

16 août 2016

Un été mouvementé, mais favorable pour les investisseurs

FAITS SAILLANTS

- Le vote des Britanniques en faveur de quitter l'Union européenne a eu des effets limités sur les marchés financiers.
- Le marché du travail américain a fortement rebondi.
- Un printemps très difficile pour l'économie canadienne.
- Le dollar canadien pourrait encore rencontrer des poches de faiblesse.
- Les actions des banques centrales soutiennent les marchés financiers.

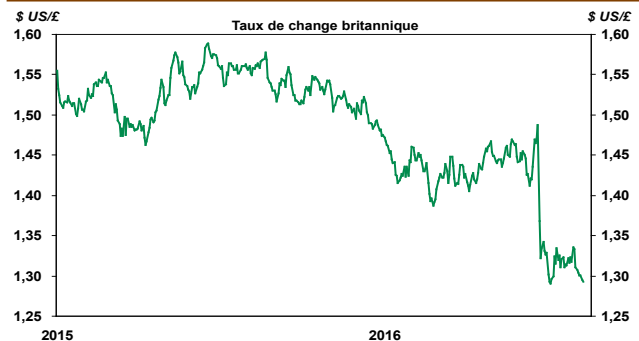
• **Victoire surprise de l'option du Brexit au Royaume-Uni.**

Le vote des Britanniques en faveur d'une sortie de l'Union européenne (*Brexit*) a surpris les observateurs et entraîné une poussée d'inquiétude sur les marchés à la fin du mois de juin. La devise britannique a rapidement chuté à près de 1,30 \$ US, un creux de plus de 30 ans (graphique 1), alors que les Bourses ont fortement reculé partout sur la planète. Les indices boursiers ont toutefois rebondi dans les semaines qui ont suivi alors qu'une crise politique a été évitée au Royaume-Uni et que plusieurs banques centrales ont indiqué clairement qu'elles étaient prêtes à intervenir si le *Brexit* menaçait la stabilité du système financier.

- **Croissance économique limitée aux États-Unis, mais la création d'emplois a rebondi.** Les espoirs d'une forte accélération de l'économie américaine au deuxième trimestre de 2016 ont finalement fait place à une nouvelle déception alors que le PIB réel américain n'a progressé que de 1,2 % (à rythme annualisé). Cette faible croissance reflète toutefois en bonne partie des baisses surprises des stocks des entreprises et des investissements résidentiels qui ne devraient pas se reproduire en seconde moitié d'année. Le bond de 4,2 % de la consommation réelle au deuxième trimestre est rassurant, tout comme la forte accélération de la création d'emplois en juin et en juillet (graphique 2).

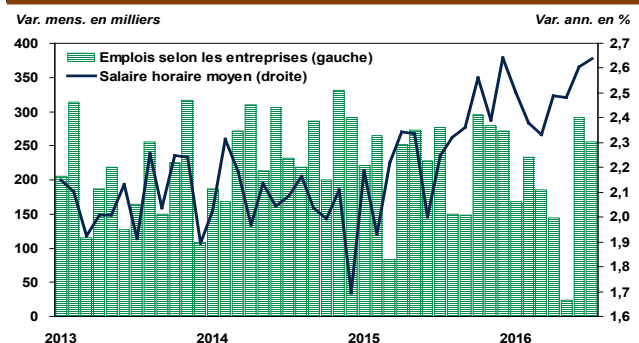
- **Incertitude sur l'évolution de la politique monétaire américaine.** Le ralentissement soudain de la création d'emplois au printemps avait inquiété les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) et contribué fortement à leur décision de ne pas monter leurs taux directeurs en juin. Ces craintes n'ont plus aucune raison d'être alors que les embauches ont augmenté de 292 000 en juin et de 255 000 en juillet. La bonne tenue des marchés financiers à la suite du *Brexit* semble aussi avoir rassuré les dirigeants de la Fed. Ces derniers se

Graphique 1 – La victoire surprise de l'option du Brexit a fait fortement chuter la livre sterling



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La performance récente du marché du travail américain est encourageante



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

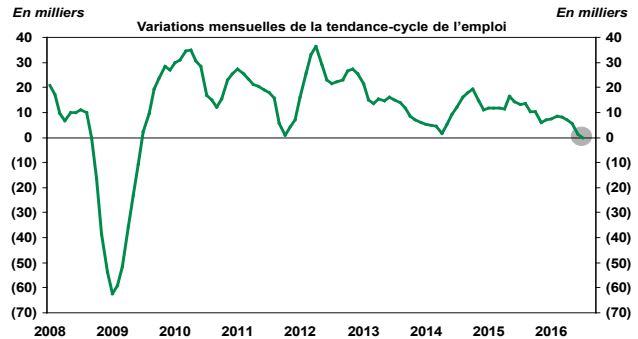
Économiste senior

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

retrouvent ainsi dans une situation difficile. La performance du marché du travail justifierait une hausse de taux dès le mois de septembre, mais le contexte international, marqué par des assouplissements monétaires dans plusieurs pays, pourrait les inciter à poursuivre le *statu quo*.

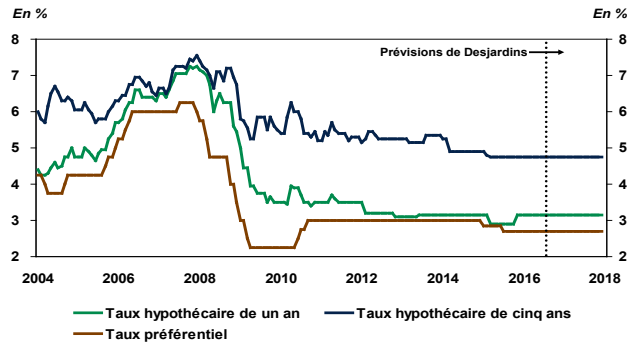
- **Un printemps difficile pour l'économie canadienne.** Sans surprise, les feux de forêt dans la région de Fort McMurray ont fortement freiné l'économie canadienne en mai, entraînant un recul de 0,6 % du PIB mensuel. Malgré un rebond prévu en juin, l'économie canadienne devrait afficher un recul d'environ 1,4 % pour l'ensemble du deuxième trimestre. Au-delà des difficultés temporaires de l'industrie pétrolière albertaine, la croissance de l'économie canadienne est freinée par une faiblesse décevante des exportations non énergétiques depuis quelques mois. La performance récente du marché du travail canadien est aussi anémique alors que la mesure de la tendance-cycle compilée par Statistique Canada est descendue légèrement en territoire négatif en juillet (graphique 3), une première depuis la récession de 2008-2009. Malgré ces développements préoccupants, la Banque du Canada devrait maintenir sa politique monétaire inchangée puisqu'elle mise sur un fort rebond de l'économie canadienne au troisième trimestre.
- **Nouvelle baisse des taux obligataires.** En augmentant l'incertitude sur l'économie mondiale et en incitant certaines banques centrales à annoncer de nouveaux assouplissements monétaires, la victoire de l'option du *Brexit* a entraîné une diminution supplémentaire des taux obligataires partout sur la planète. Au Canada, la baisse des taux a été amplifiée par les statistiques économiques décevantes. **Dans l'ensemble, les taux de détail ont peu bougé au cours des derniers mois, et tout indique qu'ils demeureront très faibles pour encore longtemps (graphique 4).**

Graphique 3 – Un premier recul de la tendance de l'emploi au Canada depuis la récession de 2008-2009



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Aucun changement des taux de détail canadiens n'est prévu d'ici la fin de 2017



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								
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
Juin 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
Juillet 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
15 août 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
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
2017 : 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	0,90–1,40	1,25–1,75
Fin d'année								
2017	0,25–1,25	2,20–3,20	2,75–3,55	3,00–3,80	4,35–5,15	0,45–1,25	0,75–1,55	1,10–1,90
2018	0,75–1,75	2,70–3,70	2,95–3,75	3,40–4,20	4,40–5,20	0,60–1,40	0,85–1,65	1,25–2,05
2019	0,75–1,75	2,70–3,70	2,75–3,55	3,15–3,95	4,35–5,15	0,55–1,35	0,80–1,60	1,10–1,90

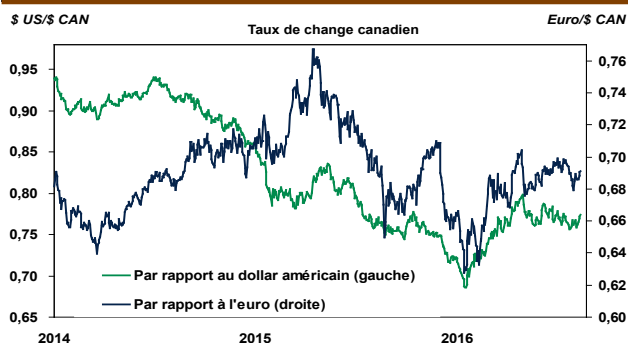
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien pourrait encore rencontrer des poches de faiblesse

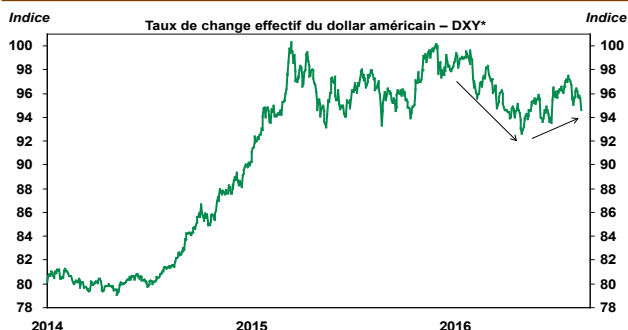
- La volatilité du dollar canadien a considérablement diminué depuis le printemps et sa valeur oscille près de 0,77 \$ US (graphique 5). Le taux de change canadien par rapport à l'euro est également assez stable, entre 0,68 et 0,70 euro/\$ CAN. Le huard n'est cependant pas à l'abri de nouveaux soubresauts des économies canadienne et mondiale ou de développements défavorables sur les marchés financiers. Récemment, une poche de faiblesse a été rencontrée en raison de statistiques décevantes pour les exportations et l'emploi au Canada. L'effet négatif a par ailleurs été amplifié par une appréciation du dollar américain en réponse à une création d'emplois plus forte que prévu aux États-Unis. Plus tôt dans l'été, la hausse de l'aversion pour le risque observée après le référendum au Royaume-Uni s'était aussi traduite par un repli de la devise canadienne par rapport au dollar américain.
- De façon générale, la tendance du dollar américain est légitimement à la hausse depuis quelques mois (graphique 6). Outre la demande accrue pour les valeurs refuges et les statistiques économiques souvent plus reluisantes aux États-Unis, les anticipations de politiques monétaires jouent un rôle déterminant dans cette tendance. Même si les anticipations de hausse de taux d'intérêt aux États-Unis demeurent faibles par rapport à ce qu'elles ont déjà été, les anticipations d'assouplissement monétaire ailleurs dans le monde compensent de plus en plus. Récemment, la Banque d'Angleterre a assoupli sa politique monétaire et a laissé la porte ouverte à d'autres interventions. La Banque centrale européenne pourrait faire de même à l'automne si la situation économique se dégrade.
- Prévisions** : Même si la Réserve fédérale ne hausse pas ses taux à court terme, le dollar américain pourrait conserver un certain attrait contre plusieurs devises. Le dollar canadien pourrait encore perdre un peu de terrain à court terme, surtout si d'autres statistiques économiques devaient décevoir. Néanmoins, la hausse prévue des prix du pétrole au cours des prochains trimestres sera un point positif pour le huard et compensera pour d'autres éléments moins favorables. Notre cible de fin d'année se situe à 0,77 \$ US. Un retour dans les environs de 0,80 \$ US est envisageable pour 2017.

Graphique 5 – Le dollar canadien est nettement moins volatil depuis quelques mois



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Le dollar américain a recommencé à s'apprécier, quoique timidement



*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

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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,7510	0,7225	0,7689	0,7737	0,7600	0,7700	0,7600	0,7750	0,7900	0,8000
\$ CAN par \$ US	1,3315	1,3841	1,3006	1,2925	1,3158	1,2987	1,3158	1,2903	1,2658	1,2500
\$ CAN par €	1,4863	1,5035	1,4820	1,4359	1,4474	1,4026	1,4079	1,4065	1,4177	1,4000
\$ US par €	1,1162	1,0863	1,1395	1,1110	1,1000	1,0800	1,0700	1,0900	1,1200	1,1200
\$ US par £	1,5148	1,4739	1,4373	1,3368	1,3000	1,3000	1,3300	1,3700	1,4200	1,4200

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

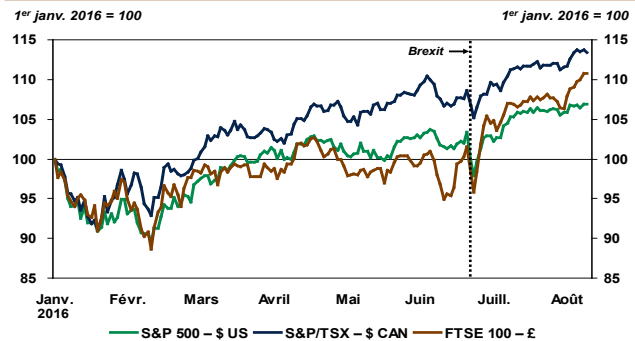
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Les actions des banques centrales soutiennent les marchés financiers

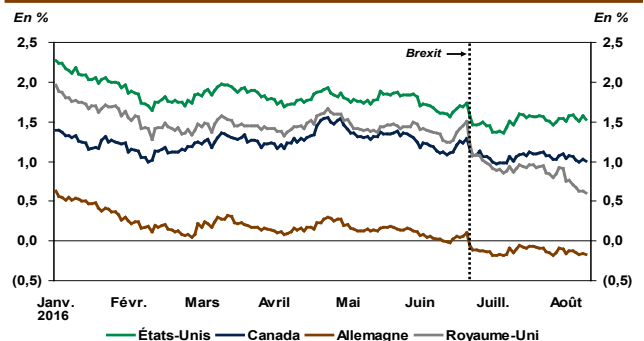
- Les Bourses sont rapidement reparties en hausse après le vote en faveur du Brexit.** Après s'être préoccupés au début de juin de la possibilité que les Britanniques optent pour une sortie de l'Union européenne, les investisseurs s'étaient finalement convaincus que les électeurs opteraient pour la continuité. Le réveil n'en a été que plus brutal alors que la devise britannique et les Bourses mondiales ont fortement chuté à la suite du référendum du 23 juin. Si la livre demeure très faible, les indices boursiers ont rapidement rebondi dans les semaines qui ont suivi. La tendance haussière s'est poursuivie en juillet malgré d'autres événements préoccupants, dont notamment une augmentation des inquiétudes au sujet des banques italiennes, un nouvel attentat en France et une tentative de coup d'État en Turquie. Le S&P 500 a ainsi récemment établi un nouveau sommet historique et même la Bourse britannique a fortement progressé (graphique 7).
- Les marchés obligataires sont fortement favorisés par les actions des banques centrales.** Une transition politique rapide au Royaume-Uni a contribué à rassurer les investisseurs. La détermination des banques centrales à tout faire pour éviter que le vote en faveur du *Brexit* ne déstabilise les marchés financiers a aussi fortement contribué à la résilience de ces derniers. Sans surprise, la Banque d'Angleterre a été particulièrement active en abaissant son taux directeur à un nouveau creux, en recommençant à acheter des obligations et en mettant en place un important programme permettant de fournir des liquidités aux banques britanniques. En plus de rassurer les investisseurs, ces actions des banques centrales gonflent la demande pour les titres obligataires. Elles ont ainsi entraîné les taux obligataires encore plus bas dans plusieurs pays (graphique 8) et tout indique que l'environnement de faibles taux d'intérêt se poursuivra longtemps.
- La faiblesse des taux d'intérêt est aussi favorable aux marchés boursiers.** Alors qu'une proportion grandissante des obligations des gouvernements des pays avancés affiche des rendements négatifs et que certaines entreprises commencent même à pouvoir se financer à taux négatifs, il ne faut pas se surprendre que les investisseurs en quête de rendement retournent rapidement vers les marchés boursiers dès que les pires inquiétudes se dissipent. Malgré sa bonne performance des dernières années, la Bourse américaine demeure ainsi relativement abordable pour les investisseurs si on la compare au marché obligataire (graphique 9).
- Les risques d'une nouvelle chute du pétrole paraissent limités.** Après une forte remontée en première moitié de 2016, les cours pétroliers sont récemment redescendus pour se rapprocher de 40 \$ US le baril. Cette situation peut rappeler celle observée l'an dernier alors qu'une remontée injustifiée au printemps avait fait place à une nouvelle chute spectaculaire des prix du pétrole et des matières premières. Une telle rechute serait particulièrement dommageable pour la Bourse canadienne, dont l'excellente performance depuis

Graphique 7 – Performance impressionnante des Bourses, malgré le Brexit



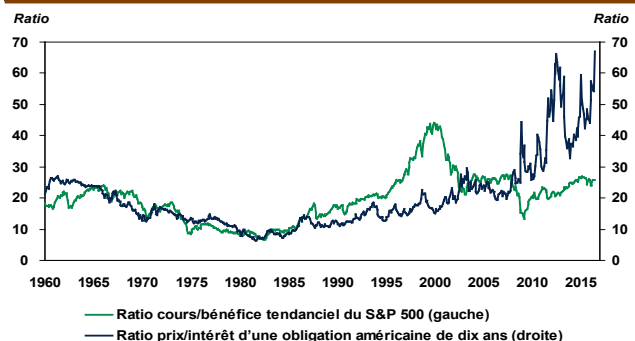
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Les taux obligataires ont encore diminué dans plusieurs pays



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

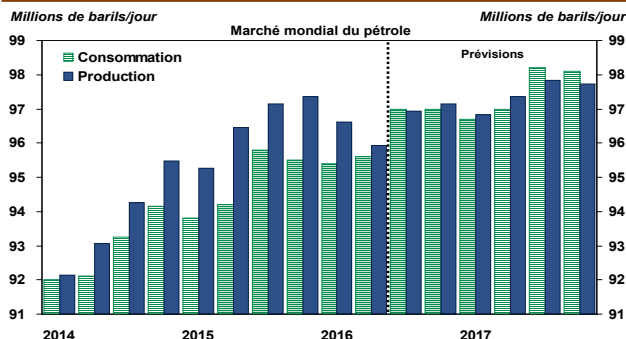
Graphique 9 – L'évaluation de la Bourse américaine ne paraît pas élevée si on la compare à celle du marché obligataire



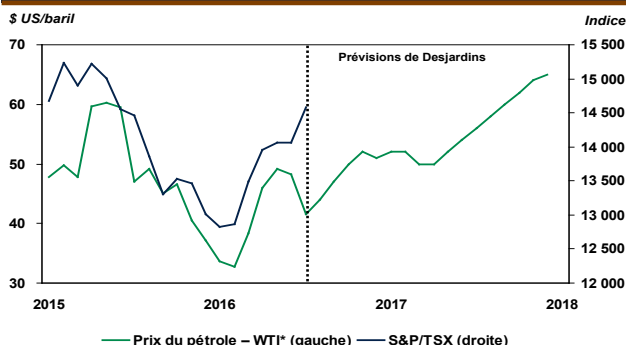
Sources : Global Financial Data, Robert Shiller, Datastream et Desjardins, Études économiques

le commencement de 2016 a été favorisée par la remontée des prix des ressources. La situation est toutefois très différente cette année alors que la remontée des prix du brut s'est appuyée sur un véritable rééquilibrage du marché mondial du pétrole (graphique 10). Les perspectives demeurent ainsi assez favorables pour les prix des matières premières et pour la Bourse canadienne (graphique 11).

- **Les marchés boursiers devraient encore bien faire l'an prochain.** Le maintien des taux d'intérêt très faibles et la remontée progressive des prix des matières premières et des bénéfices des entreprises devraient permettre aux Bourses nord-américaines d'enregistrer une autre bonne progression l'an prochain. Les Bourses étrangères pourraient encore une fois enregistrer une performance un peu plus faible, surtout en dollars américains. La baisse supplémentaire des taux d'intérêt a favorisé les titres à revenu fixe, et l'année 2016 devrait se conclure avec un intéressant gain d'environ 4 % du marché obligataire canadien. La faiblesse extrême des taux limitera toutefois la performance du marché obligataire à partir d'aujourd'hui et elle laisse entrevoir un rendement nul l'an prochain pour cette classe d'actifs.
- **Attention à la complaisance.** Le soutien important apporté aux marchés financiers par les politiques monétaires peut soulever certaines préoccupations pour l'avenir. On peut, entre autres, s'inquiéter de la réaction des marchés si jamais une accélération de l'inflation forçait les banques centrales à normaliser leurs politiques monétaires plus rapidement. L'impression que les banques centrales seront toujours là pour soutenir les marchés pourrait aussi entraîner la formation de bulles financières. Les investisseurs doivent ainsi continuer à faire preuve de vigilance, en particulier avec des actifs ou des secteurs plus risqués.

Graphique 10 – La période d'importants surplus de pétrole semble terminée


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

Graphique 11 – La remontée graduelle des prix du pétrole devrait continuer de favoriser la Bourse canadienne


* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream 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 : 4,0	cible : 15,0	cible : 9,5	cible : 3,0	cible : -6,2 (0,77 \$ US)
fourchette	0,30 à 0,65	2,0 à 6,0	8,0 à 22,0	4,0 à 14,0	-5,0 à 10,0	-9,7 à -2,4
2017p	cible : 0,50	cible : 0,0	cible : 9,5	cible : 8,5	cible : 6,0	cible : -3,8 (0,80 \$ US)
fourchette	0,30 à 0,70	-3,0 à 3,0	3,0 à 16,0	2,0 à 15,0	-5,0 à 15,0	-7,2 à 4,1

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