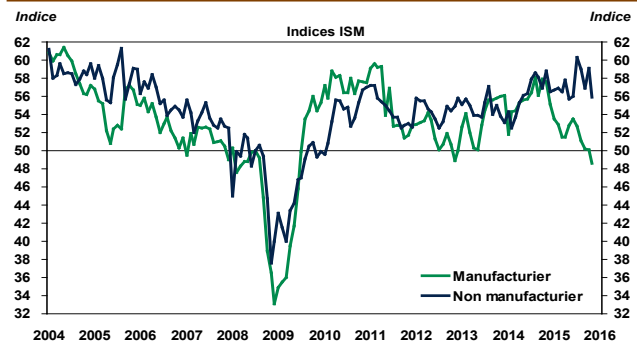


La Banque du Canada n'imitera pas la Réserve fédérale de sitôt

FAITS SAILLANTS

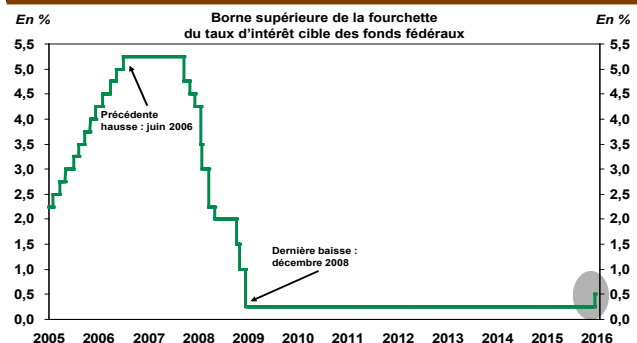
- Pour la première fois en près de dix ans, la Réserve fédérale a augmenté ses taux directeurs.
 - La faiblesse des prix du pétrole confirme que la Banque du Canada n'envisagera pas de monter ses taux avant 2017.
 - L'environnement de faibles taux d'intérêt devrait se poursuivre.
 - Le dollar canadien à un nouveau creux cyclique.
 - Le resserrement monétaire ne nuira pas aux Bourses en 2016.
-
- **Croissance modeste pour l'économie américaine en seconde moitié de 2015.** Après une forte progression au deuxième trimestre, l'économie américaine a ralenti à l'été et une progression limitée est prévue pour le quatrième trimestre. Les difficultés du secteur manufacturier (graphique 1), qui doit composer avec la baisse de cadence du secteur de l'énergie et avec la forte appréciation du dollar américain, limitent la croissance de l'économie américaine. Les perspectives demeurent toutefois positives du côté de l'immobilier et de la consommation alors que la vigueur du marché du travail et la chute des prix de l'essence représentent d'excellentes nouvelles pour les ménages.
 - **Première hausse de taux depuis juin 2006 aux États-Unis.** La bonne performance du marché du travail américain a finalement convaincu les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) d'amorcer un resserrement monétaire lors de leur rencontre du 16 décembre (graphique 2). La Fed a toutefois clairement signalé que les augmentations des taux directeurs américains se feront de façon très graduelle. L'effet immédiat sur les marchés financiers de cette décision, grandement anticipée, a été limité.
 - **Les difficultés de l'économie canadienne ne sont pas terminées, mais 2016 s'annonce un peu mieux.** Après une première moitié de 2015 très difficile, l'économie canadienne a connu un important rebond au troisième trimestre grâce à une poussée des exportations. La croissance s'annonce toutefois décevante pour le quatrième trimestre (graphique 3 à la page 2) alors que la faiblesse des prix du pétrole s'est intensifiée et que l'évolution récente du secteur extérieur est moins favorable. Les difficultés du secteur énergétique devraient se poursuivre l'an prochain, mais la progression de l'économie canadienne pourrait tout de même s'accélérer quelque peu alors que le recul des

Graphique 1 – Le secteur manufacturier connaît des difficultés mais le reste de l'économie américaine va assez bien



Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Une première hausse de taux de la Réserve fédérale en près de dix ans



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou

Économiste principal

Jimmy Jean

Économiste principal

Hendrix Vachon

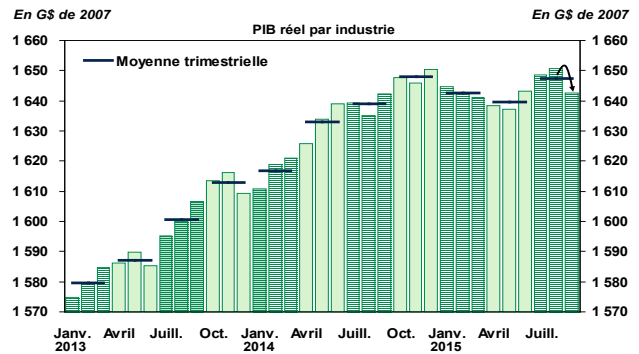
Économiste senior

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

investissements des entreprises devrait être moins marqué et que les investissements du gouvernement fédéral en infrastructures augmentent.

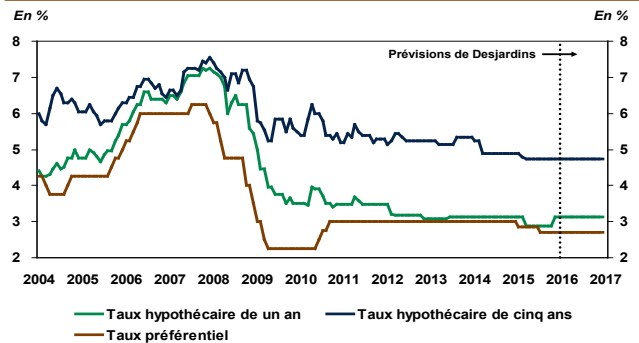
- **Pas d'augmentation des taux directeurs canadiens avant 2017.** Les perspectives économiques sont moins favorables au Canada qu'aux États-Unis, en particulier en ce qui concerne la demande intérieure. Il n'y aurait ainsi aucune raison pour que la Banque du Canada (BdC) augmente ses taux directeurs en 2016. Une baisse supplémentaire des cours pétroliers et de nouvelles déceptions économiques pourraient même ouvrir la porte à un nouvel assouplissement monétaire au Canada en première moitié d'année. Un long *statu quo* reste cependant le scénario le plus probable.
- **Des taux négatifs sont possibles, mais très peu probables au Canada.** À la lumière de l'expérience européenne, la BdC estime maintenant pouvoir, si nécessaire, descendre le taux cible des fonds à un jour jusqu'aux environs de -0,50 %. Il faudrait toutefois un nouveau choc de taille pour que la BdC envisage des taux négatifs ou d'autres mesures non traditionnelles, surtout dans un contexte d'augmentation des taux américains.
- **Les taux de détail demeureront près des niveaux actuels.** Les taux obligataires nord-américains demeurent très faibles et la remontée très graduelle des taux américains ne laisse entrevoir qu'une hausse limitée au cours des prochains mois. Dans ce contexte, les institutions financières canadiennes devraient maintenir les taux de détail près des niveaux actuels tout au long de 2016 (graphique 4).

Graphique 3 – La croissance canadienne s'annonce faible pour le quatrième trimestre



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les taux de détail devraient demeurer près des niveaux actuels tout au long de 2016



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								
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
Août 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Sept. 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Oct. 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Nov. 2015	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
21 déc. 2015	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2015 : T4	0,75	2,70	2,89–3,39	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	2,89–3,39	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	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2016 : T3	0,50–1,00	2,45–2,95	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
Fin d'année								
2016	0,50–1,00	2,45–2,95	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2017	0,75–1,75	2,70–3,70	3,00–3,80	3,70–4,50	4,50–5,20	0,60–1,30	0,80–1,50	1,25–2,00
2018	1,75–2,75	3,70–4,70	3,70–4,50	4,10–5,00	4,90–5,70	0,75–1,55	1,15–1,95	1,55–2,35

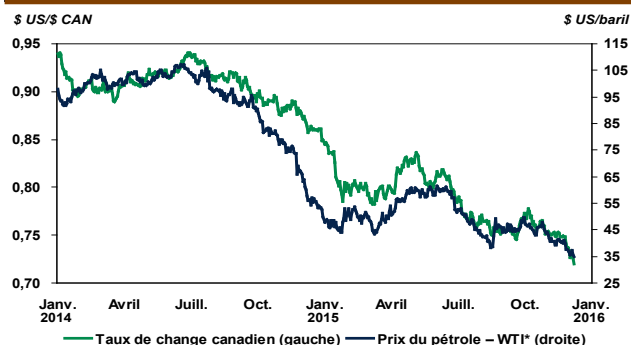
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien à un nouveau creux cyclique

- Le dollar canadien a récemment atteint 0,7146 \$ US, soit son plus faible niveau depuis mai 2004. Depuis environ un an et demi, le huard est principalement affecté par la chute des prix du pétrole (graphique 5). Son effet sur le taux de change se fait sentir par le biais d'une baisse des revenus d'exportation, donc par une baisse de la demande pour les dollars canadiens. De plus, en minant les perspectives économiques canadiennes, les faibles prix du brut accentuent les écarts de taux d'intérêt avec les autres pays, ajoutant des pressions à la baisse supplémentaires sur la devise.
- Le fait que la Réserve fédérale (Fed) a amorcé son resserrement monétaire au moment où la Banque du Canada semble loin d'un tel scénario augmente les écarts de taux d'intérêt. Le resserrement monétaire avantage le dollar américain contre le huard, mais aussi contre la plupart des autres monnaies. Cela dit, si la Fed peut aujourd'hui monter ses taux d'intérêt, c'est parce que l'économie américaine se porte bien. Or, l'augmentation de la demande américaine est généralement positive pour l'économie canadienne, ce qui peut limiter la dépréciation du dollar canadien. L'effet doit cependant être confirmé par une hausse des exportations canadiennes ce qui n'a pas été le cas avec les plus récentes données.
- Après plusieurs mois de faiblesse, l'euro a rebondi contre plusieurs devises au début du mois de décembre. Les marchés ont été déçus par les mesures d'assouplissement annoncées par la Banque centrale européenne (BCE). Ils espéraient, entre autres, que le rythme des achats de titres soit accru. Le dollar canadien vaut maintenant moins de 0,67 € (graphique 6).
- Prévisions :** Le dollar canadien devrait bénéficier de la remontée attendue des prix du pétrole, laquelle devrait surtout se manifester en seconde moitié de 2016. L'évolution défavorable des écarts de taux d'intérêt en raison de la poursuite du resserrement monétaire aux États-Unis limitera par contre les gains du huard, lequel devrait terminer l'année 2016 aux alentours de 0,75 \$ US. L'appréciation s'annonce plus marquée par rapport à l'euro qui demeurera pénalisé par la fragilité de la reprise économique et le degré d'intervention de la BCE.

Graphique 5 – Le pétrole entraîne le huard dans sa chute



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

Graphique 6 – L'euro a rebondi au début du mois de décembre



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	2015		2016				2017			
	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,7510	0,7200	0,7200	0,7400	0,7500	0,7500	0,7600	0,7700	0,7900	0,8100
\$ CAN par \$ US	1,3315	1,3889	1,3889	1,3514	1,3333	1,3333	1,3158	1,2987	1,2658	1,2346
\$ CAN par €	1,4863	1,5000	1,4583	1,3919	1,3600	1,3467	1,3553	1,3506	1,3291	1,3333
\$ US par €	1,1162	1,0800	1,0500	1,0300	1,0200	1,0100	1,0300	1,0400	1,0500	1,0800
\$ US par £	1,5148	1,5000	1,4900	1,4800	1,4900	1,5000	1,5100	1,5200	1,5300	1,5500

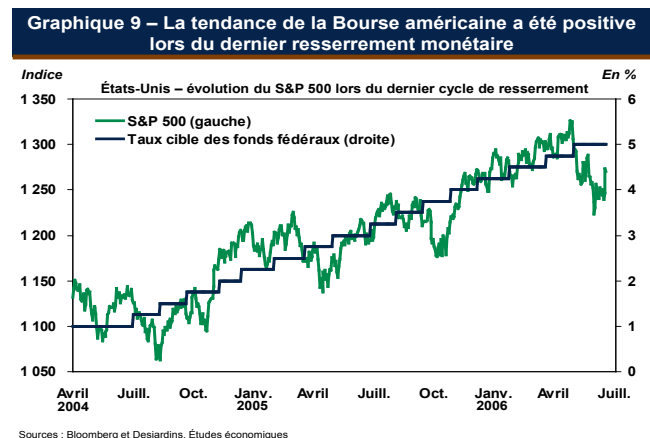
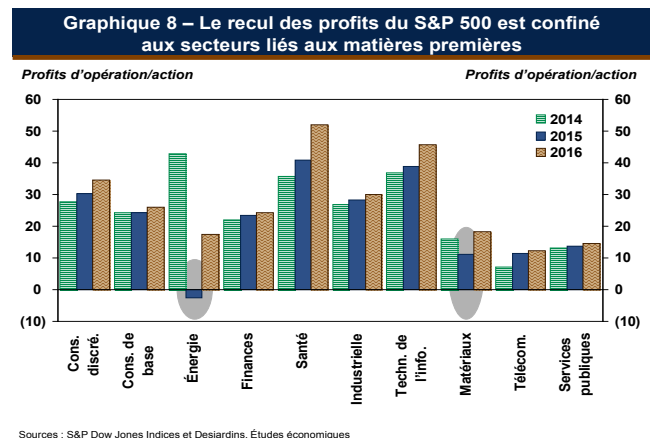
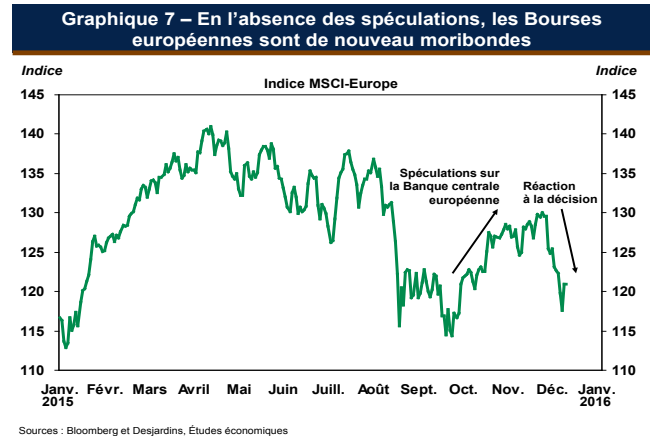
Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Le resserrement monétaire ne nuira pas aux Bourses en 2016

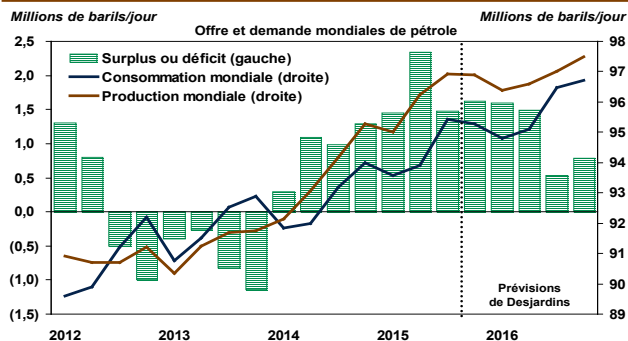
- L'année 2015 se solde par une recrudescence de volatilité sur les marchés boursiers.** L'indice VIX/S&P a par moments évolué au-dessus des 20 points en décembre. Des tensions dans les marchés obligataires corporatifs de moins bonne qualité ont eu une influence néfaste sur le sentiment des investisseurs. Les banques centrales ont aussi été une source de nervosité. En Europe, les Bourses évoluaient à vive allure en novembre alors que des rumeurs persistantes faisaient miroiter des annonces spectaculaires de la Banque centrale européenne à sa réunion du 3 décembre. Celle-ci a certes annoncé une nouvelle baisse de son taux de dépôt et une prolongation de son programme d'achat de titres, mais les gestes ont laissé plusieurs investisseurs sur leur faim. La Bourse a perdu une bonne partie de ses gains après cette décision (graphique 7). Ironiquement, les marchés boursiers européens ont plus tard salué l'annonce de la Réserve fédérale (Fed), qui a décrété une première hausse de taux en plus de neuf ans. Les Bourses mondiales ont généralement bien accueilli la décision, surtout étant donné que la Fed s'est montrée rassurante quant au fait qu'elle ne désirait pas resserrer sa politique monétaire de façon agressive.
- Aux États-Unis, le S&P 500 se maintient dans l'intervalle de 2 000 à 2 100 points.** Il s'agit d'un faible recul par rapport à son niveau du début de novembre. La Bourse est en voie de clôturer l'année avec un rendement nul. Cela aurait pu être pire avec les problèmes du secteur de l'énergie et l'effet d'un dollar apprécié sur la valeur des revenus générés à l'étranger. Toutefois, un coup d'œil aux bénéfices d'opération par action montre que les problèmes de rentabilité sont confinés aux secteurs des matières premières (graphique 8). Les profits estimés pour l'année 2015 affichent par ailleurs une augmentation dans une majorité de secteurs, et une poursuite de la tendance est prévue en 2016, en conjonction avec un retour à la rentabilité dans les matières premières.
- Ceci devrait aider le S&P 500 à battre sa performance plutôt médiocre de cette année en 2016.** Le resserrement graduel de la politique monétaire de la Fed ne devrait pas compromettre la performance de la Bourse américaine. Durant le dernier cycle, soit celui de 2004 à 2006, le S&P 500 a enregistré une croissance annualisée de 7,1 % (graphique 9). Une fois les dividendes inclus, nous prévoyons un rendement de 7,5 % en 2016. Les investisseurs canadiens désirant accroître leur exposition au marché américain doivent néanmoins garder les fluctuations de la devise à l'œil. L'appréciation du dollar canadien prévue pour la seconde moitié d'année pourrait quelque peu éroder le rendement généré aux États-Unis une fois rapatrié.
- Bien qu'il se soit stabilisé quelque peu depuis novembre, force est d'admettre que 2015 sera une année à oublier pour le S&P/TSX.** Les problèmes affligeant les secteurs des matières premières sont bien connus, mais depuis l'été dernier, le marasme de la Bourse canadienne



s'est propagé à plusieurs autres composantes. Les difficultés de Valeant ont plombé le secteur de la santé. Le secteur des sociétés industrielles a de son côté subi les contrecoups des problèmes éprouvés par Bombardier. Pour l'an prochain, on s'attend à une meilleure performance, particulièrement dans l'énergie, conformément à notre scénario de remontée des prix du pétrole. Le prix du baril *WTI* (*West Texas Intermediate*) devrait terminer l'année à 55 \$ US. Déjà le recul de la production américaine de pétrole s'inscrit dans un scénario de résorption de l'excédent d'offre à l'échelle mondiale (graphique 10). La légère accélération prévue de l'économie mondiale devrait soutenir la demande. Nous prévoyons un rendement de 6,5 % du S&P/TSX.

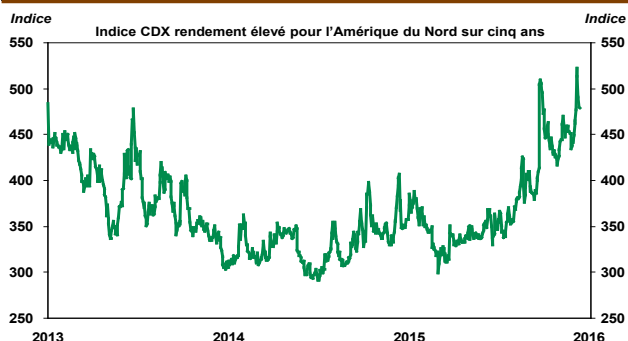
- **Du côté des titres à revenu fixe, l'année 2015 a été sensiblement conforme aux attentes.** Même si les taux à certaines échéances ont remonté aux États-Unis à la suite de l'annonce de la Fed, la situation a été tout autre au Canada alors que la Banque du Canada a décrété deux baisses de ses taux directeurs, en plus d'ouvrir la porte à des taux négatifs en fin d'année. Cela a aidé l'indice obligataire canadien à générer un rendement positif. Les investisseurs les plus téméraires ont toutefois pâti en fin d'année, notamment sur le marché des obligations de pacotille aux États-Unis. Avec la remontée des taux directeurs et les problèmes de rentabilité dans le secteur énergétique, la perception des risques s'est accrue comme en témoigne le renchérissement des swaps sur défaillance de crédit (graphique 11). Dans la mesure où la politique monétaire amenait auparavant les investisseurs à sous-estimer ces risques, on peut voir dans ce rajustement un processus sain.

Graphique 10 – Le surplus d'offre devrait commencer à se résorber à partir du milieu de 2016



Sources : Agence internationale de l'énergie et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Les investisseurs anticipent davantage de défauts de paiement des emprunteurs à risque



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Rendement en pourcentage des classes d'actifs

	<i>Encaisse</i>	<i>Obligations</i>	<i>Actions canadiennes</i>	<i>Actions américaines</i>	<i>Actions internationales</i>	<i>Taux de change</i>
Fin d'année	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 : 3,5	cible : -8,0	cible : 0,0	cible : -2,0	cible : 19,5 (0,72 \$ US)
fourchette	0,50 à 0,60	2,5 à 4,5	-11,0 à -5,0	-3,0 à 3,0	-5,0 à 1,0	17,9 à 21,2
2016p	cible : 0,50	cible : 0,0	cible : 6,5	cible : 7,5	cible : 8,0	cible : -4,0 (0,75 \$ US)
fourchette	0,25 à 0,65	-4,0 à 3,0	1,0 à 11,0	3,0 à 12,0	1,0 à 13,0	-8,9 à 4,3

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques