

Regain d'optimisme malgré l'approche du resserrement monétaire américain

FAITS SAILLANTS

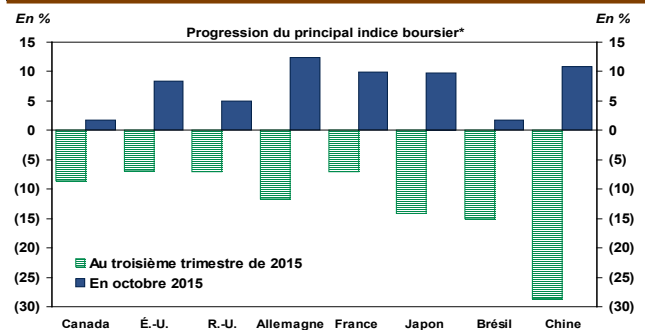
- Regain d'optimisme des investisseurs après un troisième trimestre difficile.
- L'économie canadienne fait beaucoup mieux qu'au premier semestre.
- Le rebond de l'emploi ouvre la porte à des hausses des taux directeurs américains.
- Le dollar américain repart en hausse.
- Les marchés boursiers sont relativement sereins devant l'imminence d'un resserrement monétaire.

• **Le quatrième trimestre a débuté sur une bonne note pour les investisseurs.** Après une baisse importante au troisième trimestre, qui avait fait chuter la plupart des indices boursiers en dessous de leur niveau de la fin de 2014, les places boursières ont enregistré un important rebond en octobre (graphique 1). Les derniers développements en Chine, dont la progression de 6,9 % du PIB réel en variation annuelle au troisième trimestre et un nouvel assouplissement de la politique monétaire, ont réduit les craintes d'un effondrement des pays émergents. Le S&P 500 est ainsi remonté récemment en territoire positif, et plusieurs Bourses européennes affichent à nouveau des progressions de plus de 10 % par rapport au commencement de 2015.

• **Le rebond de l'économie canadienne se confirme.** Il n'y a plus aucun doute permis : la récession technique ayant affecté l'économie canadienne en première moitié de 2015 est bel et bien chose du passé. Avec la hausse du PIB réel par industrie observée en juin (+0,4 %), en juillet (+0,3 %) et en août (+0,1 %), l'acquis de croissance pour le troisième trimestre est très positif, soit aux alentours de 2,5 %. Ce rebond de l'activité semble surtout attribuable à une importante amélioration du solde commercial. Les données sur l'emploi et sur les mises en chantier ont aussi dépassé les attentes et rien n'annonce un nouvel assouplissement de la politique monétaire canadienne. La Banque du Canada attendra cependant encore plusieurs trimestres avant d'envisager une augmentation de ses taux directeurs.

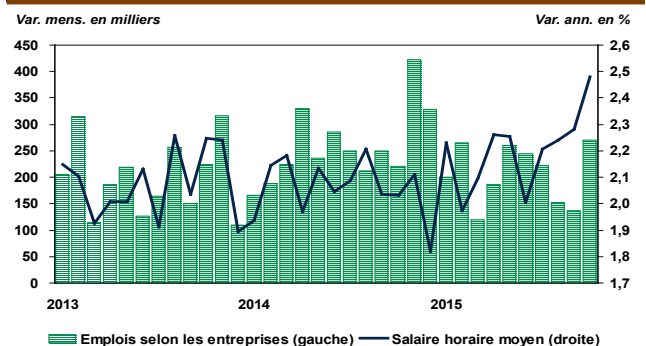
• **Signaux encourageants aux États-Unis.** Le PIB réel a augmenté de seulement 1,5 % à rythme annualisé au troisième trimestre de 2015, selon la première estimation des comptes nationaux. Ce ralentissement par rapport à l'excellent gain de 3,9 % enregistré au printemps est cependant surtout attribuable à un fort ralentissement des stocks des

Graphique 1 – Après un troisième trimestre très difficile, les Bourses ont rebondi en octobre



* En devises nationales.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Un rebond de l'emploi accompagné d'une meilleure croissance des salaires



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

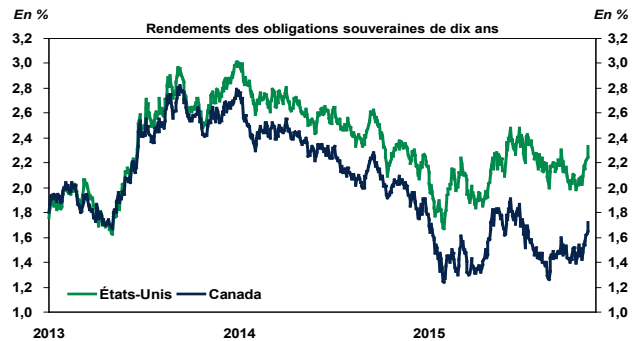
Hendrix Vachon
Économiste senior

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

entreprises alors que la demande intérieure américaine est demeurée robuste avec une croissance de 2,9 %. Après deux mois décevants, la forte création d'emplois en octobre, accompagnée d'une accélération des salaires, est un autre signe que l'économie américaine demeure solide (graphique 2).

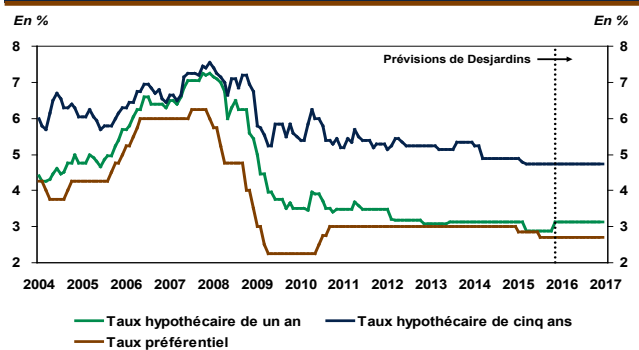
- **La Réserve fédérale (Fed) devrait amorcer un resserrement monétaire en décembre.** Les facteurs qui avaient amené la Fed à opter pour le *statu quo* en septembre dernier, soit les difficultés des marchés financiers et des pays émergents, ne semblent plus un obstacle à une hausse des taux directeurs. Si la conjoncture économique et financière reste relativement solide, les conditions devraient être enfin réunies pour un premier mouvement haussier des taux directeurs américains lors de la rencontre du 16 décembre. La Fed prendra toutefois bien soin de signaler que la remontée des taux d'intérêt se fera de façon très graduelle.
- **Les taux de détail devraient demeurer assez stables.** Les anticipations grandissantes d'une hausse prochaine des taux directeurs a fait augmenter les taux obligataires nord-américains au cours des dernières semaines (graphique 3). Ces taux demeurent toutefois très bas et les hausses devraient être limitées au cours des prochains trimestres alors que la Fed sera prudente et que les taux directeurs canadiens demeureront inchangés. Certains taux hypothécaires canadiens ont légèrement augmenté récemment. Dans l'ensemble, les taux de détail devraient toutefois demeurer près des niveaux actuels pour encore plusieurs trimestres (graphique 4).

Graphique 3 – Malgré la hausse récente, les taux obligataires demeurent relativement faibles



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Stabilité en vue pour les principaux taux de détail



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Prévisions : taux de détail

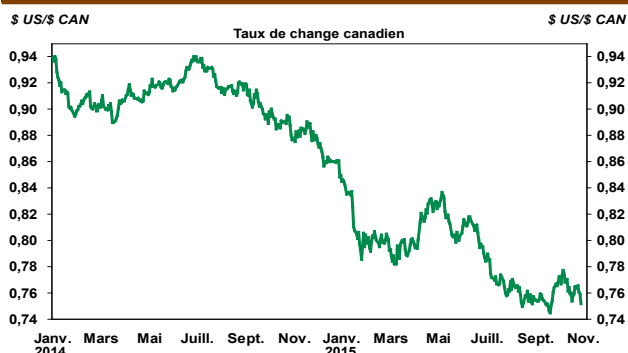
	Taux d'escompte (1)	Taux préférentiel (1)	Hypothèques (1)			Épargne à terme (1) (2)		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
Réalisé – fin de mois								
Mai 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	1,00	1,15	1,50
Juin 2015	1,00	2,85	2,89	3,39	4,74	1,00	1,15	1,50
Juillet 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Août 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
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
12 Nov. 2015	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2015 : T4	0,50–0,75	2,45–2,70	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	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	1,00–2,00	2,95–3,95	3,25–4,05	3,85–4,65	4,50–5,30	0,60–1,30	0,80–1,60	1,25–2,05
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	1,75–2,55

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

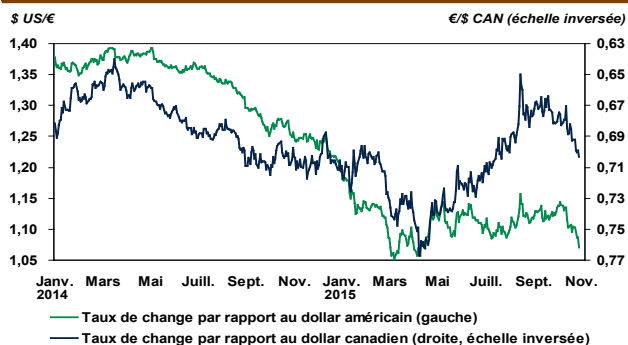
DOLLAR CANADIEN

Le dollar américain repart en hausse

- Le dollar américain profite de la récente amélioration des données économiques aux États-Unis et de la hausse des anticipations de resserrement monétaire pour le mois de décembre. En contrepartie, cela fait mal paraître la plupart des autres devises dont le dollar canadien qui est retombé aux alentours de 0,75 \$ US (graphique 5). Quelques semaines plus tôt, la devise canadienne s'était appréciée à près de 0,78 \$ US.
- Outre les mouvements du billet vert, le dollar canadien reste très sensible à la valeur du pétrole. Le prix d'un baril *WTI (West Texas Intermediate)* est retombé sous la barre des 45 \$ US, ce qui ajoute de la pression sur la devise. Un élément plus positif pour le huard est la réduction des anticipations de baisse de taux d'intérêt directeurs au Canada, alors que l'économie montre des signes évidents de rebond à la suite d'une récession technique en première moitié d'année. L'effet sur la devise est néanmoins compensé par l'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis. Par ailleurs, étant donné que le rebond de l'économie canadienne est fortement tributaire de la performance des exportations, cela implique que le taux de change doit demeurer faible pour ne pas freiner ce moteur de croissance.
- Parmi les principales devises, l'euro s'est davantage déprécié au cours des dernières semaines (graphique 6). Comme pour le dollar canadien, l'euro est affecté par la vigueur de la devise américaine, mais les anticipations à l'égard de la politique monétaire en zone euro accentuent le mouvement. En octobre, la Banque centrale européenne a clairement ouvert la porte à un autre assouplissement monétaire, lequel pourrait être décrété en décembre.
- Prévisions** : À moins d'un report des hausses de taux d'intérêt aux États-Unis, la vigueur actuelle du dollar américain devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Dans ce contexte, le dollar canadien devrait passer sous le 0,75 \$ US, d'autant plus qu'aucune hausse significative des prix du pétrole n'est prévue à court terme. L'euro devrait quant à lui tester la barre de 1,05 \$ US et rester relativement stable par rapport au dollar canadien.

Graphique 5 – Le dollar canadien est de retour à 0,75 \$ US


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – La baisse de l'euro est plus marquée


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	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,8929	0,8605	0,7882	0,8004	0,7510	0,7500	0,7400	0,7500	0,7600	0,7700
\$ CAN par \$ US	1,1199	1,1621	1,2688	1,2493	1,3315	1,3333	1,3514	1,3333	1,3158	1,2987
\$ CAN par €	1,4147	1,4061	1,3626	1,3920	1,4863	1,4267	1,4189	1,4133	1,4211	1,4286
\$ US par €	1,2632	1,2101	1,0740	1,1142	1,1162	1,0700	1,0500	1,0600	1,0800	1,1000
\$ US par £	1,6212	1,5593	1,4845	1,5727	1,5148	1,5100	1,5100	1,5300	1,5600	1,5700

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

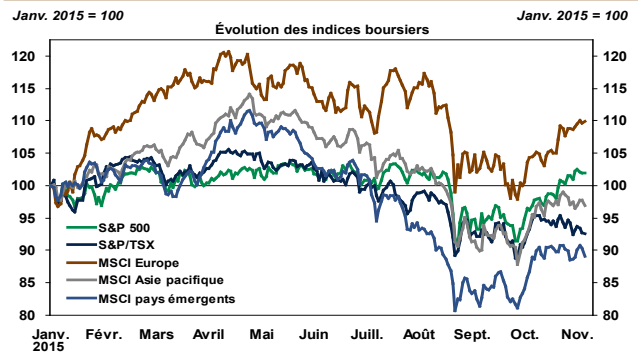
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Les marchés boursiers sont relativement sereins devant l'imminence d'un resserrement monétaire

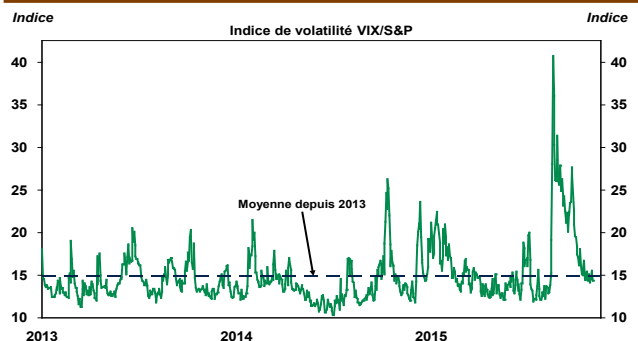
- Après la phase de stabilisation de la fin du troisième trimestre, les Bourses sont en voie de terminer l'année en force.** Des gains boursiers importants ont été répertoriés dans la plupart des régions en octobre (graphique 7). Les indices en Allemagne et en France ont enregistré des gains respectifs de 12,3 % et de 9,9 %. En Asie, la Bourse japonaise s'est bien tirée d'affaire, avec une augmentation de 9,7 %, et même l'indice de Shanghai, en dégringolade durant la majeure partie de l'été, s'est ressaisi de 10,8 %. La décision prise par la Réserve fédérale (Fed) de reporter ses hausses de taux avait offert un soulagement, particulièrement dans les pays émergents. Les devises de ces pays ont d'ailleurs été beaucoup plus stables par rapport aux dépréciations généralisées du troisième trimestre. La stabilisation des Bourses et des devises va de pair avec une accalmie des sorties de capitaux, notamment en Chine. Ainsi, même si la Fed a récemment averti qu'un premier resserrement pourrait être effectué en décembre, les marchés émergents semblent un peu mieux préparés.
- Aux États-Unis, le S&P 500 s'affiche aux environs de 2 100 points, après avoir bondi de 8,8 % en octobre.** L'indice a ainsi récupéré une bonne partie des pertes subies au cours de l'été. Notre nouvelle cible de fin d'année s'établit à 2 150 points pour le niveau de l'indice, soit un rendement de 6,0 %. La volatilité s'est résorbée de manière plus définitive en octobre, l'indice VIX/S&P chutant pour s'établir aux environs de 15 points (graphique 8). Il s'agit de la moyenne qui précédait les événements du mois d'août. Au niveau des résultats en date du 5 novembre, les deux tiers des entreprises avaient dévoilé leurs bénéfices du troisième trimestre. Les profits d'un peu plus de 70 % d'entre elles ont dépassé les attentes, mais certains secteurs ont connu des difficultés. Dans le secteur des matériaux, le bénéfice d'exploitation par action a fondu de 66 % sur un an. Dans l'énergie, malgré un certain redressement au troisième trimestre, le bénéfice demeure 85 % inférieur à celui du troisième trimestre de 2014. En revanche, la vigueur de la consommation stimule la profitabilité dans le secteur de la consommation discrétionnaire, en hausse de 14 % sur un an.
- Il sera intéressant de surveiller l'ajustement des secteurs à l'environnement de resserrement monétaire.** Par exemple, dans les premiers mois suivant le début des trois derniers épisodes de resserrement, les titres des institutions financières, des biens d'investissement et des technologies sont parmi ceux qui ont eu tendance à mieux performer que l'indice total. En revanche, les titres des biens de consommation durables, des matériaux et les titres pharmaceutiques ont eu plus de difficulté. Il n'est pas déraisonnable de s'attendre à ce que des taux plus élevés favorisent la profitabilité des banques et des assurances, tout en limitant quelque peu les élans de la consommation. On doit quand même garder à l'esprit que le relèvement des taux qui s'annonce s'effectuera de manière très lente.

Graphique 7 – Les Bourses se sont redressées quelque peu depuis le début du quatrième trimestre



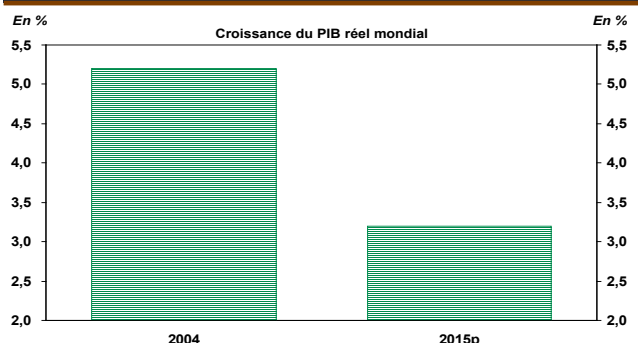
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – La volatilité boursière s'est estompée



Sources : Chicago Board of Trade et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La croissance mondiale est sensiblement plus faible qu'en 2004, lorsque la Réserve fédérale avait commencé un resserrement

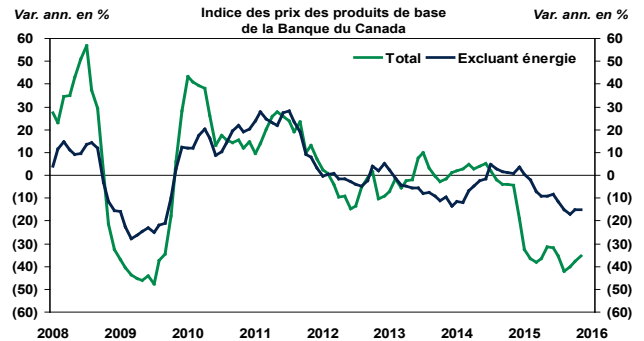


p : prévisions de Desjardins.
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

La réaction des secteurs pourrait ainsi s'avérer différente qu'auparavant, d'autant plus que le resserrement surviendrait dans un contexte économique mondial plus fragile que certains épisodes précédents (graphique 9 à la page 4).

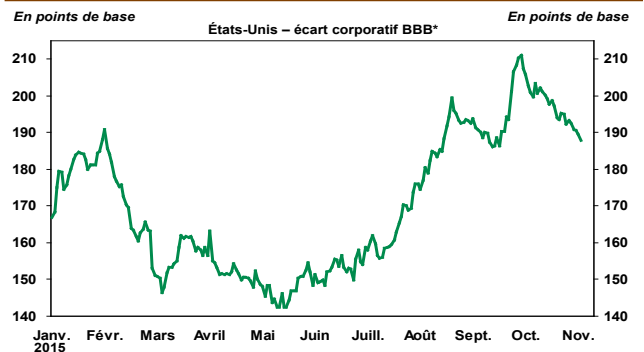
- **Sans très grande surprise, la Bourse canadienne demeure à la traîne et en voie de générer une perte de 2,0 % pour 2015.** Les résultats des grandes sociétés pétrolières ont continué de faire état de pressions accrues sur la rentabilité, alors que le prix du baril de pétrole canadien parvient à peine à se maintenir au-dessus de 30 \$ US. La faiblesse des prix des matières premières hors énergie (graphique 10) affecte également le secteur des matériaux. À cela s'ajoutent les difficultés d'entreprises d'importance dans les secteurs pharmaceutique et de l'aéronautique. En revanche, le secteur financier s'est redressé dans les dernières semaines. Étant donné les problèmes qui continuent d'affliger les perspectives pour les prix des matières premières et la devise canadienne, il serait surprenant que les investisseurs étrangers se ruent aux portes du Canada.
- **Les obligations ont finalement commencé à battre en retraite dans les dernières semaines.** La remontée prochaine des taux directeurs aux États-Unis implique nécessairement que cette classe d'actifs sera désavantagée. Toutefois, les actifs risqués ont affiché un bon niveau de tolérance devant l'imminence de ce scénario, ce qui s'est traduit par une diminution des écarts de crédit corporatifs et provinciaux cet automne, après la remontée de la fin de l'été (graphique 11). De manière générale, on s'attend à ce que l'approche très graduelle que privilégie la Fed prévienne l'hécatombe pour les obligations. Après un gain de 2,0 %, les obligations devraient enregistrer un rendement nul l'an prochain.

Graphique 10 – Les prix des matières premières hors-énergie sont également en baisse



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Les écarts de crédit se consolident depuis quelques semaines



* Par rapport à l'obligation fédérale américaine de dix ans.
Sources : Datastream 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 : 2,0	cible : -2,0	cible : 6,0	cible : 4,0	cible : 14,7 (0,75 \$ US)
fourchette	0,50 à 0,60	0,0 à 4,0	-8,0 à 2,0	-2,0 à 9,0	-5,0 à 7,0	11,8 à 17,9
2016p	cible : 0,45	cible : 0,0	cible : 6,5	cible : 7,5	cible : 8,0	cible : -2,6 (0,77 \$ 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	-7,4 à 4,2

p : prévisions; * Univers obligataire FTSE TMX Canada; ** Dividendes inclus; *** Négatif = appréciation, positif = dépréciation.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques