

Le début d'année a été encore plus difficile qu'escompté en Amérique du Nord

FAITS SAILLANTS

- Enfin des signes de rebond de l'économie américaine.
- Le recul du PIB canadien ramène une possibilité de baisse des taux directeurs.
- La remontée des taux de long terme ne devrait pas affecter les taux de détail.
- Le dollar canadien reprend une tendance baissière.
- Convergence des Bourses... mais vers le bas.

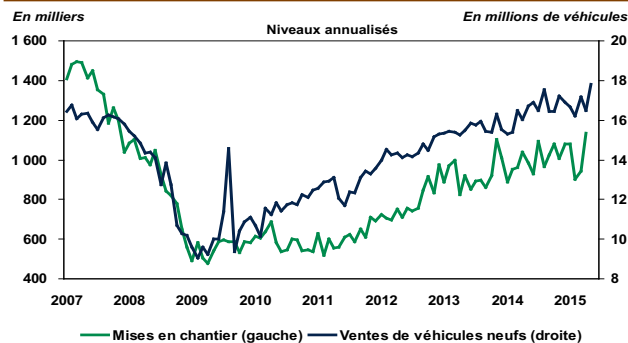
• Enfin des signes d'un rebond printanier aux États-Unis.

Le début d'année a été particulièrement décevant aux États-Unis alors que le PIB réel a reculé de 0,7 % au cours du premier trimestre. Les dernières statistiques sont cependant beaucoup plus encourageantes alors que les mises en chantier et les ventes d'automobiles ont bondi à des sommets de plusieurs années (graphique 1), que le solde commercial s'est fortement amélioré et que 280 000 emplois ont été créés en mai. Ces données permettent d'espérer que les difficultés de l'hiver n'étaient qu'un passage à vide temporaire. La porte demeure ainsi ouverte à une hausse des taux directeurs américains en septembre prochain.

- **Recul surprise de l'économie canadienne au premier trimestre.** Une quasi-stagnation de l'activité économique était attendue au premier trimestre. Le PIB réel canadien a finalement reculé de 0,6 %, à rythme annualisé, surtout à cause d'une importante baisse des investissements des entreprises (graphique 2). Après trois baisses consécutives du PIB mensuel, la croissance économique peinera à dépasser 1 % au deuxième trimestre. Ces résultats décevants pourraient indiquer que les effets négatifs découlant de la correction des cours pétroliers sont pires qu'anticipé. D'autres statistiques économiques, dont les mises en chantier et la création d'emplois, dressent toutefois un portrait moins sombre de l'économie canadienne.

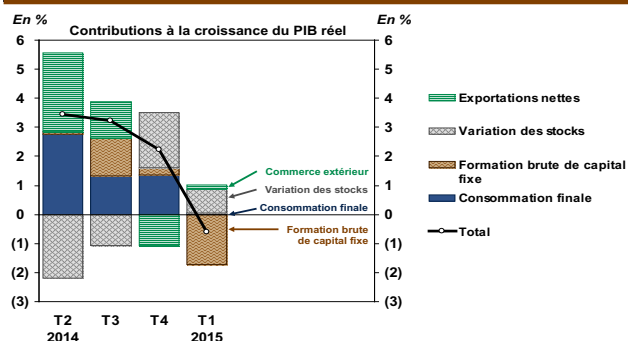
- **La Banque du Canada (BdC) abaissera-t-elle à nouveau ses taux directeurs?** Tout indique que la performance de l'économie canadienne aura été significativement en dessous des attentes de la BdC au cours de la première moitié de 2015. Cela allongera significativement la période durant laquelle l'économie canadienne continuera d'évoluer en dessous de son plein potentiel. Par conséquent, la BdC pourrait décider d'abaisser ses taux directeurs dès

Graphique 1 – Aux États-Unis, les mises en chantier et les ventes de véhicules ont atteint des sommets de plusieurs années



Sources : U.S. Census Bureau, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Une chute de l'investissement des entreprises a fait reculer l'économie canadienne au premier trimestre



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou

Économiste principal

Jimmy Jean

Économiste principal

Hendrix Vachon

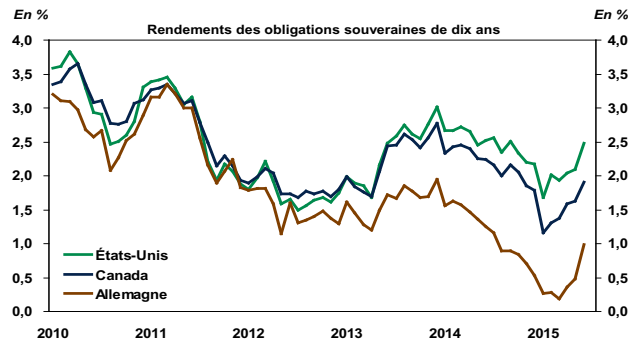
Économiste senior

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

sa rencontre du 15 juillet pour tenter de stimuler davantage l'activité économique. Cette possibilité est bien réelle, mais les récents signes de rebond de l'activité aux États-Unis et la remontée des cours pétroliers devraient finalement la convaincre de maintenir ses taux directeurs au niveau actuel.

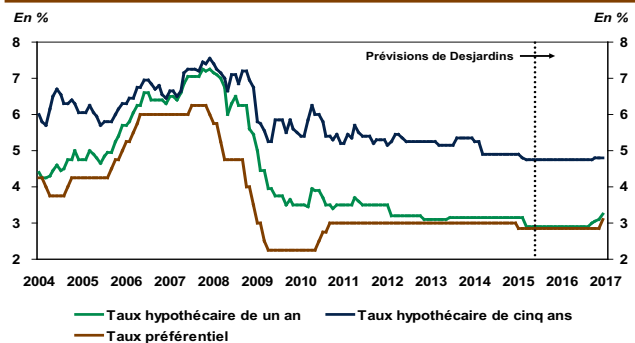
- **Remontée généralisée des taux obligataires de long terme.** Après avoir fortement diminué au commencement de 2015, les taux obligataires de long terme ont significativement remonté depuis le milieu du mois de mars, tant en Europe qu'en Amérique du Nord (graphique 3). Le rebond des cours pétroliers, qui réduit les risques de déflation, explique en partie ce changement de tendance. La hausse des taux semble aussi refléter l'émergence d'un malaise de la part de certains investisseurs face à la faiblesse extrême des taux obligataires, particulièrement en Europe. Malgré l'augmentation récente, les taux obligataires demeurent ainsi très faibles d'un point de vue historique. Comme pour les cours pétroliers, le potentiel d'augmentation supplémentaire des taux obligataires d'ici la fin de 2015 paraît limité.
- **Nous prévoyons toujours une grande stabilité des taux de détail.** L'augmentation des taux de long terme ne devrait pas avoir d'impact sur les taux de détail d'une échéance de cinq ans et moins. Tout indique ainsi que ces derniers demeureront près des niveaux actuels pour encore plusieurs trimestres (graphique 4), d'autant plus que les taux directeurs canadiens ne devraient amorcer une remontée qu'à la toute fin de 2016. Les taux de détail de court terme pourraient même diminuer davantage si la BdC surprend à nouveau en abaissant ses taux directeurs.

Graphique 3 – Après être descendus très bas en début d'année, les taux obligataires ont récemment rebondi



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Peu de mouvements à prévoir pour les taux de détail



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								
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
Avril 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,45
Mai 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	1,00	1,15	1,50
11 juin 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	1,00	1,15	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2015 : T2	1,00	2,85	2,79–2,99	3,29–3,49	4,64–4,84	0,90–1,10	1,05–1,25	1,40–1,60
2015 : T3	0,75–1,25	2,60–3,10	2,64–3,14	3,14–3,64	4,49–4,99	0,75–1,25	0,80–1,40	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	0,75–1,25	0,80–1,40	1,25–1,75
2016 : T1	0,75–1,25	2,60–3,10	2,64–3,14	3,14–3,64	4,49–4,99	0,75–1,25	0,80–1,40	1,25–1,75
Fin d'année								
2016	0,75–1,75	2,60–3,60	2,85–3,65	3,60–4,40	4,40–5,20	0,75–1,50	0,85–1,65	1,25–2,00
2017	1,25–2,25	3,10–4,10	3,35–4,15	4,15–4,95	4,75–5,55	0,90–1,70	1,20–2,00	1,50–2,30
2018	2,00–3,00	3,85–4,85	3,95–4,75	4,50–5,30	5,10–5,90	1,10–1,90	1,45–2,25	1,80–2,60

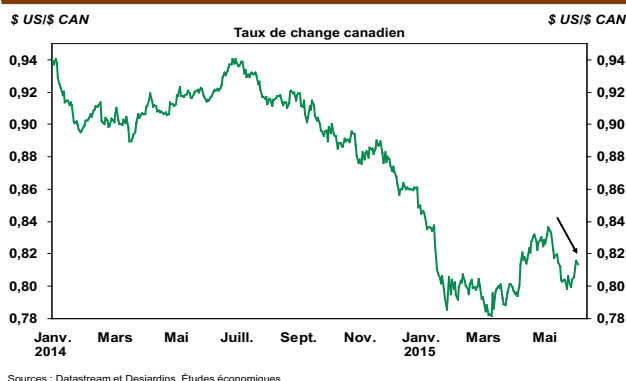
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien perd ses récents gains

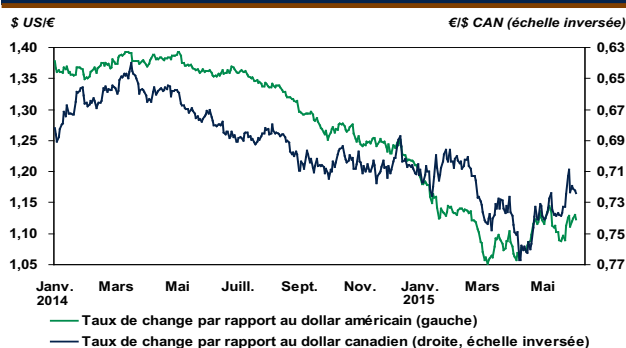
- La remontée du dollar canadien amorcée en avril dernier aura été d'une courte durée. Malgré les prix du pétrole qui se sont stabilisés à près de 60 \$ US le baril, la devise canadienne s'est récemment dépréciée pour revenir aux alentours de 0,80 \$ US (1,25 \$ CAN/\$ US) (graphique 5). Ce mouvement du taux de change canadien s'explique essentiellement par la publication de données économiques décevantes au Canada et par un regain de vie du dollar américain.
- Le pétrole est encore un déterminant important de l'évolution du dollar canadien. À cet égard, la remontée des prix du brut depuis le mois de mars apparaît fragile faute d'ajustement suffisant de la production mondiale pour équilibrer le marché. De nouveaux risques baissiers pour les prix sont récemment apparus avec la production qui augmente dans les pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et le possible retour du pétrole iranien sur les marchés occidentaux.
- La divergence des politiques monétaires demeure un thème central pour les devises. Les anticipations de resserrement monétaire aux États-Unis ont fortement contribué à l'appréciation du dollar américain depuis l'été dernier. Le mouvement a été amplifié par les mesures d'assouplissement annoncées par plusieurs banques centrales. La détérioration des données économiques aux États-Unis durant l'hiver a temporairement remis en doute la possibilité que la Réserve fédérale augmente ses taux d'intérêt. L'euro a bénéficié de la situation (graphique 6), d'autant plus que les données européennes ont souvent battu les attentes. Les vents commencent toutefois à redevenir favorables au billet vert, notamment lorsque l'on prend note des bons chiffres de l'emploi aux États-Unis.
- Prévisions :** Il est trop tôt pour une appréciation durable du dollar canadien, lequel devrait évoluer sous 0,80 \$ US au cours des prochains mois. Les éléments qui ont contribué à l'affaiblir l'an passé demeurent en place. Les prix du pétrole risquent de rechuter, le dollar américain devrait s'apprécier et la Banque du Canada pourrait encore changer son fusil d'épaule. Plusieurs autres devises, dont l'euro, devraient aussi se déprécier par rapport au dollar américain.

Graphique 5 – La réappréciation du dollar canadien n'aura été que temporaire



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – L'euro s'apprécie après plusieurs mois de faiblesse



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	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,8929	0,8605	0,7882	0,8000	0,7800	0,7900	0,8000	0,8100	0,8200	0,8400
\$ CAN par \$ US	1,1199	1,1621	1,2688	1,2500	1,2821	1,2658	1,2500	1,2346	1,2195	1,1905
\$ CAN par €	1,4147	1,4061	1,3626	1,3750	1,3333	1,3291	1,3250	1,3457	1,3537	1,3571
\$ US par €	1,2632	1,2101	1,0740	1,1000	1,0400	1,0500	1,0600	1,0900	1,1100	1,1400
\$ US par £	1,6212	1,5593	1,4845	1,5200	1,4700	1,4800	1,5100	1,5500	1,5600	1,5600

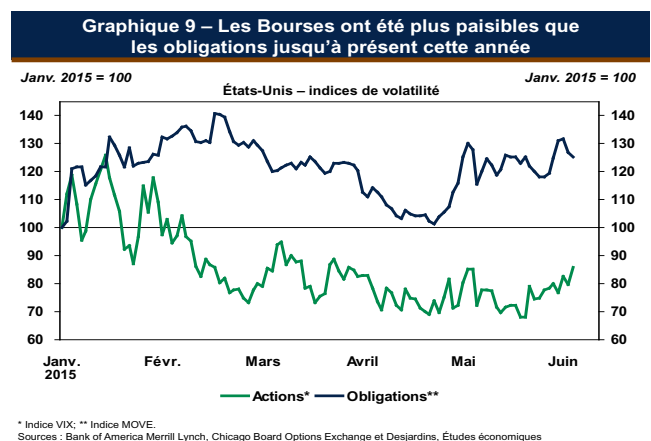
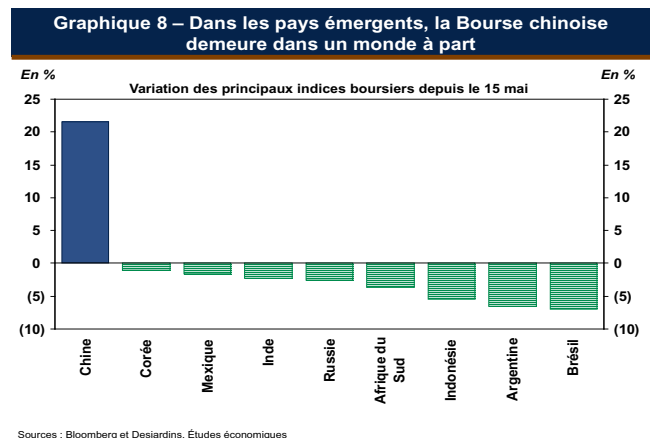
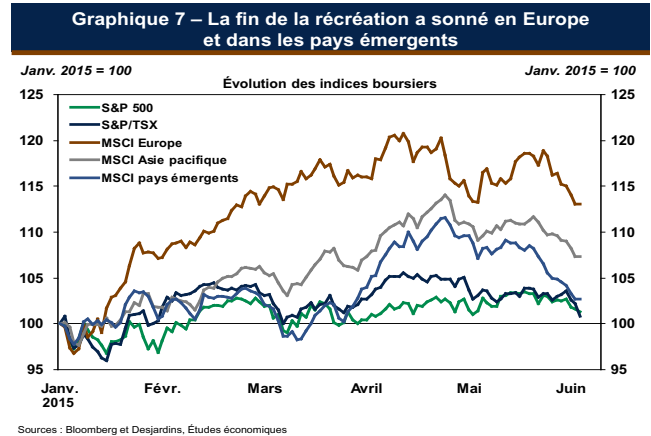
Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

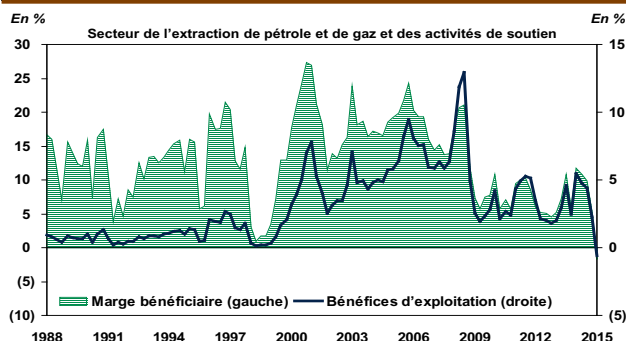
Convergence des Bourses... mais vers le bas

- La convergence des Bourses mondiales semble s'être mise en branle, mais malheureusement vers le bas.** Après avoir cartonné durant les trois premiers mois de l'année, les Bourses européennes ont commencé à manquer de carburant en avril (graphique 7). Après un mois de mai peu convaincant, l'indice MSCI européen s'affiche en baisse décisive depuis le début de juin, notamment sur fond de risques accrus d'un défaut de paiement du gouvernement grec. Constat similaire dans les pays émergents : l'indice MSCI s'inscrit en baisse de près de 8 % depuis la fin avril. En fait, les pays émergents affichent désormais un rendement à peine plus reluisant que ceux des Bourses nord-américaines depuis le début de l'année. Les marchés boursiers en Corée, en Inde, et tout particulièrement dans les pays d'Amérique latine, subissent des revers importants depuis la mi-mai (graphique 8). De son côté, la Bourse de Shanghai (qui demeure pour l'instant exclue de l'indice MSCI), demeure à des niveaux stratosphériques, fruit d'une hausse spectaculaire de près de 60 % depuis janvier. Les facteurs fondamentaux en Chine ne sont pourtant pas en meilleure posture que dans d'autres pays émergents, et la Bourse chinoise affiche plusieurs symptômes de bulle spéculative.
- On peut parler de calme plat pour le S&P 500 et le S&P/TSX, qui affichent de maigres gains de 1 % depuis janvier.** Les marchés nord-américains se distinguent également par des niveaux de volatilité modestes, en net contraste avec la recrudescence de volatilité sur les marchés obligataires mondiaux observée ces derniers mois (graphique 9). La vigueur des mouvements de taux des dernières semaines aurait pu être dommageable pour les Bourses, mais il faut aussi reconnaître que le S&P 500 et le S&P/TSX étaient sensiblement moins vulnérables à une correction, contrairement au cas des Bourses européennes et des marchés émergents, qui n'ont pas tardé à réagir au mouvement des taux.
- Les prochains mois pourraient être pénibles pour les Bourses.** Entre autres, les appuis fondamentaux de la Bourse canadienne demeurent plutôt chancelants. L'économie a subi une contraction inattendue au premier trimestre. L'ampleur de la chute du PIB laisse quelque peu perplexe, d'autant plus que d'autres signaux sont préoccupants. Par exemple, les exportations hors énergie, sur lesquelles tant d'espoir repose, n'ont su pleinement tirer profit de la dépréciation cumulative du dollar canadien. La contraction des investissements en biens de capital répertoriée autant au Canada qu'aux États-Unis semble faire payer un important tribut aux exportations canadiennes hors énergie, si bien que les volumes de ces dernières ont crû de façon beaucoup moindre que ceux des produits énergétiques au cours de la dernière année.
- Du côté du secteur énergétique, malgré la résilience des volumes d'exportation, les profits sont entrés en zone négative au premier trimestre.** Il s'agit d'une

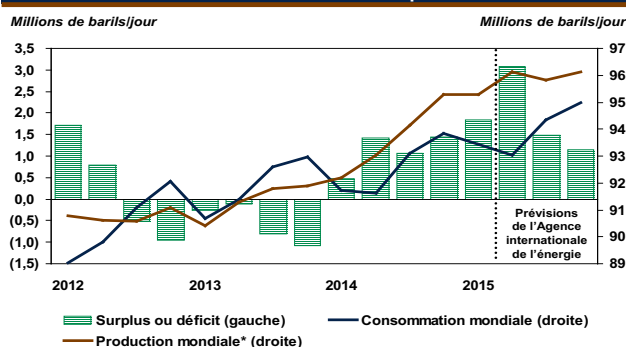


première occurrence de pertes dans l'historique des données officielles (graphique 10). Cela illustre bien la sévérité du choc et justifie l'ajustement à la baisse qu'avait subi la Bourse canadienne lors de la dégringolade des prix. À court terme, le sort du S&P/TSX continuera d'être influencé par la trajectoire des cours pétroliers. Malheureusement, les perspectives ne sont pas trop encourageantes. La poussée spectaculaire de la production des pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et leur détermination à continuer de produire de manière soutenue laissent présager que le surplus mondial de pétrole pourrait perdurer plus longtemps (graphique 11). Nous prévoyons d'ailleurs une légère baisse des prix du pétrole au cours de l'été. Dans ce contexte, même si nous pensons que la Bourse canadienne parviendra à dégager un rendement total de 7,5 % cette année, il ne faudrait pas se surprendre si le prochain trimestre témoignait encore d'un certain nombre de difficultés.

- **D'un point de vue fondamental, il est difficile de croire que les taux obligataires de long terme monteront encore rapidement.** Depuis janvier, nous avons révisé nos prévisions à la baisse pour la croissance du PIB mondial en 2015. La stabilisation des prix du pétrole a favorisé une remontée des anticipations d'inflation, mais celles-ci ont peu de chances de s'emballer alors qu'une bonne partie du rattrapage par rapport à des niveaux « normaux » a été accomplie. Pendant ce temps, la Réserve fédérale a toujours assuré que le resserrement de la politique monétaire s'effectuerait à pas de tortue de manière à ne pas brusquer la croissance. En supposant que la volatilité s'apaise quelque peu, les taux pourraient reculer légèrement à court terme. Nous gardons ainsi le cap sur un rendement de 2 % de l'indice obligataire en 2015.

Graphique 10 – Les difficultés du secteur de l'énergie confirmées par les données officielles de profitabilité


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Un surplus important risque de perdurer sur le marché mondial du pétrole


* En supposant une production de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) stable à 31,5 millions de barils par jour. Sources : Agence internationale de l'énergie 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 0,75	-1,0 à 5,0	1,0 à 14,0	4,0 à 14,0	2,0 à 16,0	3,7 à 16,3

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques