

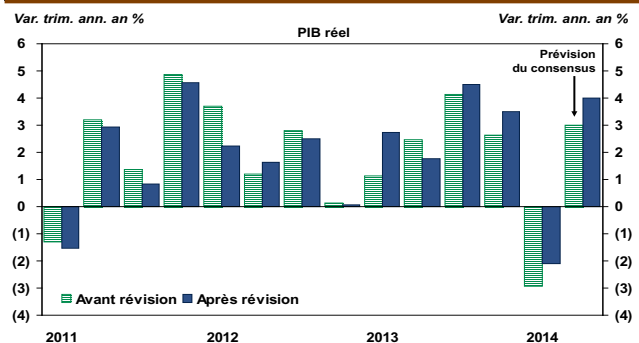
Le vent semble commencer à tourner

FAITS SAILLANTS

- L'activité s'accélère en Amérique du Nord.
- Les banques centrales ont encore une certaine marge de manœuvre.
- La tendance baissière des taux d'intérêt devrait tirer à sa fin.
- Le dollar canadien devrait se stabiliser.
- Retour d'une certaine volatilité sur les marchés.

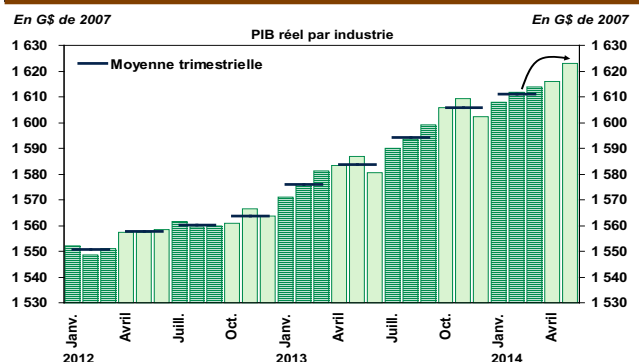
- **L'économie américaine a dépassé les attentes au deuxième trimestre.** Après un hiver particulièrement difficile, le PIB réel américain a bondi de 4 %, à rythme annualisé, au printemps, profitant entre autres d'une accélération de la consommation et de l'investissement ainsi que d'un rebond des stocks. Ce résultat dépassant les attentes a été accompagné d'une révision à la hausse de la plupart des trimestres de 2013 ainsi que du premier trimestre de 2014 (graphique 1). Cela permet de revoir quelque peu à la hausse les perspectives de croissance pour l'ensemble de 2014.
- **L'économie canadienne montre aussi des signes d'accélération.** Après un début d'année assez difficile, le PIB réel par industrie a augmenté de 0,4 % en mai (graphique 2). Tant les industries des secteurs des biens (+0,5 %) que celles des services (+0,4 %) ont connu une bonne croissance. Ce solide résultat était anticipé alors que la plupart des indicateurs économiques canadiens ont affiché une progression significative durant le mois de mai. Si l'on considère que le mois de juin devrait se solder par une autre hausse du PIB réel par industrie, l'ensemble du deuxième trimestre pourrait connaître une croissance d'environ 2,5 %, soit un rythme deux fois plus rapide qu'à l'hiver.
- **Aucun changement en vue pour la politique monétaire canadienne.** Dans son dernier communiqué, la Banque du Canada (BdC) a reconnu que l'inflation a remonté plus rapidement que prévu. Même si elle insiste sur le fait que l'accélération marquée des prix a été causée par des facteurs temporaires, la BdC a retiré de son communiqué la mention signalant que les risques baissiers sur les perspectives d'inflation étaient prédominants. Le ton général du rapport confirme toutefois qu'il faudra attendre longtemps avant de voir la BdC remonter ses taux directeurs, d'autant

Graphique 1 – L'économie américaine s'est accélérée et la progression des derniers trimestres a été révisée à la hausse



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La croissance du deuxième trimestre de 2014 s'annonce aussi plus rapide au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou

Économiste principal

Jimmy Jean

Économiste principal

Hendrix Vachon

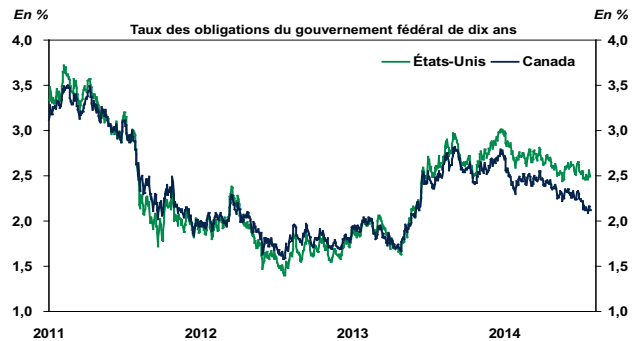
Économiste senior

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

plus qu'elle semble miser sur un huard relativement faible pour soutenir les exportations, dans un contexte où la performance de l'économie mondiale demeure décevante.

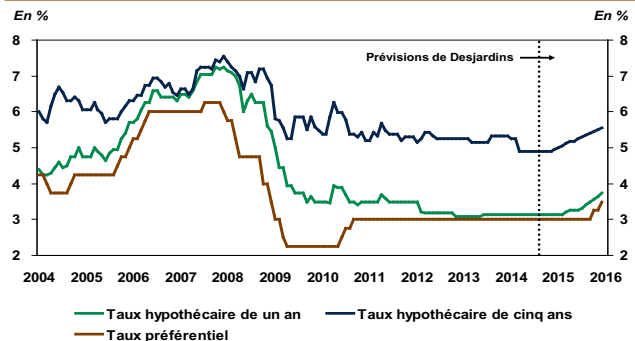
- **Les taux obligataires demeurent très faibles.** Les données économiques encourageantes ont exercé quelques pressions haussières sur les taux obligataires au cours des dernières semaines, particulièrement du côté des taux américains de court terme. Les taux de plus long terme demeurent toutefois très bas, et ils ont même diminué de nouveau au Canada (graphique 3) alors que le retour de l'inquiétude sur les marchés augmente l'attrait des valeurs refuges, dont les obligations.
- **Les taux de détail remonteront graduellement.** Après une baisse au cours des premiers mois de 2014, les taux hypothécaires sont demeurés stables récemment. Il faut dire que la fin de la grande période d'activité sur le marché résidentiel semble avoir quelque peu diminué l'agressivité de certains prêteurs. Aucun mouvement notable des taux de détail n'est prévu à court terme, mais nous continuons de miser sur une hausse graduelle au cours des prochains trimestres (graphique 4) alors que l'environnement économique continuera de s'améliorer et que nous nous approchons du commencement d'un resserrement des politiques monétaires en Amérique du Nord.

Graphique 3 – Les taux obligataires sont très faibles, particulièrement au Canada



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Après une période de stabilité, les taux de détail devraient remonter 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
Réalisé – fin de mois								
Février 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
Juin 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Juillet 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
6 août 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Prévisions								
Fin de trimestre								
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	3,55–4,05	4,70–5,20	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	3,75–4,25	4,85–5,35	0,80–1,15	1,00–1,50	1,55–2,05
2015 : T2	1,00–1,50	2,75–3,25	3,00–3,50	4,00–4,50	5,00–5,50	0,80–1,25	1,20–1,70	1,70–2,20
Fin d'année								
2015	1,50–2,00	3,25–3,75	3,50–4,00	4,45–4,95	5,30–5,80	1,15–1,65	1,60–2,10	2,00–2,50
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

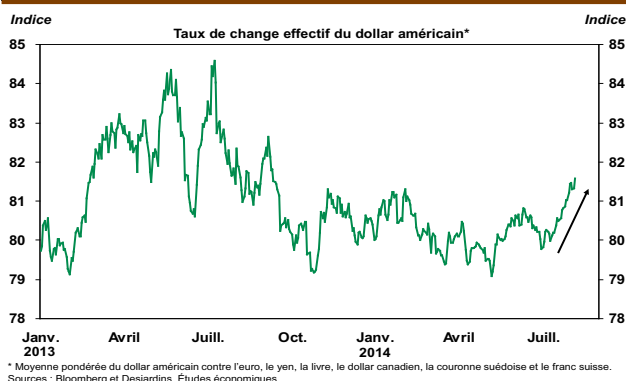
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

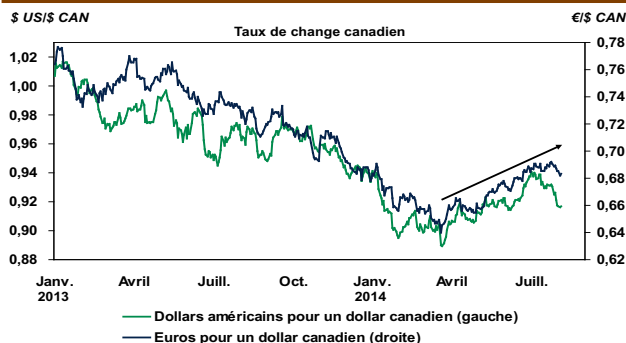
Vers une stabilisation du dollar canadien

- Le dollar canadien a connu un nouvel élan en seconde moitié de juin et s'est installé temporairement autour de 0,94 \$ US au début du mois de juillet. La publication des chiffres de l'emploi décevants le 11 juillet dernier a cependant ramené rapidement le huard aux environs de 0,93 \$ US. Par la suite, une appréciation généralisée du billet vert a fait descendre le huard en dessous de 0,92 \$ US (graphique 5).
- Il n'est pas surprenant que la remontée du huard face au billet vert ait pris fin. Le principal développement positif du dollar canadien depuis l'hiver a été l'augmentation continue, et plus rapide que prévu, du taux d'inflation. À 2,4 %, l'inflation dépasse maintenant la cible médiane de la Banque du Canada (BdC) et, par ricochet, écarte le scénario de baisse des taux d'intérêt directeurs. La BdC juge toutefois que l'accélération de l'inflation reflète surtout des facteurs temporaires, et elle semble beaucoup plus préoccupée par la faiblesse de l'économie que par la force de l'inflation. Elle juge essentiel un raffermissement des exportations et des investissements des entreprises. Le dollar canadien ne devra pas trop s'apprécier pour ne pas nuire aux entreprises canadiennes qui peinent déjà à faire face à la concurrence internationale. Rien n'annonce ainsi un resserrement monétaire précipité au Canada.
- Le dollar canadien a généralement continué de s'apprécier par rapport à l'euro (graphique 6). En plus d'être toujours désavantagé par les mesures d'assouplissement monétaire annoncées par la Banque centrale européenne en juin, l'euro a dû composer avec la publication de plusieurs données économiques décevantes et avec de nouvelles inquiétudes sur la solidité du secteur financier européen à la suite des problèmes majeurs de la banque portugaise Espirito Santo.
- Prévisions :** Après des gains importants au cours des derniers mois, le dollar canadien devrait être principalement en mode consolidation d'ici la fin de l'année. Une légère appréciation du huard est tout de même prévue alors que l'environnement économique mondial deviendra progressivement plus favorable aux devises liées aux matières premières. Nous maintenons ainsi nos cibles pour la fin de 2014 par rapport au dollar américain et à l'euro à 0,93 \$ US (1,075 \$ CAN/\$ US) et à 0,70 €.

Graphique 5 – Est-ce finalement le commencement d'une tendance haussière pour le dollar américain?



Graphique 6 – Le huard a progressé au cours des derniers mois, mais les derniers jours ont été plus difficiles



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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,9700	0,9414	0,9050	0,9372	0,9250	0,9300	0,9350	0,9400	0,9350	0,9300
\$ CAN par \$ US	1,0310	1,0623	1,1050	1,0671	1,0811	1,0753	1,0695	1,0638	1,0695	1,0753
\$ CAN par €	1,3955	1,4638	1,5229	1,4610	1,4486	1,4194	1,4011	1,3830	1,3797	1,3763
\$ US par €	1,3536	1,3780	1,3782	1,3691	1,3400	1,3200	1,3100	1,3000	1,2900	1,2800
\$ US par £	1,6194	1,6563	1,6672	1,7099	1,7000	1,7100	1,7200	1,7100	1,7000	1,6800

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

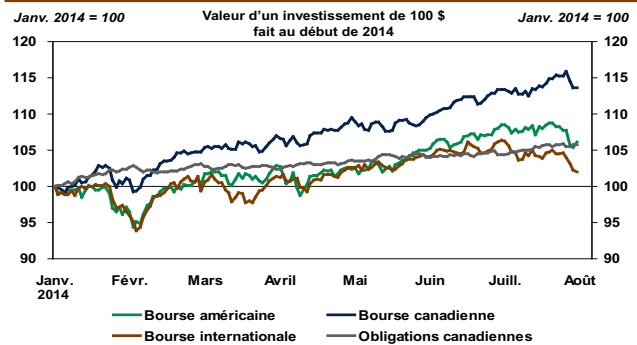
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Retour d'une certaine volatilité

- Une première moitié de 2014 à marquer d'une pierre blanche pour les investisseurs canadiens.** Toutes les principales classes d'actifs ont offert un rendement positif depuis le commencement de l'année, et les résultats des obligations et des actions nord-américaines ont dépassé nos attentes. Un investissement de 100 \$ en début de 2014 à la Bourse canadienne aurait ainsi atteint une valeur de près de 115 \$ à la mi-juillet, comparativement à 109 \$ pour un investissement à la Bourse américaine et à 105 \$ sur le marché obligataire canadien (graphique 7).
- La fin de la complaisance?** Les importants gains des classes d'actifs se sont faits dans un contexte de très faible volatilité malgré l'apparition de nombreux risques internationaux (conflit en Ukraine, importantes tensions au Moyen-Orient, etc.). En juillet, les problèmes de la banque portugaise Espirito Santo ont ramené les projecteurs sur la fragilité du système financier européen. Jusqu'à tout récemment, les investisseurs semblaient ignorer ces développements inquiétants, comme l'indiquait la faiblesse de l'indice VIX qui mesure la volatilité implicite de l'indice S&P 500. On note cependant une remontée notable de l'indice VIX au cours des derniers jours qui s'est accompagnée d'une rechute de plusieurs indices boursiers (graphique 8).
- Un équilibre fragile.** Ironiquement, les difficultés récentes du marché boursier semblent avoir été déclenchées par une bonne surprise économique, soit l'accélération plus forte que prévu de l'économie américaine au deuxième trimestre. Il faut dire qu'une des explications de la bonne performance de nombreuses classes d'actifs au cours des derniers mois est la théorie de la course au rendement. Selon cette explication, le maintien de taux obligataires très faibles pendant une période prolongée force les investisseurs à se tourner vers d'autres produits financiers plus risqués. Il en résulte un équilibre où plus les taux obligataires diminuent plus la valeur des autres classes d'actifs augmente, ce qui ressemble beaucoup à ce qui est observé depuis le commencement de 2014. Le problème est que lorsque les taux obligataires recommenceront à augmenter, toutes les classes d'actifs risquent d'être affectées négativement, du moins temporairement.
- Vers une seconde moitié d'année plus mouvementée.** Si la plupart des indices boursiers ne sont plus très abordables d'un point de vue fondamental, ils ne nous paraissent pas très surévalués, particulièrement si on les compare au marché obligataire (graphique 9). La Bourse demeure ainsi un choix intéressant pour les investisseurs dans un horizon de moyen et long terme. Il faut toutefois être conscient que les prochains mois pourraient être beaucoup plus volatils et que l'on ne peut exclure une correction temporaire. Outre l'évolution des tensions internationales, la fin du troisième programme d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale (Fed) cet automne et la possibilité d'une remontée notable des taux obligataires pourraient entraîner d'importantes fluctuations boursières.

Graphique 7 – Des gains généralisés depuis le commencement de 2014



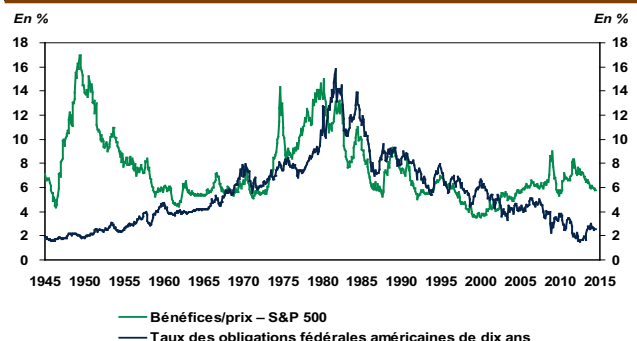
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – La volatilité implicite du marché boursier est remontée de façon soudaine à un niveau plus normal



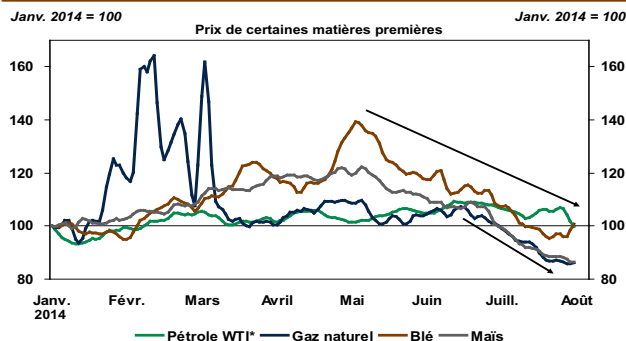
Sources : Chicago Board of Trade et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Le S&P 500 continue d'offrir un rendement significativement plus élevé que les obligations fédérales

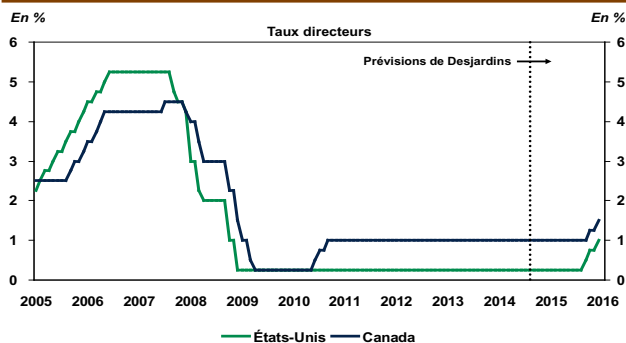


Sources : Global Financial Data, Datastream, Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

- Le renforcement de la demande pour les matières premières pourrait favoriser la Bourse canadienne.** Les principaux indices de prix des matières premières ont reculé significativement au cours des dernières semaines. Ces baisses ne reflètent pas un recul généralisé des prix des ressources, mais plutôt une correction du prix du gaz naturel et des céréales alors que les derniers développements confirment que les craintes de pénurie apparues en début d'année ne sont plus justifiées (graphique 10). Il est encourageant de constater que la récente tendance haussière des prix des métaux s'est poursuivie. Les signes d'accélération de l'activité en Chine et aux États-Unis laissent entrevoir une demande plus forte pour les ressources industrielles qui devrait soutenir les matières premières et la Bourse canadienne.
- Vers une seconde moitié d'année plus difficile pour le marché obligataire.** Même si un relèvement des taux directeurs ne paraît pas encore imminent (graphique 11), les taux obligataires devraient bientôt amorcer une tendance haussière pour mieux refléter l'environnement économique et financier. Des débats plus houleux à la Fed pourraient amplifier la remontée des taux obligataires.
- Les Bourses pourraient encore tirer leur épingle du jeu en 2015.** La remontée attendue des taux obligataires au cours des prochains trimestres devrait entraîner un léger recul du marché obligataire après les gains inespérés de la première moitié de 2014. Nous prévoyons des mouvements en dents de scie des indices boursiers au cours des prochains mois qui amèneront les Bourses à la fin de 2014 près des sommets observés récemment. En 2015, les indices boursiers devraient encore offrir un rendement intéressant, particulièrement au Canada où les secteurs liés aux ressources profiteront de l'accélération de l'économie mondiale.

Graphique 10 – Après avoir bondi, les prix de certaines matières premières connaissent maintenant une correction


* West Texas Intermediate
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Le resserrement des politiques monétaires ne devrait débuter que tard en 2015


Sources : Réserve fédérale, Banque du Canada 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 obligataire*	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 : 3,0	cible : 15,0	cible : 10,0	cible : 6,0	cible : 1,2 (0,93 \$ US)
fourchette	0,85 à 1,00	0,0 à 6,0	8,0 à 22,0	4,0 à 16,0	0,0 à 12,0	-1,9 à 8,2
2015p	cible : 1,15	cible : -1,0	cible : 12,0	cible : 8,0	cible : 8,0	cible : 0,0 (0,93 \$ US)
fourchette	0,95 à 1,35	-4,0 à 3,0	6,0 à 18,0	2,0 à 14,0	1,0 à 15,0	-4,1 à 4,5

p : prévisions; * Univers obligataire FTSE TMX Canada; ** Dividendes inclus; *** Négatif = appréciation, positif = dépréciation.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques