

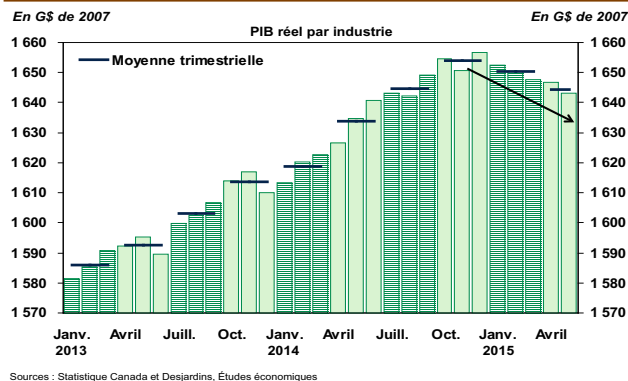
Crainte de récession et baisse des taux directeurs au Canada

FAITS SAILLANTS

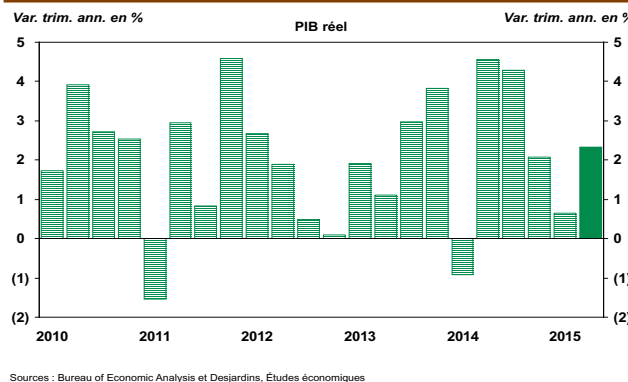
- Le Canada semble connaître une récession technique.
- Après avoir abaissé ses taux directeurs, la Banque du Canada devrait maintenant opter pour le *statu quo*.
- La situation plus favorable aux États-Unis limite le recul des taux de long terme.
- Le dollar canadien pourrait descendre à 0,75 \$ US.
- Bourse chinoise : ce qui devait arriver...

- **Une récession non conventionnelle au Canada.** Alors que le PIB mensuel a reculé pour un cinquième mois consécutif en mai (graphique 1), tout indique que l'économie canadienne a connu une récession technique, soit deux trimestres consécutifs de recul, en première moitié de 2015. Cette contraction de l'activité diffère néanmoins des récessions classiques observées au pays. D'une part, avec le retour en territoire positif anticipé dès le troisième trimestre, l'amplitude du recul de la production sera sans doute nettement plus faible que celui répertorié lors des récessions habituelles. D'autre part, la baisse de la production est loin d'être uniforme au pays. Elle est surtout présente dans certains secteurs d'activité (en particulier l'énergie) ainsi que dans certaines régions, soit les provinces productrices de pétrole.
- **Nouvelle baisse des taux directeurs canadiens.** Comme la plupart des analystes, la Banque du Canada (BdC) a dû fortement revoir à la baisse sa prévision de croissance économique canadienne pour l'année 2015. Puisque cela fait peser des risques baissiers supplémentaires sur les perspectives d'inflation, elle a abaissé de 0,25 % ses taux directeurs lors de sa rencontre du 15 juillet. Après avoir diminué à 0,75 % en janvier dernier, le taux cible des fonds à un jour est maintenant à 0,50 %, soit seulement un quart de point de pourcentage au-dessus de son creux historique atteint en 2009. La BdC demeure cependant assez optimiste pour les prochains trimestres en misant sur une remontée des exportations canadiennes. Elle devrait ainsi opter pour le *statu quo* au cours des prochains mois, à moins de nouvelles déceptions.
- **Rebond de l'économie américaine au printemps.** Le PIB réel américain a augmenté de 2,3 %, à rythme trimestriel annualisé, au deuxième trimestre de 2015 (graphique 2).

Graphique 1 – L'économie canadienne a reculé au cours des derniers mois



Graphique 2 – La croissance américaine s'est accélérée avec l'arrivée du printemps



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

L'économie américaine a profité d'une progression vigoureuse des dépenses des ménages et des investissements résidentiels. L'investissement des entreprises a toutefois reculé alors que la correction des cours pétroliers frappe durement le secteur énergétique américain. Les données sur les activités de forage aux États-Unis laissent toutefois entrevoir une certaine stabilisation dans ce secteur au troisième trimestre. La porte est donc ouverte pour que la Réserve fédérale (Fed) entame un resserrement monétaire graduel dès le mois de septembre, si les données économiques demeurent positives d'ici là.

- **Baisse des taux de détail de court terme.** Le geste de la BdC a profité aux emprunteurs à taux variables alors que la plupart des institutions canadiennes ont abaissé leur taux préférentiel de 0,15 %. Les taux payés sur l'épargne à terme pour certaines courtes échéances ont aussi été abaissés au cours des dernières semaines. Les taux de détail de plus long terme sont cependant demeurés inchangés. Il faut dire que les conditions internationales, dont le rebond de l'économie américaine et la diminution des craintes de déflation, maintiennent plusieurs taux obligataires au-dessus des niveaux atteints à l'hiver dernier (graphique 3).
- **L'environnement de faibles taux d'intérêt perdurera encore plusieurs trimestres.** Certains taux de détail de court terme pourraient encore être légèrement ajustés à la baisse au cours des prochaines semaines. Par la suite, les taux de détail devraient connaître une longue période de stabilité alors qu'une remontée des taux directeurs canadiens est très peu probable avant tard en 2016 (graphique 4).

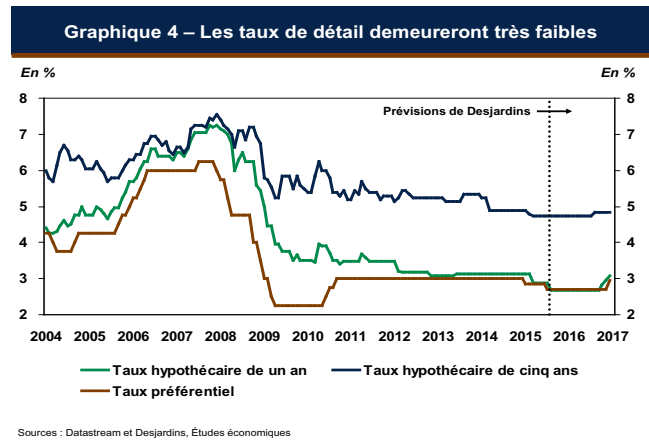
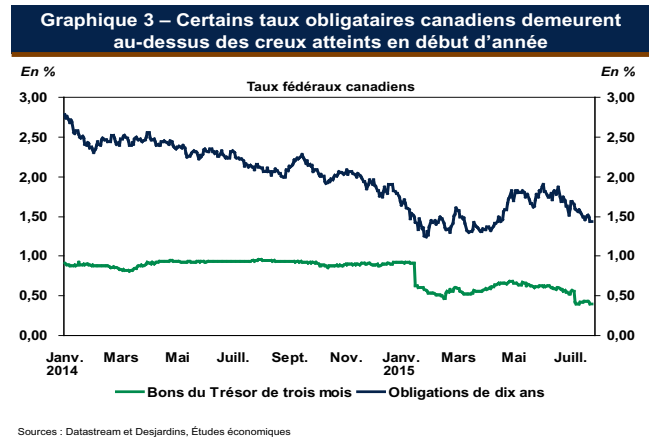


Tableau 1
Prévisions : taux de détail

	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. 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
Juin 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	1,00	1,15	1,50
Juillet 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
4 août 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2015 : T3	0,50–0,75	2,45–2,70	2,44–2,94	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2015 : T4	0,50–0,75	2,45–2,70	2,44–2,94	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2016 : T1	0,50–1,00	2,45–2,95	2,44–2,94	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2016 : T2	0,50–1,00	2,45–2,95	2,44–2,94	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
Fin d'année								
2016	0,75–1,25	2,70–3,20	2,85–3,35	3,60–4,10	4,60–5,10	0,70–1,20	1,00–1,50	1,35–1,85
2017	1,25–2,25	3,20–4,20	3,45–4,25	4,15–4,95	4,75–5,55	0,60–1,40	1,10–1,90	1,50–2,30
2018	2,00–3,00	3,95–4,95	3,95–4,75	4,50–5,30	5,10–5,90	0,75–1,55	1,45–2,25	1,80–2,60

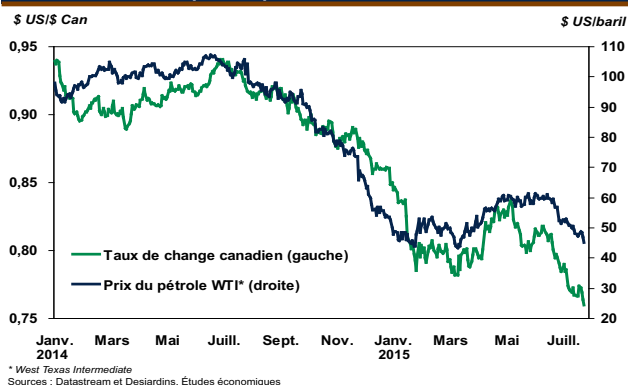
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

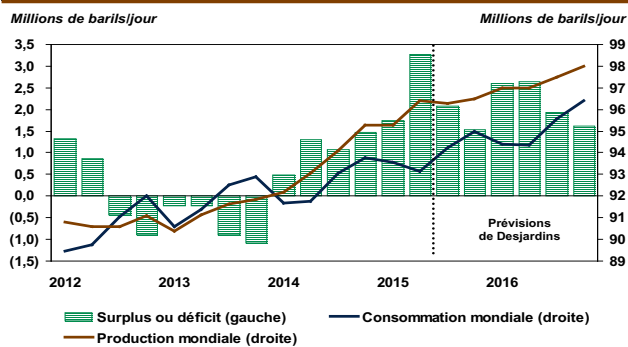
Le recul pourrait se poursuivre

- Les dernières semaines ont particulièrement été difficiles pour le dollar canadien. En plus de devoir composer avec des données canadiennes décevantes, qui ont mené à un nouvel assouplissement monétaire de la Banque du Canada (BdC), le huard a été défavorisé par un repli marqué des prix des matières premières. Cette nouvelle baisse des prix des ressources reflète une hausse des inquiétudes concernant l'économie chinoise ainsi que de développements défavorables pour les cours pétroliers. La valeur du huard a ainsi chuté en dessous de 0,76 \$ US pour atteindre un creux de plus de dix ans (graphique 5).
- Le huard risque de demeurer sous pression au cours des prochains mois. Loin de se résorber, le surplus mondial de pétrole s'est accru au cours des derniers mois alors que l'Arabie saoudite et l'Irak ont fortement augmenté leur production. À la suite de l'accord sur le programme nucléaire iranien, il faut maintenant s'attendre à une augmentation significative de la production iranienne en 2016. Nous prévoyons maintenant que le marché mondial du pétrole demeurera en situation de surplus pour encore plusieurs trimestres (graphique 6), ce qui maintiendra des cours pétroliers faibles.
- Il faut aussi s'attendre à un recul de la plupart des devises par rapport au dollar américain au cours des prochains mois alors que la Réserve fédérale (Fed) devrait amorcer prochainement un resserrement monétaire. L'euro, qui est récemment descendu en dessous de 1,10 \$ US, pourrait ainsi s'approcher de 1,05 \$ US d'ici quelques mois. La diminution des tensions entre la Grèce et ses créanciers en juillet n'a pas beaucoup profité à la devise commune alors que plusieurs analystes s'attendent à ce que la question grecque revienne hanter la zone euro prochainement ou dans quelques trimestres.
- Prévisions :** Le dollar canadien pourrait bien descendre aux environs de 0,75 \$ US d'ici la fin du trimestre si la Fed opte pour une hausse de taux lors de sa rencontre de septembre. Une légère remontée pourrait survenir par la suite alors que l'économie canadienne devrait renouer avec la croissance d'ici la fin de 2015. Le maintien de faibles cours pétroliers devrait toutefois maintenir le huard en dessous de 0,80 \$ US pour plusieurs trimestres.

Graphique 5 – La décision de la Banque du Canada et un nouveau recul du pétrole pèsent sur le dollar canadien



Graphique 6 – Un surplus important risque de perdurer sur le marché mondial du pétrole



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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,8929	0,8605	0,7882	0,8004	0,7500	0,7700	0,7600	0,7700	0,7800	0,8000
\$ CAN par \$ US	1,1199	1,1621	1,2688	1,2493	1,3333	1,2987	1,3158	1,2987	1,2821	1,2500
\$ CAN par €	1,4147	1,4061	1,3626	1,3920	1,4000	1,3766	1,4079	1,4156	1,4231	1,4250
\$ US par €	1,2632	1,2101	1,0740	1,1142	1,0500	1,0600	1,0700	1,0900	1,1100	1,1400
\$ US par £	1,6212	1,5593	1,4845	1,5727	1,5200	1,5300	1,5400	1,5500	1,5600	1,5600

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

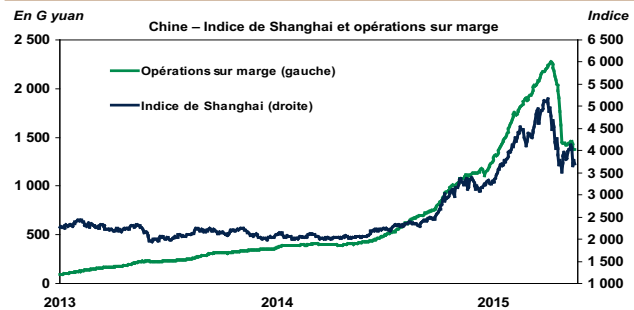
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Ce qui devait arriver...

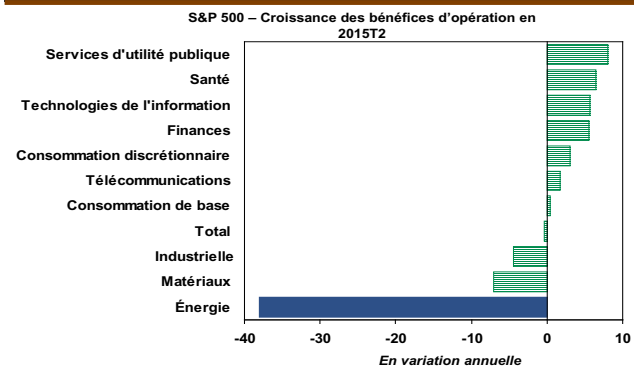
- C'est la Chine qui retient toute l'attention sur les marchés boursiers mondiaux.** Le 8 juin, l'indice de Shanghai s'affichait en hausse de 153 % en variation annuelle dans ce qui avait toutes les apparences « d'exubérance irrationnelle ». Ces dernières années, les autorités chinoises ont, d'une part, persuadé les particuliers d'investir massivement en Bourse et, d'autre part, assoupli les restrictions relatives aux opérations sur marge, permettant aux investisseurs de faire un usage plus intensif de l'effet de levier pour amplifier leurs gains (graphique 7). Le tout survenant dans un contexte d'économie en ralentissement, la question n'était pas tant de savoir si la bulle allait éclater, mais quand. Depuis son sommet du 12 juin, l'indice de Shanghai a reculé de 30 %. Les efforts acharnés des autorités pour limiter les dommages avaient semblé porter fruit, mais la chute de 8,5 % de l'indice le 27 juillet a durement rappelé que tout n'était pas gagné.
- Les secousses en provenance de Chine continuent d'être ressenties ailleurs en Asie,** notamment à Hong Kong et en Corée du Sud où les indices se sont affichés en baisse en juillet. Néanmoins, les Bourses européennes reprennent un peu d'aplomb avec le soulagement procuré par le règlement de l'exaspérant dossier grec. L'indice Euro Stoxx s'est notamment redressé de 4 % au cours du dernier mois.
- Les craintes entourant la Grèce et la Chine ont eu une incidence sur la Bourse américaine à la fin de juin,** mais la baisse de l'aversion au risque a permis un léger rebond à partir du milieu de juillet. Dans une perspective plus large, la Bourse américaine reste néanmoins à plat depuis le mois d'avril. Selon Bloomberg, environ 74 % des entreprises ayant publié leurs résultats en date du 30 juillet (65 % du total) ont généré un bénéfice dépassant les anticipations au deuxième trimestre. Toutefois, les bénéfices agrégés continuent de diminuer, notamment en raison des lourdes pertes qui continuent d'affliger le secteur énergétique (graphique 8). La bonne tenue de l'emploi depuis le début de l'année et l'accélération de la croissance du PIB au deuxième trimestre demeurent des signes encourageants. Nous continuons de cibler un rendement de 8,0 % pour le S&P 500. En 2016, l'indice devrait générer un rendement du même ordre de grandeur, soit 7,5 %.
- La Bourse canadienne est parmi celles qui performant le moins bien depuis le début de l'année.** Le secteur énergétique semblait se stabiliser au printemps, mais des signes laissant croire en une surabondance mondiale de pétrole encore plus importante que prévu auparavant ont pesé sur la composante récemment. Pendant ce temps, les prix des métaux de base ont réagi à la baisse face aux difficultés économiques et financières en Chine, entraînant le secteur des matériaux vers le bas. Le S&P/TSX n'est pas au bout de ses peines, car le risque que le Canada soit en récession a semblé donner la frousse à certains investisseurs étrangers, nuisant à des secteurs hors énergie. Les titres du secteur financier ont notamment été éprouvés (graphique 9). Loin de considérer un impact théoriquement positif

Graphique 7 – La poussée boursière chinoise a été de pair avec l'utilisation plus intensive des opérations sur marge



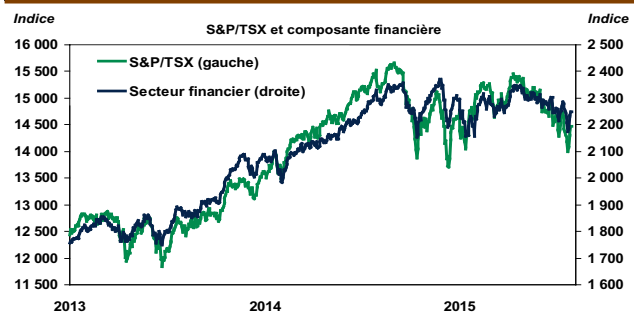
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Lourdes pertes dans le secteur énergétique



Sources : Standard and Poor's et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Les inquiétudes sur le secteur financier ont contribué à entraîner le S&P/TSX en baisse

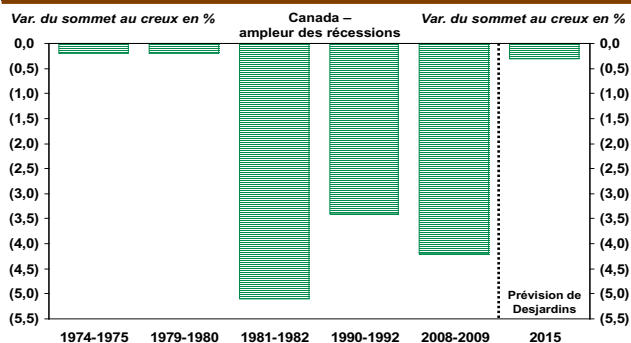


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

des baisses de taux sur l'activité immobilière, il semble que les investisseurs soient plutôt préoccupés par les risques sur la stabilité financière que la situation actuelle implique.

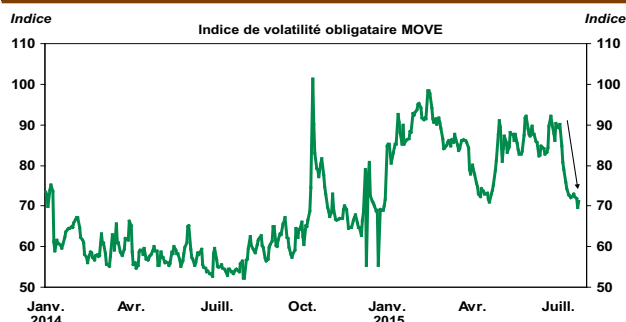
- La contraction du PIB canadien au cours des deux premiers trimestres de l'année aura été de faible ampleur comparativement à d'autres épisodes (graphique 10).** Le PIB devrait rebondir au troisième trimestre, et la croissance devrait s'accélérer en fin d'année. Ceci devrait reconforter les marchés, amener les chasseurs d'aubaines à se manifester. Toutefois, les secteurs liés aux matières premières ne verront pas bientôt la lumière au bout du tunnel. Nous avons révisé en baisse notre scénario des cours pétroliers, envisageant une fin d'année à seulement 52 \$ US pour le *West Texas Intermediate*. La remontée du dollar américain, les craintes sur la Chine et la mauvaise tenue des pays émergents limitent également le potentiel haussier pour les métaux. Nous révisons ainsi notre cible de rendement pour le S&P/TSX à 2,0 % pour 2015.
- Comme ce fut le cas en 2014, le marché obligataire a démontré sa résilience jusqu'à présent en 2015.** Les grands mouvements de taux vers le haut du printemps ont fait place à une certaine accalmie plus récemment (graphique 11), non sans passer par des lourdes diminutions des taux au plus fort des tensions entourant la Grèce. À travers cela, la Banque du Canada a été forcée de voler au secours de l'économie, en décrétant une deuxième baisse de taux cette année. Aux États-Unis, la Fed se rapproche au contraire de hausses graduelles de ses taux directeurs. Ceci devrait causer un léger relèvement des taux obligataires canadiens de plus long terme, mais il demeure que la classe d'actifs se dirige vers un rendement de 4,0 % en 2015, par rapport à notre cible précédente de 2,0 %. En 2016, nous prévoyons un rendement négatif de 3,0 %.

Graphique 10 – Vers une récession de très faible ampleur



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Un certain calme est revenu sur les marchés obligataires



Sources : Bank of America Merrill Lynch 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 : 0,55	cible : 4,0	cible : 2,0	cible : 8,0	cible : 9,0	cible : 11,8 (0,77 \$ US)
fourchette	0,45 à 0,65	1,0 à 7,0	-4,0 à 6,0	4,0 à 14,0	2,0 à 14,0	7,6 à 17,9
2016p	cible : 0,45	cible : -3,0	cible : 7,5	cible : 7,5	cible : 7,0	cible : -3,8 (0,80 \$ US)
fourchette	0,20 à 0,70	-6,0 à 1,0	2,0 à 13,0	3,0 à 12,0	1,0 à 13,0	-7,2 à 2,7