

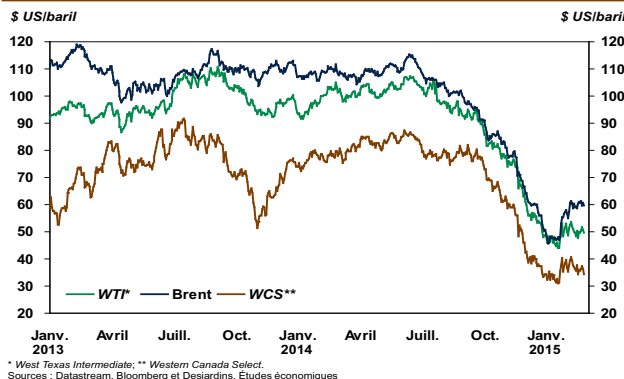
Les marchés demeurent volatils

FAITS SAILLANTS

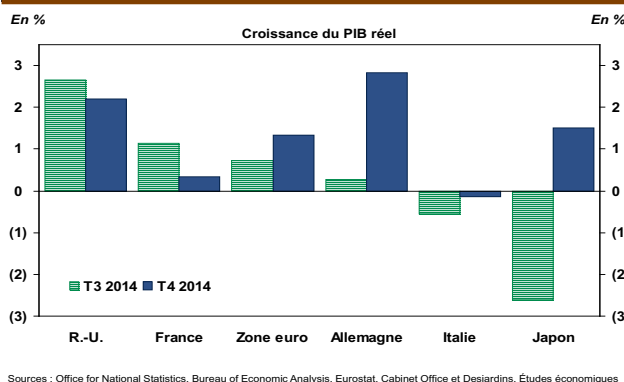
- Après une baisse en janvier, les Bourses et les taux obligataires ont remonté en février.
- La Banque du Canada semble maintenant satisfaite du niveau de ses taux directeurs.
- Les taux de détail devraient demeurer près des niveaux actuels.
- Le dollar canadien se stabilise avec les prix du pétrole.
- Ça se complique encore pour les Bourses!

- **Les investisseurs semblent un peu plus confiants.** Après un mois de janvier difficile marqué par une nouvelle baisse des cours pétroliers, des taux d'intérêt et des Bourses, un certain retour au calme a été observé en février. Une stabilisation des cours pétroliers (graphique 1) et une entente pour éviter un défaut du nouveau gouvernement grec ont contribué à gonfler l'optimisme des investisseurs. Plusieurs indices boursiers ont ainsi atteint récemment de nouveaux sommets historiques. Des possibilités accrues que la Réserve fédérale amorce un resserrement monétaire cet été ont toutefois ramené beaucoup de volatilité sur les marchés en mars.
- **Quelques espoirs au Japon et en zone euro.** Des nouvelles économiques un peu plus encourageantes ont aussi contribué à rassurer les investisseurs. Après avoir fait preuve de faiblesse vers la mi-2014, les économies du Japon et de la zone euro ont connu une meilleure croissance au quatrième trimestre (graphique 2). Les mesures agressives mises en place par la Banque du Japon et la Banque centrale européenne, la faiblesse du yen et de l'euro et la chute des prix du pétrole devraient permettre à ces deux économies de s'accélérer quelque peu en 2015.
- **L'économie canadienne a connu une bonne année 2014, mais 2015 s'annonce plus difficile.** Le PIB réel canadien a progressé de 2,4 %, à rythme trimestriel annualisé, au quatrième trimestre de 2014. Cela, combiné à une révision à la hausse des trimestres précédents, a permis à l'économie canadienne d'afficher une progression de 2,5 % en 2014, la deuxième meilleure des pays du G7 après le Royaume-Uni. Les chiffres du quatrième trimestre montrent cependant les premiers signes des effets négatifs de la baisse des cours pétroliers alors que les investissements non résidentiels ont reculé. Ces effets prendront de l'importance et ils limiteront

Graphique 1 – Après une baisse spectaculaire, les cours pétroliers se sont stabilisés



Graphique 2 – Une meilleure croissance économique en zone euro et au Japon à la fin de 2014



François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

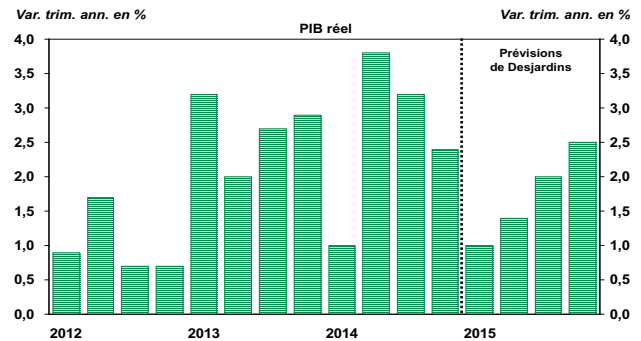
Hendrix Vachon
Économiste senior

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

significativement la croissance au cours des prochains trimestres (graphique 3).

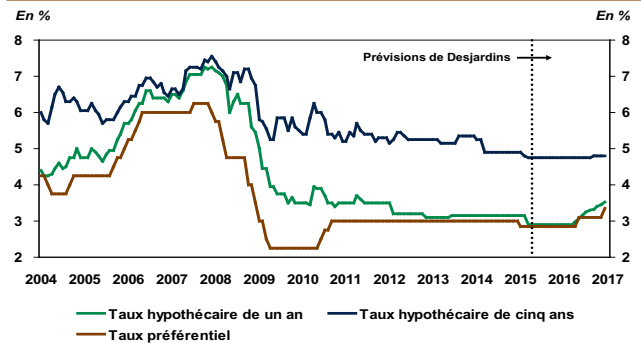
- La Banque du Canada (BdC) semble déjà avoir terminé son assouplissement monétaire.** La BdC a opté pour le *statu quo* en mars, jugeant que l'assouplissement des conditions financières découlant de sa baisse surprise de janvier était suffisant pour permettre à l'économie canadienne de traverser les difficultés liées à l'effondrement des cours pétroliers. Le scénario le plus probable semble maintenant le maintien du taux cible des fonds à un jour à 0,75 % pour plusieurs trimestres. Par contre, on ne peut exclure la possibilité qu'une autre baisse de taux soit décrétée dans les prochains mois si jamais l'économie canadienne devait ralentir plus que prévu ou si les prix du pétrole devaient recommencer à diminuer.
- Remontée des taux obligataires.** Le *statu quo* de la BdC et la remontée des taux obligataires américains à entraîner une augmentation des taux obligataires canadiens au cours des dernières semaines. Ces derniers demeurent toutefois très faibles d'un point de vue historique et le potentiel d'augmentation supplémentaire à court terme paraît limité.
- Les taux de détail devraient être stables au cours des prochains mois.** Les institutions financières canadiennes ont significativement abaissé leurs taux de détail à la suite de la baisse surprise des taux directeurs en janvier. À l'image des taux directeurs canadiens, les taux de détail devraient demeurer près des niveaux actuels au cours des prochains mois avant d'amorcer une remontée graduelle en 2016 (graphique 4).

Graphique 3 – La croissance économique canadienne sera affectée par la baisse des prix du pétrole



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les taux de détail devraient peu bouger au cours des prochains 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
Réalisé – fin de mois								
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
Janv. 2015	1,00	2,85	3,14	3,75	4,89	1,00	1,25	1,65
Févr. 2015	1,00	2,85	3,14	3,75	4,79	0,90	1,10	1,50
12 mars 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	0,85	1,10	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2015 : T1	1,00	2,85	2,79–2,99	3,29–3,49	4,64–4,84	0,75–0,95	1,00–1,20	1,40–1,60
2015 : T2	0,75–1,00	2,60–2,85	2,64–3,14	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,85–1,35	1,25–1,75
2015 : T3	0,75–1,25	2,60–3,10	2,64–3,14	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,85–1,35	1,25–1,75
2015 : T4	0,75–1,25	2,60–3,10	2,64–3,14	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	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	4,40–5,20	0,60–1,30	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	0,75–1,55	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

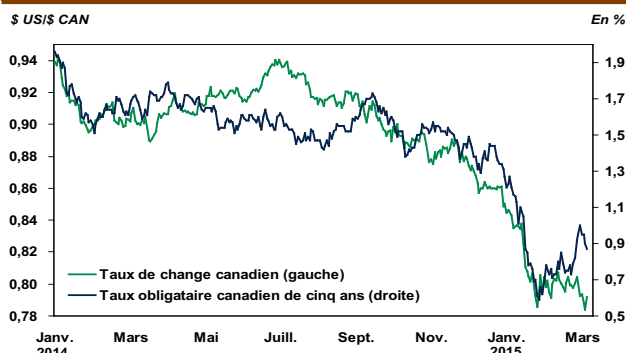
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien se stabilise

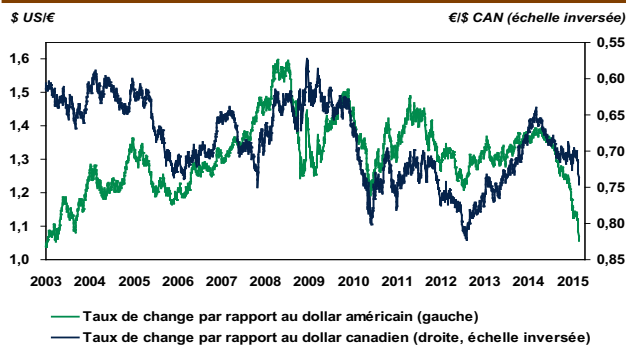
- Le dollar canadien est moins sous pression depuis que les prix du pétrole se sont stabilisés autour de 50 \$ US le baril. Étonnamment, le taux de change n'est pas remonté en mars lorsque la Banque du Canada a opté pour le *statu quo* et laissé entendre que le cycle d'assouplissement pourrait déjà être terminé. La stabilité de la devise a contrasté avec la remontée des taux obligataires canadiens (graphique 5). On se rappellera qu'en janvier, le dollar canadien avait perdu plus de 0,04 \$ US dans la foulée de la baisse surprise des taux d'intérêt directeurs au pays.
- La vigueur généralisée du dollar américain peut constituer une explication à l'absence de rebond du dollar canadien. La devise américaine a récemment été soutenue par des commentaires plus favorables de membres de la Réserve fédérale à l'égard d'un resserrement monétaire prochain. Les bonnes données sur l'emploi aux États-Unis ont aussi contribué à l'élan du billet vert, de même que le degré d'incertitude encore élevé à l'égard de la situation économique dans certains pays émergents.
- L'euro a retenu l'attention en mars en tombant à un creux de 12 ans à 1,0494 \$ US (graphique 6). Le début des achats de titres souverains par la Banque centrale européenne génère beaucoup de mouvement pour la devise commune. D'un point de vue plus fondamental, l'économie eurolandaise a besoin d'une devise faible pour retrouver une croissance soutenue, et déjà on peut voir des effets notables sur le solde commercial. Les Canadiens qui voyageront en Europe pourront profiter de la faiblesse de l'euro alors qu'un huard vaut maintenant près de 0,75 €.
- Prévisions :** La remontée graduelle prévue pour les prix du pétrole à partir de l'été devrait aider le dollar canadien à terminer l'année au-dessus de 0,80 \$ US. La vigueur du dollar américain constituera le principal frein pour une remontée plus rapide de la devise canadienne. L'euro pourrait rebondir à court terme si les données économiques s'améliorent en Europe, mais la concrétisation du resserrement monétaire aux États-Unis d'ici l'automne ramènera des pressions baissières sur la devise européenne.

Graphique 5 – Le dollar canadien n'a pas suivi le rebond des taux obligataires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – L'euro à un creux depuis 2003 par rapport au dollar américain



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	0,7900	0,8000	0,8100	0,8200	0,8400	0,8400	0,8500
\$ CAN par \$ US	1,1199	1,1621	1,2658	1,2658	1,2500	1,2346	1,2195	1,1905	1,1905	1,1765
\$ CAN par €	1,4147	1,4061	1,3418	1,3797	1,3125	1,2593	1,2805	1,3095	1,2857	1,2941
\$ US par €	1,2632	1,2101	1,0600	1,0900	1,0500	1,0200	1,0500	1,1000	1,0800	1,1000
\$ US par £	1,6212	1,5593	1,5100	1,5400	1,5200	1,5000	1,5400	1,5800	1,5600	1,5700

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

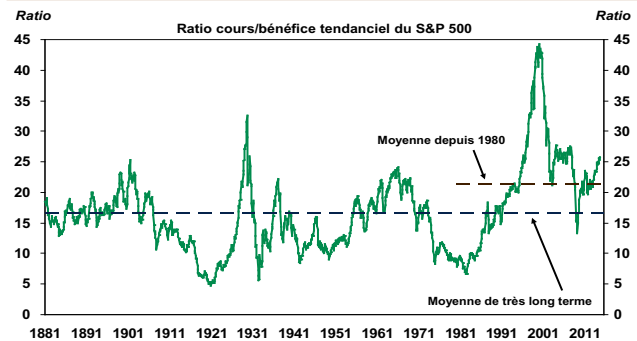
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Ça se complique encore pour les Bourses!

- **Après un début d'année particulièrement volatil, un ton autrement plus positif avait commencé à s'installer en février.** L'indice MSCI mondial a enregistré un gain de 4,6 % au cours du mois. Les Bourses européennes, qui s'en tiraient déjà mieux que les autres en début d'année grâce à l'annonce du programme d'achat d'obligations en Europe, ont poursuivi sur leur lancée. Pendant ce temps, les Bourses américaines regagnaient le terrain perdu en vertu d'une hausse de 5,2 % du S&P 500 en février. Même la Bourse canadienne a su faire fi des inquiétudes entourant le secteur énergétique, le S&P/TSX progressant de 3,9 % le mois dernier.
- **La fête s'est gâchée depuis le début de mars alors que la plupart des indices boursiers piquent encore du nez.** Dans le cas des États-Unis, il y a déjà un certain temps que la Bourse n'est plus une aubaine : le ratio cours-bénéfice tendanciel se situe actuellement au-dessus de la moyenne, autant celle de long terme que celle de très long terme (graphique 7). La croissance des indices sera largement tributaire de la progression des profits. Toutefois, cela s'avère de plus en plus difficile à réaliser par l'entremise de compressions de coûts, surtout dans un environnement où les entreprises embauchent avec ferveur (graphique 8). Les bonnes perspectives économiques aux États-Unis justifient l'expansion des masses salariales, mais une bonne partie des revenus des entreprises du S&P 500 proviennent de l'étranger, où les perspectives demeurent autrement plus modestes. Un dollar américain encore en pleine ascension, de même qu'une remontée à venir des taux d'intérêt constituent des obstacles additionnels aux perspectives boursières. Il ne faut donc pas se surprendre que certains investisseurs optent de sagement encaisser leurs profits à ce stade. Il reste qu'une croissance mondiale qui continuera de s'améliorer en 2015 offrira un point d'appui aux marchés boursiers. Malgré des soubresauts ponctuels, nous continuons d'anticiper des gains modérés aux États-Unis.
- **La Bourse canadienne n'échappe pas à la tendance baissière en mars.** Toutefois, le simple fait que le S&P/TSX ait mieux performé que le S&P 500 depuis le début de l'année pourrait constituer une réalisation en soi. Il ne faut quand même pas trop se bercer d'illusions, car la relative bonne performance de la Bourse canadienne ces derniers temps est en bonne partie attribuable à la montée en flèche du titre de la société pharmaceutique Valeant, après son acquisition de Salix Pharmaceuticals en février. Valeant occupe à elle seule plus de 85 % de la composante santé de l'indice canadien, une composante qui s'affiche en hausse de 44 % depuis le début de l'année (graphique 9). Sans être catastrophique, le portrait est plus modeste dans les autres secteurs. Même si le pire semble être passé pour les titres énergétiques, ils évoluent sans direction claire, en conformité avec les prix du pétrole, qui oscillent autour de 50 \$ US, dans le cas du *West Texas Intermediate (WTI)*, et d'à peine 35 \$ US dans le cas du *Western Canada*

Graphique 7 – La Bourse américaine est quelque peu dispendieuse sur une base historique



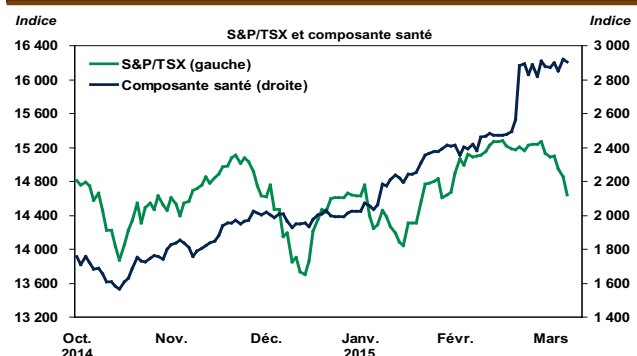
Sources : Robert J. Shiller, Yale University et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Le rythme d'embauches en nette accélération aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics, Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La Bourse canadienne aurait moins bien performé sans le bond spectaculaire dans la santé

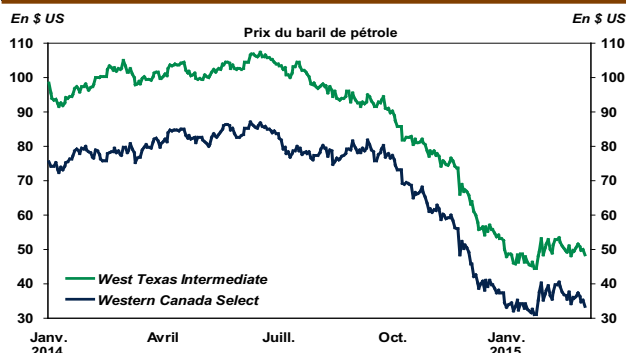


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Select (WCS) (graphique 10). Pendant ce temps, les sociétés financières doivent naviguer dans un environnement de ralentissement des ventes immobilières et de taux plus faibles. Dans ce contexte, nous continuons d'anticiper un rendement modéré de l'indice boursier canadien de l'ordre de 6,0 % en 2015.

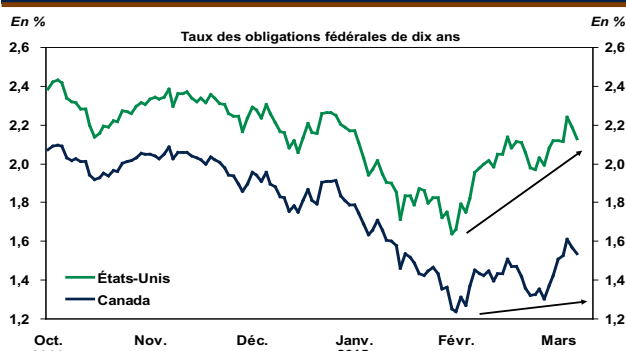
- **Contrairement au cas habituel, les obligations ne profitent pas des difficultés des Bourses.** Au contraire, les taux ont enregistré des augmentations significatives durant les dernières semaines. Le taux américain de dix ans a gagné environ 50 points de base depuis son creux du 30 janvier. Le rebond a été plus modeste au Canada, où les incertitudes subsistent quant à la direction future de la politique monétaire, mais le taux de dix ans est quand même remonté d'environ 30 points de base depuis le début de février (graphique 11). La Banque du Canada (BdC) a récemment laissé croire qu'elle était confortable avec un taux à un jour à 0,75 %, mais les risques sont importants : si la croissance se veut plus résiliente qu'anticipé face au choc des prix du pétrole, la BdC pourrait déterminer que l'économie canadienne n'a plus besoin de l'appui offert par la réduction de taux de janvier. L'inverse est aussi valable, et des données plus moroses qu'attendu pourraient amener la BdC à décréter une nouvelle détente monétaire. Notre scénario principal s'articule autour d'un maintien du taux à un jour à 0,75 % jusqu'en 2016, ce qui devrait se traduire par un rendement légèrement positif de la classe obligataire en 2015. Toutefois, le contexte de grande incertitude entourant la politique monétaire canadienne se reflète en une fourchette de rendement relativement large.

Graphique 10 – Pour le moment, la faiblesse des prix du pétrole empêche un rebond des titres énergétiques



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Une remontée des taux beaucoup plus lente au Canada



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 : 0,60	cible : 2,0	cible : 6,0	cible : 8,0	cible : 9,0	cible : 6,2 (0,81 \$ US)
fourchette	0,35 à 0,75	-1,0 à 5,0	0,0 à 12,0	4,0 à 14,0	2,0 à 16,0	2,4 à 14,7

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques