

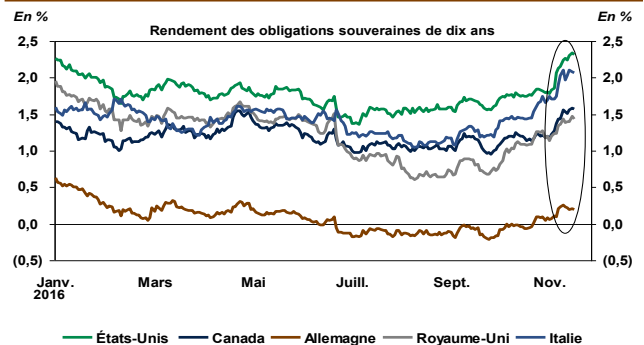
Des taux d'intérêt plus élevés après l'élection de Donald Trump

FAITS SAILLANTS

- L'élection surprise de Donald Trump pourrait soutenir la croissance à court terme.
- La Réserve fédérale devrait augmenter ses taux directeurs en décembre.
- L'économie canadienne a rebondi au troisième trimestre, mais plusieurs inquiétudes demeurent.
- Les rabais hypothécaires risquent de diminuer.
- Le dollar américain s'apprécie contre la plupart des devises.
- Les Bourses nord-américaines applaudissent l'élection de Trump.

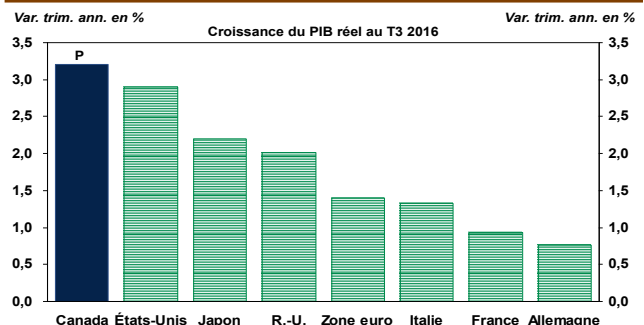
- **Les électeurs causent une autre surprise.** Après les Britanniques qui ont appuyé l'option du *Brexit* au début de l'été, les électeurs américains ont à leur tour déjoué tous les pronostics en choisissant Donald Trump comme prochain président. Plutôt que de réagir négativement à cette surprise, les investisseurs ont porté leur attention sur le fait que les promesses du président élu pourraient se traduire par une croissance et une inflation plus élevées aux États-Unis. Les Bourses des pays avancés ont ainsi bien fait alors que le dollar américain et les taux obligataires ont bondi (graphique 1).
- **Une croissance économique plus vigoureuse dans plusieurs pays au troisième trimestre.** Après une première moitié d'année relativement décevante, surtout en Amérique du Nord, les PIB réels de plusieurs économies avancées ont enregistré une bonne croissance à l'été 2016 (graphique 2). La progression de 2,9 % de l'économie américaine a légèrement dépassé les attentes des analystes, et l'économie canadienne pourrait avoir fait encore mieux selon nos plus récentes prévisions. L'économie américaine devrait s'accélérer l'an prochain avec une croissance d'environ 2,6 % grâce, entre autres, aux importantes baisses d'impôts promises par Donald Trump. Les visées protectionnistes du président élu et le risque d'une forte dégradation des finances publiques représentent toutefois des risques à plus long terme.
- **Une hausse des taux directeurs américains en décembre semble maintenant presque assurée.** Même avant l'élection, les dirigeants de la Réserve fédérale semblaient bien décidés à remonter leurs taux directeurs avant la fin de l'année. Les possibilités d'une inflation plus élevée et d'une politique fiscale plus stimulatrice représentent deux arguments de plus en faveur d'un resserrement monétaire.

Graphique 1 – Les taux obligataires ont fortement augmenté à la suite de l'élection américaine



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La croissance économique a été relativement forte dans les pays du G7 cet été



P : Prévision de Desjardins
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

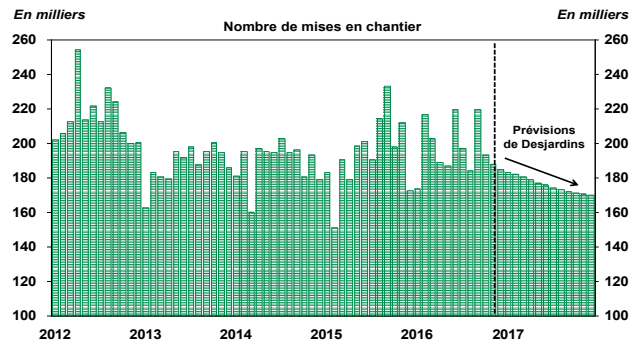
Hendrix Vachon
Économiste senior

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

Nous continuons donc de miser sur une hausse de 0,25 % des taux directeurs américains en décembre et sur deux hausses supplémentaires l'an prochain. Un resserrement monétaire plus rapide est même maintenant envisageable.

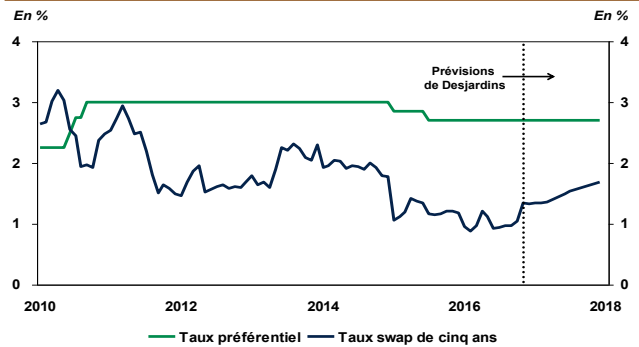
- L'économie canadienne face à plusieurs influences contrares.** Les nouvelles mesures fédérales de restriction sur le crédit à l'habitation et la hausse de certains taux hypothécaires devraient entraîner une baisse de l'activité dans le secteur résidentiel (graphique 3). Les incertitudes associées à la remontée du protectionnisme américain pourraient également nuire aux investissements des entreprises canadiennes et la possibilité, bien que faible, d'une rupture de l'ALÉNA représente un nouveau risque majeur. À l'inverse, l'économie canadienne bénéficiera d'une progression plus rapide de la demande américaine, d'un dollar canadien plus faible ainsi que de la bonification du plan de relance du gouvernement fédéral. La Banque du Canada devrait maintenir ses taux directeurs inchangés pour encore plusieurs trimestres.
- Pressions à la hausse sur certains taux hypothécaires.** Les taux de détail affichés demeurent très stables. Dans un contexte où les taux obligataires et les taux swap ont significativement augmenté (graphique 4), les coûts de financement des institutions financières canadiennes sont cependant en hausse, ce qui a déjà amené certaines banques à remonter leurs taux hypothécaires promotionnels. Alors que les coûts de financement de moyen et long termes devraient continuer d'augmenter graduellement, la diminution des rabais de taux risque de devenir généralisée. Les taux hypothécaires réellement payés par les emprunteurs risquent ainsi d'augmenter quelque peu au cours des prochains trimestres, tout en demeurant bas d'un point de vue historique. Les taux variables et les taux de détail de court terme devraient demeurer plus stables.

Graphique 3 – La construction résidentielle canadienne devrait ralentir l'an prochain



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – La remontée des taux swap pourrait continuer d'exercer une légère pression haussière sur certains 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 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
Août 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
Sept. 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
Oct. 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
23 nov. 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,15	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
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
2017 : 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	0,90–1,40	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	0,50–1,50	2,45–3,45	2,85–3,65	3,40–4,20	4,65–5,45	0,55–1,35	0,85–1,65	1,40–2,20
2019	0,25–1,25	2,20–3,20	2,60–3,40	2,90–3,70	4,40–5,20	0,45–1,25	0,80–1,60	1,20–2,00

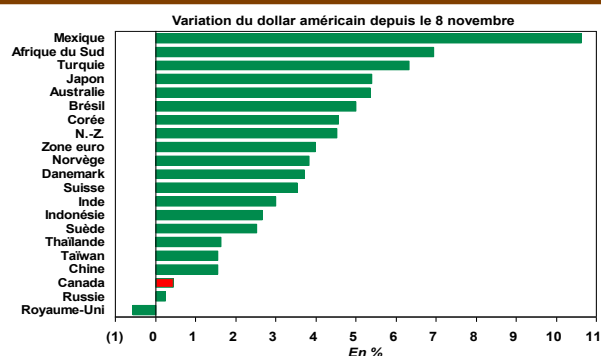
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES DEVICES

Le dollar américain s'apprécie contre la plupart des devises

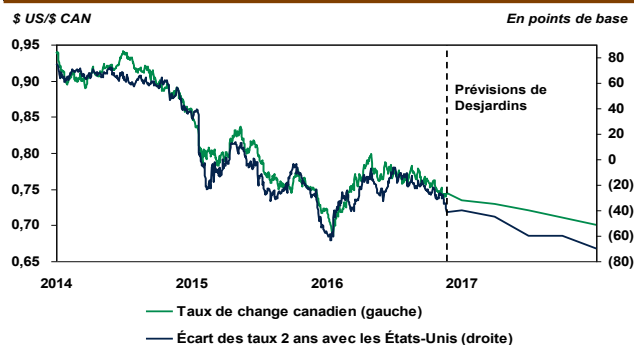
- Le dollar américain avait tendance à se déprécier lorsque Donald Trump gagnait des points dans les sondages avant l'élection présidentielle américaine. La forte appréciation du billet vert depuis deux semaines peut donc surprendre. En fait, cela est cohérent avec la réaction globale des marchés. L'optimisme finalement suscité par certaines mesures promises par Trump, comme des baisses d'impôts, soutient la devise américaine, d'autant plus que les anticipations de resserrement monétaire aux États-Unis se sont accrues.
- L'appréciation du dollar américain est généralisée à presque l'ensemble des devises, et la plus pénalisée a été le peso mexicain (graphique 5). L'arrivée de Donald Trump à la Maison-Blanche pourrait être particulièrement perturbante pour le Mexique alors que l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) sera vraisemblablement renégocié et qu'un mur pourrait être construit à la frontière mexicaine. Plusieurs autres devises de pays émergents enregistrent des replis parmi les plus importants par rapport au dollar américain. Comme cela s'était produit en 2013, le rebond des taux obligataires réduit l'attrait de ces devises alors que les flux de capitaux mondiaux pourraient être réorientés.
- Le dollar canadien a été moins affecté par l'appréciation du billet vert. Il faut dire que le huard avait perdu plus d'altitude dans les semaines précédentes en raison d'une diminution des prix du pétrole et des signaux pessimistes lancés par la Banque du Canada (BdC). La remontée récente des prix du pétrole a permis de compenser pour l'élargissement des écarts de taux d'intérêt avec les États-Unis. Cela dit, en analysant nos prévisions de taux d'intérêt, on peut rapidement voir que la tendance future du dollar canadien risque de demeurer à la baisse (graphique 6).
- Prévisions :** Nos prévisions pour le dollar canadien ont été révisées à la baisse. Le taux de change canadien devrait terminer l'année 2016 aux alentours de 0,73 \$ US (1,37 \$ CAN/\$ US) et l'année 2017 à près de 0,70 \$ US (1,43 \$ CAN/\$ US). Ces prévisions incorporent l'effet d'un élargissement accru des écarts de taux d'intérêt avec les États-Unis, mais aussi un scénario moins optimiste pour les prix du pétrole. De légers gains sont toutefois attendus pour le huard par rapport aux autres principales devises.

Graphique 5 – Le dollar américain progresse contre l'ensemble des principales devises



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Les écarts de taux d'intérêt devraient continuer de pénaliser 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	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,7510	0,7225	0,7689	0,7737	0,7617	0,7300	0,7300	0,7200	0,7100	0,7000
\$ CAN par \$ US	1,3315	1,3841	1,3006	1,2925	1,3129	1,3699	1,3699	1,3889	1,4085	1,4286
\$ CAN par €	1,4863	1,5035	1,4820	1,4359	1,4754	1,4521	1,4521	1,4444	1,4507	1,4571
\$ US par €	1,1162	1,0863	1,1395	1,1110	1,1238	1,0600	1,0600	1,0400	1,0300	1,0200
\$ US par £	1,5148	1,4739	1,4373	1,3368	1,2990	1,2300	1,2100	1,1700	1,1500	1,1300

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

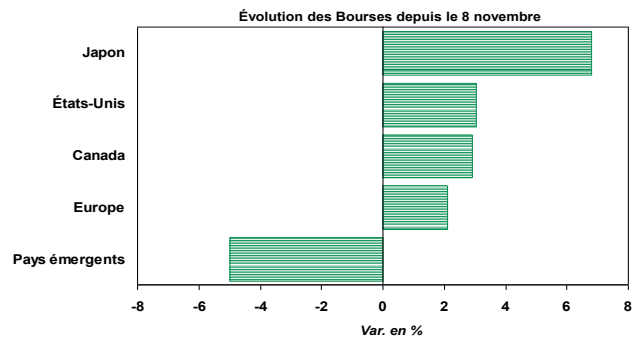
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

Les Bourses nord-américaines applaudissent l'élection de Trump

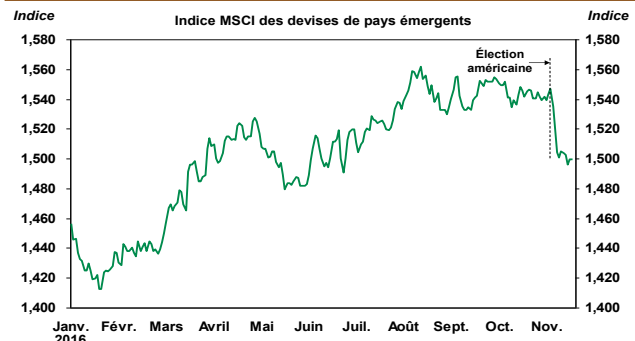
- La plupart des observateurs croyaient que l'élection de Donald Trump causerait une forte montée des incertitudes qui serait néfaste aux marchés.** Les Bourses ont néanmoins accueilli le dénouement avec enthousiasme. Au moment d'écrire ces lignes, les principaux indices américains étaient en territoire record. Les titres des banques ont sonné la charge. La composante financière du S&P 500 est en hausse de 12,0 % depuis l'élection, galvanisée par les perspectives de déréglementation. Suivent les secteurs industriel (7,0 %) et de l'énergie (5,0 %), qui tablent sur les projets d'infrastructures et la volonté de Trump de rendre les États-Unis encore plus indépendants en matière énergétique. L'effet euphorisant ne s'est néanmoins pas limité aux États-Unis. La Bourse japonaise est en hausse de 6,8 %. Le S&P/TSX a gagné 2,9 % et l'indice Euro Stoxx 600 affiche une augmentation de 2,1 % depuis l'élection. Ceci marque un contraste très net avec la situation des marchés émergents (graphique 7). L'indice MSCI pour ces pays est en baisse de 5,0 % depuis le 8 novembre. La hausse du dollar américain qui a accompagné l'élection a mis une pression considérable sur les devises de plusieurs pays émergents (graphique 8), encourageant une fuite des capitaux.
- La robustesse des marchés boursiers des pays développés demeure étonnante, surtout dans le contexte d'une remontée encore plus spectaculaire des taux obligataires que lors de l'épisode du *taper tantrum* de 2013.** Serait-ce le regain d'optimisme quant aux perspectives de profits sous Trump qui supprime l'effet de taux? Si tel est le cas, il pourrait y avoir un certain retour à la réalité l'an prochain, lorsque les orientations du gouvernement américain se préciseront. Déjà, la posture hostile de Trump sur le libre-échange risque de causer des maux de tête à certaines entreprises américaines. L'imposition de tarifs pourrait augmenter le coût des intrants (graphique 9) et diminuer la profitabilité, notamment dans les activités productrices de biens. La traque à l'immigration illégale pourrait diminuer le bassin de main-d'œuvre disponible au moment même où l'économie semble s'approcher d'une situation de plein emploi. Cela implique des hausses de coûts de main-d'œuvre pour certaines entreprises. En revanche, un contexte réglementaire moins contraignant et la fin des grands affrontements au Congrès qui ont marqué l'ère Obama sont des éléments plus positifs. Somme toute, il faut garder à l'esprit que les marchés pourraient être très volatils au cours des prochains mois. Pour l'heure, nos cibles demeurent inchangées. Après un gain de 9,5 % cette année, le S&P 500 devrait offrir un rendement légèrement plus modeste, de l'ordre de 8,5 % l'an prochain.
- Pour la Bourse canadienne, nous augmentons notre cible de rendement à 16,0 % pour cette année, alors que l'indice continue de surprendre.** Pourtant, la situation de l'économie canadienne est hautement incertaine. L'aversion du président élu américain à l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) semble profonde et, en cas d'échec de la renégociation de cette entente, le président est en

Graphique 7 – Les Bourses des pays émergents n'ont pas pris part à la poussée d'après-élection



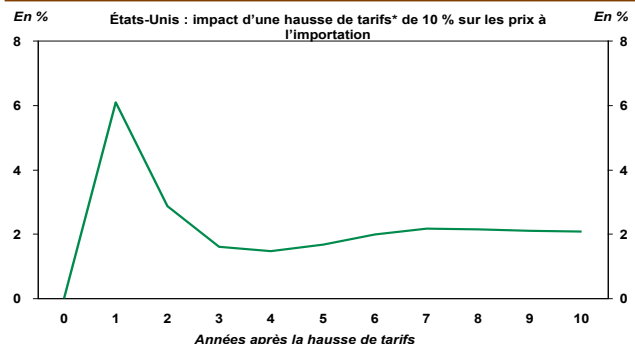
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Forte dépréciation des devises des marchés émergents



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – L'imposition de tarifs hausserait les coûts des entreprises, notamment celles qui importent leurs intrants

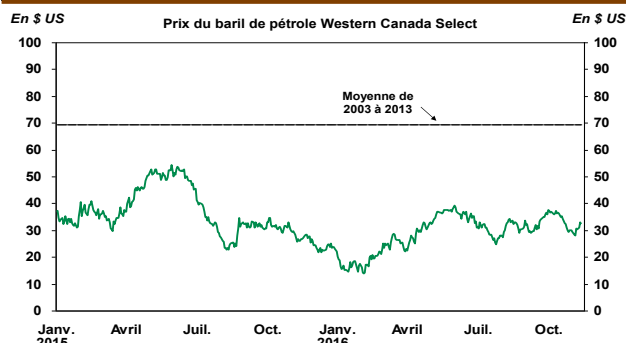


* Sur les importations de toute origine
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

mesure d'y mettre fin sans passer par le Congrès. Même si ses récriminations de campagne électorale ont surtout été dirigées vers le Mexique, Trump ne fera vraisemblablement pas de cadeau aux Canadiens. En campagne, il avait évoqué le déficit commercial « considérable » avec le Canada. Son équipe de transition menace de restituer les règles d'étiquetage indiquant le pays d'origine, ce qui pourrait affecter les exportateurs de bœuf. La volonté d'intégrer le bois-d'œuvre dans la renégociation de l'ALÉNA pourrait aussi être une complication pour l'industrie forestière. Là où l'élection de Trump a un effet plus positif, c'est pour le projet d'oléoduc Keystone XL, auquel il se montre favorable sous certaines conditions. Mais même avec ce projet, les prix devront remonter suffisamment afin que les pétrolières canadiennes recouvrent la rentabilité (graphique 10). Au vu des nombreuses incertitudes, nous modérons notre cible de rendement pour la Bourse canadienne à 8,5 % pour l'an prochain.

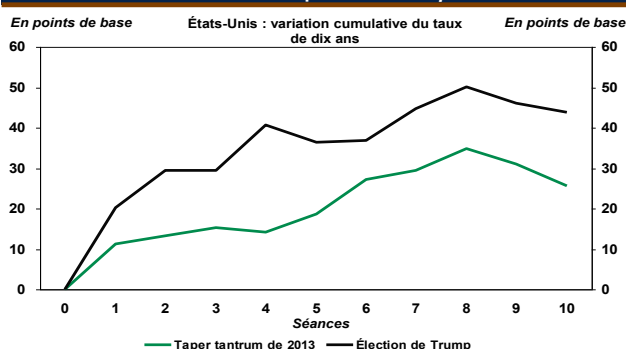
- **Du côté des marchés obligataires, la tendance baissière des taux des 30 dernières années semble arrivée à sa fin.** Le taux américain de 10 ans a gagné près de 50 points de base depuis l'élection de Trump (graphique 11). Le soutien budgétaire et l'approche protectionniste sont des éléments susceptibles d'entraîner une accélération de l'inflation. Nous prévoyons que l'inflation américaine sera à 2,0 % en 2017 et 2,8 % en 2018. Ces conditions amèneront la Réserve fédérale à décréter deux hausses de taux l'an prochain et trois en 2018. Il faudra aussi surveiller la réaction des agences de notation de crédit au plan budgétaire de Trump. L'agence Fitch a signalé que l'application telle quelle des promesses de Trump serait néfaste à la solvabilité des États-Unis. Une décote des États-Unis pourrait générer de la forte volatilité. Nous maintenons une cible de rendement nul en 2017 pour les obligations canadiennes.

Graphique 10 – L'approbation de Keystone XL ne rendrait pas pour autant l'extraction pétrolière canadienne plus profitable



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Sur les dix premières séances depuis l'élection, la remontée des taux éclipse celle du taper tantrum



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 : 2,0	cible : 16,0	cible : 9,5	cible : -1,0	cible : -1,0 (0,73 \$ US)
fourchette	0,45 à 0,55	0,0 à 4,0	13,0 à 20,0	5,0 à 13,0	-5,0 à 2,0	-4,9 à -0,3
2017p	cible : 0,50	cible : 0,0	cible : 8,5	cible : 8,5	cible : 4,0	cible : 4,3 (0,70 \$ US)
fourchette	0,30 à 0,70	-3,0 à 3,0	1,0 à 16,0	2,0 à 15,0	-5,0 à 13,0	-1,4 à 9,0

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