

PRÉVISIONS DES TAUX DE DÉTAIL

Les bas taux d'intérêt demeureront en place longtemps

FAITS SAILLANTS

- ▶ Le déconfinement permet un optimisme prudent concernant la reprise.
- ▶ Le nouveau gouverneur de la Banque du Canada, Tiff Macklem, maintiendra le cap dans cette période tourmentée.
- ▶ Le dollar canadien s'est-il apprécié trop vite?
- ▶ Les Bourses pourront-elles continuer de confondre les sceptiques?

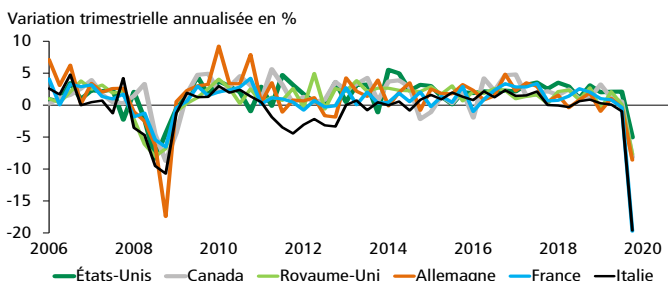
- **Le déconfinement permet un optimisme prudent concernant la reprise.** Après des semaines de fermeture, plusieurs économies du monde commencent à reprendre graduellement le cours de leurs activités. Les réouvertures partielles ne semblent pas, pour l'instant, favoriser un regain important de la contagion. Il faut dire que le succès du déconfinement revêt une importance primordiale alors que les dernières données économiques pointent vers une reprise malgré l'ampleur de la contraction en cours (graphique 1).

- **Les achats d'actifs gonfleront encore longtemps le bilan des banques centrales.** Avec les taux directeurs de la Réserve fédérale (Fed) à leur limite effective et l'inflation très faible, tout porte à croire que les achats massifs d'actifs se poursuivront encore dans les mois à venir. Cela accroîtra

d'autant plus le bilan de la Fed, qui atteint déjà un niveau sans précédent (graphique 2). Le compte rendu de la rencontre du 29 avril dernier a par ailleurs révélé que les membres du comité directeur de la Fed étaient très préoccupés par l'état de l'économie, par la possibilité d'une deuxième vague de contamination et par les conséquences possibles sur le système financier. Il est clair que la Fed n'hésitera pas à accélérer et à élargir ses achats d'actifs au besoin, même si l'option des taux négatifs n'est pas envisagée.

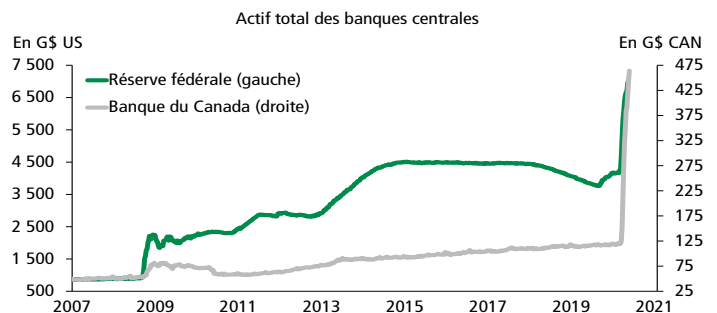
- **Les dernières données permettent de constater l'ampleur des dégâts sur l'économie canadienne.** Bien que les fermetures forcées et les mesures de distanciation aient commencé seulement à la mi-mars au Canada, les effets sur la croissance se sont fait sentir dès le premier trimestre

GRAPHIQUE 1
Le PIB réel a chuté au premier trimestre dans plusieurs pays



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
La taille des bilans des banques centrales augmente très rapidement



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

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint
Lorenzo Tessier-Moreau, économiste senior • Hendrix Vachon, économiste principal

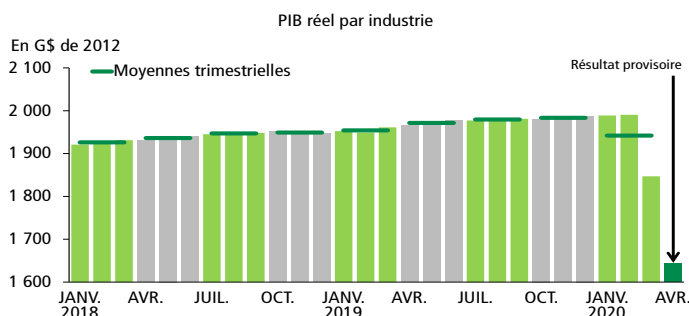
Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2020, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

avec une chute du PIB de 8,2 % à rythme annualisé. La contraction sera encore plus sévère en avril selon les données préliminaires (graphique 3). La réouverture de certains secteurs et un premier gain de l'emploi en mai permettent cependant d'espérer que le pire est maintenant derrière nous, mais la reprise demeure hautement vulnérable à une deuxième vague d'infection.

- Changement de gouverneur, mais pas d'orientation à la Banque du Canada (BdC).** La BdC a réduit certaines opérations sur les marchés le 3 juin dernier, suivant l'amélioration des conditions financières. Bien que l'accès aux liquidités de court terme pour les institutions financières ne semble plus être une préoccupation à l'heure actuelle, le soutien à l'économie et au marché du crédit demeure primordial pour la BdC, comme en témoigne son intention de poursuivre les achats d'actifs à grande échelle jusqu'à ce que la reprise économique soit bien entamée. L'entrée en fonction du nouveau gouverneur Tiff Macklem ne laisse pas entrevoir de changement à cet égard.
- Le calme est de retour sur les marchés obligataires.** Les taux sur les obligations canadiennes de long terme ont terminé le mois de mai presque au même niveau qu'un mois plus tôt. Les mouvements ont été aussi assez limités sur le marché américain. Il faut dire que les achats d'actifs des

GRAPHIQUE 3
La chute de l'économie canadienne devrait s'intensifier en avril



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

banques centrales soutiennent la demande et contribuent à réduire les écarts de crédit. Ce contexte devrait être favorable à l'expansion du crédit par les institutions financières, ce qui pourrait se manifester par de nouvelles diminutions des taux d'intérêt de détail.

TABLEAU 1
Prévisions : taux de détail

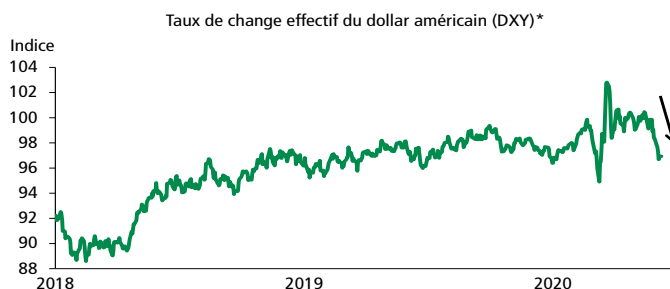
EN %	TAUX D'ESCOMPTE	TAUX PRÉFÉRENTIEL	HYPOTHÈQUES			ÉPARGNE À TERME ¹		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
Réalisé (fin de mois)								
Décembre 2019	2,00	3,95	3,69	4,34	5,19	1,40	1,60	2,00
Janvier 2020	2,00	3,95	3,69	4,34	5,19	1,40	1,60	2,00
Février 2020	2,00	3,95	3,69	4,34	5,19	1,40	1,60	1,80
Mars 2020	0,50	2,45	3,49	3,99	4,99	0,85	1,05	1,30
Avril 2020	0,50	2,45	3,49	3,99	4,99	0,85	1,05	1,30
Mai 2020	0,50	2,45	3,29	3,89	4,94	0,75	1,05	1,30
5 juin 2020	0,50	2,45	3,29	3,89	4,94	0,75	1,05	1,30
Prévisions								
<u>Fin de trimestre</u>								
2020 : T2	0,25–0,50	2,20–2,45	2,70–3,90	3,30–4,50	4,35–5,55	0,15–1,35	0,45–1,65	0,70–1,90
2020 : T3	0,25–0,75	2,20–2,70	2,35–3,55	3,00–4,20	4,05–5,25	0,00–1,20	0,30–1,50	0,65–1,85
2020 : T4	0,25–0,75	2,20–2,70	2,15–3,35	2,65–3,85	3,70–4,90	0,00–1,10	0,15–1,35	0,45–1,65
2021 : T1	0,25–1,00	2,20–2,95	2,00–3,20	2,35–3,55	3,50–4,70	0,00–1,05	0,00–1,15	0,30–1,50
<u>Fin d'année</u>								
2021	0,25–1,25	2,20–3,20	1,85–3,35	2,20–3,70	3,35–4,85	0,00–1,20	0,00–1,30	0,05–1,55
2022	0,25–1,25	2,20–3,20	1,85–3,35	2,20–3,70	3,45–4,95	0,00–1,20	0,00–1,30	0,05–1,55
2023	0,50–2,00	2,45–3,95	2,35–3,85	2,65–4,15	4,00–5,50	0,05–1,40	0,30–1,80	0,55–2,05

¹ Non rachat (annuel); NOTE : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette asymétrique reflétant la probabilité perçue de déviation par rapport au scénario de base. La moyenne de la fourchette n'est pas représentative de la prévision associée au scénario de base.
Source : Desjardins, Études économiques

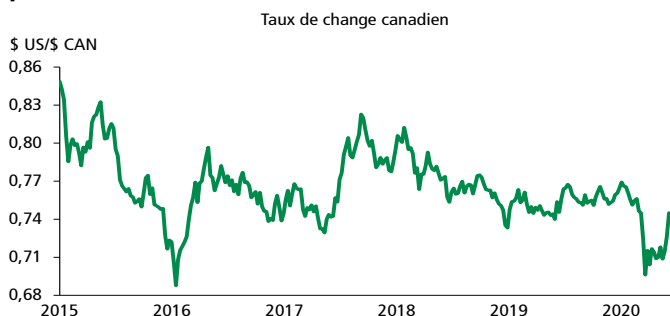
Taux de change

Le dollar canadien s'est-il apprécié trop vite?

- Le dollar américain a eu tendance à se déprécier contre plusieurs devises depuis la mi-mai (graphique 4). Cela cadre avec le regain d'optimisme sur les marchés financiers et avec la baisse de la demande pour les valeurs refuges. La recrudescence des tensions politiques et commerciales entre la Chine et les États-Unis ne semble pas suffisante pour donner un nouvel élan au billet vert.
- Comme la plupart des principales devises, le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain. Il s'est récemment échangé à plus de 0,74 \$ US. Il s'agit d'une nette amélioration par rapport au creux de 0,69 \$ US atteint en mars (graphique 5). Les devises associées aux matières premières, comme le dollar canadien, tendent à se déprécier fortement en période de turbulence, mais rebondissent lorsque l'optimisme revient. Le huard reste cependant en dessous des niveaux observés avant la crise liée à la pandémie. La récupération n'est également pas complétée face à l'euro. Le dollar canadien demeure près de 0,66 €, alors qu'il valait près de 0,69 € en début d'année. Par rapport au dollar américain, l'euro vaut maintenant près de 1,13 \$ US.
- Prévisions :** Le déconfinement semble fonctionner et l'économie mondiale reprend vie. Cependant, il faudra probablement attendre encore quelques mois pour mieux juger de la vigueur et de la soutenabilité de la reprise économique. Toute déception pourrait freiner l'élan d'optimisme sur les marchés et aider le billet vert. Il faudra aussi continuer de suivre de près la recrudescence des tensions entre la Chine et les États-Unis. Les prévisions pour le dollar canadien ont été revues à la hausse, mais nous croyons tout de même que le huard devrait terminer le deuxième trimestre aux environs de 0,73 \$ US. En dépit du déconfinement actuel, une partie de la reprise économique s'annonce longue. Un optimisme prudent reste de mise.

GRAPHIQUE 4
La tendance du dollar américain est nettement à la baisse depuis la mi-mai


* Basé sur un panier de devises incluant le dollar canadien, l'euro, la livre, le yen, le franc suisse et la couronne suédoise.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 5
Le dollar canadien a récupéré une bonne partie du terrain perdu précédemment


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Effets sur le dollar canadien	Court terme	Long terme
Aversion pour le risque	↘	↗
Prix des matières premières	↘	↗
Écarts des taux d'intérêt	→	→

TABLEAU 2
Prévisions : devises

FIN DE PÉRIODE	2019		2020				2021			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,7552	0,7699	0,7112	0,7300	0,7300	0,7350	0,7400	0,7450	0,7500	0,7500
\$ CAN par \$ US	1,3241	1,2988	1,4062	1,3699	1,3699	1,3605	1,3514	1,3423	1,3333	1,3333
\$ CAN par €	1,4435	1,4579	1,5429	1,5342	1,5205	1,5102	1,5135	1,5034	1,5067	1,5067
\$ US par €	1,0902	1,1225	1,0973	1,1200	1,1100	1,1100	1,1200	1,1200	1,1300	1,1300
\$ US par £	1,2323	1,3248	1,2400	1,2500	1,2400	1,2400	1,2400	1,2500	1,2600	1,2800

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Rendement des classes d'actifs

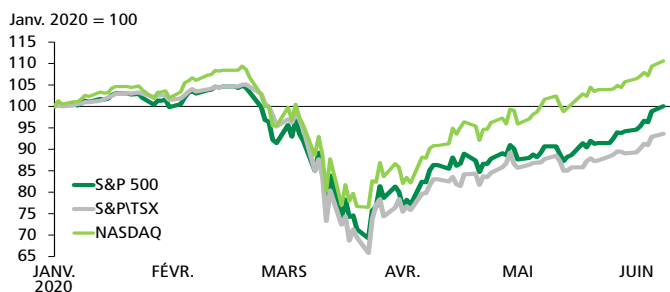
Les Bourses pourront-elles continuer de confondre les sceptiques?

- La remontée des places boursières se poursuit.** À la mi-avril, nous notons que les mesures sans précédent mises en place par les banques centrales avaient déjà entraîné un fort rebond des places boursières par rapport à leur creux de mars. Cette tendance haussière s'est généralement poursuivie au cours des dernières semaines alors que les investisseurs accueillent très favorablement l'amorce d'un déconfinement dans les économies qui avaient été mises en pause pour lutter contre la COVID-19. Les titres technologiques font particulièrement bien et l'indice NASDAQ affiche même un gain important depuis le commencement de 2020 (graphique 6). Cet engouement envers les titres technologiques favorise aussi l'indice S&P 500 par rapport à d'autres indices, dont le S&P/TSX au Canada.

- Les profits sont touchés par la chute de l'activité économique.** Le rebond rapide des places boursières a de quoi surprendre alors que tout indique que l'économie mondiale enregistrera cette année sa pire contraction depuis la dépression des années 1930. Même si la crise sanitaire actuelle est bien différente d'une récession traditionnelle et que le retrait graduel des mesures de confinement laisse déjà entrevoir un certain rebond de l'activité et des embauches, la rentabilité de plusieurs entreprises sera durement touchée et certaines faillites sont inévitables. Les analystes continuent ainsi de revoir à la baisse leurs prévisions de profits (graphique 7) et certains secteurs pourraient subir des séquelles durables.

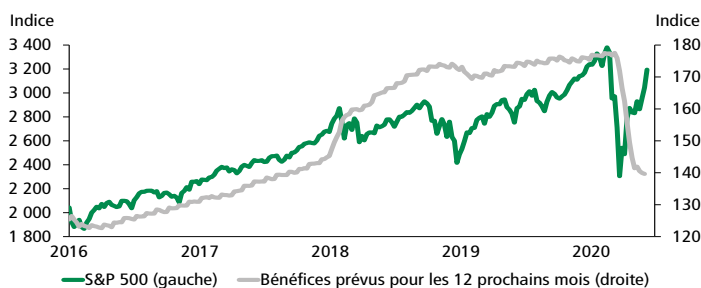
- Les actions des banques centrales pourraient justifier des évaluations plus élevées des places boursières.** Le rebond rapide des indices boursiers ne semble donc pas pouvoir se justifier par l'espoir d'un retour très rapide des profits des entreprises près des niveaux enregistrés avant la crise actuelle. Dans un contexte où les banques centrales, particulièrement la Réserve fédérale, s'engagent à continuer de tout faire pour soutenir le bon fonctionnement des marchés financiers et risquent de continuer à injecter massivement des liquidités, on peut toutefois comprendre plusieurs investisseurs de retourner du côté des titres boursiers. Ces actions des banques centrales, qui laissent aussi entrevoir que les taux obligataires demeureront très faibles au cours des prochaines années, justifieraient, à notre avis, une baisse du rendement exigé par les investisseurs sur leur placement boursier et, par conséquent, des ratios cours/bénéfice plus élevés que par le passé (graphique 8).

GRAPHIQUE 6
La remontée des places boursières est impressionnante



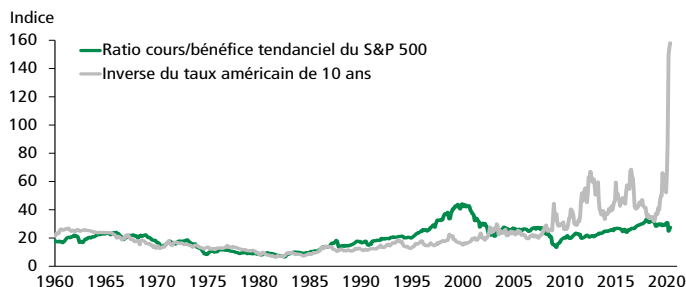
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 7
Les perspectives de profits ont beaucoup diminué



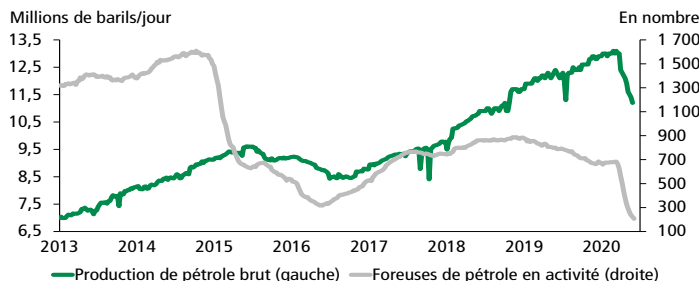
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8
Faut-il exiger le même rendement sur les titres boursiers que par le passé, alors que les taux obligataires ont fondu?



Sources : Robert J. Shiller, Yale University, Datastream et Desjardins, Études économiques

- La remontée des cours pétroliers est aussi impressionnante.** Le secteur des transports a été touché de plein fouet par la pause de l'économie mondiale, entraînant une chute spectaculaire de la consommation de produits pétroliers. La crainte que les capacités de stockage soient insuffisantes et l'expiration imminente d'un contrat à terme ont même fait plonger temporairement le prix du pétrole WTI (*West Texas Intermediate*) en territoire négatif le 20 avril. Après cette chute spectaculaire, les cours pétroliers ont toutefois remonté assez rapidement au cours des dernières semaines pour revenir à près de 40 \$ US le baril. Il faut dire que face à la chute de la demande et des prix, les producteurs de pétrole ont fortement réduit leur production (graphique 9), ce qui permet d'espérer un certain rééquilibrage du marché mondial. Une hausse supplémentaire des prix serait toutefois difficilement soutenable puisqu'elle risquerait d'amener les producteurs à remonter trop rapidement leur production, alors que la demande devrait demeurer limitée pour encore plusieurs mois.
- Les investisseurs peuvent remercier les banques centrales.** Dans l'ensemble, les classes d'actifs se tirent assez bien de la situation sans précédent à laquelle fait face l'économie mondiale. Les reculs des places boursières s'effacent rapidement alors que le marché obligataire canadien affiche un gain d'environ 5 % depuis le début de l'année. Il faut reconnaître que ces bons résultats sont attribuables en bonne partie aux banques centrales. En plus de faire baisser dramatiquement les taux d'intérêt, elles soutiennent la demande pour l'ensemble des actifs

GRAPHIQUE 9
La production américaine de pétrole et le forage ont rapidement réagi à la chute des prix


Sources : Baker Hughes, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

financiers en injectant massivement des liquidités et même en achetant directement certains actifs plus risqués. Les prochains mois pourraient être un peu plus difficiles pour les actifs risqués, qui semblent maintenant mûrs pour une période de consolidation. De plus, les incertitudes entourant l'évolution de la pandémie demeurent élevées et les tensions géopolitiques, commerciales et sociales pourraient inciter les investisseurs à prendre des profits. Alors que tout indique que le soutien des banques centrales ne se démentira pas, nous avons toutefois révisé à la hausse nos cibles boursières pour la fin de 2020, particulièrement du côté américain.

TABLEAU 3
Rendement en pourcentage des classes d'actifs

FIN D'ANNÉE EN % (SAUF SI INDIQUÉ)	ENCAISSE	OBLIGATIONS	ACTIONS CANADIENNES	ACTIONS AMÉRICAINES	ACTIONS INTERNATIONALES	TAUX DE CHANGE
	Bons du Trésor – 3 mois	Indice obligataire ¹	Indice S&P/TSX ²	Indice S&P 500 (\$ US) ²	Indice MSCI EAFE (\$ US) ²	\$ CAN/\$ US (variation en %) ³
2009	0,6	5,4	35,1	26,5	32,5	-13,7
2010	0,5	6,7	17,6	15,1	8,2	-5,2
2011	1,0	9,7	-8,7	2,1	-11,7	2,3
2012	1,0	3,6	7,2	16,0	17,9	-2,7
2013	1,0	-1,2	13,0	32,4	23,3	7,1
2014	0,9	8,8	10,6	13,7	-4,5	9,4
2015	0,6	3,5	-8,3	1,4	-0,4	19,1
2016	0,5	1,7	21,1	12,0	1,5	-2,9
2017	0,6	2,5	9,1	21,8	25,6	-6,4
2018	1,4	1,4	-8,9	-4,4	-13,4	8,4
2019	1,6	6,9	22,9	31,5	22,7	-4,8
2020p	cible : 0,80	cible : 5,0	cible : -1,0	cible : 3,5	cible : -4,0	cible : 4,8 (0,735 \$ US)
fourchette	0,55 à 1,00	2,0 à 7,0	-10,0 à 8,0	-5,0 à 10,0	-12,0 à 5,0	1,3 à 10,0

p : prévisions; ¹ Indice Univers obligataire FTSE Canada; ² Dividendes inclus; ³ Négatif = appréciation, positif = dépréciation.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques