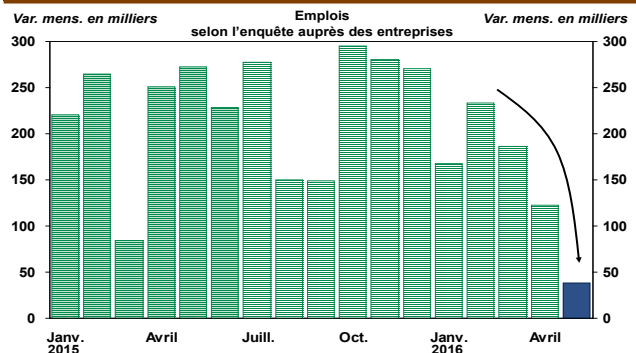


La faible création d'emplois repousse l'augmentation des taux directeurs américains

FAITS SAILLANTS

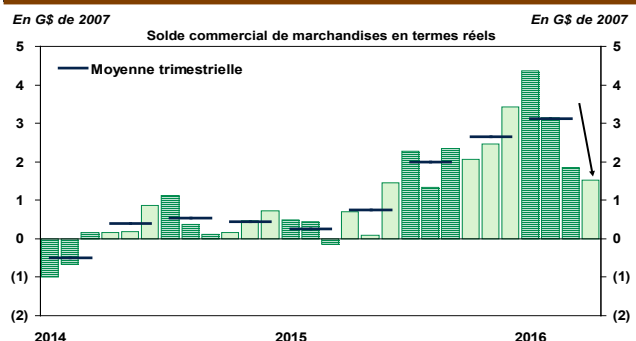
- La croissance économique américaine semble avoir rebondi, mais la création d'emplois a faibli.
 - La Réserve fédérale attendra un peu avant de poursuivre son resserrement monétaire.
 - L'économie canadienne enregistrera un recul au deuxième trimestre.
 - La remontée des cours pétroliers se poursuit.
 - Beaucoup de mouvements de taux de change pourraient découler d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis.
 - La volatilité n'a pas dit son dernier mot.
- **Des signaux contradictoires pour l'économie américaine.** Après une croissance décevante au premier trimestre, le PIB américain semble en voie d'enregistrer une progression solide au printemps. La poussée de 0,6 % de la consommation réelle en avril, la plus forte croissance mensuelle en plus de deux ans, est particulièrement encourageante. Dans ce contexte, les statistiques d'emploi du mois de mai ont eu l'effet d'une douche froide. Non seulement la création d'emplois a chuté à seulement 38 000 postes, mais des révisions négatives des résultats des mois précédents pourraient signaler une diminution préoccupante du *momentum* du marché du travail (graphique 1).
 - **La Réserve fédérale (Fed) attendra encore un peu avant de remonter ses taux directeurs.** La porte semblait s'ouvrir pour une deuxième hausse des taux directeurs américains dès la rencontre du 15 juin, mais les données sur l'emploi très décevantes convaincront sans doute la Fed d'attendre un peu plus longtemps avant d'agir. Dans un contexte où d'autres données du marché du travail sont plus encourageantes et où l'on commence à percevoir des signes d'accélération des salaires, les dirigeants de la Fed ne voudront cependant pas attendre trop longtemps. Une hausse des taux directeurs à la fin juillet est donc très possible.
 - **Un deuxième trimestre beaucoup moins favorable pour l'économie canadienne.** Le PIB réel canadien a finalement progressé de 2,4 % au premier trimestre. Ce résultat est un peu plus faible que ce qui était attendu, mais il demeure tout à fait satisfaisant. Après avoir fortement soutenu la croissance en début d'année, le solde commercial canadien s'est dégradé au cours des derniers mois (graphique 2), ce qui affectera la croissance au printemps. Les feux de Fort McMurray, qui ont soudainement entraîné l'arrêt du

Graphique 1 – La création d'emplois américaine a fortement ralenti



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Après un bon début d'année, le secteur extérieur freinera l'économie canadienne au deuxième trimestre



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

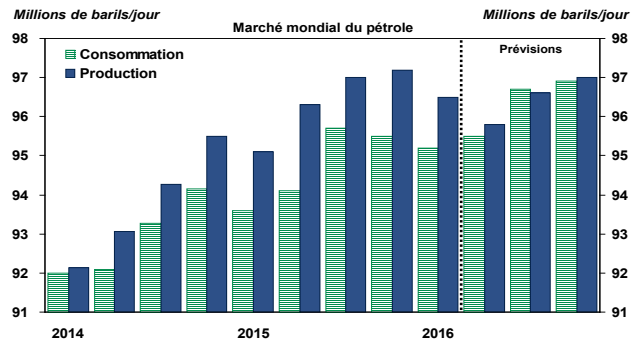
Économiste senior

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

tiers environ de la production canadienne de pétrole brut, ont aussi fait diminuer l'activité économique au Canada, particulièrement durant le mois de mai. Dans ce contexte, le PIB réel canadien devrait reculer d'environ 1,5 % au deuxième trimestre, mais un rebond est attendu par la suite.

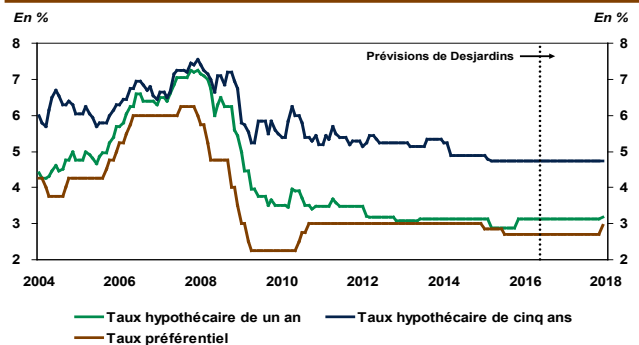
- La remontée des prix du pétrole est encourageante.** Le prix du pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*) est récemment repassé au-dessus de 50 \$ US le baril. Des problèmes temporaires de production dans plusieurs pays, dont le Canada, ont contribué à ce rebond, mais ce dernier reflète principalement la diminution marquée de la production américaine. La période d'importants surplus de production sur le marché mondial, qui a plombé les prix du pétrole depuis la mi-2014, semble ainsi en voie de faire place à un marché équilibré (graphique 3). La hausse des cours pétroliers devrait convaincre la Banque du Canada de garder sa politique monétaire inchangée malgré les difficultés de l'économie au deuxième trimestre.
- L'environnement de faibles taux d'intérêt se confirme.** Le report des hausses de taux aux États-Unis et les politiques monétaires très expansionnistes partout sur la planète continuent de soutenir la demande pour les obligations. Les taux obligataires nord-américains demeurent ainsi très faibles et leur progression s'annonce limitée au cours des prochains trimestres, et ce, même si la Fed augmente graduellement ses taux directeurs. La baisse des tensions financières exerce aussi des pressions baissières depuis quelques mois sur les primes de crédit et sur les coûts de financement des institutions financières canadiennes. Dans ce contexte, tout indique que les taux de détail demeureront très faibles (graphique 4).

Graphique 3 – Le marché mondial du pétrole renouera bientôt avec l'équilibre, si ce n'est pas déjà fait



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

Graphique 4 – Peu de mouvements en vue pour les taux de détail



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Prévisions : taux de détail

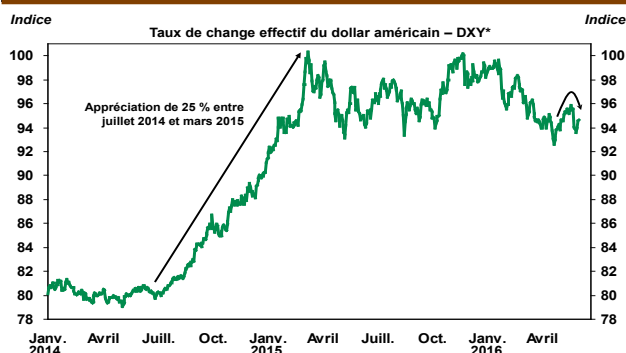
	Taux d'escompte (1)	Taux préférentiel (1)	Hypothèques (1)			Épargne à terme (1) (2)		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
Réalisé – fin de mois								
Déc. 2015	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Janvier 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Février 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	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
Mai 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
13 juin 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2016 : T2	0,75	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	2,75–3,55	3,40–4,20	4,49–5,15	0,60–1,25	0,80–1,55	1,10–1,90
2018	1,25–2,25	3,20–4,20	3,40–4,20	3,90–4,70	4,60–5,40	0,60–1,40	0,85–1,65	1,30–2,10
2019	1,25–2,25	3,20–4,20	3,10–3,90	3,40–4,20	4,49–5,15	0,60–1,25	0,80–1,45	1,10–1,90

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

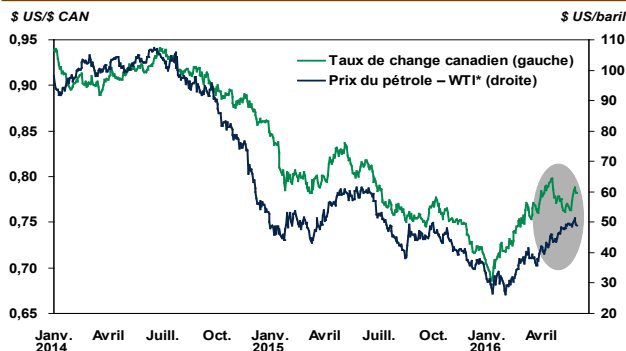
DOLLAR CANADIEN

Beaucoup de mouvements pourraient découler d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis

- Le dollar américain s'était fortement apprécié entre juillet 2014 et mars 2015 lorsque le marché avait commencé à anticiper un resserrement monétaire aux États-Unis. Maintenant que les hausses de taux d'intérêt semblent tarder à s'enchaîner, le billet vert évolue plutôt à plat. Au début du mois de mai, le sentiment que la Réserve fédérale (Fed) pourrait finalement agir en juin a donné une impulsion à la devise américaine, mais cela n'a pas duré (graphique 5).
- Le rebond du dollar américain au début du mois de mai s'est transposé sur le taux de change canadien, qui a fléchi après s'être approché de la barre de 0,80 \$ US. Le huard a aussi été pénalisé par des données économiques plus décevantes au Canada. La poursuite de la remontée des prix du pétrole n'aura pas été suffisante pour éviter la dépréciation (graphique 6). Les feux de forêt en Alberta semblent avoir limité l'impact positif de la hausse des prix du brut, en plus d'avoir ajouté de l'incertitude sur l'économie canadienne.
- Comme le dollar canadien, la plupart des autres devises ont été affectées par le rebond temporaire du dollar américain. Par exemple, l'euro s'est replié d'environ quatre centimes en mai, atteignant 1,11 \$ US. La livre britannique a fait figure d'exception en fluctuant surtout selon les sondages relatifs au référendum à venir sur la séparation du Royaume-Uni de l'Union européenne.
- Prévisions :** Si la Fed poursuit son resserrement monétaire comme prévu, avec deux hausses de taux d'intérêt d'ici la fin de l'année, cela redonnera de la vigueur au dollar américain. Par conséquent, la plupart des devises devraient évoluer en baisse par rapport au billet vert au cours des prochains trimestres. Les risques de dépréciation pour le dollar canadien apparaissent plus élevés à court terme alors que la remontée des prix du pétrole pourrait prendre une pause de quelques mois après les importants gains réalisés depuis février. De plus, les données économiques canadiennes plus mitigées pourraient encore ajouter temporairement de la faiblesse au huard. Notre cible de fin d'année se situe à 0,77 \$ US (1,30 \$ CAN/\$ US).

Graphique 5 – Le dollar américain peine à retrouver sa vigueur


* Moyenne pondérée du dollar américain contre l'euro, le yen, la livre, le dollar canadien, la couronne suédoise et le franc suisse.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Le dollar canadien a moins suivi l'évolution des prix du pétrole récemment


* West Texas Intermediate.
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	0,7750	0,7500	0,7700	0,7600	0,7800	0,7900	0,8100
\$ CAN par \$ US	1,3315	1,3841	1,3006	1,2903	1,3333	1,2987	1,3158	1,2821	1,2658	1,2346
\$ CAN par €	1,4863	1,5035	1,4820	1,4452	1,4400	1,3896	1,4079	1,3974	1,3924	1,3704
\$ US par €	1,1162	1,0863	1,1395	1,1200	1,0800	1,0700	1,0700	1,0900	1,1000	1,1100
\$ US par £	1,5148	1,4739	1,4373	1,4700	1,4500	1,4700	1,4900	1,5200	1,5300	1,5500

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

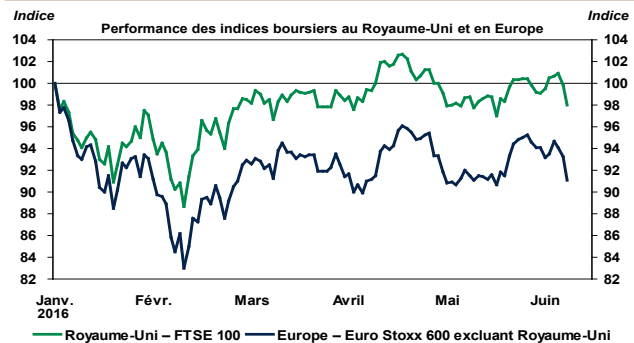
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

La volatilité n'a pas dit son dernier mot

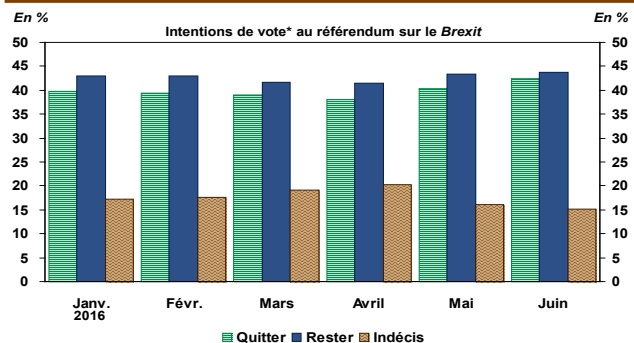
- Après avoir pris une pause en milieu de printemps, le mouvement haussier des marchés boursiers s'est poursuivi de la mi-mai à la mi-juin.** Aux États-Unis, le S&P 500 a de nouveau franchi le cap des 2 100 points récemment. Les Bourses des pays émergents ont également participé au rallye, l'indice MSCI pour ces pays affichant une hausse de plus de 5 % depuis le 19 mai. On ne peut pas en dire autant pour les marchés européens, plutôt hésitants depuis le début du printemps. Malgré une croissance économique plus forte que prévu depuis le début de l'année en zone euro, les craintes subsistent dans le secteur bancaire. La composante bancaire de l'indice Euro Stoxx affiche une baisse de 28 % depuis le début de l'année. À cela s'ajoutent les craintes d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (*Brexit*). On remarque toutefois que la Bourse britannique s'en tire mieux que celles de la zone euro (graphique 7) : l'indice FTSE 100 est en baisse de 3 % depuis janvier, comparativement à un recul de 12 % de l'indice Euro Stoxx.
- Même s'ils ont donné l'apparence d'être une chose du passé, les grands élans de volatilité du début d'année risquent de refaire surface.** Le référendum sur le *Brexit* sera tenu le 23 juin. La proportion d'indécis a diminué dans les sondages les plus récents. Cela semblait initialement favoriser le camp anti-*Brexit*, mais le camp opposé a repris du poil de la bête, si bien que les intentions sont maintenant coude à coude (graphique 8). Un vote en faveur d'une sortie de l'Union européenne pourrait engendrer des pertes d'importance pour les Bourses au Royaume-Uni et en Europe, étant donné la recrudescence du niveau d'incertitude. Les preneurs de paris indiquent une probabilité de seulement 25 % qu'un scénario de *Brexit* se concrétise. Tout indique ainsi qu'un effet de surprise d'envergure viendrait affecter les Bourses des régions concernées.
- L'issue de l'élection américaine de novembre constitue un autre événement important, mais les marchés ne s'en formalisent pas trop.** Même si le candidat républicain Donald Trump a confondu les sceptiques jusqu'à présent, il lui sera difficile de se réconcilier avec une proportion importante de l'électorat, aliénée par son discours. Même dans l'hypothèse peu envisageable de son élection, il lui faudrait obtenir l'aval du Congrès pour mettre en place ses politiques. Trump continuera donc de faire la manchette, mais les Bourses pourraient se montrer tout aussi insensibles que jusqu'à maintenant.
- Dans ce contexte, et en supposant une victoire du camp anti-*Brexit*, la tendance de la Bourse américaine devrait être déterminée par les facteurs fondamentaux, comme les perspectives de croissance et de profits.** En variation annuelle, les bénéfices du S&P 500 se sont repliés pour un sixième trimestre d'affilée au premier trimestre de 2016 (graphique 9). La bonne nouvelle est que le prix du pétrole est en redressement et que la consolidation du secteur énergétique américain est relativement

Graphique 7 – Les actions européennes toujours à la traîne face aux actions britanniques



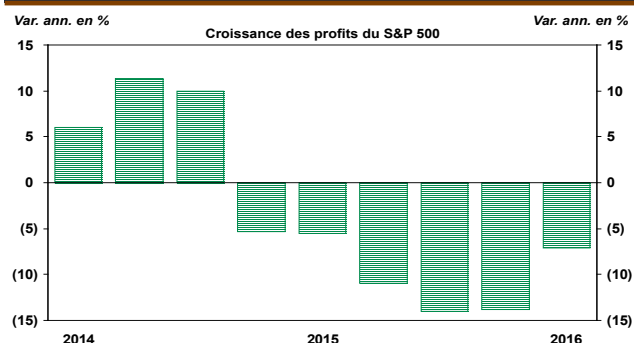
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Chauda lutte entre les partisans du maintien de l'appartenance à l'Union européenne et les opposants



* Moyenne des sondages effectués dans le mois.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

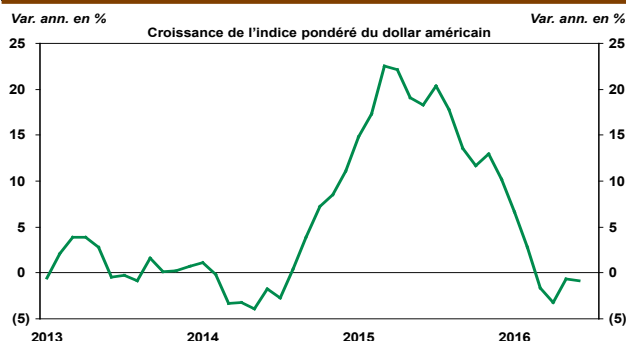
Graphique 9 – Six trimestres de contraction annuelle des profits



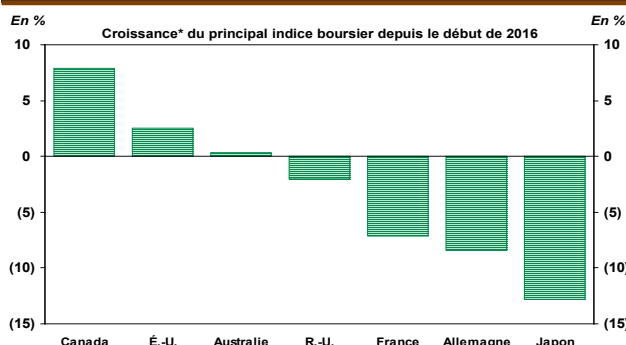
Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

avancée. Par ailleurs, le dollar américain est plus faible qu'à pareille date l'an dernier (graphique 10). Rappelons que la vigueur du dollar américain a été une grande source de pression baissière sur la croissance des profits des multinationales récemment. Des jours meilleurs s'annoncent donc au niveau des bénéfices, ce qui devrait favoriser un regain de la Bourse américaine. Nous relevons ainsi notre cible de rendement à 9 %.

- **De son côté, le S&P/TSX maintient ses acquis.** L'indice continue de dominer le palmarès des pays développés (graphique 11). La poussée des prix des matières premières y est évidemment pour beaucoup. Même les importantes perturbations à la production pétrolière issues des feux de forêt en Alberta n'ont pas ébranlé la confiance des investisseurs. Nous avons relevé notre cible pour le prix du pétrole en fin d'année, à 55 \$ US. Dans ce contexte, la Bourse canadienne devrait enregistrer un gain quelque peu plus important que prévu auparavant. Nous tablons sur une cible de 12 %.
- **Nous haussons aussi légèrement la cible pour les obligations qui devraient générer un rendement de 1,5 %.** Deux des quatre banques centrales les plus influentes conserveront des biais favorisant davantage de mesures d'assouplissement. L'Allemagne est bien près d'emboîter le pas au Japon en matière de taux obligataires de dix ans sous zéro. Même si nous tablons toujours sur deux hausses de taux de la Réserve fédérale cette année, le contexte dans les autres régions du globe devrait maintenir une forte demande pour les obligations en Amérique du Nord, qui offrent des rendements à maturité plus élevés. Nous avons tout de même revu en baisse nos cibles de taux obligataires pour la fin de l'année, ce qui implique une performance quelque peu meilleure des obligations par rapport à notre ancien scénario.

Graphique 10 – Le dollar américain n'est plus aussi pénalisant pour la croissance des profits


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Ça se passe toujours bien pour la Bourse canadienne


* Au 10 juin 2016. Sources : Bloomberg 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 %)**
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 : 1,5	cible : 12,0	cible : 9,0	cible : 3,0	cible : -6,2 (0,77 \$ US)
fourchette	0,30 à 0,65	-1,0 à 4,5	6,0 à 18,0	2,0 à 14,0	-8,0 à 10,0	-10,8 à -1,0

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques