

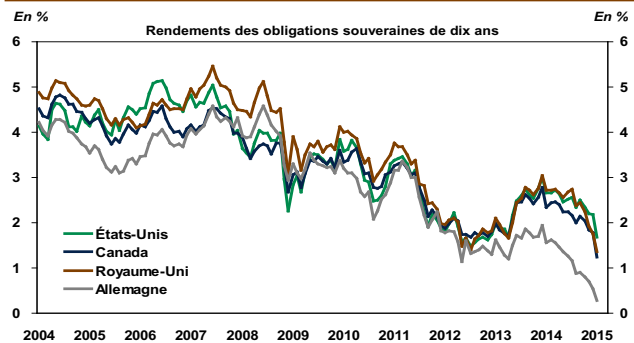
## La baisse surprise des taux directeurs entraîne les taux de détail à la baisse

### FAITS SAILLANTS

- L'année 2015 a débuté dans un environnement difficile, favorisant de nouvelles baisses des taux d'intérêt.
- Le consommateur américain profite de la chute des prix de l'essence.
- Diminution des taux directeurs canadiens.
- Les banques centrales ont généré beaucoup de volatilité chez les devises.
- La hausse du billet vert inquiète les marchés boursiers américains.

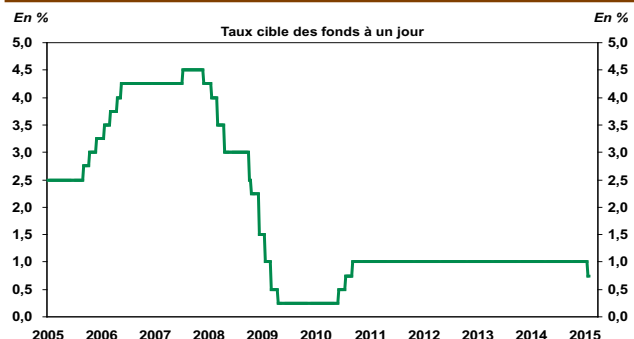
- **De nombreuses inquiétudes à l'amorce de 2015.** Les marchés ont débuté l'année du mauvais pied. Plutôt que d'accueillir favorablement la baisse supplémentaire des prix du pétrole, les investisseurs ont vu ce développement comme un signe de faiblesse de l'économie mondiale. Une nouvelle crise politique en Grèce, qui a mené à l'élection d'un gouvernement anti-austérité, a aussi contribué à alimenter un sentiment négatif.
- **La Banque centrale européenne (BCE) achètera des obligations souveraines.** Alors que l'effondrement des cours pétroliers a fait descendre le taux d'inflation euro-landais en territoire négatif, la BCE a annoncé en janvier un important programme d'achat de titres souverains. Cela a amplifié les pressions baissières sur les taux obligataires partout sur la planète (graphique 1).
- **Baisse surprise des taux directeurs canadiens.** Jugeant qu'elle devait répondre immédiatement à la chute spectaculaire des prix du pétrole, la Banque du Canada (BdC) a abaissé ses taux directeurs de 0,25 % le 21 janvier (graphique 2). Les perspectives économiques officielles de la BdC demeurent relativement favorables, mais ce geste a été présenté comme une assurance pour éviter une détérioration plus importante de la conjoncture canadienne. À moins d'une remontée rapide des cours pétroliers, une autre baisse de 0,25 % est très probable au début du mois de mars.
- **L'économie américaine continue de faire bande à part.** Si l'inquiétude est de mise dans la plupart des pays et que plusieurs banques centrales jugent nécessaire d'assouplir leur politique monétaire, la situation demeure bien différente aux États-Unis. Après deux trimestres spectaculaires, la progression du PIB américain a ralenti au quatrième

Graphique 1 – Nouvelles baisses importantes et généralisées  
des taux obligataires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Première modification aux taux d'intérêt directeurs  
canadiens depuis plus de quatre ans



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**

Économiste principal

**Jimmy Jean**

Économiste principal

**Hendrix Vachon**

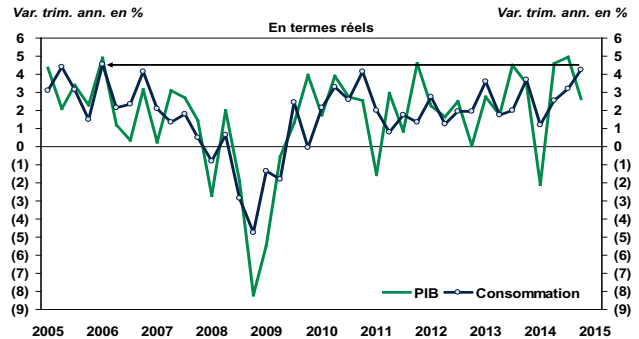
Économiste senior

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

trimestre de 2014, mais la consommation des ménages a affiché sa meilleure progression depuis 2006 (graphique 3). La hausse marquée de la confiance des consommateurs, favorisée par la chute des prix de l'essence et par la bonne performance du marché du travail, est encourageante pour les prochains trimestres.

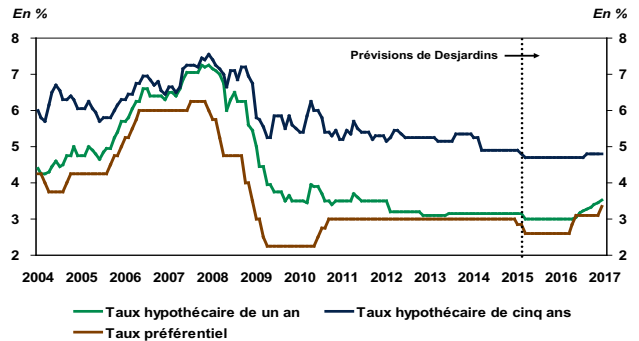
- **La baisse des prix du pétrole affectera différemment les provinces canadiennes.** Les effets négatifs dans les provinces pétrolières commencent déjà à être perceptibles, et la grande question est de savoir si les effets positifs dans le reste du pays, liés aux coûts énergétiques plus faibles, au huard plus bas et à une économie américaine plus vigoureuse, seront suffisants pour les contrebalancer. Au total, le PIB réel canadien devrait croître d'environ 2,0 % cette année. Les risques d'un ralentissement plus prononcé sont cependant importants, ce qui explique l'empressement de la BdC à agir.
- **Diminution des taux de détail.** Après plusieurs mois de stabilité, les taux de détail canadiens ont diminué à la suite de l'action de la BdC. Plusieurs taux affichés sont ainsi descendus à des creux historiques. Les emprunteurs potentiels doivent cependant être conscients que des taux aussi bas s'expliquent en partie par un environnement économique moins favorable.
- **L'environnement de taux d'intérêt très faibles risque de perdurer.** Les taux de détail pourraient encore reculer quelque peu au cours des prochains mois, surtout si la BdC abaisse de nouveau ses taux directeurs. Par la suite, les taux de détail devraient demeurer stables pour plusieurs trimestres (graphique 4).

**Graphique 3 – Le PIB réel ralentit aux États-Unis, mais la croissance de la consommation est la plus vive depuis 2006**



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – Tout indique que les taux de détails demeureront très faibles pour plusieurs trimestres**



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>								
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
Nov. 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Déc. 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
Janvier 2015	1,00	2,85	3,14	3,75	4,89	1,00	1,25	1,65
4 février 2015	1,00	2,85	3,14	3,75	4,79	1,00	1,10	1,50
<b>Prévisions</b>								
Fin de trimestre								
2015 : T1	0,75–1,00	2,60–2,85	2,74–3,14	3,30–3,75	4,45–4,79	0,55–1,05	0,85–1,20	1,25–1,60
2015 : T2	0,50–1,00	2,35–2,85	2,74–3,24	3,30–3,80	4,45–5,10	0,55–1,05	0,85–1,35	1,25–1,75
2015 : T3	0,50–1,00	2,35–2,85	2,74–3,24	3,30–3,80	4,45–5,10	0,55–1,05	0,85–1,35	1,25–1,75
2015 : T4	0,50–1,00	2,35–2,85	2,74–3,24	3,30–3,80	4,45–5,10	0,55–1,05	0,85–1,35	1,25–1,75
Fin d'année								
2016	1,00–2,00	2,85–3,85	3,10–3,90	3,65–4,45	4,45–5,20	0,55–1,20	0,85–1,50	1,25–1,90
2017	1,75–2,75	3,60–4,60	3,80–4,60	4,35–5,15	4,90–5,70	0,75–1,65	1,30–2,10	1,65–2,45
2018	2,50–3,50	4,35–5,35	4,40–5,20	4,80–5,60	5,25–6,05	1,20–2,00	1,75–2,55	1,95–2,75

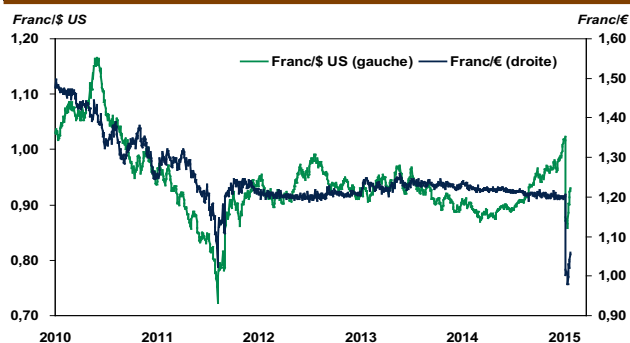
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).  
Source : Desjardins, Études économiques

# DOLLAR CANADIEN

## Les banques centrales ont généré beaucoup de volatilité chez les devises

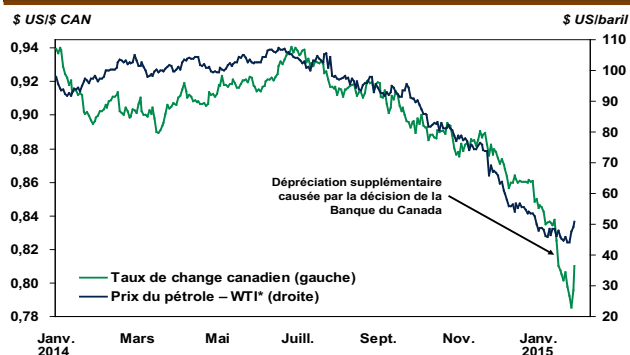
- Le mois de janvier a été riche en rebondissements du côté des banques centrales, ce qui a apporté son lot de volatilité pour plusieurs devises. La Banque nationale suisse a ouvert le bal avec l'abandon surprise de son taux plancher de 1,20 franc/€, ce qui s'est traduit par une forte appréciation du franc suisse (graphique 5). La surprise suivante est venue de la Banque du Canada avec la baisse de ses taux directeurs. Le huard a perdu un peu plus de 2 ¢ au moment de l'annonce et a conservé une tendance baissière dans les jours suivants. La Banque centrale européenne (BCE) a aussi contribué à la volatilité en augmentant son degré de détente monétaire par le biais d'achat d'obligations souveraines. Même si la décision de la BCE était en partie anticipée, elle a tout de même fait déprécier l'euro à près de 1,10 \$ US, soit un creux de plus de dix ans. Ce creux a aussi concorde avec l'élection d'un gouvernement anti-austérité en Grèce.
- Devant la faiblesse de plusieurs devises, le dollar américain a continué de bien paraître en janvier, mais un renversement s'observe depuis le début de février. Fondamentalement, le dollar américain demeure avantage par des anticipations d'un resserrement monétaire à venir aux États-Unis, mais quelques déceptions sur les données américaines sont venues tempérer les attentes. En contrepartie, l'euro a récemment bénéficié d'indicateurs un peu plus encourageants et de la possibilité qu'une entente pourra être trouvée avec le nouveau gouvernement grec. Le dollar canadien n'est pas en reste. La remontée récente des prix du pétrole à plus de 50 \$ US le baril a ramené le huard à plus de 0,80 \$ US (graphique 6).
- Prévisions :** Le dollar canadien pourrait reperdre du terrain à court terme, en anticipation d'autres baisses de taux d'intérêt au Canada, mais aussi en raison d'une rechute possible du pétrole. À plus long terme, toutefois, le huard devrait s'apprécier parallèlement à une remontée plus durable des prix du brut et à l'amélioration de l'économie canadienne. L'euro aura plus de difficulté à s'apprécier étant donné la politique monétaire très expansionniste de la BCE et les nombreux défis encore présents en Europe.

**Graphique 5 – Forte appréciation du franc suisse après l'abandon du taux plancher de 1,20 franc/€**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – Le dollar canadien sera sensible à toute remontée des prix du pétrole**



\* 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	2014		2015				2016			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,8929	0,8605	0,7900	0,8000	0,8000	0,8200	0,8300	0,8500	0,8600	0,8800
\$ CAN par \$ US	1,1199	1,1621	1,2658	1,2500	1,2500	1,2195	1,2048	1,1765	1,1628	1,1364
\$ CAN par €	1,4147	1,4061	1,4304	1,4375	1,4000	1,3415	1,3494	1,3647	1,3140	1,2727
\$ US par €	1,2632	1,2101	1,1300	1,1500	1,1200	1,1000	1,1200	1,1600	1,1300	1,1200
\$ US par £	1,6212	1,5593	1,5200	1,5400	1,5400	1,5600	1,5800	1,6000	1,5800	1,5700

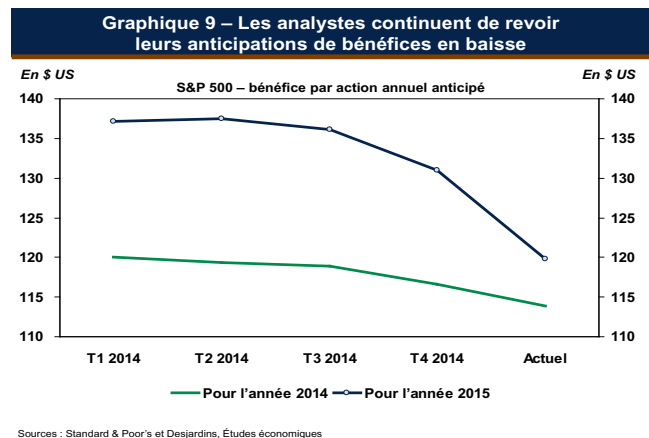
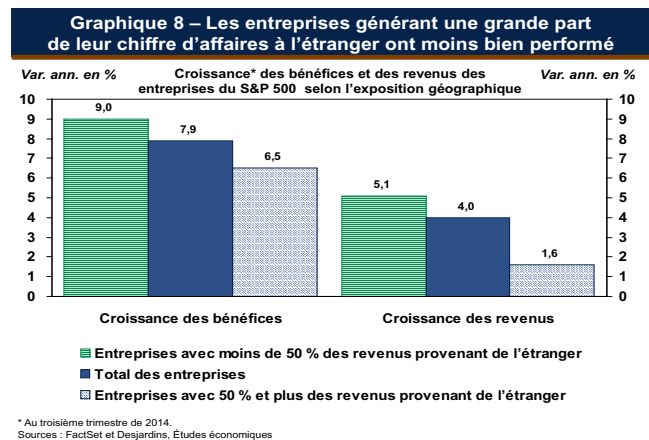
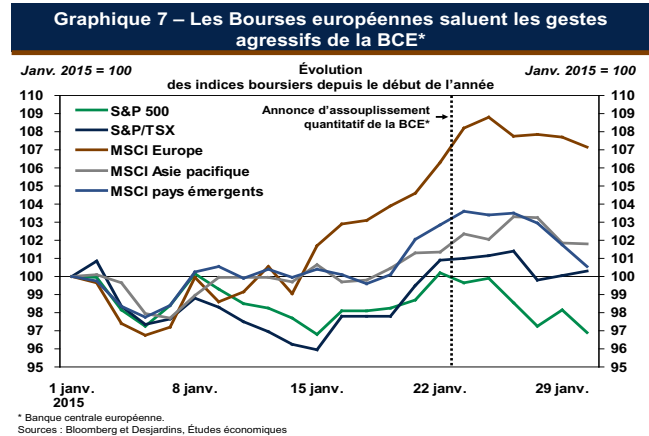
Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

p : prévisions

# RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

## La hausse du billet vert inquiète les marchés boursiers américains

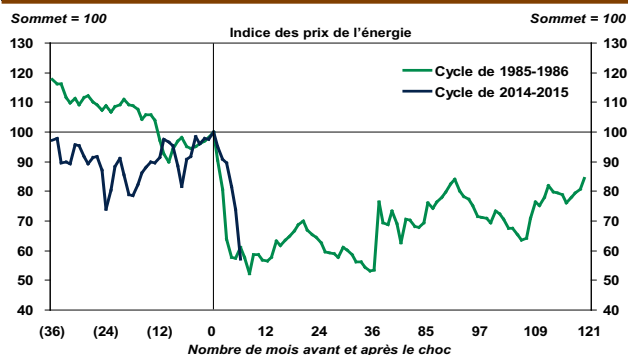
- Les événements se bousculent à un rythme effréné en ce début de 2015.** La chute spectaculaire des prix du pétrole entraîne les indices mondiaux d'inflation en forte baisse, tandis que la fragilité de la croissance dans un bon nombre de pays incite les banques centrales à réagir. En janvier, les banques centrales d'une douzaine de pays ont effectué un geste de détente monétaire. Toutefois, il faut davantage que des baisses de taux pour dynamiser les Bourses. Seul l'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne semble avoir été en mesure de susciter une réaction positive d'importance (graphique 7). Comme ça a été le cas aux États-Unis, les achats d'obligations souveraines en zone euro orientent les investisseurs privés vers les actifs de risque. La faiblesse de l'euro et les premiers signes encourageants concernant l'activité manufacturière et les exportations offrent néanmoins un certain appui fondamental aux marchés boursiers européens.
- La Réserve fédérale n'entend pas déroger à son plan de commencer à normaliser sa politique monétaire cette année.** La résultante est une poursuite de la thématique de Grande Divergence, ce qui se répercute sur le niveau de la devise américaine. L'indice pondéré du dollar américain a atteint son plus haut niveau en près de 12 ans et sa variation annuelle est la plus forte enregistrée depuis 2009. Cela amène son lot d'inquiétudes pour les bénéfices des entreprises multinationales du S&P 500. Déjà au troisième trimestre de 2014, les entreprises générant la majorité de leurs revenus à l'étranger ont moins bien performé, tant au niveau des revenus qu'au niveau des bénéfices (graphique 8). La saison des résultats du quatrième trimestre indique que la tendance s'est poursuivie : des multinationales comme Pfizer, Procter & Gamble, Microsoft et Apple ont souligné que l'appréciation de la devise avait constitué un frein important à la croissance de leurs chiffres d'affaires. Les anticipations des analystes sur le bénéfice par action du S&P 500 ont été revues à la baisse, particulièrement pour l'année 2015 (graphique 9), en partie pour tenir compte de l'impact d'une devise plus forte.
- Nous réduisons notre cible de rendement à 8 % pour le S&P 500 en 2015.** L'appréciation de la devise et le relèvement éventuel des taux constituent des facteurs qui pourraient nuire aux profits et aux évaluations. Il demeure que l'économie américaine connaît ses meilleurs moments depuis la dernière récession. La faiblesse du taux de chômage et un rythme d'embauches soutenu devraient se traduire par une remontée des salaires, tandis que nous estimons que les prix de l'essence plus faibles libéreront près de 900 \$ US par ménage en 2015, dont une portion importante sera dépensée.
- Notre cible de rendement demeure à 6 % pour la Bourse canadienne.** Le vent de négativisme entourant l'économie canadienne est particulièrement puissant actuellement et, dans ce contexte, le fait que le S&P/TSX ne s'affiche pas en catastrophe peut être vu comme une bonne nouvelle.



Le choc des prix de l'énergie rappelle en effet celui de 1985 et 1986 (graphique 10), qui avait en outre entraîné l'Alberta en récession. À ce stade, il semble que les mauvaises nouvelles aient largement été escomptées. Après une diminution de 7,8 % en 2014, la composante énergétique affiche une légère hausse depuis le début de l'année. Des gains importants dans la santé et les matériaux aident la Bourse canadienne à tirer son épingle du jeu (graphique 11). Nous prévoyons que les prix du pétrole commenceront à évoluer vers le haut de manière plus convaincante à partir du milieu d'année, ce qui pourrait favoriser une certaine revalorisation dans l'énergie. Par ailleurs, les dépenses énergétiques plus faibles par rapport aux dernières années, de même qu'une devise fortement dépréciée et une croissance américaine vigoureuse, sont autant d'éléments positifs pour la profitabilité des secteurs orientés vers l'exportation.

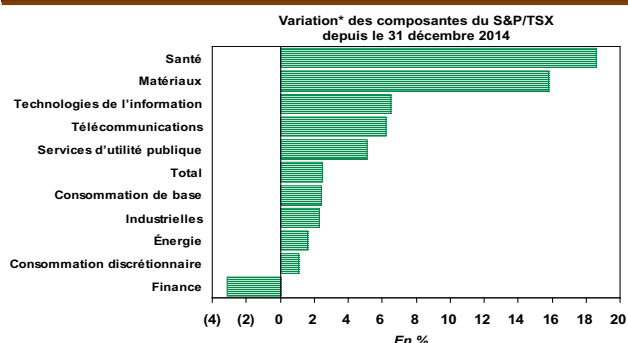
- **Nous estimons désormais que les obligations enregistreront un rendement positif en 2015.** La baisse surprise des taux décrétée par la Banque du Canada (BdC) a provoqué une onde de choc. La baisse de 73 points de base du taux de cinq ans en janvier n'a que d'équivaler une chute de 75 points répertoriée en décembre 2008, au cœur de la crise financière. Selon nous, la BdC diminuera de nouveau ses taux directeurs en mars pour tenter de contre-carrer tant bien que mal l'impact économique de la baisse rapide des prix du pétrole. Le taux à un jour devrait rester à 0,50 % jusqu'au deuxième trimestre de 2016. Le resserrement monétaire américain, qui lui s'entamera à la fin de l'été prochain, devrait entraîner les taux obligataires de plus longue échéance en légère hausse. Néanmoins, l'année se soldera par un rendement de 2,0 % de l'indice univers obligataire canadien.

**Graphique 10 – Le Canada subit un choc des prix de l'énergie qui se compare à celui de 1985-1986**



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 11 – De forts gains dans une variété de secteurs compensent pour les difficultés dans la finance**



\* En date du 5 février 2015.  
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 %)**
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
2014	0,91	8,8	10,6	13,7	(4,5)	9,4
2015p	cible : 0,45	cible : 2,0	cible : 6,0	cible : 8,0	cible : 7,0	cible : 4,9 (0,82 \$ US)
fourchette	0,30 à 0,65	-1,0 à 6,0	0,0 à 12,0	4,0 à 14,0	1,0 à 15,0	2,4 à 10,3

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques