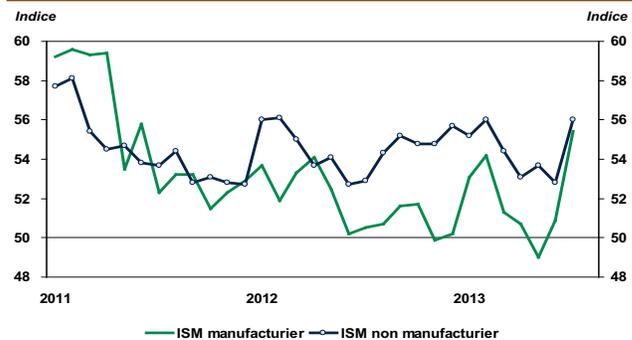


La croissance semble vouloir s'accélérer dans les pays industrialisés

FAITS SAILLANTS

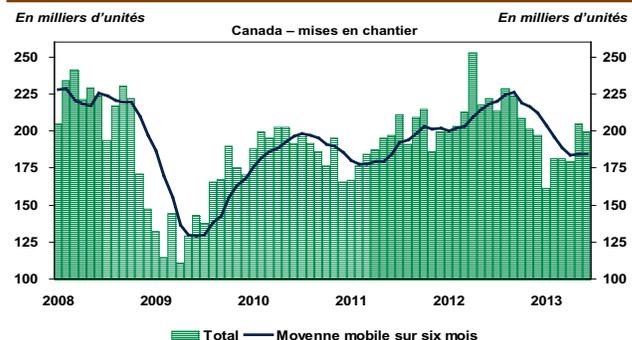
- Après une croissance modeste au premier semestre, plusieurs économies avancées envoient des signaux plus encourageants.
 - Le secteur immobilier canadien fait preuve de résilience.
 - Les taux obligataires ont fortement augmenté au cours des derniers mois, mais les taux de détail restent faibles.
 - Le dollar canadien devrait remonter la pente.
 - La Bourse américaine résiste mieux que prévu.
- Vers une accélération de la croissance dans les pays avancés.** La croissance de l'économie mondiale est demeurée modeste au cours des premiers mois de 2013 alors que la récession se poursuivait en zone euro et que l'économie américaine était freinée par une politique budgétaire restrictive et des difficultés dans le secteur manufacturier. Les indices de confiance et d'activité se sont toutefois significativement accélérés récemment et laissent entrevoir une croissance plus vigoureuse, particulièrement au Royaume-Uni et aux États-Unis (graphique 1). La situation est moins encourageante du côté des pays émergents, dont la Chine où le PIB réel a décéléré à 7,5 % en variation annuelle au printemps dernier.
 - L'économie canadienne va assez bien.** Dans l'ensemble, les dernières données canadiennes sont assez encourageantes alors que les ventes au détail ont bondi de 1,9 % en mai et que le PIB réel a progressé de 0,2 % au cours du même mois. La plus grande surprise est cependant venue du marché de l'habitation alors que les mises en chantier (graphique 2), les ventes de maisons existantes et les prix ont rebondi au cours des derniers mois. Un atterrissage en douceur du marché immobilier canadien demeure toutefois le scénario le plus probable. Les inondations dans le sud de l'Alberta et la grève de la construction au Québec risquent d'affecter les données canadiennes pour la période estivale.
 - La Banque du Canada (BdC) signale toujours un long statu quo.** Stephen Poloz, le nouveau gouverneur de la BdC, a fait sentir son arrivée en juillet en modifiant le libellé de la mention prospective concernant la politique monétaire à venir. Le message de fond de la BdC demeure toutefois essentiellement le même; elle prévoit toujours que la politique monétaire demeurera appropriée pour un certain

Graphique 1 – La forte hausse des indices ISM en juillet est encourageante pour l'économie américaine



Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La tendance baissière des mises en chantier canadiennes est de moins en moins évidente



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

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

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

temps. Lorsque la situation reviendra progressivement à la normale du côté de l'économie, de l'inflation et de la situation financière des ménages, une normalisation graduelle du taux directeur deviendra appropriée.

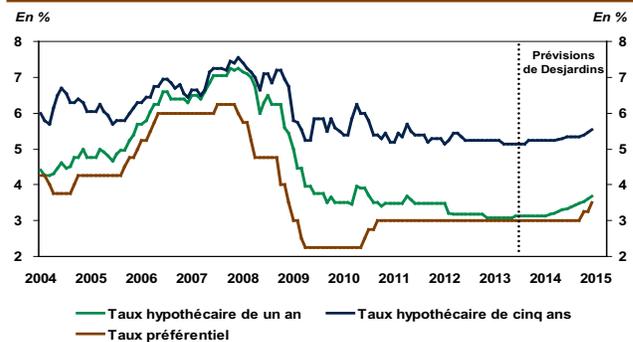
- **La Réserve fédérale américaine (Fed) tente de rassurer les investisseurs.** La confirmation que les autorités monétaires américaines envisageaient de diminuer bientôt leurs achats de titres financiers a fortement inquiété les investisseurs en mai et en juin. Les dirigeants de la Fed ont toutefois signalé, à plusieurs reprises depuis, que la politique monétaire demeurerait très expansionniste pour encore plusieurs trimestres. Même si un ralentissement des achats de titres de la Fed est probable cet automne, les taux directeurs américains devraient demeurer au plancher jusqu'à tard en 2015.
- **Les taux obligataires de long terme demeurent beaucoup plus élevés qu'au printemps.** Les commentaires rassurants des dirigeants de la Fed ont calmé les marchés financiers, et la Bourse américaine a bondi à un nouveau sommet historique. Les taux obligataires demeurent cependant beaucoup plus élevés qu'il y a quelques mois (graphique 3) alors que les investisseurs ne semblent plus prêts à accepter un rendement inférieur à l'inflation.
- **La remontée des taux de détail s'annonce limitée.** La poussée des taux obligataires a entraîné quelques légères hausses des taux de détail. Le taux hypothécaire de trois ans a ainsi été relevé de 20 points de base depuis la fin mai. D'autres légères augmentations pourraient survenir au cours des prochains mois. Les taux de détail devraient toutefois rester très faibles pour encore quelques trimestres (graphique 4).

Graphique 3 – Les taux obligataires se sont stabilisés à des niveaux bien plus élevés qu'au printemps



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les taux de détail canadiens devraient rester faibles



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								
Févr. 2013	1,25	3,00	3,09	3,70	5,24	0,90	1,25	1,75
Mars 2013	1,25	3,00	3,09	3,55	5,14	0,90	1,25	1,75
Avril 2013	1,25	3,00	3,09	3,55	5,14	0,90	1,25	1,75
Mai 2013	1,25	3,00	3,09	3,55	5,14	0,90	1,25	1,75
Juin 2013	1,25	3,00	3,14	3,65	5,14	0,90	1,25	1,75
Juillet 2013	1,25	3,00	3,14	3,75	5,14	0,90	1,25	1,75
6 août 2013	1,25	3,00	3,14	3,75	5,14	0,90	1,25	1,75
Prévisions								
Fin de trimestre								
2013 : T3	1,25	3,00	3,00–3,40	3,50–4,00	5,00–5,50	0,65–1,15	1,05–1,55	1,55–2,05
2013 : T4	1,25	3,00	3,00–3,40	3,50–4,00	5,00–5,50	0,70–1,20	1,10–1,60	1,60–2,10
2014 : T1	1,00–1,50	2,75–3,25	2,95–3,45	3,60–4,10	5,00–5,50	0,75–1,25	1,10–1,60	1,60–2,10
2014 : T2	1,00–1,50	2,75–3,25	3,10–3,60	3,90–4,40	5,10–5,60	0,80–1,30	1,15–1,65	1,75–2,25
Fin d'année								
2014	1,50–2,00	3,25–3,75	3,40–3,90	4,25–4,75	5,30–5,80	1,10–1,60	1,50–2,00	2,15–2,65
2015	2,00–2,50	3,75–4,25	4,25–4,75	5,25–5,75	6,00–6,50	1,50–2,00	2,25–2,75	2,70–3,20
2016	2,75–3,75	4,50–5,50	4,80–5,80	5,60–6,40	6,25–7,05	1,65–2,65	2,60–3,40	3,00–3,80

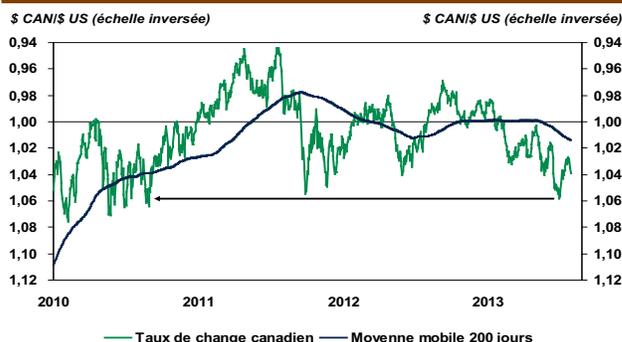
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien remontera la pente

- Le dollar canadien a atteint un creux de 21 mois au début du mois de juillet, à 0,9428 \$ US. Cette faiblesse a principalement été le résultat d'un dollar américain revigoré en anticipation d'une politique monétaire moins accommodante aux États-Unis. Des craintes envers la croissance des pays émergents et la demande pour les matières premières ont également affecté négativement la devise canadienne.
- La tendance s'est toutefois renversée au cours des dernières semaines, et le huard s'échange de nouveau aux alentours de 0,96 \$ US (graphique 5). Une meilleure compréhension des discours de la Réserve fédérale américaine (Fed) a fait déprécier le dollar américain. Le dollar canadien a par ailleurs été aidé par quelques données meilleures que prévu pour l'économie canadienne et par les prix élevés du pétrole. Les craintes sur la demande pour les matières premières en général restent néanmoins vives, d'autant plus que la croissance chinoise continue de décevoir.
- L'euro affiche également une tendance haussière par rapport au dollar américain depuis quelques semaines, passant de moins de 1,28 \$ US au début du mois de juillet à 1,33 \$ US récemment. L'affaiblissement du billet vert et la publication de données encourageantes sur la fin prochaine de la récession en zone euro ont été les principaux éléments favorables à la devise commune. L'euro a été plus stable par rapport au dollar canadien. Le taux de change s'est maintenu aux alentours de 1,36–1,37 \$ CAN/€ (graphique 6).
- Prévisions :** Le retour à la parité entre le dollar canadien et américain n'est pas attendu avant le début de 2014. Les perspectives d'un resserrement monétaire à l'automne 2014 au Canada et l'atténuation prévue des craintes sur la demande mondiale des matières premières aideront au huard à se relever. L'évolution du discours de la Fed pourrait toutefois entraîner d'autres épisodes de grande volatilité. Le contexte économique et politique difficile et la possibilité de nouveaux assouplissements monétaires en zone euro devraient empêcher l'euro de s'éloigner significativement au-dessus de 1,30 \$ US au cours des prochains mois. L'euro devrait perdre quelques centimes par rapport au dollar canadien.

Graphique 5 – Le huard tend à s'apprécier depuis un creux de 21 mois atteint au début de juillet



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – L'euro s'est récemment stabilisé par rapport au dollar canadien



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Déterminants	Court terme	Long terme
Prix du pétrole	↘	→
Prix des métaux	→	↗
Écarts entre les taux d'intérêt (Canada - États-Unis)	→	↗

Tableau 2
Prévisions : devises

Fin de période	2012		2013				2014			
	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	1,0165	1,0079	0,9828	0,9506	0,9600	0,9800	0,9900	1,0000	1,0100	1,0200
\$ CAN par \$ US	0,9838	0,9922	1,0175	1,0520	1,0417	1,0204	1,0101	1,0000	0,9901	0,9804
\$ CAN par €	1,2657	1,3081	1,3065	1,3674	1,3646	1,3367	1,3333	1,3300	1,3168	1,3137
\$ US par €	1,2865	1,3184	1,2841	1,2999	1,3100	1,3100	1,3200	1,3300	1,3300	1,3400
\$ US par £	1,6148	1,6255	1,5185	1,5167	1,5300	1,5500	1,5700	1,5800	1,5900	1,6000

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

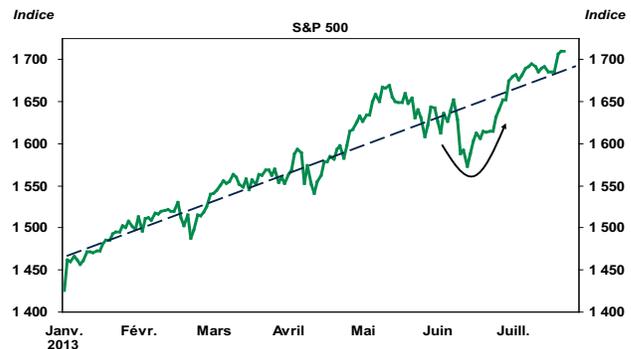
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

La Bourse américaine résiste mieux que prévu

- Le rallye qui semblait imperturbable depuis le début de l'année a rencontré ses premières difficultés à la fin du printemps.** L'incertitude quant à l'impact sur la croissance économique d'un éventuel soutien moins important de la Réserve fédérale américaine (Fed) a provoqué une chute de plus de 5 % du S&P 500 entre le 21 mai et le 24 juin. Néanmoins, le mois de juillet aura été beaucoup plus favorable. Du moment où la Fed a multiplié les efforts pour expliquer qu'une réduction des achats (*tapering*) ne représentait pas un resserrement monétaire et après la parution de chiffres de création d'emplois révisés en hausse au début du mois de juillet, les investisseurs boursiers ont repris confiance. Le S&P 500 a récupéré la totalité des pertes subies en mai et en juin et a retrouvé sa tendance préalable (graphique 7). L'indice boursier affichait d'ailleurs un gain impressionnant de près de 20 % depuis le début de l'année, en date du 6 août.
- La Bourse canadienne reprend des couleurs.** Même si l'évolution du S&P/TSX depuis le début de l'année est loin d'être aussi spectaculaire (croissance de 1,4 % seulement), une amélioration a été répertoriée dernièrement, avec un gain de 8,9 % entre le creux du 24 juin et le 6 août. La reprise observée au sein du secteur énergétique a été très bénéfique, allant de pair avec la hausse des prix du pétrole, le cours du *WTI (West Texas Intermediate)* ayant augmenté d'environ 15 \$ US en juillet. Pour sa part, le secteur des matériaux a commencé à prendre du mieux en juillet, mais la chute abrupte des prix de la potasse (graphique 8), qui a suivi le bris d'un important cartel russe et biélorusse, a fait en sorte que le sous-indice a effacé une bonne partie de ses gains à la fin du mois. En revanche, le secteur consommation de base, comptant parmi les composantes les plus solides du S&P/TSX en 2013, a connu une accélération notable en juillet (graphique 9), aidé entre autres par l'acquisition de Pharmaprix par Loblaw. Il demeure qu'étant donné la pondération minimale de ce secteur, l'effet sur l'indice d'ensemble a été peu perceptible.
- Les pressions baissières sont un peu moins lourdes du côté des obligations.** Même si les aléas des statistiques économiques ont créé certains soubresauts par moments en juillet, l'ampleur des mouvements quotidiens des taux obligataires a sensiblement diminué par rapport à mai et à juin. Si au départ la remontée des taux s'expliquait en bonne partie par une normalisation des taux réels, ces derniers se sont stabilisés en juillet, tandis que les anticipations d'inflation se sont redressées (graphique 10), avec le ton plus *dovish* employé par la Fed. En fin de compte, plutôt qu'une nette tendance à la hausse comme en fin de printemps, le taux de dix ans américain a évolué dans une fourchette allant de 2,45 % à 2,70 % (2,35 % à 2,55 % pour le taux canadien). Le prochain palier de 3,0 % semble difficile à atteindre, surtout après que des estimations révisées de création d'emplois parues au début août aux États-Unis aient révélé une progression moins robuste par rapport aux

Graphique 7 – La Bourse américaine n'a pas tardé à récupérer ses pertes de la fin du printemps



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – La chute soudaine du prix de la potasse en juillet s'est inscrite dans une tendance déjà baissière



* Muriate de potasse standard de Saskatchewan.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

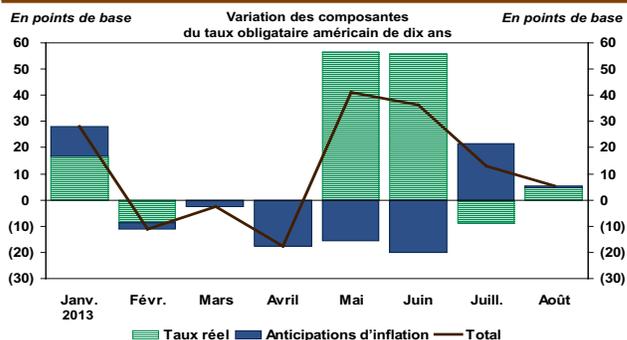
Graphique 9 – Les acquisitions ont propulsé le secteur de la consommation de base de la Bourse canadienne



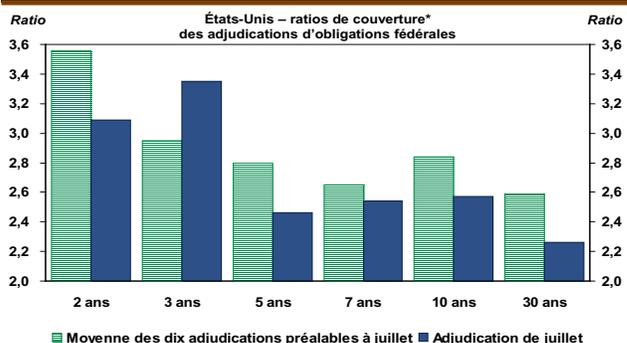
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

chiffres publiés un mois plus tôt. La faiblesse de l'inflation et les craintes que la remontée des taux hypothécaires freine la reprise immobilière feront vraisemblablement en sorte que la Fed maintiendra un ton prudent. Malgré cela, rien n'indique hors de tout doute qu'elle ne procédera pas au *tapering* le mois prochain : excluant l'emploi, la plupart des récents indicateurs d'activité témoignent d'un raffermissement. De plus, les récentes enchères d'obligations américaines signalent une perte d'appétit des investisseurs pour une classe d'actifs qui sera moins soutenue par les actions de la Fed (graphique 11). La confluence de ces facteurs milite pour une évolution d'ensemble à plat des taux obligataires au cours des prochains mois, qui laissera place à une poursuite plus soutenue de la remontée au début de 2014.

- **Prévisions de rendement.** Nous relevons notre cible de rendement à 18 % pour la Bourse américaine. Malgré le fait que l'évolution récente a été très forte par rapport aux anticipations de profits des analystes (qui ont d'ailleurs été revues à la baisse), force est d'admettre que les marchés boursiers américains sont sortis la tête haute de l'importante mise à l'épreuve subie en fin de printemps. Cela suggère une meilleure résilience que prévu. Avec des obligations qui risquent d'être de plus en plus boudées et conformément à notre scénario d'accélération de la croissance économique américaine au troisième trimestre, le marché boursier américain pourrait être en mesure de protéger une bonne part de ses acquis. Notre cible pour le S&P/TSX demeurant inchangée, nous prévoyons un écart de performance plus élevé en faveur de la Bourse américaine. Du côté obligataire, nous réduisons la cible de rendement à zéro et ajustons la fourchette à la baisse pour refléter une probabilité plus élevée de rendements négatifs.

Graphique 10 – Le taux réel s'est stabilisé et les anticipations d'inflation se sont raffermies en juillet


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – L'appétit moindre pour les obligations américaines s'est reflété sur presque l'ensemble de la courbe
* Valeur des offres déposées divisée par le montant de l'émission.
Sources : U.S. Department of Treasury 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 %)**
2000	5,45	10,2	7,4	(9,1)	(14,0)	3,8
2001	3,88	8,1	(12,6)	(11,9)	(21,2)	6,5
2002	2,52	8,7	(12,4)	(22,1)	(15,7)	(1,5)
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)
2013p	cible : 1,00	cible : 0,0	cible : 6,0	cible : 18,0	cible : 8,0	cible : 2,8 (0,98 \$ US)
fourchette	0,95 à 1,05	-4,0 à 2,0	1,0 à 9,0	12,0 à 24,0	2,0 à 14,0	0,8 à 6,1

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