

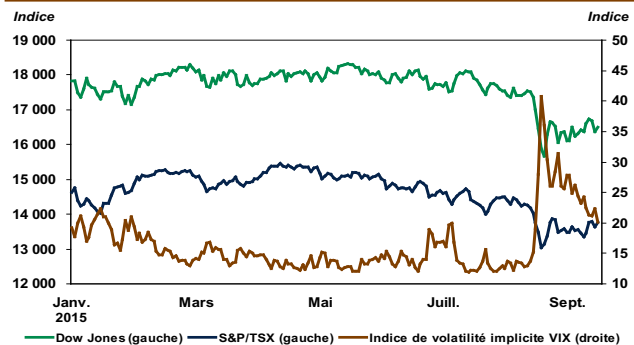
La Chine inquiète les investisseurs et fait hésiter la Réserve fédérale

FAITS SAILLANTS

- Un vent de panique a soufflé sur les marchés à la mi-août.
- La Banque du Canada et la Réserve fédérale ont opté pour le *statu quo*.
- Le rebond des exportations est encourageant pour l'économie canadienne.
- Un répit pour le dollar canadien.
- La poussière retombe, mais les marchés restent aux aguets.

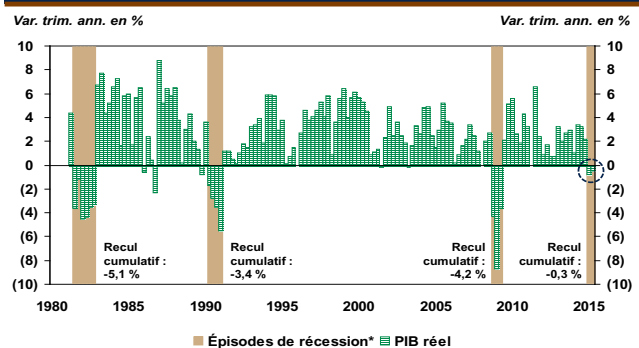
- **Courte panique sur les marchés au mois d'août.** Les inquiétudes concernant la Chine ont fortement augmenté à partir de la mi-août alors que la dévaluation-surprise du yuan a été perçue comme un geste de désespoir de la part des autorités chinoises. Un vent de panique a alors soufflé sur les marchés financiers internationaux, entraînant une correction sur plusieurs places boursières. La déroute des marchés financiers a cependant rapidement fait place à une remontée des taux obligataires et, dans une moindre mesure, des indices boursiers (graphique 1).
- **La Réserve fédérale (Fed) n'est pas encore prête à relever ses taux directeurs.** Le rebond de l'économie américaine au printemps et des signes de robustesse du côté de la consommation ouvraient l'apport à une hausse des taux directeurs américains en septembre. Les inquiétudes concernant les pays émergents et la volatilité des marchés financiers ont cependant convaincu la Fed d'opter encore une fois pour le *statu quo*. La présidente, Janet Yellen, a toutefois indiqué que la reprise est suffisamment avancée pour justifier une hausse des taux d'intérêt. De plus, 13 des 17 dirigeants prévoient une première hausse de taux d'ici la fin de 2015. Une remontée très graduelle des taux directeurs américains pourrait ainsi s'amorcer en décembre prochain.
- **La récession canadienne a été confirmée... et elle pourrait bien être déjà terminée.** Le PIB réel a diminué de 0,5 % (à rythme trimestriel annualisé) au deuxième trimestre de 2015, faisant ainsi suite à une baisse de 0,8 % au premier trimestre. Selon la définition couramment utilisée de deux trimestres consécutifs de recul du PIB réel, l'économie canadienne était donc en récession en première moitié de 2015. Cette récession se distingue toutefois des autres épisodes de récession au pays par sa faible amplitude

Graphique 1 – Les inquiétudes des investisseurs à la mi-août se sont en partie résorbées



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Une récession de faible amplitude au Canada



* Selon la définition d'au moins deux trimestres consécutifs de baisse du PIB réel.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

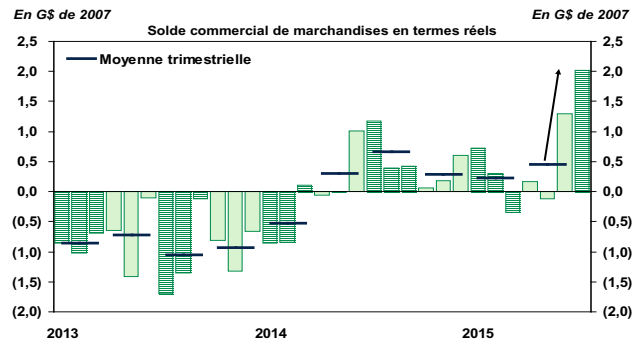
Hendrix Vachon
Économiste senior

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

(graphique 2) et par le fait que les difficultés de l'économie sont concentrées dans les provinces et les secteurs dépendants de l'industrie pétrolière. De plus, l'important rebond des exportations canadiennes en juin et en juillet laisse entrevoir que l'économie canadienne rebondira au troisième trimestre grâce à une importante contribution positive du secteur extérieur (graphique 3).

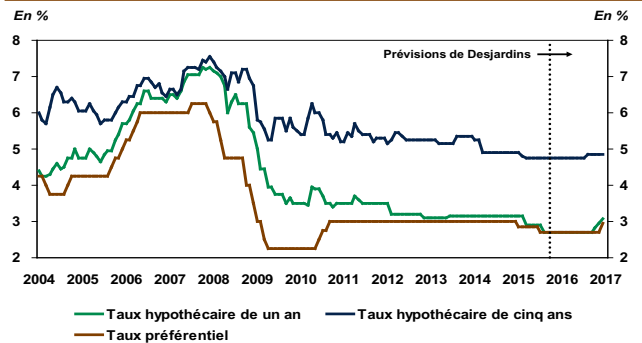
- **La baisse des taux directeurs pourrait être terminée au Canada.** Après avoir abaissé ses taux d'intérêt directeurs en juillet dernier, la Banque du Canada (BdC) est revenue au *statu quo* en septembre en laissant le taux cible des fonds à un jour à 0,50 %, notant les signaux encourageants pour l'économie canadienne. En soulignant que les ajustements aux bas prix du pétrole seront longs et que les mouvements du dollar facilitent ces ajustements, la BdC indique toutefois qu'elle attendra longtemps avant d'envisager une remontée de ses taux directeurs.
- **Peu de changement des taux d'intérêt.** Après avoir chuté à la mi-août, les taux obligataires sont rapidement remontés près des niveaux observés à la fin juillet. Les taux de détail canadiens sont ainsi demeurés stables au cours des dernières semaines. Il faut aussi dire que les tensions sur les marchés financiers ont entraîné une augmentation des primes de financement des institutions financières.
- **Un autre signe que l'environnement de faibles taux d'intérêt n'est pas près de disparaître.** L'hésitation de la Fed à amorcer son resserrement monétaire renforce l'idée que les taux obligataires nord-américains demeureront faibles. Nous continuons ainsi de prévoir que les taux de détail demeureront près des niveaux actuels pour encore plusieurs trimestres (graphique 4).

Graphique 3 – Le troisième trimestre commence sur une note très positive pour le secteur extérieur canadien



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Rien n'annonce une forte remontée des 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								
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
Août 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
22 sept. 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2015 : T3	0,75	2,70	2,79–2,99	3,29–3,49	4,64–4,84	0,75–0,95	0,95–1,15	1,40–1,50
2015 : T4	0,50–0,75	2,45–2,70	2,59–3,09	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	2,59–3,09	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	2,59–3,09	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	2,59–3,09	3,25–3,75	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2017	1,00–2,00	2,95–3,95	3,25–4,05	4,10–4,90	4,60–5,40	0,60–1,30	0,90–1,70	1,35–2,15
2018	2,00–3,00	3,95–4,95	4,00–4,80	4,50–5,30	5,10–5,90	0,75–1,55	1,45–2,25	1,80–2,60

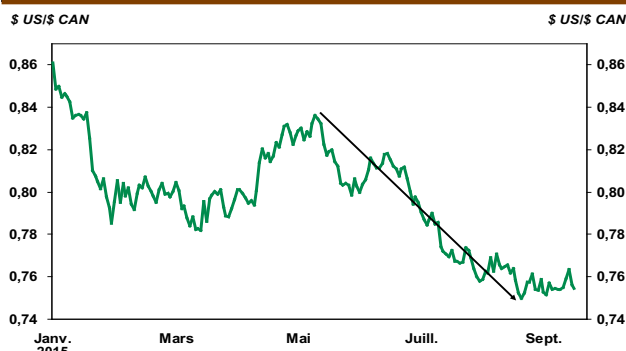
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Un répit pour le dollar canadien

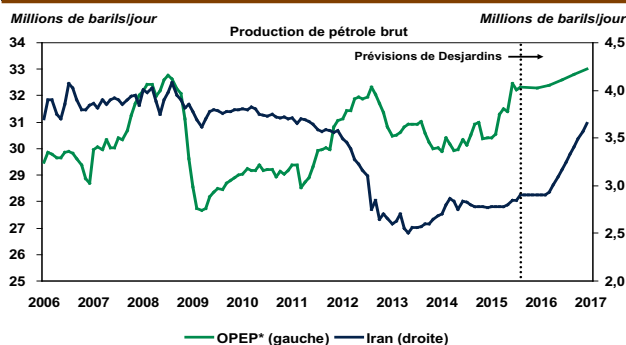
- Après la forte dépréciation des derniers mois (graphique 5), le dollar canadien connaît une période plus stable et a même fait une courte incursion à près de 0,77 \$ US (1,30 \$ CAN/\$ US) récemment. Ce rebond temporaire n'a toutefois pas été appuyé par une amélioration des variables fondamentales. Il a essentiellement été causé par la baisse du dollar américain qui a accompagné la décision de la Réserve fédérale (Fed) de reporter le début de son resserrement monétaire.
- Les autres principales devises, comme l'euro, la livre et le yen ont aussi réagi à la faiblesse du billet vert. L'euro est remonté à plus de 1,14 \$ US, la livre à plus de 1,56 \$ US, tandis que le taux de change nippon a atteint 119 ¥/\$ US. La progression de ces devises a généralement été plus forte et plus durable que celle du dollar canadien. L'euro et la livre bénéficient d'un meilleur climat économique en Europe. La livre profite en plus d'anticipation de resserrement monétaire au Royaume-Uni. Quant au yen, la devise est considérée comme une valeur refuge régionale et profite des inquiétudes actuelles à l'égard de plusieurs pays émergents, dont la Chine.
- L'évolution des prix du pétrole demeure une variable clef pour la tendance du dollar canadien. Or, les tuiles se sont accumulées durant l'été pour les prix du brut. L'élément le plus pénalisant est la forte progression de la production des pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), laquelle devrait se poursuivre avec le retour prévu du pétrole iranien sur le marché au cours des prochains trimestres (graphique 6). Les faibles prix du pétrole ajoutent également un haut degré d'incertitude sur l'économie canadienne et entretiennent la possibilité d'actions supplémentaires de la part de la Banque du Canada.
- Prévisions :** Le répit actuel du dollar canadien s'annonce temporaire. Le dollar américain devrait reprendre de la vigueur au cours des prochains mois lorsque la Fed ira finalement de l'avant avec son resserrement monétaire. Le dollar canadien devrait ainsi repasser sous 0,75 \$ US (au-dessus de 1,33 \$ CAN/\$ US). À plus long terme, la faiblesse prolongée prévue pour les prix du pétrole ne laisse pas présager un rebond soutenu du dollar canadien.

Graphique 5 – Le dollar canadien a perdu 10 % de sa valeur entre les mois de mai et d'août



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – La production de l'OPEP* continuera d'augmenter avec la levée des sanctions contre l'Iran



* Organisation des pays exportateurs de pétrole.
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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,8929	0,8605	0,7882	0,8004	0,7600	0,7400	0,7400	0,7500	0,7600	0,7700
\$ CAN par \$ US	1,1199	1,1621	1,2688	1,2493	1,3158	1,3514	1,3514	1,3333	1,3158	1,2987
\$ CAN par €	1,4147	1,4061	1,3626	1,3920	1,4737	1,4459	1,4324	1,4400	1,4211	1,4286
\$ US par €	1,2632	1,2101	1,0740	1,1142	1,1200	1,0700	1,0600	1,0800	1,0800	1,1000
\$ US par £	1,6212	1,5593	1,4845	1,5727	1,5500	1,5200	1,5400	1,5600	1,5500	1,5700

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

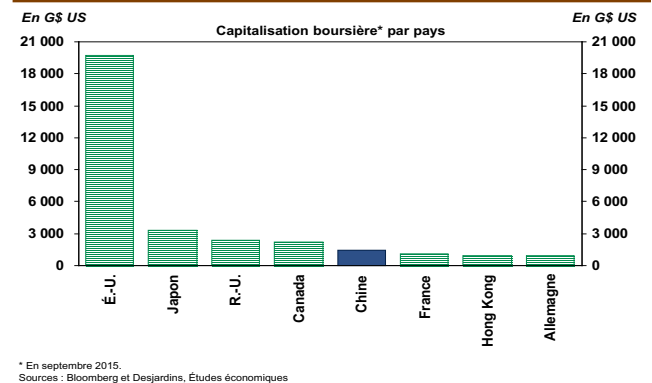
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

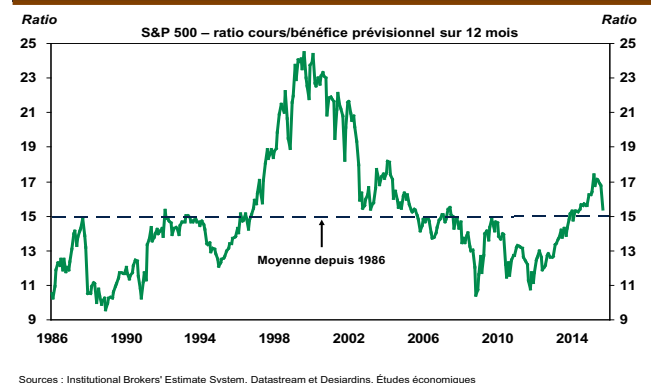
La poussière retombe, mais les marchés restent aux aguets

- L'heure est à la stabilisation sur les Bourses d'outre-mer.** La chute précipitée du mois d'août, orchestrée par une série d'événements en Chine, aura quand même laissé des séquelles. Par exemple, en Europe, les Bourses allemande et française accusent toujours des reculs de plus de 10 % par rapport à leurs niveaux du 31 juillet. Ces diminutions ne sont que légèrement inférieures à celles de la Bourse de Shanghai, pourtant l'épicentre des tensions estivales. Malgré la mauvaise presse dont font l'objet les marchés émergents, l'indice MSCI de ces pays a récupéré la moitié des pertes répertoriées entre le 31 juillet et le creux du 24 août. Il faut dire que la réaction mondiale face aux tensions en Chine était démesurée, surtout lorsqu'on prend en considération la taille relativement petite du marché chinois (graphique 7) et la faible exposition des investisseurs étrangers. Si l'on ajoute le fait que les tumultes sont survenus dans une période de faible liquidité sur les Bourses, le retour à une situation plus normale en septembre se justifie davantage.
- Aux États-Unis, le S&P 500 progresse tant bien que mal vers les 2 000 points.** L'indice a subi une correction, formant un creux à 1 867 points le 25 août. La volatilité qui a caractérisé les événements s'observe dans l'indice de volatilité VIX/S&P, propulsé au niveau de 41 le 24 août, un sommet datant de 2011. Il s'est replié par la suite, sans toutefois passer sous les 20 points, à l'image du caractère un peu chaotique de la remontée du S&P 500. Il reste que ce regain défie les arguments de ceux qui ont cru voir dans la débâcle d'août une soudaine prise de conscience des investisseurs face à un marché jugé surévalué. Certes, le ratio cours/bénéfice anticipé est au-dessus de sa moyenne de long terme (graphique 8), mais pas de façon dramatique. Ces circonstances sont en partie le reflet de politiques monétaires extrêmement accommodantes, mais, même si la Réserve fédérale (Fed) devrait bientôt commencer à normaliser les taux, ce processus sera marqué par une lenteur délibérée (graphique 9). La Fed cherchera justement à prévenir le genre de déstabilisation que certains appréhendent. Toutefois, d'ici là, le climat d'investissement restera tendu. Nous avons révisé notre cible de rendement à la baisse pour le S&P 500 à 3,5 %. Un regain de 7,5 % est attendu l'an prochain.
- Également malmenée dans la tourmente du mois d'août, la Bourse canadienne reprend quelques couleurs.** Son rebond de 4,7 % depuis son creux formé le 24 août est toutefois légèrement inférieur au regain du S&P 500 sur la période, avec notamment un prix du pétrole qui continue de ternir sa performance. En outre, le prix du pétrole canadien a subi une forte pression baissière au cours de l'été, chutant même jusqu'à 22,57 \$ US le 17 août (graphique 10), menaçant la rentabilité des projets en opération dans les sables bitumineux. La maigre remontée au-dessus des 30 \$ US en septembre peine à rassurer. Les inquiétudes en Chine ont par ailleurs entraîné une nouvelle correction des prix des

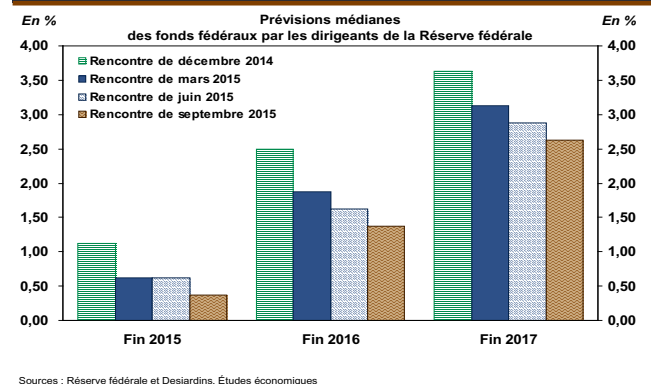
Graphique 7 – Le marché chinois est loin d'avoir une taille suffisante pour déstabiliser le reste du monde



Graphique 8 – La Bourse américaine n'était pas démesurément surévaluée



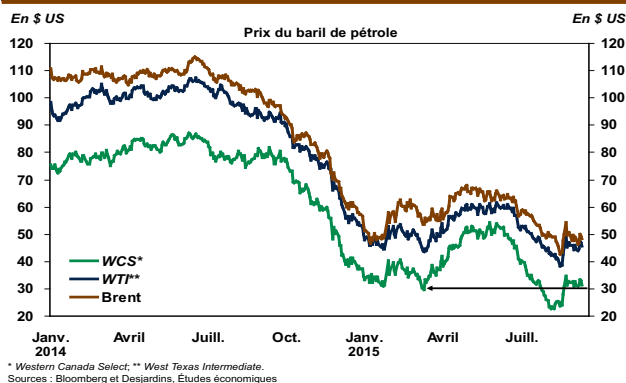
Graphique 9 – La Réserve fédérale signale toujours un relèvement graduel de ses taux directeurs



métaux de base. Il n'est donc pas surprenant de constater que l'énergie et les matériaux ont été les secteurs qui ont le moins bien performé depuis le début du troisième trimestre.

- **Le secteur financier, qui occupe également un poids important dans l'indice boursier canadien, a fait les frais d'un certain désistement des investisseurs étrangers cette année, mais le secteur s'est quand même stabilisé ces dernières semaines.** Autant les annonces de résultats que les données officielles ont fait état d'une rentabilité étonnamment vigoureuse dans l'industrie financière canadienne (graphique 11). Alors que le halo négatif de récession technique se dissipe, les titres financiers devraient être en mesure de poursuivre leur rattrapage. Tout compte fait, nous prévoyons désormais un rendement négatif de 1,0 % pour la Bourse canadienne cette année. Sous l'hypothèse de cours des matières premières plus stables, l'année 2016 s'annonce mieux, mais pas spectaculaire. Nous établissons notre cible à 6,5 %.

Graphique 10 – Le prix du baril de pétrole canadien n'a pu faire mieux que rejoindre son précédent creux



Graphique 11 – Meilleure croissance des profits en plus de deux décennies dans l'industrie financière canadienne

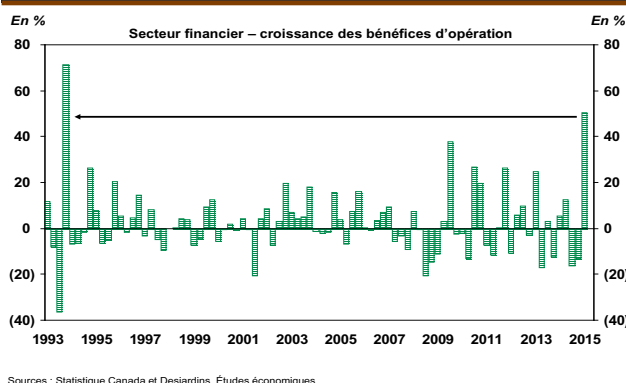


Tableau 3
Rendement en pourcentage des classes d'actifs

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 : -1,0	cible : 3,5	cible : 4,0	cible : 16,3 (0,74 \$ US)
fourchette	0,45 à 0,65	1,0 à 7,0	-8,0 à 3,0	-6,0 à 8,0	-7,0 à 11,0	11,8 à 21,2
2016p	cible : 0,45	cible : -3,0	cible : 6,5	cible : 7,5	cible : 8,0	cible : -3,9 (0,77 \$ US)
fourchette	0,20 à 0,70	-6,0 à 1,0	1,0 à 11,0	3,0 à 12,0	1,0 à 13,0	-8,6 à 4,2

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques