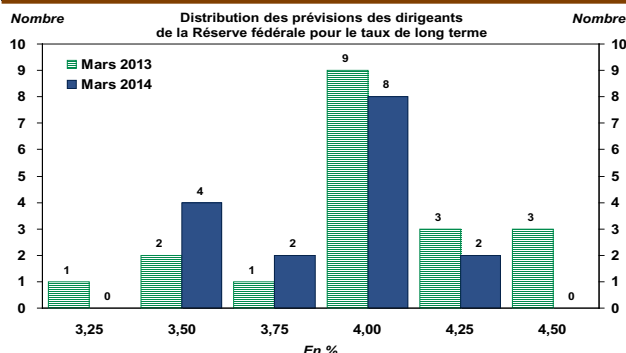
- **À l'heure où l'indice S&P 500 semble voguer paisiblement vers les 2 000 points, il ne faut pas perdre de vue les risques de correction.** Non pas que les résultats aient été foncièrement mauvais au premier trimestre. Les marges de profits ont été à peu près équivalentes au record de 9,75 % enregistré au quatrième trimestre de 2013. Étant donné une croissance américaine lourdement entravée par la mauvaise température au cours de cette période, cela constitue une bonne nouvelle. L'amélioration des statistiques économiques au printemps est un bon présage pour la suite.
- **Toutefois, nous demeurons perplexes quant à l'absence de volatilité jusqu'à présent en 2014.** Ceci évoque la situation de complaisance du milieu de la dernière décennie qui a abouti aux circonstances que l'on connaît (graphique 7). Il est pratiquement impossible de déterminer avec précision quels événements pourraient résolument tempérer l'ardeur des marchés boursiers. En outre, la résilience par rapport aux tumultes en Ukraine et l'incertitude économique en Chine démontre bien la robustesse du sentiment *bull* en 2014. Néanmoins, nous évaluons qu'un ajustement rapide à la hausse des taux obligataires constitue un scénario de risque adverse pour les Bourses, qu'il faudra garder à l'œil dans une perspective de court terme.
- **Sans qu'elle soit complètement à l'abri d'une possible consolidation à court terme, nous demeurons d'avis que la Bourse canadienne générera un rendement supérieur à la Bourse américaine en 2014.** La bonne tenue des prix du pétrole canadien a contribué à entraîner la composante énergie du S&P/TSX en hausse de 19 % au cours des six derniers mois, ce qui constitue la croissance la plus rapide en trois ans sur une telle période (graphique 8). Les prix plus élevés se sont accompagnés par une hausse de 8,8 % des volumes d'exportation de produits énergétiques au premier trimestre pour ainsi assurer une croissance solide de la profitabilité dans le secteur de l'extraction pétrolière et gazière. Il s'agit d'ailleurs de l'industrie ayant le plus contribué à la croissance des profits des entreprises canadiennes en début d'année (graphique 9). L'avenir s'annonce encore positif à cet égard. L'Agence internationale de l'énergie a révisé en hausse sa prévision de croissance de la demande mondiale cette année. Nous avons également effectué un léger ajustement en hausse de notre cible de prix du pétrole. Par ailleurs, il importe de souligner le cas de la fabrication, qui a également connu un trimestre favorable alors que les profits ont bondi de 24 %. Les ventes nominales ont augmenté durant trois trimestres consécutifs dans la fabrication, soutenues en partie par l'effet de la dépréciation de la devise. La vigueur des nouvelles commandes semble d'ailleurs présager une bonne continuité.
- **La fermeté des marchés obligataires nous a amenés à réviser nos cibles de taux pour la fin de l'année.** Nous estimons désormais que le taux canadien de dix ans terminera l'année à 2,95 %, ce qui constitue une révision à la



baisse de 25 points de base par rapport à notre scénario précédent. Les banques centrales nord-américaines ont signalé avec plus d'insistance que les taux de long terme demeureront inférieurs aux niveaux communément considérés comme étant conformes à une situation d'équilibre. Les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) sont d'ailleurs plus nombreux que l'an dernier à prédire un taux directeur convergeant ultimement à un niveau inférieur à 4,00 % à long terme (graphique 10). Le gouverneur de la Banque du Canada (BdC), Stephen Poloz, a effectué des remarques allant en ce sens lors de discours récents. Il y a plusieurs raisons de croire que les capacités excédentaires encore importantes à l'échelle mondiale, de même que les vents contraires, continueront à inciter les banques centrales à jouer de prudence au cours des prochaines années, et, par conséquent, nous estimons que le taux directeur de la BdC et les taux obligataires convergeront vers des niveaux plus bas qu'anticipé auparavant (graphique 11).

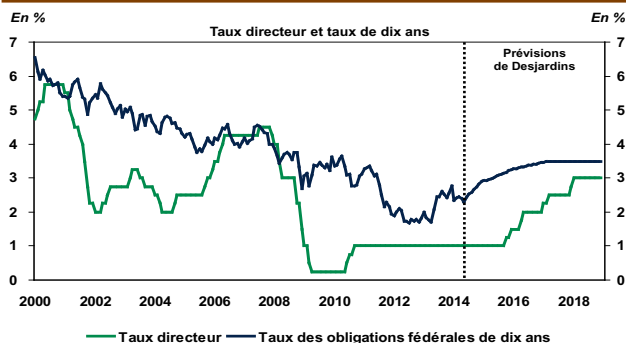
- **Prévisions :** Nous ajustons notre cible en hausse pour la classe obligataire, prévoyant dorénavant un rendement positif de 1,0 %. Même si nous anticipons toujours une remontée des taux en seconde moitié de 2014, selon notre scénario de base, celle-ci sera somme toute graduelle, et les taux ne termineront l'année que légèrement au-dessus du niveau de décembre 2013. Il ne faut pas négliger les risques de mouvements de taux plus amples, à court terme, alors que la Fed pourrait tenter de faire comprendre aux marchés que la faible volatilité pour cause de complaisance n'est pas une situation bienvenue. Cela pourrait freiner quelque peu l'élan des Bourses. Nous intégrons cette possibilité dans notre choix de conserver nos cibles de fin d'année inchangées en dépit du fait que les rendements enregistrés jusqu'à présent s'en rapprochent.

Graphique 10 – Les dirigeants sont légèrement plus nombreux qu'en 2013 à s'attendre à un taux d'équilibre sous 4 %



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – La remontée des taux sera très graduelle au Canada



Sources : Datastream 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 : 1,2 (0,93 \$ US)
fourchette	0,85 à 1,00	-2,0 à 4,0	6,0 à 20,0	2,0 à 14,0	0,0 à 12,0	-1,9 à 8,2

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques