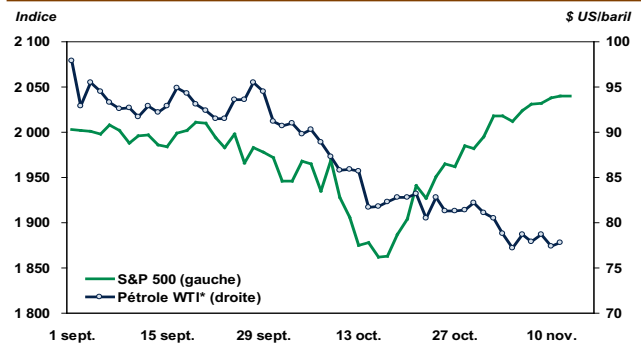


La période de stabilité des taux de détail devrait se poursuivre

FAITS SAILLANTS

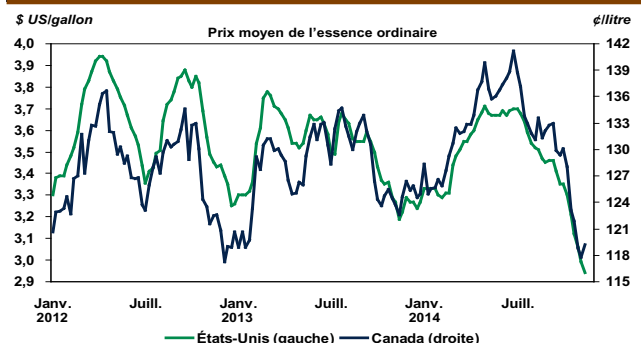
- Les marchés financiers ont été très volatils au cours des dernières semaines.
 - Chute des cours pétroliers et des prix de l'essence.
 - Les signaux en provenance de l'économie américaine demeurent encourageants.
 - Le marché des devises est bousculé par la poussée du dollar américain.
 - Triste fin d'année pour le S&P/TSX.
-
- **Le mois d'octobre a été particulièrement mouvementé.** Une certaine nervosité des investisseurs s'est transformée en un véritable vent de panique à partir du 9 octobre, alimenté entre autres par les craintes d'une troisième récession en zone euro et par les cas d'Ebola aux États-Unis. Les Bourses, les taux obligataires et les cours pétroliers ont chuté de façon spectaculaire. La confiance des investisseurs s'est toutefois ressaisie presque aussi rapidement qu'elle s'était effondrée, et l'indice S&P 500 a rebondi pour atteindre un nouveau sommet historique (graphique 1).
 - **Les cours pétroliers demeurent faibles.** Contrairement aux Bourses, les prix du pétrole demeurent très faibles, aux environs de 80 \$ US le baril. Cela reflète la faiblesse de la demande mondiale de brut, la progression rapide de la production américaine et l'absence de réaction de l'Arabie saoudite pour freiner la chute des prix. Les prix du pétrole pourraient remonter graduellement au cours des prochains mois, mais tout indique qu'ils resteront significativement plus bas que ce qui a été observé au cours des dernières années. La chute des prix de l'essence (graphique 2) est une excellente nouvelle pour les consommateurs et pour l'économie américaine.
 - **Croissance vigoureuse de l'économie américaine.** L'économie américaine a continué sur sa bonne lancée au troisième trimestre de 2014 avec un gain de 3,5 % du PIB réel. Cette bonne croissance a été accompagnée par une forte progression du marché du travail. Plusieurs éléments pointent sur une poursuite des bonnes nouvelles économiques aux États-Unis. Malgré les craintes liées à des facteurs géopolitiques, à l'Ebola et aux fluctuations des marchés financiers, la confiance des ménages s'est récemment améliorée (graphique 3) grâce, entre autres, à la chute des prix de l'essence.

Graphique 1 – La Bourse américaine a rapidement rebondi, mais les cours pétroliers demeurent déprimés



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

Graphique 2 – Les prix de l'essence ont chuté de façon spectaculaire



Sources : Datastream, Ressources naturelles Canada et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

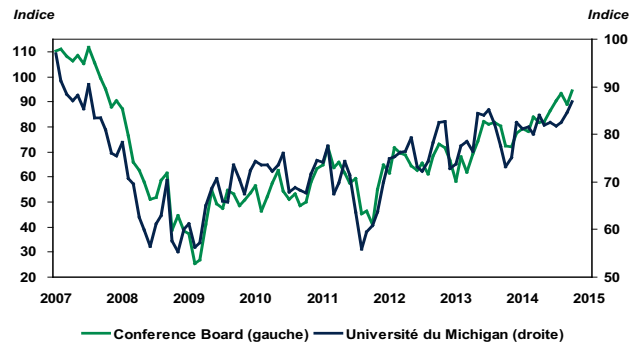
Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

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

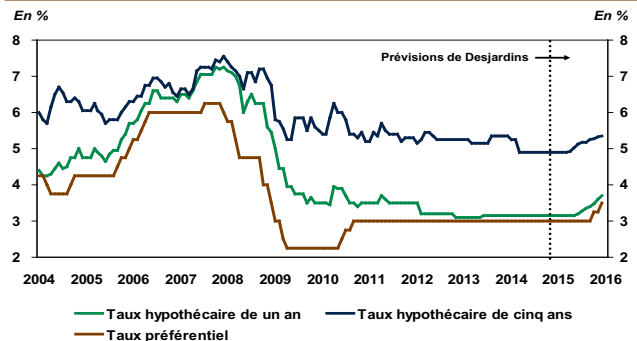
- **Des signaux plus mixtes au Canada.** Après avoir connu un printemps vigoureux avec des hausses du PIB réel par industrie de 0,5 % en mai et de 0,3 % en juin, les deux premiers mois de l'été ont été témoins d'une stagnation de la croissance canadienne. Le commerce extérieur a toutefois continué de s'améliorer au troisième trimestre et le marché du travail envoie des signaux beaucoup plus encourageants depuis quelques mois. Dans ce contexte, la Banque du Canada ne devrait pas trop s'inquiéter d'une modération de la croissance économique à l'été.
- **La Réserve fédérale (Fed) a mis fin à ses achats d'actifs financiers.** Notant la bonne performance de l'économie et du marché du travail américains, les dirigeants de la Fed ne semblent pas trop inquiets de la volatilité des marchés financiers et des pressions baissières sur l'inflation découlant du recul des prix de l'essence. La Fed a ainsi mis fin à son troisième programme d'assouplissement quantitatif lors de sa rencontre du 29 octobre, et le ton assez optimiste de son communiqué nous incite toujours à miser sur un relèvement graduel de ses taux directeurs à partir de la mi-2015.
- **La stabilité des taux de détail pourrait se poursuivre encore quelques mois.** Les inquiétudes du mois d'octobre ont fait chuter les taux obligataires très bas. Ils ont depuis remonté quelque peu, mais tout indique que les coûts de financement des institutions financières canadiennes demeureront faibles pour encore un bon moment. Nous misons ainsi toujours sur des taux de détail inchangés d'ici la fin de l'hiver prochain suivis d'une augmentation graduelle alors que nous commencerons à approcher d'un resserrement monétaire en Amérique du Nord (graphique 4).

Graphique 3 – La confiance des ménages américains s'améliore



Sources : Conference Board, Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – L'augmentation attendue des taux de détail ne paraît pas encore imminente



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Prévisions : taux de détail

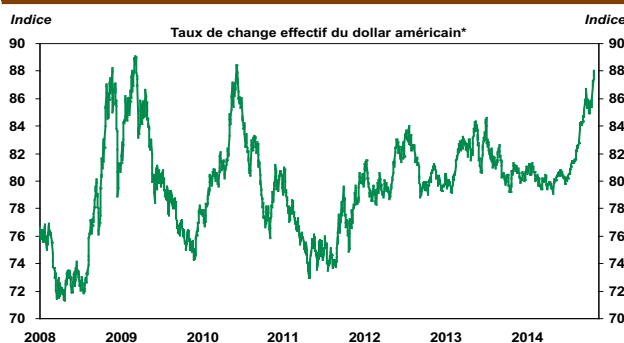
	Taux d'escompte (1)	Taux préférentiel (1)	Hypothèques (1)			Épargne à terme (1) (2)		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
Réalisé – fin de mois								
Mai 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Juin 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Juillet 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Août 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Sept. 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Oct. 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
12 nov. 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Prévisions								
Fin de trimestre								
2014 : T4	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
2015 : T1	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
2015 : T2	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	3,80–4,30	4,85–5,35	0,80–1,15	1,00–1,50	1,55–2,05
2015 : T3	1,00–1,50	2,75–3,25	3,15–3,65	4,05–4,55	5,00–5,50	0,80–1,25	1,20–1,70	1,75–2,25
Fin d'année								
2015	1,50–2,00	3,25–3,75	3,45–3,95	4,30–4,80	5,10–5,60	1,00–1,50	1,40–1,90	1,85–2,35
2016	1,75–2,75	3,50–4,50	3,95–4,95	4,80–5,60	5,45–6,25	1,25–2,05	1,75–2,55	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	2,35–3,15

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

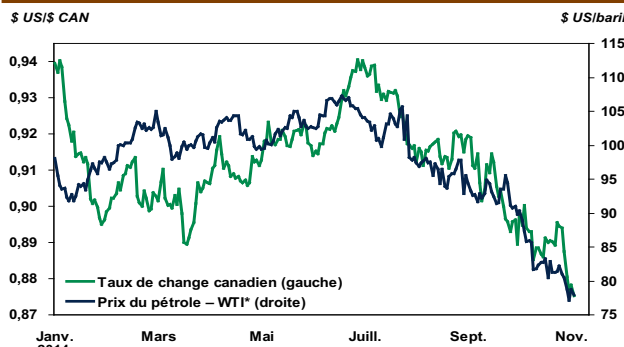
DOLLAR CANADIEN

Le marché des devises est bousculé par la poussée du dollar américain

- Les quatre derniers mois ont été marqués par une vive remontée du dollar américain (graphique 5). La devise a notamment été soutenue par une hausse des incertitudes géopolitiques et économiques, mais, plus récemment, les trajectoires opposées des politiques monétaires des principales banques centrales ont davantage dicté le mouvement.
- Les derniers mois ont particulièrement montré l'importance des politiques monétaires sur l'évolution de la paire EUR/USD. Rappelons que l'euro valait environ 1,40 \$ US au début du mois de mai et que la tendance baissière a débuté lorsque la Banque centrale européenne a clairement indiqué son intention d'assouplir sa politique monétaire pour lutter contre la faiblesse de l'inflation. Plus récemment, le yen a subi un sort similaire après que la Banque du Japon ait augmenté le rythme de ses achats de titres. Pendant ce temps, la Réserve fédérale a mis un terme à ses achats et un resserrement monétaire est en vue.
- Le dollar canadien évolue sous 0,90 \$ US et un nouveau creux de plus de cinq ans a été atteint, à 0,8724 \$ US (1,1463 \$ CAN/\$ US), le 5 novembre. Une partie de la faiblesse renouvelée du dollar canadien s'explique par l'appréciation du billet vert, mais un autre facteur important est la baisse des prix du pétrole qui s'est surtout manifestée à partir du début du mois d'octobre (graphique 6). Le ton prudent de la Banque du Canada (BdC) et les pressions inflationnistes moindres sont d'autres éléments actuellement défavorables à la devise.
- Prévisions :** Le dollar canadien devrait bénéficier d'une réduction de l'incertitude mondiale au cours des prochains mois. Nous demeurons particulièrement confiants envers l'économie américaine, laquelle devrait générer des effets d'entraînement sur l'économie canadienne. Les prix du pétrole devraient également remonter, ce qui aidera le huard à revenir autour de 0,90 \$ US (1,11 \$ CAN/\$ US) au cours des prochains mois. La force du billet vert et la prudence affichée par la BdC seront les principaux facteurs qui limiteront les gains du dollar canadien. L'euro devrait perdre encore du terrain alors que les divergences de politiques monétaires s'accroîtront au cours des prochains trimestres et que la croissance économique demeura faible sur le Vieux Continent.

Graphique 5 – Le dollar américain est en forte progression


* 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

Graphique 6 – Une remontée des prix du pétrole aiderait grandement le dollar canadien


* West Texas Intermediate.
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	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,9700	0,9414	0,9050	0,9372	0,8929	0,8900	0,9100	0,8900	0,9000	0,9200
\$ CAN par \$ US	1,0310	1,0623	1,1050	1,0671	1,1199	1,1236	1,0989	1,1236	1,1111	1,0870
\$ CAN par €	1,3955	1,4638	1,5229	1,4610	1,4147	1,4157	1,3736	1,3820	1,3556	1,3261
\$ US par €	1,3536	1,3780	1,3782	1,3691	1,2632	1,2600	1,2500	1,2300	1,2200	1,2200
\$ US par £	1,6194	1,6563	1,6672	1,7099	1,6212	1,6000	1,6300	1,6600	1,6500	1,6500

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

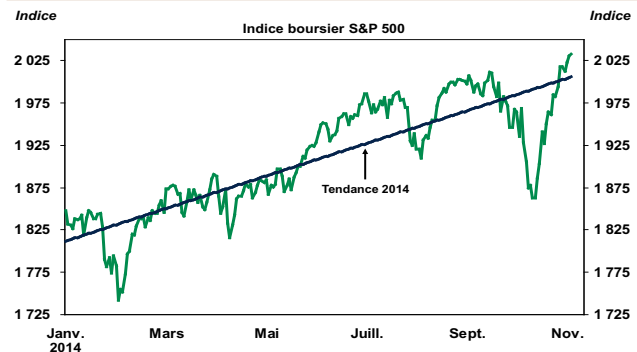
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Triste fin d'année pour le S&P/TSX

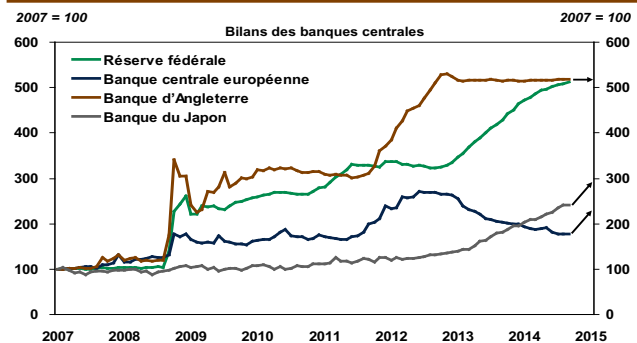
- La volatilité a fait son grand retour au mois d'octobre.** Nous avons longtemps insisté sur l'idée que la situation de complaisance qui prévalait en début d'année ne pouvait perdurer éternellement. En octobre, une confluence d'événements, comme des statistiques déconcertantes en Europe, le signal d'alarme lancé par le Fonds monétaire international sur les risques d'entrée en récession sur le Vieux Continent et la crise du virus Ebola ont entraîné les Bourses mondiales en forte baisse. La remontée a toutefois été tout aussi spectaculaire. Le S&P 500 n'a pas seulement récupéré le terrain perdu, mais il a retrouvé sa tendance préalable (graphique 7). Une bonne saison des résultats aux États-Unis et de nombreux indicateurs faisant état d'un haut degré de résilience de l'économie auront ainsi permis aux indices de se remettre rapidement des tumultes d'octobre. Malgré la frayeur vécue récemment, la remontée spectaculaire nous permet de continuer de tabler sur une cible de rendement de 10 % cette année pour le S&P 500.
- Toutefois, s'il y a un message qui mérite toujours d'être retenu, c'est que la volatilité finit toujours par refaire surface.** Les points d'incertitude ne manquent d'ailleurs pas. L'un d'eux provient du jeu des banques centrales. Si la Réserve fédérale (Fed) a indiqué le chemin de la sortie en ce qui a trait aux mesures extraordinaires, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon se sont toutes deux engagées à déployer les efforts maximaux pour relancer leur économie (graphique 8). L'impression de marchés financiers plus sereins à l'idée d'une Fed moins interventionniste pourrait donc être faussée par le fait que d'autres banques centrales ont largement pris le relais au chapitre des mesures de stimulation extraordinaires. À terme, lorsque celles-ci diminueront également leur degré d'intervention, les marchés pourraient réagir fortement.
- Au Canada, l'année se termine plutôt en queue de poisson pour le S&P/TSX, imposant des révisions à la baisse de nos cibles de rendement, autant pour 2014 que pour 2015.** Nous tablons désormais sur un rendement de 10 % pour cette année et l'année suivante, par rapport à 15 % et 12 % respectivement dans notre scénario précédent. La spectaculaire descente des prix du pétrole au cours de l'automne a entraîné l'indice de la Bourse canadienne en forte baisse par le truchement de son important secteur énergétique. À cela se sont jumelées les craintes sur l'économie mondiale et les perspectives de demande pour les matières premières, qui ont durement touché les matériaux industriels (graphique 9). Notre scénario macroéconomique table toujours sur une légère accélération de la croissance mondiale l'an prochain, mais les risques à la baisse ont gagné en importance à court terme. Par conséquent, même si nous nous attendons à ce que le prix du baril de pétrole *West Texas Intermediate (WTI)* repasse au-dessus de la barre des 90 \$ US, cela risque davantage de se matérialiser l'an prochain, lorsque la croissance de certaines économies reposera sur des bases plus solides. Les

Graphique 7 – La Bourse américaine ne s'est pas écartée de sa tendance très longtemps



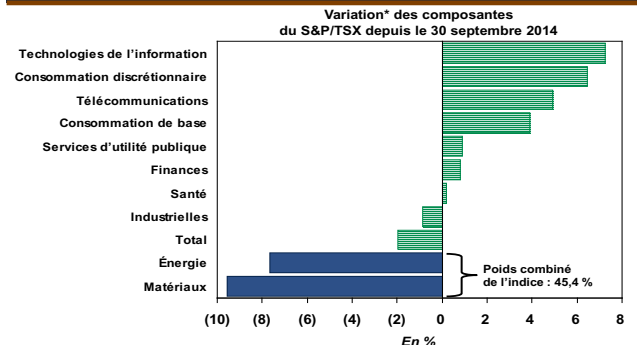
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Les banques centrales ayant moins gonflé la taille de leur bilan prendront le relais



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

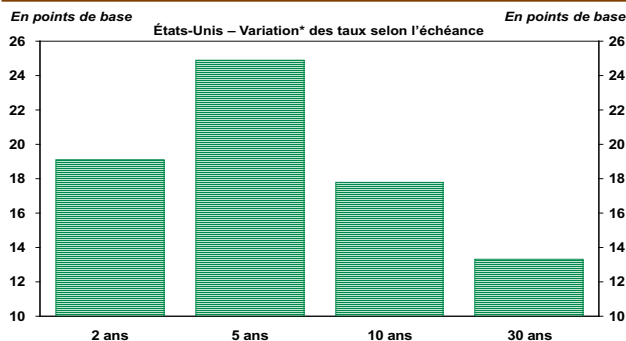
Graphique 9 – Les poids lourds des matières premières tirent l'indice S&P/TSX vers le bas



* En date du 7 novembre 2014.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

préoccupations risquent ainsi de subsister un certain temps en ce qui a trait aux investissements et à la profitabilité dans les sables bitumineux canadiens, et il n'est pas injustifié de modérer quelque peu les attentes pour le rendement du S&P/TSX.

- **Les marchés obligataires ont fait pied de nez à la réduction des achats mensuels de titres par la Fed en 2014, mais nous n'anticipons pas une répétition de la plaisanterie l'an prochain.** La confiance des dirigeants du FOMC dans la reprise du marché du travail semble augmenter à chaque réunion, tandis qu'ils continuent d'évoquer une mauvaise calibration de la trajectoire des taux directeurs par les marchés financiers. Il faut reconnaître que les taux de court terme commencent à s'ajuster graduellement aux États-Unis face à cette réalité, mais la transmission aux échéances plus longues demeure défectueuse (graphique 10). Récemment, la forte baisse des anticipations d'inflation est venue ajouter une pression négative additionnelle sur les taux. La baisse des prix de l'énergie et la croissance anémique des salaires permettent pour l'heure aux anticipations d'inflation de subsister à des creux datant de 2011 (graphique 11). Si, toutefois, la baisse continue du taux de chômage et le maintien de la vigueur des intentions d'embauche devaient aboutir à des signes concrets d'inflation salariale, un renversement plus brusque des taux pourrait survenir. Nous continuons d'anticiper un rendement négatif pour la classe obligataire.

Graphique 10 – Une remontée plus lente des taux de long terme


* Depuis le 15 octobre 2014.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Les anticipations d'inflation sont maintenant aux niveaux qui ont suivi la décade des États-Unis en 2011


* Déterminées à partir des contrats à terme sur les titres du Trésor indexés à l'inflation.
Sources : Bloomberg 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 : 0,90	cible : 5,0	cible : 10,0	cible : 10,0	cible : 0,0	cible : 5,8 (0,89 \$ US)
fourchette	0,85 à 0,95	3,0 à 7,0	5,0 à 15,0	6,0 à 15,0	-6,0 à 4,0	2,3 à 10,7
2015p	cible : 1,15	cible : -3,0	cible : 10,0	cible : 7,0	cible : 8,0	cible : -3,3 (0,92 \$ US)
fourchette	0,95 à 1,35	-6,0 à 0,0	5,0 à 15,0	2,0 à 12,0	1,0 à 15,0	-5,3 à 1,1

p : prévisions; * Univers obligataire FTSE TMX Canada; ** Dividendes inclus; *** Négatif = appréciation, positif = dépréciation.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques