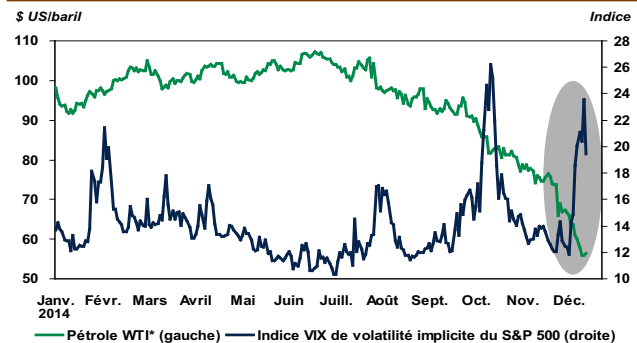


## L'année se termine sur une meilleure note pour l'économie que pour les marchés financiers

### FAITS SAILLANTS

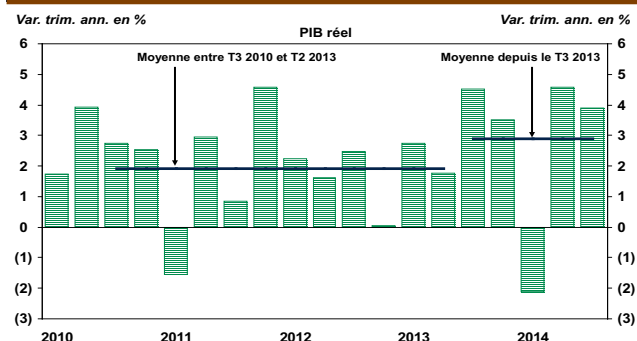
- La chute des prix du pétrole et de l'essence se poursuit.
  - La croissance économique a récemment été forte en Amérique du Nord.
  - Les taux d'intérêt demeureront relativement bas en 2015.
  - Le dollar canadien est pénalisé par la baisse des prix du pétrole.
  - La Bourse américaine pourrait continuer à tirer son épingle du jeu.
- 
- **L'effondrement des prix du pétrole se poursuit.** La chute des cours pétroliers s'est accélérée à la fin novembre après la décision de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole de ne pas réduire ses quotas de production. Initialement, cette baisse nuisait surtout aux compagnies œuvrant dans le secteur de l'énergie. Elle a commencé récemment à désavantager tous les actifs risqués alors que les investisseurs paraissent de plus en plus inquiets des conséquences de cette correction sur la stabilité financière, particulièrement en Russie (graphique 1).
  - **L'économie américaine impressionne.** La volatilité récente des marchés a fait quelque peu passer inaperçus les signaux très positifs en provenance de l'économie américaine. Celle-ci semble finalement avoir renoué durablement avec un rythme de croissance vigoureux (graphique 2). Les chiffres de l'emploi continuent aussi de dépasser les attentes avec, notamment, un gain de 321 000 postes en novembre. La tendance haussière de la confiance des ménages et la très bonne tenue des indices ISM signalent que ces bons résultats économiques se poursuivront, d'autant plus que la baisse des prix du pétrole et de l'essence représente un stimulus additionnel important pour l'économie américaine.
  - **La croissance a aussi été vigoureuse au Canada.** La progression du PIB réel a nettement dépassé les attentes au troisième trimestre avec un gain de 2,8 % (graphique 3 à la page 2). Non seulement les exportations ont poursuivi leur ascension, mais des signes plus positifs sont observés au sein de l'investissement non résidentiel. De plus, les dépenses de consommation des ménages restent vigoureuses, stimulées par une hausse des ventes d'automobiles, par une croissance soutenue des revenus et de l'emploi, ainsi que par une confiance assez bonne.

Graphique 1 – La baisse spectaculaire des cours pétroliers inquiète les investisseurs



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

Graphique 2 – L'économie prend nettement du mieux aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

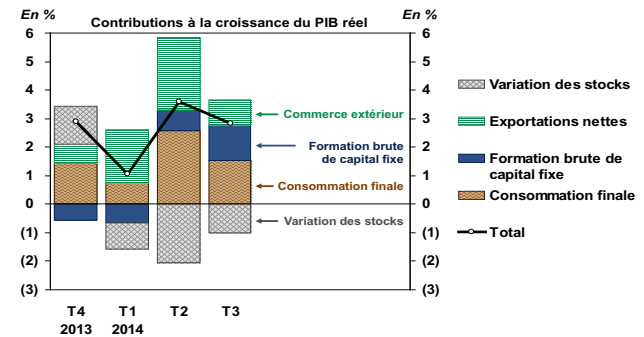
**Jimmy Jean**  
Économiste principal

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

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

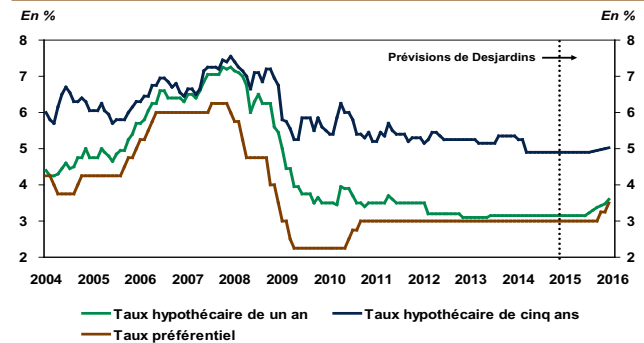
- Pas de hausse précipitée des taux directeurs au Canada.** Avec la révision à la hausse de la croissance économique des dernières années et la progression assez rapide des récents trimestres, tout porte à croire que les capacités excédentaires de production sont pratiquement résorbées au Canada. L'évolution du taux de chômage et du taux d'utilisation des capacités de production signale aussi que l'économie canadienne roule presque à plein régime. En temps normal, la Banque du Canada devrait bientôt relever ses taux directeurs, d'autant plus que l'endettement des ménages demeure préoccupant. L'incertitude importante découlant de la chute des cours pétroliers l'incitera cependant à attendre encore plusieurs mois avant d'amorcer un resserrement monétaire.
- La correction pétrolière entraîne les taux obligataires vers le bas.** Initialement, la baisse des prix du pétrole et de l'essence a favorisé les titres obligataires en amenant les investisseurs à revoir à la baisse leurs anticipations d'inflation. Récemment, la baisse des taux obligataires s'est accélérée alors que les investisseurs inquiets se sont réfugiés du côté des obligations fédérales.
- Les taux de détail demeureront très faibles en 2015.** Malgré le recul des taux obligataires, les taux de détail sont demeurés inchangés au cours des derniers mois. Cette stabilité des taux de détail devrait se poursuivre pour une bonne partie de 2015 (graphique 4), même si les taux obligataires pourraient remonter graduellement l'an prochain alors que la Réserve fédérale devrait commencer à relever ses taux directeurs vers la mi-2015.

**Graphique 3 – La demande intérieure et le commerce extérieur ont encore contribué positivement à la croissance canadienne**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – La stabilité des taux de détail se poursuivra encore plusieurs mois**



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>								
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
Nov. 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
17 déc. 2014	1,25	3,00	3,14	3,75	4,89	0,90	1,25	1,75
<b>Prévisions</b>								
Fin de trimestre								
2014 : T4	1,25	3,00	3,04–3,24	3,60–3,90	4,74–5,04	0,80–1,10	1,15–1,35	1,65–1,85
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	2,90–3,40	3,65–4,15	4,65–5,15	0,80–1,15	1,00–1,50	1,50–2,00
2015 : T3	1,00–1,50	2,75–3,25	3,15–3,65	3,85–4,35	4,70–5,20	0,80–1,25	1,00–1,50	1,50–2,00
Fin d'année								
2015	1,50–2,00	3,25–3,75	3,35–3,85	4,00–4,50	4,75–5,25	0,90–1,40	1,10–1,60	1,55–2,05
2016	1,75–2,75	3,50–4,50	3,65–4,45	4,20–5,00	4,85–5,65	1,05–1,85	1,20–2,00	1,60–2,40
2017	2,50–3,50	4,25–5,25	4,55–5,35	5,05–5,85	5,50–6,30	1,40–2,20	2,00–2,80	2,20–3,00

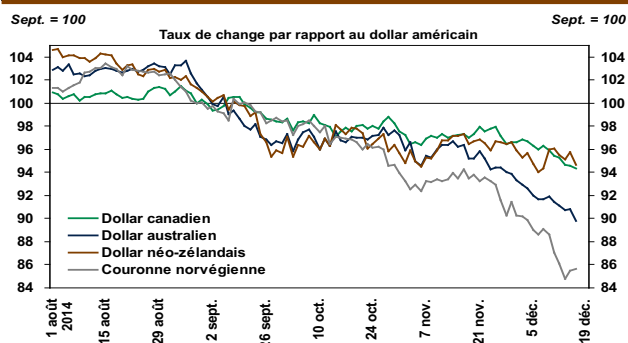
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).  
Source : Desjardins, Études économiques

# DOLLAR CANADIEN

## Le dollar canadien est pénalisé par la baisse des prix du pétrole

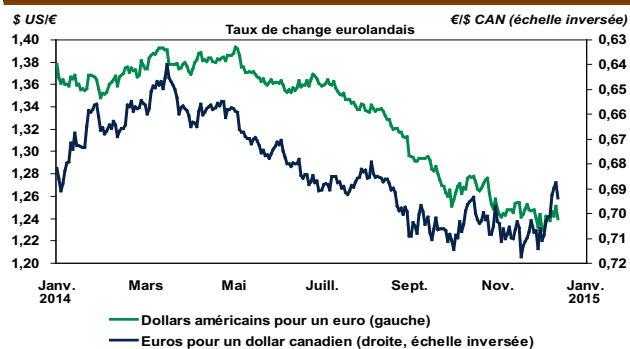
- La chute marquée des prix du pétrole apporte son lot d'effets sur les devises, dont le dollar canadien qui a dernièrement atteint un creux de plus de cinq ans à 0,8568 \$ US. Le huard fait toutefois mieux en comparaison à d'autres devises liées aux matières premières (graphique 5). L'accumulation de statistiques encourageantes pour l'économie canadienne semble apporter un certain soutien à la devise, ce qui limite la dépréciation causée par la baisse des prix du pétrole. De plus, le changement de ton de la Banque du Canada (BdC), qui reconnaît les récents progrès de l'économie canadienne, aide probablement aussi à limiter les pertes du huard.
- Le rythme d'appréciation du dollar américain a ralenti en novembre. Depuis l'été, un des principaux appuis au billet vert a été le relèvement des attentes de resserrement monétaire. Or, la baisse des prix du pétrole joue maintenant sur ces attentes en diminuant les anticipations inflationnistes. Il reste que les bonnes données économiques observées aux États-Unis continuent d'être favorables à la devise américaine.
- L'euro a profité de la perte de *momentum* du dollar américain. La devise européenne, qui est passée sous 1,23 \$ US au début de décembre, a temporairement regagné 1,25 \$ US plus récemment. Le fait que la Banque centrale européenne a décidé une fois de plus de repousser l'annonce de mesures d'assouplissement monétaire plus musclées pèse aussi dans la balance. L'euro affiche un rebond plus marqué par rapport au dollar canadien. Il faut maintenant environ 0,69 € pour acheter un dollar canadien (graphique 6).
- Prévisions :** La devise canadienne devrait bénéficier d'une réduction de l'incertitude mondiale au cours des prochains trimestres. Nous demeurons particulièrement confiants envers l'économie américaine, laquelle devrait générer des effets d'entraînement positifs au Canada. Néanmoins, les faibles prix du pétrole maintiendront le huard sous la barre des 0,90 \$ US pendant plusieurs trimestres encore. Le dollar américain devrait encore rester fort en 2015, mais cet effet devrait être moins visible sur le dollar canadien, surtout si la BdC emboîte le pas à la Réserve fédérale dans le resserrement de sa politique monétaire.

**Graphique 5 – La baisse du dollar canadien est plus limitée que celle des autres devises liées aux matières premières**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – Le dollar canadien efface ses gains des derniers mois par rapport à l'euro**



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	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,8929	0,8650	0,8600	0,8700	0,8800	0,8900	0,9000	0,9050	0,9100	0,9050
\$ CAN par \$ US	1,1199	1,1561	1,1628	1,1494	1,1364	1,1236	1,1111	1,1050	1,0989	1,1050
\$ CAN par €	1,4147	1,4335	1,4186	1,3793	1,3523	1,3258	1,2889	1,2707	1,2418	1,2376
\$ US par €	1,2632	1,2400	1,2200	1,2000	1,1900	1,1800	1,1600	1,1500	1,1300	1,1200
\$ US par £	1,6212	1,5700	1,5800	1,5900	1,6000	1,6200	1,6300	1,6100	1,6000	1,6000

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

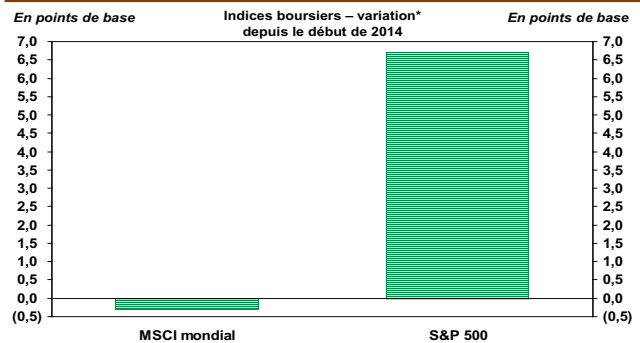
p : prévisions

# RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

## La « Grande Divergence » devrait se poursuivre en 2015

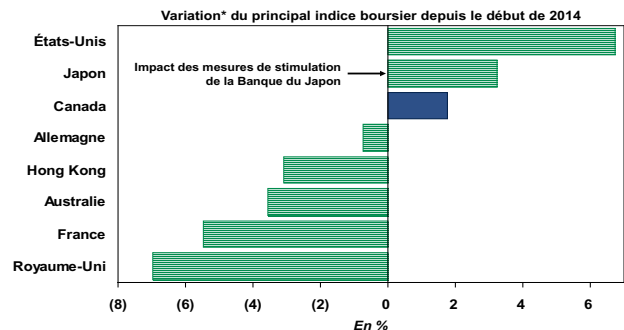
- Le marché boursier américain fait de plus en plus cavalier seul.** Le S&P 500 est en voie de clôturer l'année avec un rendement de 10 %, conformément à notre cible. Toutefois, dans une perspective mondiale, ce gain constitue l'exception plutôt que la norme. L'indice MSCI mondial affiche une baisse de 0,3 % sur l'année (graphique 7). Considérant que les actions américaines comptent pour 58 % de cet indice, on obtient une bonne idée du contexte qui prévaut sur les autres marchés d'actions. Les indices boursiers principaux du Royaume-Uni, de la France, de l'Allemagne, de l'Italie, de Hong Kong et de l'Australie sont tous en voie d'enregistrer des contractions pour l'année. L'indice S&P/TSX a vu ses gains de 2014 fondre à moins de 2 % (graphique 8).
- Les divergences spectaculaires de 2014 pourraient continuer d'influencer les marchés en 2015.** L'Europe frôle la déflation et la baisse des prix du pétrole ne fait qu'amplifier le décrochage des anticipations d'inflation, bête noire des banques centrales. Au Japon, le retour en récession pour une quatrième fois depuis 2008 illustre les difficultés que continueront de rencontrer les autorités nippones face aux vents contraires de nature structurelle. Après une année 2014 de rendement nul pour les actions internationales, nous anticipons une performance de seulement 8 % l'an prochain. Le début d'année 2015 devrait se faire encore pénible. Le début possible d'un programme d'achat d'obligations en zone euro pourrait diriger les investisseurs du Vieux Continent vers les marchés boursiers, comme cela s'est observé aux États-Unis, mais encore faudra-t-il que le contexte économique donne également le feu vert à un tel mouvement, ce qui pourrait prendre un certain temps. À terme, la faiblesse de l'euro et du yen (graphique 9) pourrait se répercuter positivement sur la profitabilité des exportateurs en zone euro et au Japon et offrir une importante assise fondamentale à un redressement des Bourses dans ces régions.
- Nous continuons de prévoir un rendement de 10 % (incluant les dividendes) pour la Bourse américaine l'an prochain.** Au-delà de la volatilité qui frappe les bourses à l'heure actuelle, les éléments fondamentaux de l'économie américaine demeurent très solides. La baisse des coûts des intrants énergétiques devrait favoriser la profitabilité au sein du secteur manufacturier, tandis que l'effet stimulant de la baisse des prix de l'essence sur la consommation américaine sourira aux secteurs de la consommation de base et discrétionnaire. Du côté du S&P/TSX, on ne peut passer à côté de la faiblesse d'un secteur énergétique comptant pour 20 % de l'indice boursier canadien (graphique 10 à la page 5). Néanmoins, comme aux États-Unis, plusieurs secteurs profiteront de la baisse des prix du pétrole. À cela s'ajoutera l'effet bénéfique d'une devise plus faible sur les secteurs exportateurs. De façon nette, l'impact économique des récentes tendances est toutefois incertain, étant donné l'importance de l'extraction

**Graphique 7 – La Bourse américaine s'est distinguée en 2014**



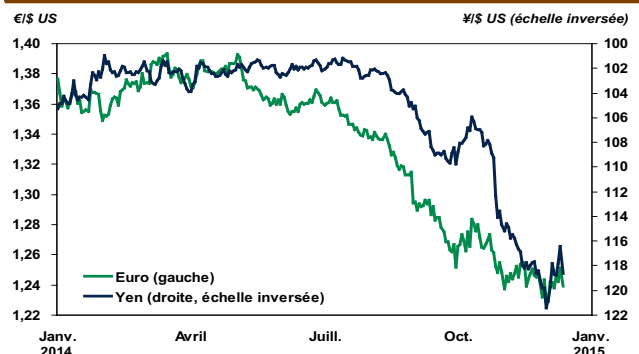
\* En date du 17 décembre 2014.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 8 – Rares sont les Bourses ayant affiché de forts gains**



\* En date du 17 décembre 2014.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 9 – Des devises dépréciées constitueront un soutien important aux exportations**

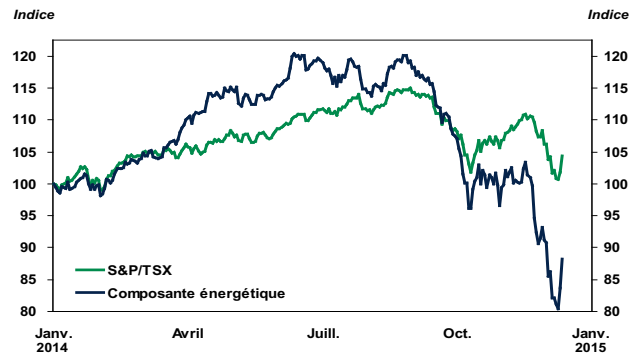


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

pétrolière dans les économies de certaines provinces. La Bourse canadienne devrait ainsi tirer de l'arrière par rapport à la Bourse américaine, avec un rendement de 7,5 % (incluant les dividendes). Une amélioration des conditions économiques mondiales en seconde moitié de 2015 pourrait néanmoins redonner un peu d'élan au S&P/TSX.

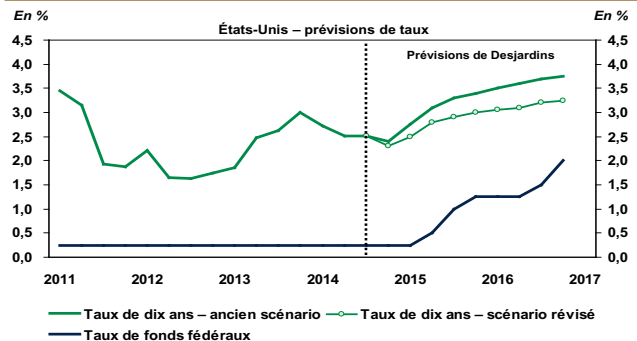
- **Les obligations sont toujours appelées à enregistrer des rendements négatifs.** Le rendement de -1,2 % de l'indice obligataire en 2013 semblait le précurseur à une période de rendements négatifs pour une classe d'actifs aussi dispendieuse. Au lieu de cela, l'indice est en voie d'amener un rendement inespéré de 7,5 % pour 2014. Avec la dégringolade des prix du pétrole, ceci constitue sans l'ombre d'un doute la grande surprise de l'année. Nous maintenons notre cible à -3,0 % pour 2015. En d'autres mots, la meilleure performance que prévu en 2014 n'est pas synonyme d'un renversement plus marqué en 2015, selon notre scénario de base. Nous avons récemment ajusté nos cibles de taux obligataires à la baisse pour l'année 2015 (graphique 11), alors que les obligations de plus long terme pourraient fort bien réagir de façon atypique au début du resserrement monétaire aux États-Unis, que nous continuons de prévoir pour la mi-2015. La Banque du Japon et fort possiblement la Banque centrale européenne prendront le relais de la Réserve fédérale en matière de politiques d'assouplissement quantitatif, ce qui pourrait augmenter l'attrait relatif des obligations nord-américaines et ainsi ralentir la remontée des taux.

**Graphique 10 – L'énergie est venue gâcher la fête pour la Bourse canadienne à partir de l'été**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 11 – La remontée des taux longs sera vraisemblablement lente malgré le resserrement monétaire**



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 : 7,5	cible : 7,5	cible : 12,5	cible : -4,0	cible : 8,8 (0,865 \$ US)
fourchette	0,85 à 0,95	5,0 à 10,0	2,5 à 11,0	8,0 à 15,0	-10,0 à 0,0	7,0 à 10,7
2015p	cible : 1,10	cible : -3,0	cible : 7,5	cible : 10,0	cible : 8,0	cible : -2,8 (0,890 \$ US)
fourchette	0,90 à 1,30	-6,0 à 0,0	2,0 à 13,0	5,0 à 14,0	1,0 à 15,0	-4,9 à 3,0

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques