

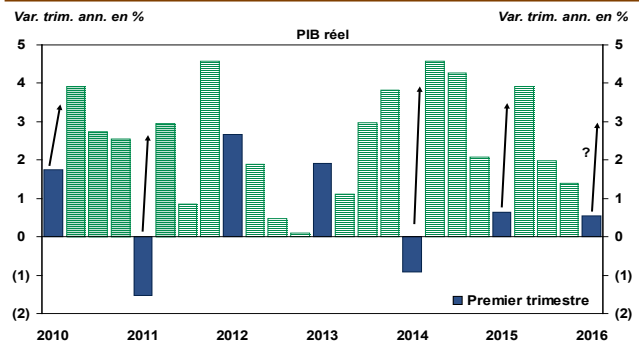
Un début d'année au-delà des attentes au Canada

FAITS SAILLANTS

- L'économie américaine a connu un autre premier trimestre décevant.
- Vigueur étonnante de l'économie canadienne.
- Le *statu quo* des taux directeurs canadiens se confirme.
- Le huard aura de la difficulté à dépasser durablement 0,80 \$ US.
- Cible rehaussée pour la Bourse canadienne.

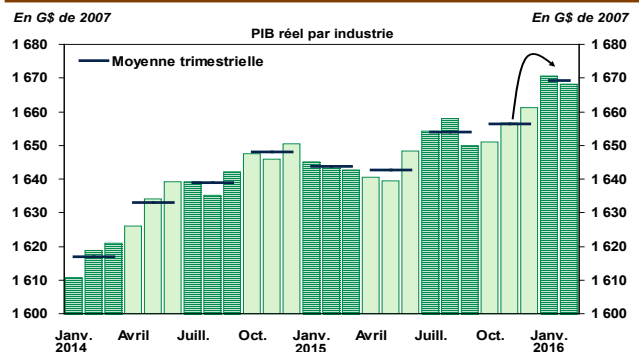
- **L'économie américaine n'a progressé que de 0,5 %, à rythme annualisé, au premier trimestre de 2016.** Une modération de la consommation des ménages et un fort recul de l'investissement ont contribué à ce début d'année difficile. Comme ce fut souvent le cas au cours des dernières années, cette faiblesse surprenante devrait toutefois faire place à une croissance plus solide au cours des prochains trimestres (graphique 1). La bonne performance du marché du travail et la remontée de l'indice ISM manufacturier au-dessus du niveau de 50 sont encourageantes.
- **À quand la prochaine hausse des taux directeurs américains?** Sans surprise la Réserve fédérale n'a pas modifié sa politique monétaire en avril. Elle n'a pas non plus signalé clairement ses intentions pour la rencontre de juin, quoique ses dirigeants semblent un peu moins inquiets de la situation internationale. Si l'accélération de l'économie américaine se confirme et que l'approche du référendum britannique sur l'Union européenne ne crée pas trop de remous, la prochaine hausse pourrait être décrétée dès juin.
- **La croissance semble avoir été bien plus vigoureuse au Canada.** Les statistiques économiques canadiennes ont surpris à la hausse au cours des derniers mois. Malgré un léger recul du PIB réel en février, tout indique que sa progression s'établira aux environs de 3 %, à rythme annualisé, pour l'ensemble du premier trimestre de 2016 (graphique 2). Une accélération de la consommation et des exportations contribuera à cette excellente performance. Un tel rythme de croissance n'est toutefois pas soutenable alors que les ajustements de l'économie canadienne à la baisse des prix de l'énergie ne sont pas terminés. Les feux à Fort McMurray laissent aussi entrevoir un deuxième trimestre plus difficile.

Graphique 1 – Après des premiers trimestres faibles, l'économie américaine a souvent rebondi



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La croissance canadienne pourrait être aux environs de 3 % au premier trimestre de 2016



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou

Économiste principal

Jimmy Jean

Économiste principal

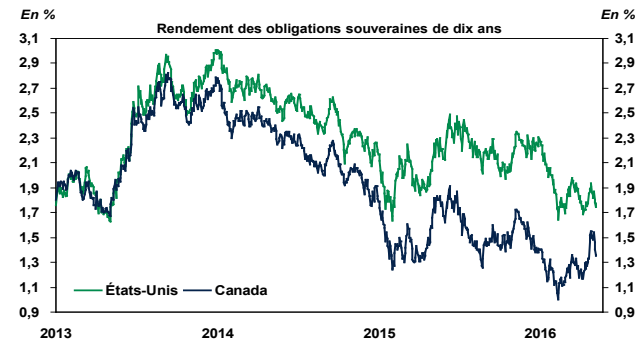
Hendrix Vachon

Économiste senior

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

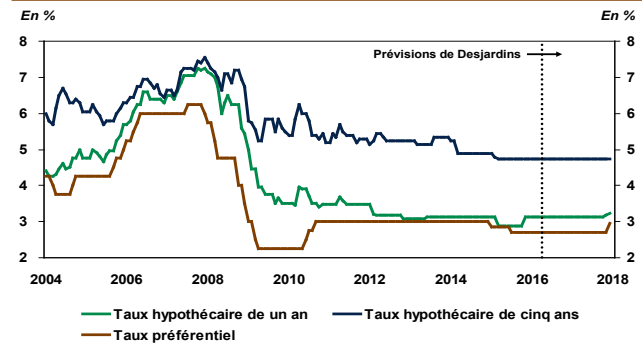
- **La Banque du Canada (BdC) est bien installée sur les lignes de côté.** Malgré les bonnes données canadiennes, la BdC a quelque peu changé ses prévisions de croissance lors de la publication du *Rapport sur la politique monétaire* du mois d'avril. Elle a souligné la remontée du dollar canadien ainsi que des perspectives moins favorables pour l'économie mondiale et pour les investissements dans le secteur énergétique canadien. La BdC a toutefois accueilli très favorablement les mesures stimulatrices contenues dans le dernier budget fédéral. Les derniers événements confortent notre scénario d'un long *statu quo* des taux directeurs canadiens. Le gouverneur Poloz a même déclaré qu'il faudrait un choc significatif pour que la BdC envisage un nouvel assouplissement monétaire.
- **Remontée significative des taux obligataires canadiens.** Le retour au calme sur les marchés financiers et l'augmentation des prix du pétrole ont exercé quelques pressions haussières sur les taux obligataires. L'augmentation a particulièrement été prononcée au Canada (graphique 3) alors que les statistiques économiques encourageantes ont fait disparaître les probabilités d'une diminution supplémentaire des taux directeurs. Le regain d'optimisme sur les marchés se traduit aussi par une diminution des primes de crédit, limitant l'augmentation des coûts de financement des institutions financières canadiennes.
- **Peu de changements en vue pour les taux de détail.** Les mouvements des taux de détail ont été très limités au cours des derniers mois et tout indique que cette tendance se poursuivra (graphique 4). Une véritable remontée des taux de détail ne devrait débuter que tard en 2017, et celle-ci s'annonce graduelle et limitée.

Graphique 3 – Les taux obligataires canadiens ont remonté au cours des derniers mois



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – La période de stabilité des taux de détail devrait se poursuivre



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								
Nov. 2015	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Déc. 2015	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Janvier 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Février 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Mars 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
Avril 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
9 mai 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2016 : T2	0,50–0,75	2,45–2,70	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,90–1,40	1,25–1,75
2016 : T3	0,50–0,75	2,45–2,70	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,90–1,40	1,25–1,75
2016 : T4	0,50–1,00	2,45–2,95	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,90–1,40	1,25–1,75
2017 : 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	0,90–1,40	1,25–1,75
Fin d'année								
2017	0,50–1,50	2,45–3,45	2,85–3,65	3,50–4,30	4,49–5,15	0,60–1,30	0,80–1,55	1,25–1,95
2018	1,25–2,25	3,20–4,20	3,45–4,25	3,95–4,75	4,60–5,40	0,60–1,40	0,90–1,70	1,30–2,10
2019	1,25–2,25	3,20–4,20	3,15–3,95	3,60–4,40	4,49–5,15	0,60–1,25	0,80–1,50	1,25–1,90

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 huard aura de la difficulté à dépasser durablement 0,80 \$ US

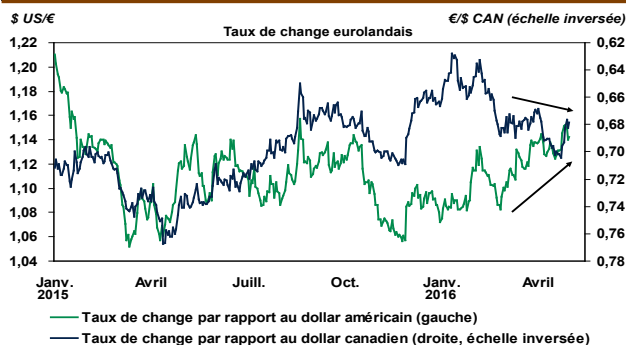
- Le dollar canadien est sur une tendance haussière depuis quelques mois. Il a récemment atteint 0,80 \$ US avant de retraiter autour de 0,78 \$ US. Plusieurs facteurs ont contribué jusqu'ici à l'élan du huard. Il y a évidemment la remontée des prix du pétrole. Ceux-ci ont progressé de plus de 15 \$ US le baril depuis la mi-février (graphique 5). Par la suite, les statistiques économiques ont généralement été bonnes au Canada et la probabilité d'une autre baisse du taux d'intérêt directeur au pays est nettement plus faible aujourd'hui qu'en début d'année. Enfin, la vigueur du dollar canadien est également le reflet d'un dollar américain affaibli par les données économiques mitigées aux États-Unis et le manque de clarté sur la poursuite du resserrement monétaire américain.
- Comme le dollar canadien, l'euro bénéficie de la faiblesse du dollar américain et a récemment dépassé 1,15 \$ US (graphique 6). Les mesures d'assouplissement monétaire annoncées en mars par la Banque centrale européenne n'ont pas permis de renverser la tendance haussière de l'euro. Par rapport au dollar canadien, le taux de change a été un peu plus stable, mais on note tout de même une légère appréciation du huard par rapport à la devise européenne.
- Une des rares devises à avoir été sous pression au cours des derniers mois a été la livre britannique. La cause principale est la tenue d'un référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, ce qui ajoute beaucoup d'incertitude et reporte les scénarios de resserrement de la politique monétaire dans ce pays.
- Prévisions :** Étant donné que nous ne prévoyons pas d'autres gains importants pour les prix du pétrole à court terme, il nous apparaît également difficile de croire en la poursuite de l'appréciation du dollar canadien. Le huard pourrait également souffrir d'un éventuel rebond du dollar américain si les données économiques américaines s'améliorent et si la Réserve fédérale poursuit son resserrement monétaire. Nous prévoyons que le dollar canadien pourrait se déprécier aux alentours de 0,76 \$ US (1,32 \$ CAN/\$ US) d'ici la fin de juin. Par la suite, la tendance pourrait surtout être à la stabilisation pour quelques trimestres.

Graphique 5 – La remontée des prix du pétrole explique une bonne partie de l'appréciation du huard depuis quelques mois



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

Graphique 6 – L'euro progresse contre le dollar américain et s'est légèrement déprécié contre le dollar canadien



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Déterminants	Court terme	Long terme
Prix du pétrole	→	↗
Prix des métaux	→	↗
Écarts des taux d'intérêt	↘	→

Tableau 2
Prévisions : devises

Fin de période	2015		2016				2017			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,7510	0,7225	0,7689	0,7600	0,7700	0,7600	0,7700	0,7800	0,7900	0,8100
\$ CAN par \$ US	1,3315	1,3841	1,3006	1,3158	1,2987	1,3158	1,2987	1,2821	1,2658	1,2346
\$ CAN par €	1,4863	1,5035	1,4820	1,4474	1,4026	1,3947	1,3766	1,3974	1,3924	1,3704
\$ US par €	1,1162	1,0863	1,1395	1,1000	1,0800	1,0600	1,0600	1,0900	1,1000	1,1100
\$ US par £	1,5148	1,4739	1,4373	1,4300	1,4400	1,4600	1,4900	1,5300	1,5300	1,5500

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

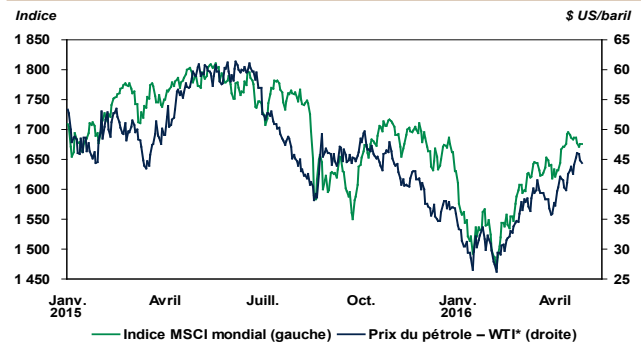
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Cible rehaussée pour les actions canadiennes

- Les Bourses mondiales se sont bien comportées depuis le début du printemps, si bien que l'indice MSCI mondial a récupéré toutes ses pertes du début d'année.** Entre autres, les craintes portant sur la Chine et sur le secteur bancaire européen se sont apaisées. Il faut aussi dire que les tendances boursières continuent d'épouser celles du prix du pétrole (graphique 7) qui s'est ressaisi depuis janvier. Plutôt que l'existence d'un lien de causalité entre le prix du pétrole et les marchés boursiers, les deux classes d'actifs semblent être gouvernées par le sentiment général des marchés. Ces dernières semaines, les investisseurs ont réalisé que les craintes de récession mondiale étaient non fondées. Entre autres, la publication de données encourageantes sur le commerce et la production industrielle en Chine a été saluée. L'environnement de taux directeurs (et obligataires) sous zéro avait été une autre source d'inquiétude en début d'année, mais certains signes de prudence démontrés par la Banque centrale européenne, et plus récemment par la Banque du Japon, ont indiqué que le creusement des taux en zone négative pourrait tirer à sa fin.
- La Bourse canadienne continue de bien se comporter et nous ajustons notre cible de rendement en hausse pour l'année à 8,0 %.** Si dans le cas des Bourses mondiales, on peut avoir des doutes justifiés sur l'idée voulant que le regain soit causé par la remontée du prix du pétrole, cette hypothèse se valide plus facilement dans le cas de la Bourse canadienne. Cette dernière affiche un gain de près de 7 % depuis le début de l'année, mais sa composante énergétique est en hausse de presque 13 %. De façon encore plus dramatique, la composante des matériaux industriels affiche une augmentation de plus 40 %. Avec un dollar américain qui a maintenu une trajectoire baissière, les prix des métaux, particulièrement l'or, ont enregistré un important redressement favorisant la composante des matériaux (graphique 8).
- Les prochains mois pourraient néanmoins être quelque peu plus ardu, surtout si la Réserve fédérale (Fed) décide de relever ses taux directeurs en juin, conformément à notre scénario de base.** Une remontée du dollar américain viendra alors renverser une partie des gains des prix des métaux. Pour l'instant, les marchés sont très sceptiques quant à un scénario de resserrement en juin, s'attendant plutôt à ce que la Fed patiente jusqu'à la fin de l'année (graphique 9). Une matérialisation de notre scénario de politique monétaire américaine impliquerait donc un effet de surprise qui pourrait peser sur les secteurs de la Bourse canadienne qui ont bien performé cette année. Au-delà de l'horizon de court terme, l'accélération attendue de la croissance aux États-Unis devrait représenter un appui à la confiance des marchés, permettant à la Bourse canadienne de conserver une bonne partie de ses acquis.

Graphique 7 – Encore un lien étroit entre les Bourses et le pétrole



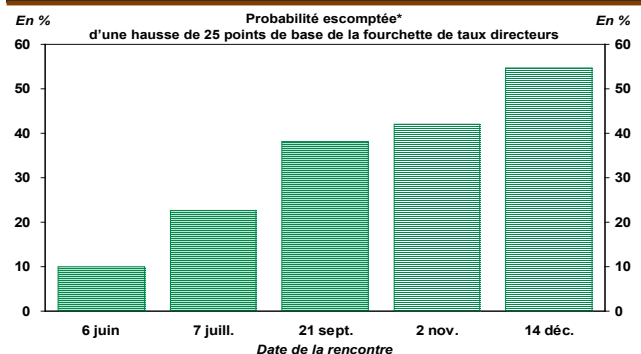
* West Texas Intermediate.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – L'or ne déroute pas et le momentum des matériaux se poursuit



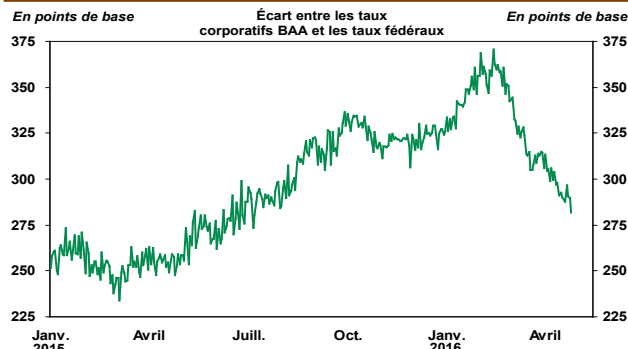
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Les marchés sont positionnés en vue d'un resserrement tardif de la Réserve fédérale

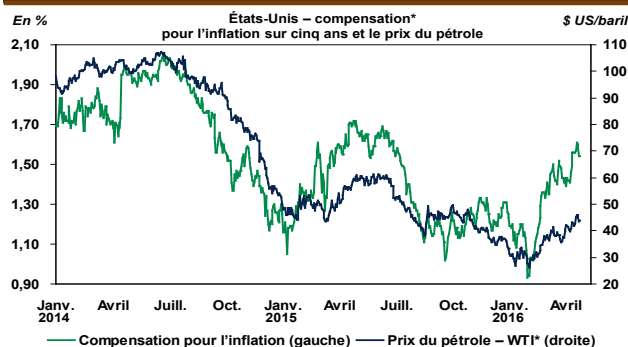


* Selon les contrats à terme sur fonds fédéraux.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

- Nous tablons désormais sur un gain légèrement plus faible pour la Bourse américaine comparativement à la Bourse canadienne.** Selon la compilation effectuée par Standard & Poor's, le bénéfice par action sur la Bourse américaine s'est replié pour un troisième trimestre consécutif en T1 2016. Contrairement aux trimestres précédents, la faiblesse n'a pas été concentrée dans l'énergie et les matériaux. Les titres de ces secteurs ont au contraire bénéficié du rebond des prix des matières premières. Ce sont plutôt les secteurs de consommation et des technologies de l'information qui ont vécu des difficultés. La descente du dollar américain ne semble donc pas encore avoir d'incidence favorable sur la valeur des profits générés à l'étranger, d'autant plus que l'utilisation de contrats de couverture de change a pour résultat de retarder les effets du mouvement des devises sur les profits. Si la croissance s'améliore au deuxième trimestre, conformément à la tendance des dernières années, la Bourse américaine pourrait tout de même enregistrer des gains modérés. Nous conservons notre cible de rendement à 7 %.
- La bonne performance des obligations gouvernementales a fait place à quelques difficultés au cours du printemps.** Le regain d'optimisme a diminué l'attrait pour les valeurs sûres jusqu'à la fin d'avril. Cela a toutefois eu pour effet d'amener un certain soulagement au niveau des écarts de taux corporatifs (graphique 10). Globalement, les astres ne sont pas alignés en faveur de la classe obligataire. Déjà, la remontée des prix du pétrole a entraîné un rebond des mesures de compensation pour l'inflation (graphique 11). Des hausses de taux de la Fed en juin et en décembre devraient continuer d'appliquer une certaine pression sur les obligations.

Graphique 10 – Les marchés obligataires corporatifs décompressent


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – La fin de la dégringolade du prix du pétrole a coïncidé avec le rebond des anticipations d'inflation


* Écart entre le taux nominal et le taux à rendement réel sur cinq ans; ** West Texas Intermediate. Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Rendement en pourcentage des classes d'actifs

	Encaisse	Obligations	Actions canadiennes	Actions américaines	Actions internationales	Taux de change
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 %)**
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
2015	0,53	3,5	(8,3)	1,4	(0,4)	19,1
2016p	cible : 0,50	cible : 1,0	cible : 8,0	cible : 7,0	cible : 3,0	cible : -4,9 (0,76 \$ US)
fourchette	0,30 à 0,65	-2,0 à 4,0	0,0 à 14,0	2,0 à 12,0	-8,0 à 10,0	-10,8 à 0,3

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques