

## L'évolution des cours pétroliers demeure incertaine

### FAITS SAILLANTS

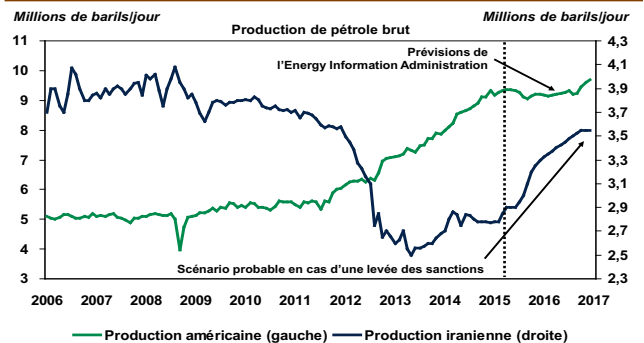
- La remontée des cours pétroliers profite aux actifs canadiens, mais les perspectives sont incertaines.
- Après un premier trimestre très difficile, les économies nord-américaines devraient rebondir.
- Rien n'annonce un mouvement prochain des taux directeurs canadiens.
- Le dollar canadien remonte à 0,82 \$ US.
- Les rallyes en Europe et dans les pays émergents sont-ils durables?

• **Le pétrole a remonté, mais le potentiel de hausse supplémentaire à court terme paraît limité.** Le prix du pétrole *WTI (West Texas Intermediate)* est passé de 44 \$ US le baril à la mi-mars à un peu plus de 55 \$ US récemment, alors que tout indique que la poussée de la production américaine de pétrole prendra bientôt fin (graphique 1). Cela a favorisé le huard et la Bourse canadienne. L'entente préliminaire du 2 avril entre l'Iran et les grandes puissances augmente toutefois les probabilités d'une poussée des exportations iraniennes de pétrole en seconde moitié de 2015. Cela maintiendrait le marché mondial du pétrole en surplus pour plusieurs trimestres et pourrait prolonger la période de faiblesse des prix du brut.

• **Plusieurs statistiques américaines sont décevantes.** Même les embauches ont ralenti en mars avec un gain de seulement 126 000 emplois par rapport à une moyenne de 281 000 au cours des six mois précédents (graphique 2). La croissance du PIB réel risque d'être inférieure à 1 % au premier trimestre. Ce début d'année difficile a amené les dirigeants de la Réserve fédérale à revoir à la baisse leurs perspectives concernant la croissance économique et le niveau des taux directeurs. Toutefois, avec une météo plus favorable et la fin du conflit de travail dans les ports de la côte Ouest, certains signes plus encourageants commencent à émerger et un rebond est prévu au printemps.

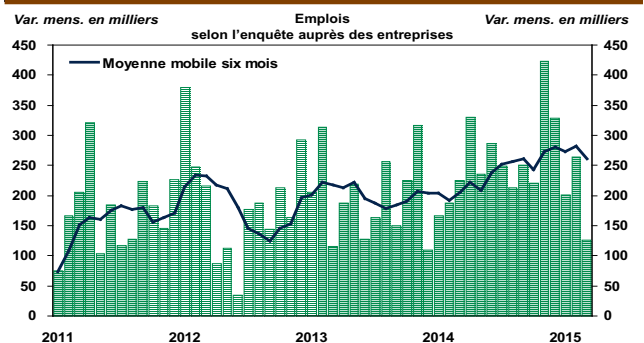
• **L'économie canadienne connaît aussi un début d'année difficile.** Les données publiées au Canada laissent entrevoir que l'économie a pratiquement stagné au premier trimestre de 2015, la faiblesse des prix du pétrole frappant durement l'investissement des entreprises. Les difficultés momentanées de l'économie américaine survenues à l'hiver semblent aussi retarder la remontée des exportations hors produits de base et des ventes des manufacturiers.

**Graphique 1 – La poussée de la production américaine de pétrole tire à sa fin, mais l'Iran pourrait temporairement prendre la relève**



Sources : Bloomberg, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

**Graphique 2 – Après une période de forte croissance, l'emploi américain a déçu en mars**



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**

Économiste principal

**Jimmy Jean**

Économiste principal

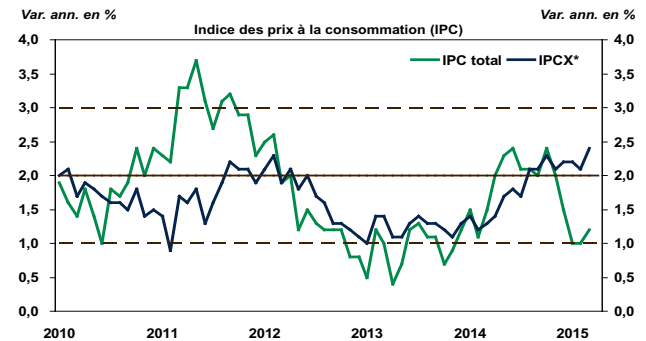
**Hendrix Vachon**

Économiste senior

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

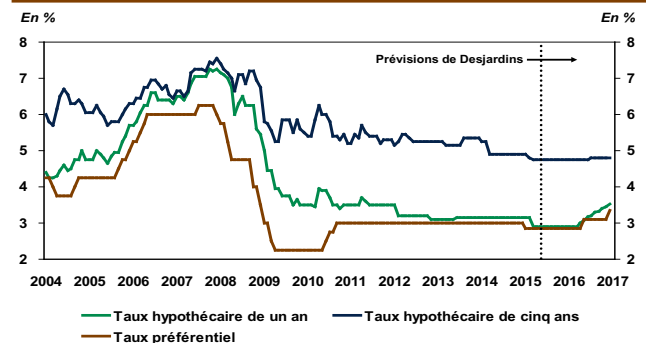
- La Banque du Canada (BdC) semble confiante pour l'avenir.** En plus d'avoir de nouveau opté pour le *statu quo* en avril, la BdC a adopté un ton un peu plus optimiste. Elle semble avoir bon espoir que le raffermissement des exportations entraînera un rebond de l'économie canadienne en seconde moitié de 2015. Alors que l'inflation de référence a atteint 2,4 % en mars (graphique 3), son plus haut niveau depuis 2008, les probabilités d'un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire canadienne paraissent relativement faibles.
- Les taux d'intérêt demeurent faibles.** Le ton optimiste de la BdC a fait quelque peu remonter les taux sur le marché monétaire canadien et les taux des obligations de court terme. Les taux obligataires canadiens de plus long terme demeurent cependant très faibles alors que le contexte international reste très favorable aux obligations gouvernementales. Le maintien de taux obligataires faibles et l'environnement particulièrement concurrentiel à ce moment de l'année ont incité les institutions financières à abaisser certains taux de détail affichés et à offrir des taux hypothécaires promotionnels très attrayants pour les emprunteurs.
- Vers une longue période de stabilité des taux de détail.** Puisque les taux directeurs canadiens devraient demeurer inchangés au cours des prochains trimestres et que les hausses de taux obligataires s'annoncent limitées, l'environnement de taux de détail très faibles devrait perdurer pour encore plusieurs trimestres (graphique 4). Une véritable remontée ne devrait pas débiter avant tard en 2016.

**Graphique 3 – L'inflation de référence canadienne a atteint un niveau inégalé depuis la fin de 2008**



\* Indice de référence de la Banque du Canada.  
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – Les taux de détail demeureront bas**



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>								
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
Mars 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
23 avril 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,45
<b>Prévisions</b>								
Fin de trimestre								
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	0,80–1,30	1,20–1,70
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	0,80–1,30	1,20–1,70
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	0,80–1,30	1,20–1,70
2016 : T1	0,75–1,25	2,60–3,10	2,64–3,14	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,20–1,70
Fin d'année								
2016	1,00–2,00	2,85–3,85	3,10–3,90	3,65–4,45	4,40–5,20	0,60–1,25	0,80–1,45	1,20–1,85
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

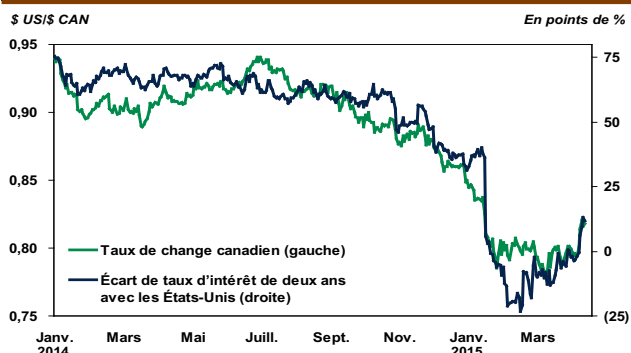
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).  
Source : Desjardins, Études économiques

# DOLLAR CANADIEN

## Le dollar canadien remonte à 0,82 \$ US

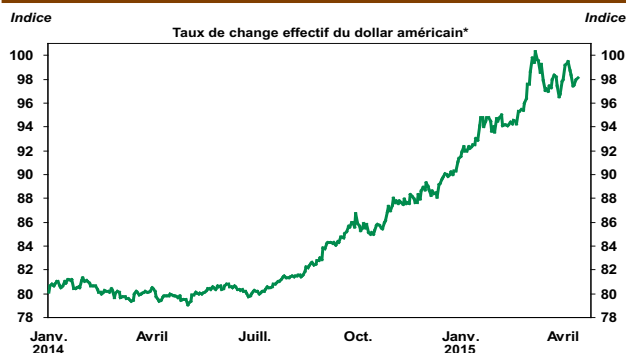
- Après plusieurs mois de faiblesse, le dollar canadien se porte mieux et a atteint 0,82 \$ US en avril. La remontée des prix du brut à plus de 55 \$ US le baril n'est pas étrangère au regain d'altitude du huard. Cela dit, la hausse des prix du brut apparaît difficilement soutenable à court terme surtout devant la possibilité d'un retour du pétrole iranien sur les marchés internationaux à partir de l'été.
- Le redressement des prix du pétrole permet à la Banque du Canada (BdC) d'être plus patiente, ce qui donne un coup de pouce supplémentaire au dollar canadien. En janvier, la baisse surprise des taux d'intérêt décrétée par la BdC avait causé une onde de choc importante sur la devise. Les marchés réajustent maintenant leurs positions, ce qui est bien illustré par la relation entre le taux de change et l'écart des taux d'intérêt de deux ans avec les États-Unis (graphique 5).
- Le dollar canadien n'est pas la seule devise à s'être appréciée contre le dollar américain dernièrement. De façon générale, la tendance à l'appréciation de la devise américaine s'est essouffée depuis la mi-mars (graphique 6). L'un des principaux déterminants des mouvements des taux de change depuis trois trimestres est le fait que les investisseurs anticipent une forte divergence entre la politique monétaire américaine et celles de plusieurs économies, dont celles de la zone euro et du Japon. Or, les données économiques plus décevantes aux États-Unis incitent les investisseurs à revoir leurs anticipations à l'égard de la divergence des politiques monétaires. Cela dit, le ralentissement économique aux États-Unis s'annonce temporaire alors qu'il aurait surtout été causé par une météo peu clémente.
- Prévisions :** Le dollar canadien devrait se maintenir sous 0,80 \$ US pour l'essentiel du reste de l'année. L'appréciation récente de la devise apparaît difficilement soutenable devant le risque élevé que les prix du pétrole rechutent faute d'un ajustement suffisant de la production mondiale. Enfin, le huard devrait aussi faire les frais d'un regain de vie prochain du dollar américain, lequel sera appuyé par un retour probable des bonnes données économiques aux États-Unis.

**Graphique 5 – La plus faible probabilité que la Banque du Canada abaisse ses taux aide au dollar canadien à se réapprécier**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – Le dollar américain prend une pause après plusieurs mois de forte appréciation**



\* Moyenne pondérée du dollar américain contre l'euro, le yen, la livre, le dollar canadien, la couronne suédoise et le franc suisse.  
Sources : Bloomberg 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	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,8929	0,8605	0,7882	0,7800	0,7700	0,7900	0,8000	0,8200	0,8300	0,8400
\$ CAN par \$ US	1,1199	1,1621	1,2688	1,2821	1,2987	1,2658	1,2500	1,2195	1,2048	1,1905
\$ CAN par €	1,4147	1,4061	1,3626	1,3846	1,3506	1,3291	1,3250	1,3293	1,3253	1,3333
\$ US par €	1,2632	1,2101	1,0740	1,0800	1,0400	1,0500	1,0600	1,0900	1,1000	1,1200
\$ US par £	1,6212	1,5593	1,4845	1,5000	1,4700	1,4800	1,5100	1,5500	1,5600	1,5500

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

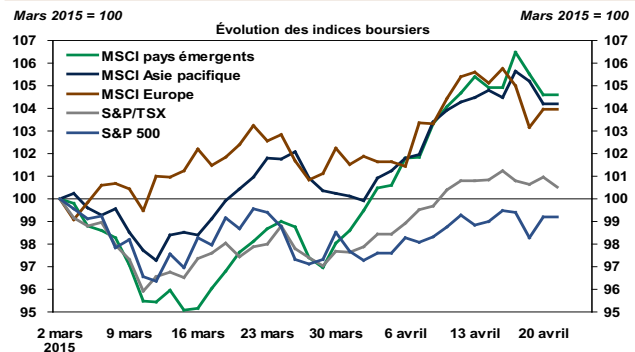
p : prévisions

# RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

## Les rallyes en Europe et dans les pays émergents sont-ils durables?

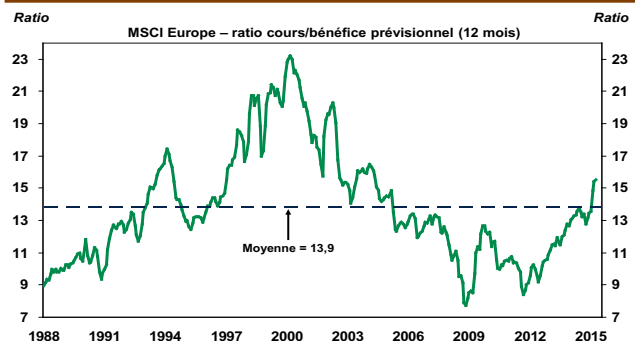
- Le thème de divergence mondiale demeure immaculé sur les marchés.** Les Bourses européennes et des pays émergents continuent de dominer le palmarès de croissance, comme en font foi les gains de 3,9 % et de 4,6 % des indices MSCI de ces régions respectives depuis le début de mars (graphique 7). En Europe, la trajectoire plus positive de la croissance économique se conjugue à l'effet d'éviction de la politique d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne sur les marchés obligataires, pour doper les Bourses. Malgré le fait que le ratio cours/bénéfice de l'indice MSCI Europe dépasse désormais sa moyenne des 27 dernières années (graphique 8), le maintien d'une politique monétaire expansionniste devrait continuer d'offrir un certain soutien aux Bourses européennes, étant donné l'insuffisance d'alternatives de rendement.
- Dans les marchés émergents, la Bourse chinoise connaît un essor encore plus impressionnant, l'indice de Shanghai affichant un gain de 30 % depuis janvier.** Une performance aussi puissante dans un contexte de ralentissement économique n'est pas sans soulever certains questionnements quant à la présence d'une bulle boursière (graphique 9). Les autorités réglementaires chinoises se sont d'ailleurs vues dans l'obligation d'intervenir en avril pour resserrer les exigences sur les opérations de prêt avec appel de marge.
- Pendant ce temps, la vigueur du dollar américain continue de tourmenter les entreprises américaines.** Le S&P 500 affiche une progression très maigre de 2 % depuis le début de l'année. La saison de dévoilement des résultats du premier trimestre est focalisée sur l'impact de l'appréciation du dollar américain sur les chiffres d'affaires. Les bénéfices par action totaux avaient reculé au quatrième trimestre de 2014, mais largement en raison du secteur énergétique (graphique 10 à la page 5). Le risque est que la vigueur du dollar ait endommagé la rentabilité des multinationales davantage au premier trimestre. Cela d'autant plus que la performance décevante de l'économie américaine au premier trimestre ne laisse pas entrevoir de compensation marquée des secteurs dont les revenus se concentrent à l'échelle nationale. Nous demeurons néanmoins d'avis que la croissance américaine aura meilleure mine à partir du deuxième trimestre, apportant un appui plus solide aux revenus. Notre cible demeure ainsi établie à 8 % pour le rendement total du S&P 500, ce qui représenterait tout de même l'année la plus modeste en quatre ans.
- Après avoir reçu un coup de main fortuit des nouvelles de fusions et acquisitions, voilà que la Bourse canadienne profite maintenant d'une remontée des prix du pétrole.** Un secteur fortement dévalorisé à la fin de 2014, l'énergie affiche une augmentation de 6 % depuis le début de l'année. D'un certain point de vue, ceci a de quoi surprendre, car le ratio cours/bénéfice dans l'énergie indique plutôt une extrême survalorisation du secteur (graphique 11 à la page 5). Soit le gain des actions énergétiques n'a pas

**Graphique 7 – Les marchés en Europe et en Asie toujours en effervescence, l'Amérique du Nord à la traîne**



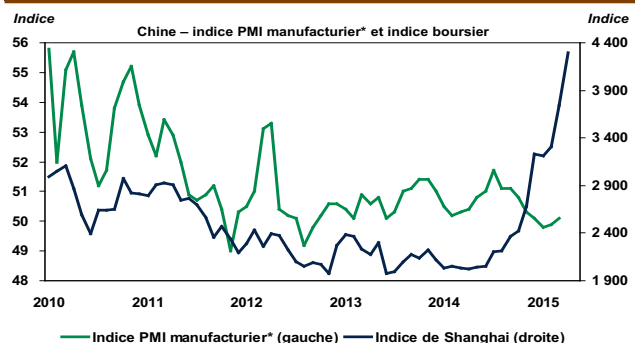
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 8 – Les Bourses européennes ne sont plus en situation de sous-évaluation**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

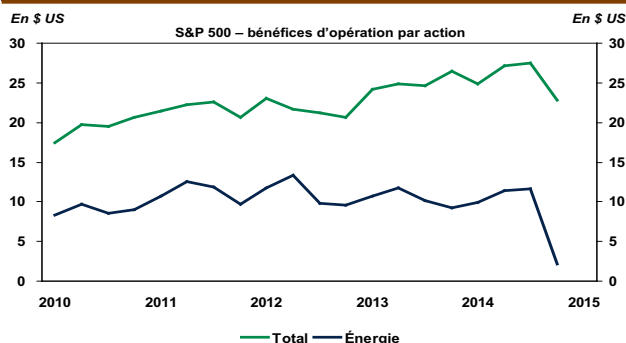
**Graphique 9 – La performance boursière en Chine semble être fondée sur la spéculation**



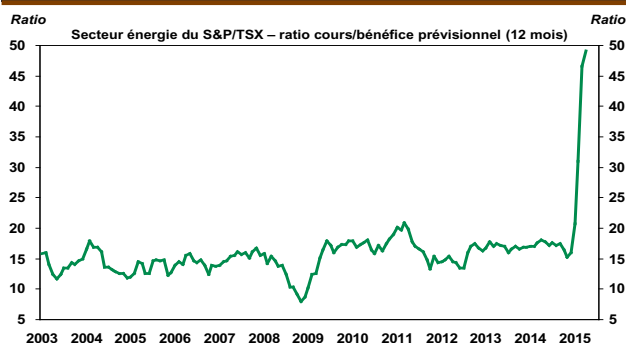
\* Données officielles.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

sa raison d'être, soit les analystes ont révisé leurs projections de bénéfices de manière trop alarmiste. Ultimement, l'incertitude quant à l'impact de la baisse des prix sur les bénéfices incite à la prudence dans l'interprétation du multiple. Cela dit, il serait prématuré de croire que les prix du pétrole ne sont plus à l'abri d'une nouvelle descente. Pendant ce temps, le secteur industriel, sensé profiter de la dépréciation de la devise, n'affiche aucune progression. Le ralentissement des investissements dans le secteur pétrolier inflige des pertes de revenus considérables aux entreprises manufacturières occupant le rôle de fournisseurs à cette industrie. Pour le moment, ceci semble mitiger l'effet positif de la devise dépréciée sur les recettes des fabricants exportateurs. Somme toute, il ne faudrait pas se surprendre si le S&P/TSX concédait certains de ses récents gains. Plus tard dans l'année, une fois le choc pétrolier dissipé, et avec une économie américaine ayant retrouvé son aplomb, une reprise plus crédible pourrait s'observer sur la Bourse canadienne. Notre cible de rendement de 7,5 % pour le S&P/TSX avoisine la cible pour le S&P 500.

- **Le peu d'intérêt démontré par la Banque du Canada (BdC) pour de nouvelles baisses de taux renforce notre scénario de taux directeurs stables pour environ un an.** Les attentes des banques centrales sont toutefois rehaussées en ce qui concerne la croissance nord-américaine à partir de maintenant. Advenant des déceptions importantes des indicateurs à venir, autant la BdC que la Réserve fédérale pourraient révéler un penchant pour le maintien de conditions monétaires accommodantes pour une plus longue durée qu'escompté. Néanmoins, nous jugeons qu'il n'y a pas lieu de modifier nos scénarios de remontée très progressive des taux, et nos cibles de rendement demeurent inchangées pour la classe obligataire.

**Graphique 10 – La descente des prix du pétrole a heurté les profits du S&P 500 à la fin de 2014**


Sources : Standard &amp; Poor's et Desjardins, Études économiques

**Graphique 11 – Explosion du ratio cours/bénéfice dans le secteur énergie de la Bourse canadienne**


Sources : Datastream 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 : 0,65	cible : 2,0	cible : 7,5	cible : 8,0	cible : 9,0	cible : 8,9 (0,79 \$ US)
fourchette	0,50 à 0,80	-1,0 à 5,0	1,0 à 14,0	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