

## Vers un autre réveil brutal pour le marché obligataire?

### FAITS SAILLANTS

- L'optimisme des investisseurs a remonté d'un cran au cours des derniers jours. Les taux de court et moyen termes sont revenus près des niveaux observés après la rencontre de mars de la Réserve fédérale, mais les taux américains de 10 ans et de 30 ans demeurent faibles aux environs respectivement de 2,70 % et de 3,50 %.
- Si les facteurs fondamentaux ne semblent pas justifier le recul des taux obligataires de long terme, la réponse se trouve peut-être dans le comportement des investisseurs. La période prolongée de taux d'intérêt très faibles, combinée à la présence massive de liquidités, entraîne une importante quête de rendement.
- Rien dans l'évolution récente des statistiques économiques, particulièrement aux États-Unis, ne nous incite à cesser de prévoir des taux obligataires significativement plus hauts d'ici quelques trimestres.
- En mettant l'accent sur l'inflation de référence dans son communiqué, la Banque du Canada réussit à garder un ton relativement inquiet et ainsi à ne pas fermer complètement la porte à une diminution des taux directeurs. Rien ne justifierait toutefois un tel geste. Tout indique plutôt que les taux directeurs canadiens demeureront inchangés pour encore plusieurs trimestres.

### TABLE DES MATIÈRES

Éditorial .....	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale américaine .....	3
Banque du Canada .....	4
Banques centrales d'outre-mer .....	5
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis .....	6
Canada .....	7
Provinces .....	8
Tableaux .....	9-10

### Éditorial

Après s'être approché du niveau de 2,80 % au début du mois d'avril, le taux américain de dix ans est revenu aux environs de 2,60 % au milieu du mois. Ce recul reflétait entre autres une chute temporaire des marchés boursiers, particulièrement celle des titres technologiques, et des commentaires prudents des autorités monétaires qui ont quelque peu dissipé l'impression que la Réserve fédérale (Fed) était devenue plus pressée de relever ses taux directeurs lors de la rencontre du 19 mars.

L'optimisme des investisseurs a remonté d'un cran au cours des derniers jours à la suite de la publication de données américaines et de résultats d'entreprise relativement encourageants. Les taux de court et moyen termes sont revenus près des niveaux observés après la rencontre de mars de la Fed, mais les taux américains de 10 ans et de 30 ans demeurent faibles aux environs respectivement de 2,70 % et de 3,50 %. Par rapport à la fin de 2013, on note ainsi un aplatissement notable de la courbe de rendement américain, découlant surtout d'une diminution des taux de long terme.

### PEU DE JUSTIFICATIONS À LA BAISSÉ DES TAUX LONGS

En début d'année, les craintes d'une crise financière dans les pays émergents, la faiblesse généralisée de l'inflation et la publication de données économiques décevantes justifiaient un recul des taux obligataires. Même si la situation demeure préoccupante en Ukraine et en Chine, les craintes d'une crise généralisée dans les pays émergents, la faiblesse généralisée de l'inflation ont beaucoup diminué et les inquiétudes des investisseurs semblent actuellement assez limitées. Les données économiques américaines ont aussi clairement rebondi après un début d'hiver difficile. La croissance aura été faible au premier trimestre, mais l'espoir de voir l'économie américaine atteindre durablement une vitesse de croisière d'environ 3 % n'a jamais été aussi fort depuis la dernière récession alors que certains indices de confiance des ménages sont à leur plus haut niveau depuis janvier 2008 et que le gouvernement fédéral n'est plus un obstacle à la croissance.

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**  
Directeur principal et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

**Benoît P. Durocher**  
Économiste principal

**Francis Généreux**  
Économiste principal

**Jimmy Jean**  
Économiste principal

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

Dans ce contexte, il n'est pas surprenant de voir la Fed indiquer clairement son intention de mettre fin à son troisième programme d'assouplissement quantitatif au cours de l'automne. Tout en précisant que l'économie américaine aura encore besoin de soutien pour un temps considérable, la Fed commence aussi à préparer les investisseurs à un relèvement de son taux directeur quelque part en 2015. L'augmentation des taux de court et moyen termes et les contrats à terme sur les fonds fédéraux semblent indiquer que les investisseurs ont bien saisi le message.

### UN AUTRE SIGNE DE LA QUÊTE DE RENDEMENT?

Si les facteurs fondamentaux ne semblent pas justifier le recul des taux obligataires de long terme, la réponse se trouve peut-être dans le comportement des investisseurs. Un phénomène de plus en plus évident sur les marchés financiers internationaux est que la période prolongée de taux d'intérêt très faibles, combinée à la présence massive de liquidités (résultant entre autres des actions des banques centrales et de la forte progression des bénéfices non réinvestis des entreprises), entraîne une importante quête de rendement. Plusieurs investisseurs acceptent ainsi d'assumer des risques de plus en plus importants pour obtenir une prime de plus en plus petite de rendement.

L'exemple le plus frappant de ce phénomène est la baisse marquée des coûts de financement des pays périphériques de la zone euro. Non seulement les taux obligataires de pays comme l'Italie et l'Espagne continuent de diminuer au point de s'approcher des taux américains, mais même la Grèce a récemment été capable d'émettre des obligations de cinq ans à un taux de moins de 5 %. Un retour de la Grèce sur le marché obligataire paraissait tout à fait inimaginable il y a quelques mois alors que le défaut partiel sur la dette grecque vient à peine de fêter son deuxième anniversaire. Cette course au rendement est aussi visible dans la forte diminution des primes des obligations corporatives.

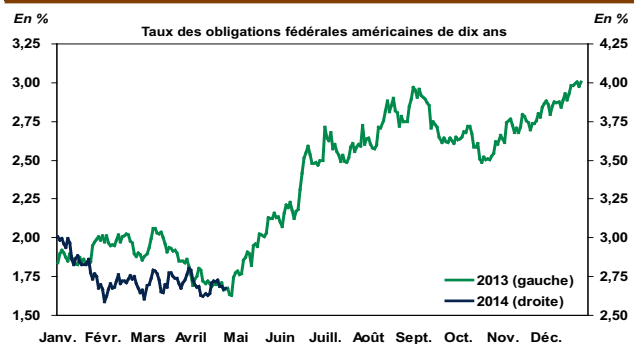
Les investisseurs refusant d'accepter une compensation aussi faible pour le risque n'ont guère d'autres choix que de se tourner vers les obligations de plus longue durée pour obtenir un rendement dépassant un peu l'inflation. À court terme, ce phénomène peut s'autoamplifier par le fait que la baisse des primes de risque ou de terme entraîne des gains sur les obligations risquées et de plus longue durée, ce qui peut renforcer l'attrait de ces placements pour certains investisseurs qui suivent les tendances. Ce type de phénomène peut toutefois très mal finir, comme en 2007-2008 où une bulle du crédit a été une des causes de la grande crise financière.

### PAS DE RAISON DE MODIFIER IMMÉDIATEMENT NOS SCÉNARIOS

Comme plusieurs analystes, nous sommes surpris par la performance récente des obligations de long terme. Rien dans l'évolution récente des statistiques économiques, particulièrement aux États-Unis, ne nous incite toutefois à cesser de prévoir des taux obligataires significativement plus hauts d'ici quelques trimestres. Si l'économie américaine s'accélère comme prévu, les signes d'une quête exagérée au rendement renforceront le désir de la Fed de retourner rapidement vers une politique monétaire plus traditionnelle et de préparer les marchés à des hausses de taux directeurs en 2015. Cela devrait se traduire par une hausse des taux de court et moyen termes et, éventuellement, par une augmentation des taux de long terme alors qu'un aplatissement durable de la courbe ne survient habituellement pas bien avant le commencement d'un resserrement monétaire.

Il faut reconnaître que ce n'est pas la première fois que la résilience du marché obligataire nous surprend et que les taux pourraient demeurer près des niveaux actuels un peu plus longtemps que ce que nous envisageons. Il faut cependant aussi se rappeler que la dernière période de force inexplicable du marché obligataire, au printemps 2013, s'est terminée par une correction très douloureuse pour les obligations de long terme (graphique 1). Si le marché obligataire continue longtemps d'ignorer l'amélioration des perspectives économiques et l'évolution du discours de la Fed, un autre ajustement assez brutal pourrait survenir.

**Graphique 1 – Le marché obligataire semblait aussi invulnérable au printemps 2013**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou, CFA**  
Économiste principal

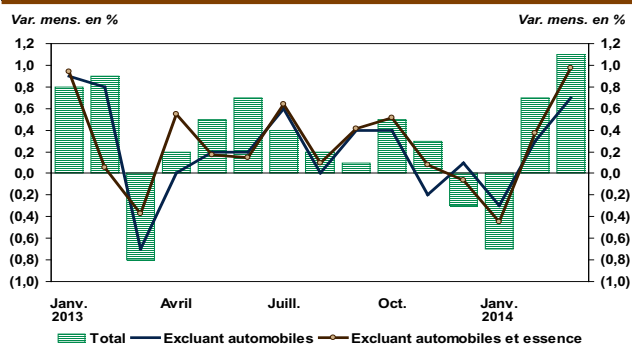
# RÉSERVE FÉDÉRALE

## L'amélioration des indicateurs réconfortera la Réserve fédérale

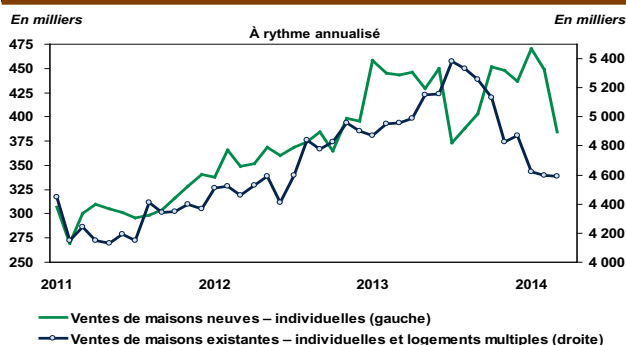
- Depuis la dernière réunion de la Réserve fédérale (Fed) à la mi-mars, la plupart des indicateurs économiques affichent une certaine progression. Les conditions météorologiques se sont améliorées en février et surtout en mars. Cela se reflète maintenant dans les données publiées. Les hausses des ventes au détail de 0,7 % en février et de 1,1 % en mars, après une baisse cumulée de 1,0 % entre novembre 2013 et janvier 2014, représentent bien le regain de l'économie (graphique 2). On remarque aussi une amélioration des conditions pour les entreprises. La production industrielle a bien progressé en février et en mars, et les indices ISM ont récemment augmenté après avoir faibli drastiquement au tournant de l'année. Tous ces gains n'empêcheront pas une certaine faiblesse du PIB réel américain sur l'ensemble du premier trimestre de 2014. Après une croissance annualisée de 3,4 % au cours de la seconde moitié de 2013, la hausse du PIB réel pourrait être près de 1,0 % au début de 2014. Toutefois, l'amélioration des indicateurs suggère une meilleure performance à partir du deuxième trimestre.
- Le regain de l'économie élimine une partie des inquiétudes que pouvaient encore avoir les membres du comité de politique monétaire lors de leur réunion de mars. Le communiqué publié alors faisait mention du ralentissement de la croissance depuis le début de l'année, en mettant l'accent sur les effets de la météo. L'amélioration des indicateurs confortera Janet Yellen et ses collègues dans leur décision de poursuivre le rythme de réduction des achats de titres.
- Il y a encore certaines difficultés au sein de l'économie américaine. Plusieurs données concernant le marché du travail demeurent insatisfaisantes près de cinq ans après la fin officielle de la récession. L'inflation reste relativement faible et le déflateur des dépenses de consommation à 1,1 % en février est encore loin de la cible de 2 % de la Fed. Ce sont cependant les revers récents du marché de l'habitation qui risquent le plus d'inquiéter les dirigeants de la Fed. Au-delà des problèmes météorologiques, les ventes de maisons et la construction résidentielle n'ont pas su tenir le rythme de la reprise entamée en 2011. Depuis un an, les ventes de maisons individuelles neuves sont en baisse de 7,5 % et celles de maisons existantes ont reculé de 13,3 % (graphique 3). Les hausses des taux hypothécaires survenues à l'été 2013 sont une des sources de cette faiblesse (graphique 4), et la Fed voudra garder un ton relativement *dovish* afin de ne pas provoquer de hausses de taux obligataires trop abruptes alors que les achats de titres toucheront à leur fin et que le temps des hausses de taux directeurs approchera.

**Prévisions :** La Fed devrait conserver le même rythme de réduction des achats de titres, soit de 10 G\$ US à chaque réunion jusqu'à la fin du programme à l'automne 2014. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant septembre 2015.

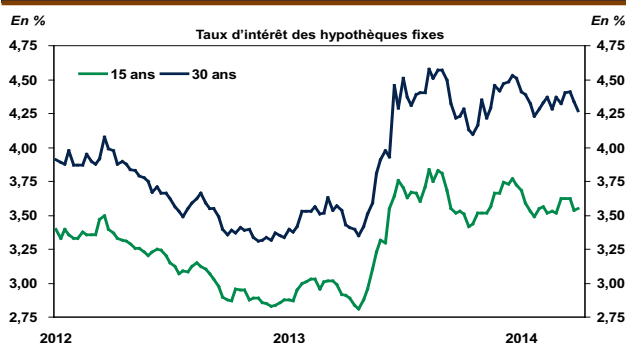
**Graphique 2 – La faiblesse des ventes au détail américaines au tournant de l'année n'aura été que passagère**



**Graphique 3 – La reprise des ventes de maisons s'est essouffée aux États-Unis**



**Graphique 4 – Les taux hypothécaires américains demeurent relativement stables depuis la hausse rapide de l'été 2013**



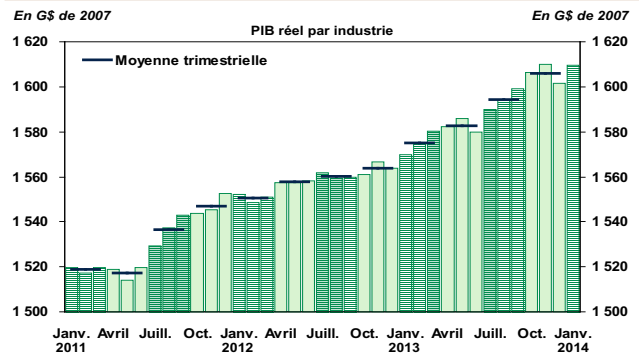
# BANQUE DU CANADA

## La Banque du Canada cache bien son soulagement

- Après un mois de décembre 2013 très difficile, les statistiques économiques canadiennes ont rebondi. Le PIB mensuel a progressé de 0,5 % en janvier et le bond de 1,4 % de la production manufacturière en février, qui a été accompagné d'une hausse record des carnets de commandes, est encourageant.
- Malgré cela, tout indique que la croissance économique canadienne aura été limitée au premier trimestre de 2014 alors que le PIB de janvier est environ au même niveau qu'il était en novembre dernier (graphique 5). Il faudra aussi surveiller les effets du prolongement des températures hivernales sur les statistiques du mois de mars et d'avril. À ce sujet, on note une chute spectaculaire des mises en chantier en mars (graphique 6).
- Dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'avril, la Banque du Canada (BdC) a ainsi fait passer de 2,5 % à 1,5 % sa prévision de croissance pour l'économie canadienne au premier trimestre de 2014. Au-delà des effets liés à la météo, les perspectives de croissance n'ont cependant pratiquement pas changé, et la BdC semble même plus optimiste sur certains aspects importants. Du côté américain, elle souligne que la demande privée pourrait être plus forte qu'escompté. Du côté canadien, elle ne dit plus dans son communiqué que les exportations demeurent décevantes. Elle note plutôt que, malgré des défis du côté de la compétitivité, la bonne performance de plusieurs sous-secteurs permet d'espérer une accélération plus généralisée des exportations. De plus, malgré un début d'année moins vigoureux, l'offre excédentaire de l'économie canadienne est légèrement plus faible que ce qu'estimait la BdC en janvier alors que la progression de l'économie a été plus vigoureuse qu'estimé précédemment en 2013.
- Les nouvelles perspectives de la BdC confirment surtout que la période d'inflation très faible, qui avait fortement changé le ton des autorités monétaires l'automne dernier, tire à sa fin. Après avoir été de 0,9 % en moyenne au dernier trimestre de 2013, l'inflation totale est remontée à 1,5 % en mars et elle devrait retourner très près de la cible de 2 % dès la seconde moitié de 2014, soit environ trois trimestres plus tôt que ce que la BdC prévoyait en janvier (graphique 7). La BdC insiste cependant sur le fait que l'inflation de référence restera un certain temps en dessous de sa cible.

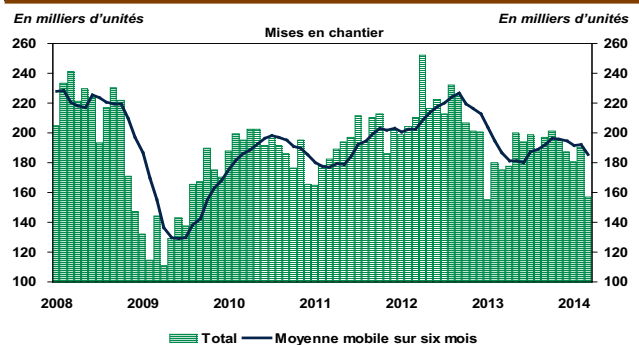
**Prévisions :** En mettant l'accent sur l'inflation de référence dans son communiqué, la BdC réussit à garder un ton relativement inquiet et ainsi à ne pas fermer complètement la porte à une diminution des taux directeurs. Rien ne justifierait toutefois un tel geste. Tout indique plutôt que les taux directeurs canadiens demeureront inchangés pour encore plusieurs trimestres et que le prochain mouvement sera une hausse, probablement en seconde moitié de 2015.

**Graphique 5 – Le PIB réel canadien est revenu à un niveau similaire à celui de novembre dernier**



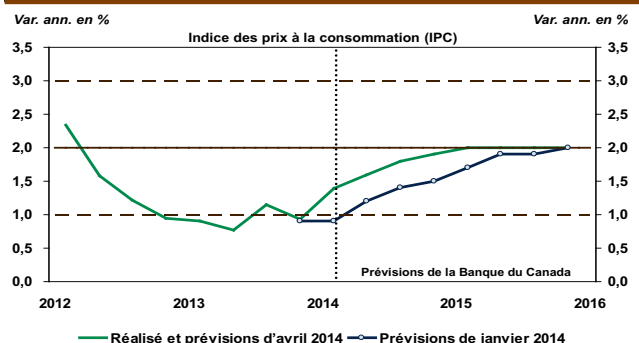
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – Les mises en chantier ont chuté en mars**



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

**Graphique 7 – La période d'inflation très faible durera bien moins longtemps que ce que la Banque du Canada anticipait en janvier**



Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## L'assouplissement quantitatif revient sur le tapis en zone euro

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Malgré la baisse du taux d'inflation à 0,5 % en mars, la BCE n'a pas bougé au début d'avril. Elle semble toutefois plus déterminée à maintenir un haut degré d'assouplissement monétaire et à agir si nécessaire. Selon le communiqué officiel, le Conseil des gouverneurs est unanimement favorable à l'utilisation d'outils non traditionnels. Durant la conférence de presse qui a suivi la décision de politique monétaire, Mario Draghi a été un peu plus précis en mentionnant que des discussions ont porté sur la possibilité d'un assouplissement quantitatif. D'autres dirigeants de la BCE ont tenu des propos dans ce sens au cours des dernières semaines, mais le moment d'agir demeure imprécis.
- La réponse à cette question pourrait être liée à l'évolution de l'euro dont la vigueur a un effet négatif sur l'inflation. Ainsi, le fait que l'euro se maintienne au-dessus de 1,38 \$ US pourrait inciter la BCE à agir plus tôt que tard. En contrepartie, la récente remontée d'indicateurs de confiance et d'indices d'activité pourrait l'encourager à patienter davantage. Il faut aussi considérer la possibilité que la BCE opte d'abord pour une dernière baisse des taux directeurs, ce qui amènerait le taux de refinancement encore plus près de zéro avant d'amorcer un éventuel programme d'assouplissement quantitatif.

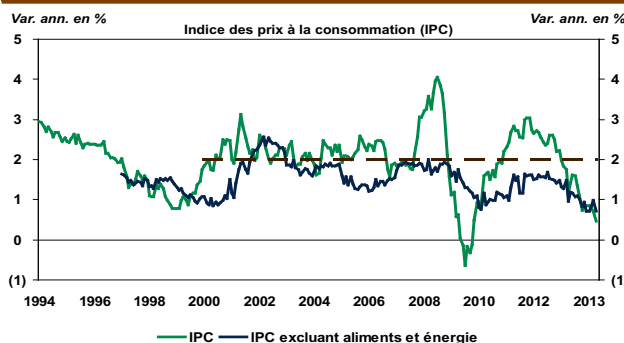
### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- De nouvelles statistiques économiques encourageantes au Royaume-Uni ont incité les investisseurs à se positionner pour un resserrement monétaire plus hâtif. Les statistiques d'emploi ont notamment été excellentes et le taux de chômage est descendu à 6,9 %, franchissant ainsi le seuil de 7,0 % fixé par la BoE pour commencer à envisager un resserrement monétaire. Ce ne sont cependant pas toutes les variables qui pointent vers un resserrement. Le recul de l'inflation à son plus bas niveau depuis octobre 2009 offre une nouvelle marge de manœuvre à la BoE. Nous continuons de miser sur une hausse de 25 points de base par trimestre à partir du printemps 2015.

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

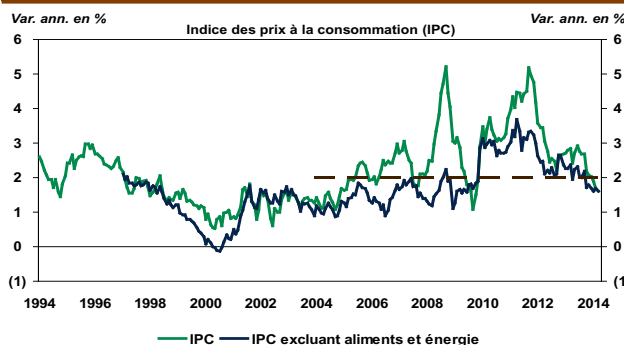
- La taxe de vente au Japon est passée de 5 % à 8 % en avril. Il s'agit maintenant de voir quels effets cela aura sur l'économie et sur l'inflation. Déjà, on peut constater que les ventes des grands magasins ont bondi en mars, mais il faut s'attendre à un ressac les mois suivants. L'inflation sera temporairement gonflée par l'augmentation de la taxe de vente, mais la BoJ en tiendra compte dans son évaluation de l'atteinte de sa cible d'inflation. Il demeure probable que de nouveaux assouplissements seront nécessaires pour atteindre durablement la cible de 2 % à moyen terme. Au minimum, la politique actuelle d'achat de titres devrait être prolongée en 2015.

Graphique 8 – Taux d'inflation en zone euro



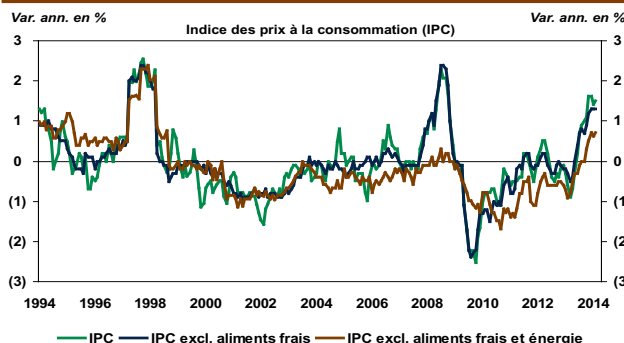
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Taux d'inflation au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Taux d'inflation au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

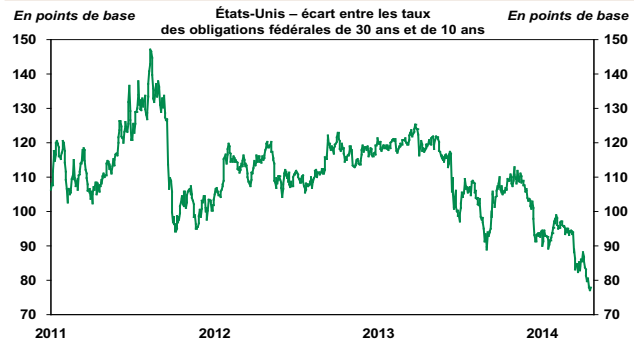
## La vigueur de la section longue de la courbe étonne

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Ceux qui attendent une tendance claire et cohérente du marché obligataire demeurent sur leur faim. Le taux américain de 10 ans continue de fluctuer obstinément entre 2,60 % et 2,80 % depuis février, mais celui de 30 ans est récemment brièvement passé sous 3,50 %, un niveau qui n'avait pas été franchi depuis juin 2013, tandis que le taux de 5 ans présente un degré accru de volatilité. À travers la dynamique quelque peu brouillonne du marché obligataire se dégage une poursuite de la tendance d'aplatissement de la courbe obligataire, tout particulièrement aux échéances longues. Ayant touché les 80 points de base récemment, la pente de la courbe 10/30 n'a jamais été aussi plate depuis 2010 (graphique 12).
- La meilleure performance des obligations de plus longue échéance pourrait s'expliquer en partie par certains des propos récents des dirigeants de la Réserve fédérale (Fed), notamment la présidente Janet Yellen, qui a mis l'accent sur le long chemin qui reste à parcourir en vue d'une remise sur pied complète de l'économie américaine. Elle a notamment mis en garde que les taux directeurs pourraient demeurer plus faibles qu'à la normale pendant une longue période, même après la première hausse de taux. La prévision médiane du comité de politique monétaire de la Fed s'établit actuellement à 1,25 % pour la fin de 2016, en ce qui concerne le taux des fonds fédéraux. À long terme, le comité prévoit toujours une convergence vers le niveau de 4 % (graphique 13), mais les signaux récents suggèrent que la Fed pourrait mettre plus de temps à amener ses taux directeurs à rejoindre ce niveau que ne l'escomptaient les marchés jusqu'à récemment.
- Outre les commentaires des dirigeants de la Fed, les données économiques encore en demi-teinte, les nouvelles vagues de tensions géopolitiques en Ukraine ainsi qu'une certaine nervosité quant aux évaluations de certains secteurs de la Bourse américaine (graphique 14) continuent de protéger le rallye obligataire du début de l'année. Des données éventuellement plus convaincantes devraient néanmoins parvenir à relancer les taux.

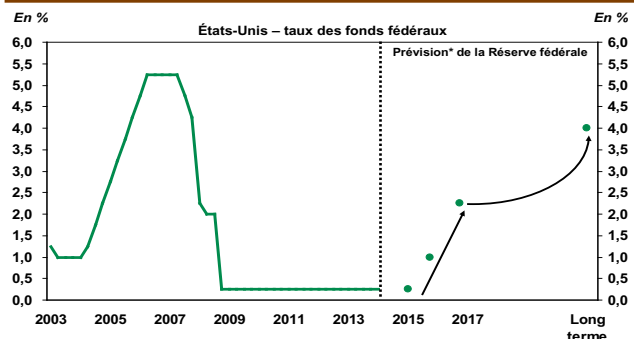
**Prévisions :** L'évolution récente des taux longs constitue un phénomène à surveiller, mais nous croyons qu'il est encore tôt pour modifier notre scénario, qui demeure celui d'une remontée des taux dès le trimestre en cours, conformément à notre prévision de rebond de la croissance au deuxième trimestre de 2014. Bien que les indices offerts par la Fed concernant le sentier de normalisation des taux aient pu constituer une influence, ces signaux sont demeurés somme toute assez vagues et leur effet s'est jumelé à plusieurs autres facteurs à l'œuvre récemment.

**Graphique 11 – L'aplatissement de la courbe américaine s'étend à la section de long terme**



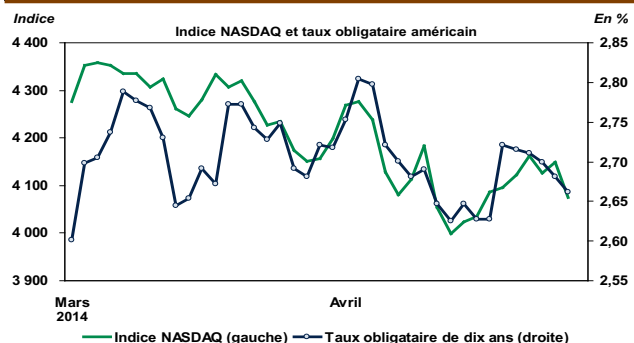
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 12 – La Réserve fédérale rappelle que les taux mettront du temps à retourner à la normale**



\* Médiane des 16 prévisions individuelles des dirigeants du FOMC.  
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – Les craintes sur les titres du secteur technologique ont été favorables aux obligations**



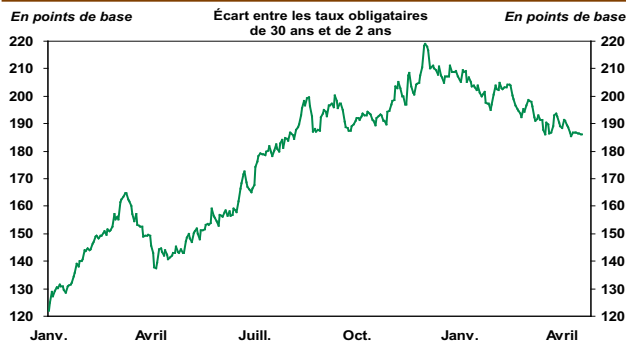
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

## OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Après avoir progressé vers les niveaux du début d'année à la fin de mars, les écarts de taux Canada–États-Unis ont de nouveau chuté en avril, celui de cinq ans se situant légèrement en zone négative au moment d'écrire ces lignes. L'écart à l'échéance de deux ans semblait vouloir rejoindre le niveau de 70 points de base, mais s'est brutalement replié sous 64 points de base en milieu de mois. Il n'y a qu'à l'échéance de trente ans où l'écart s'élargit, entre autres en raison de la très forte performance des obligations américaines de long terme. Tout comme aux États-Unis, toutefois, la tendance de fond est résolument à l'aplatissement de la courbe. La courbe 2/30 traîne ainsi légèrement au-dessus de 185 points de base. Elle s'était pentifiée à près de 220 points de base en fin de 2013 (graphique 15)
- Les mouvements de marché semblent difficilement attribuables à une évolution des anticipations de politique monétaire. S'il en avait été le cas, les écarts de court terme se seraient probablement élargis davantage. L'inflation a continué de surprendre à la hausse, si bien que la Banque du Canada (BdC) a relevé sa prévision d'inflation et écourté l'horizon prévu avant le retour à la cible de 2 %. Bien que le ton de la BdC demeure extrêmement prudent, les marchés des swaps indexés au taux journalier indiquent une probabilité infime qu'une baisse de taux soit décrétée prochainement (graphique 16). L'hypothèse centrale est plutôt celle d'un relèvement des taux directeurs en seconde moitié de 2015, ce qui correspond à notre scénario.
- Cela étant dit, certains investisseurs semblent commencer à se questionner quant à la possibilité qu'une posture *dovish* maintenue pendant longtemps par la BdC puisse se solder par une poussée d'inflation plus tard dans l'horizon. L'écart entre le taux des obligations nominales et à rendement réel à une échéance de huit ans, qui reflète les anticipations d'inflation, s'est élargi de près de 20 points de base depuis le début de l'année pour se situer légèrement au-dessus de la cible d'inflation de la BdC de 2 % (graphique 17). Si l'inflation devait continuer de surprendre en hausse, en même temps que la BdC continue d'évoquer des risques baissiers, les taux *breakeven* pourraient s'élargir davantage.

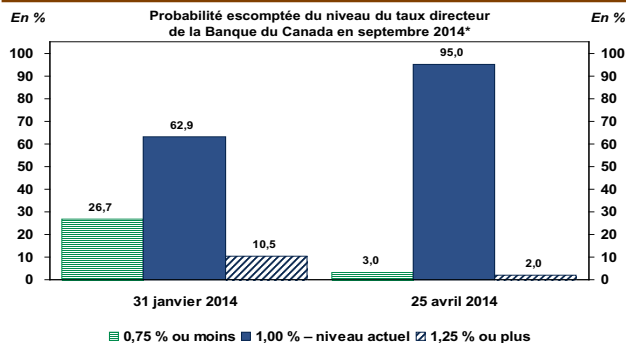
**Prévisions :** Nous continuons d'anticiper une remontée des taux canadiens, qui sera vraisemblablement déclenchée par un mouvement similaire aux États-Unis. Il faudra continuer de surveiller l'inflation de référence de près, alors que la BdC a mis l'accent sur cet indicateur. En cas de surprise à la hausse, il semble y avoir une certaine marge pour des élargissements des écarts de court terme.

**Graphique 14 – La courbe canadienne s'aplatit depuis l'automne dernier**



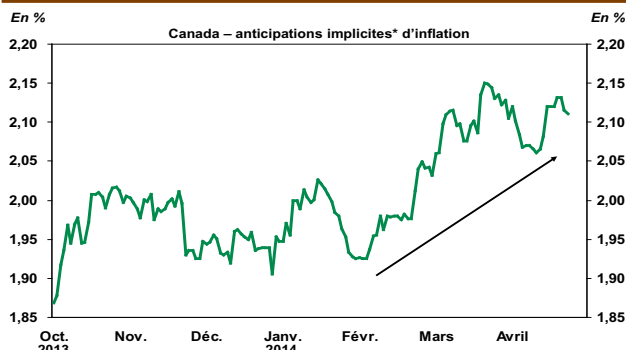
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 15 – Malgré le ton *dovish* de la Banque du Canada, les marchés sont positionnés en vue du *statu quo***



\* Selon les swaps trois mois indexés sur le taux à un jour.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 16 – Les anticipations d'inflation ont augmenté au Canada**

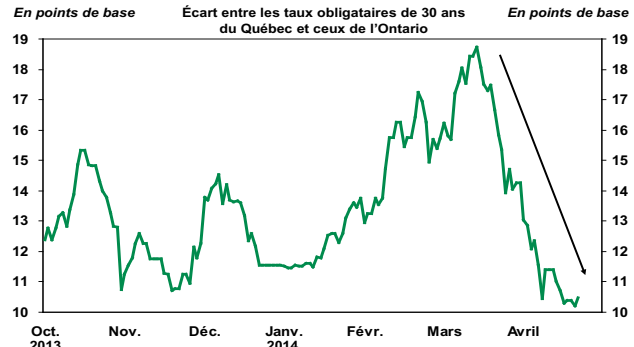


\* Selon l'écart entre les taux des obligations nominales et réelles échéant en 2021.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES**

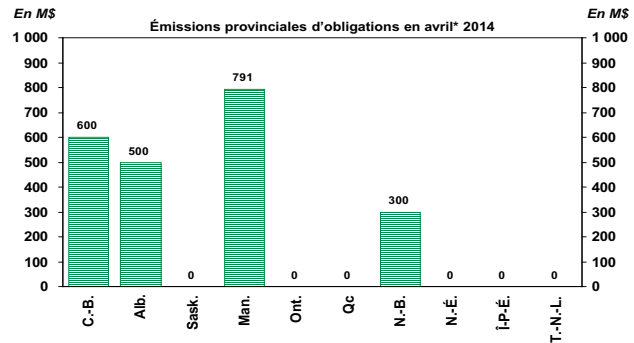
- Comme il fallait s’y attendre, l’écart entre les taux obligataires de long terme du Québec et de l’Ontario s’est comprimé (graphique 18) en avril, alors qu’a pris fin la campagne électorale au Québec. L’écart a même chuté à son niveau le plus bas depuis l’été dernier, ce qui pourrait en partie refléter l’entrée en scène d’un gouvernement majoritaire. Les prochaines semaines pourraient néanmoins être volatiles pour les écarts provinciaux, alors que le gouvernement du Québec déposera un nouveau budget. De plus, loin de s’estomper, les incertitudes de nature électorale ont traversé la frontière vers l’ouest. Le gouvernement de la province de l’Ontario déposera son budget le 1<sup>er</sup> mai, qui devra être soumis à un vote de confiance et, étant donné le contexte actuel de gouvernement minoritaire, cela pourrait se solder par le déclenchement d’élections. Le cas échéant, les sondages indiquent qu’il s’agirait d’une lutte serrée, contexte qui pourrait momentanément désavantager les obligations ontariennes par rapport à celles des autres provinces.
- En termes d’émissions, les dernières semaines ont été relativement actives, surtout du côté des provinces de l’Ouest, tous les budgets ayant été déposés (graphique 19). L’Alberta a effectué une émission de 500 M\$, et la Colombie-Britannique a émis 600 M\$ à l’échéance de trente ans. Pour sa part, l’Ontario est récemment entré en période de sursis d’émission, étant à la veille de déposer son budget. Après la trêve de la campagne électorale, il faut s’attendre à ce que la province de Québec redevienne plus active sur les marchés primaires au cours des prochaines semaines. Le gouvernement du Québec n’a pas émis d’obligations depuis près de trois mois.
- La tendance est au beau fixe du côté des obligations des sociétés. Les écarts continuent d’évoluer dans une fourchette faible et restreinte, alors que la quantité d’émissions demeure inférieure au cumul de l’année 2013 à pareille date l’an dernier (graphique 20). La demande reste relativement soutenue pour l’instant, mais étant donné les niveaux actuels, il ne faudrait pas se surprendre d’un léger élargissement des écarts lorsque les taux souverains prendront clairement la direction de la hausse, alors que l’appétit des investisseurs diminuera vraisemblablement pour la classe d’actifs obligataires dans son ensemble.

**Graphique 17 – Retour à la normale pour les taux de la province du Québec**



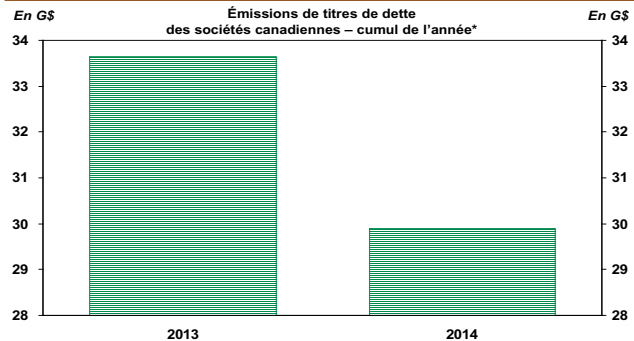
Sources : Desjardins, Marchés des Capitaux et Desjardins, Études économiques

**Graphique 18 – Les émissions provinciales ont été concentrées dans l’Ouest en avril**



\* En date du 25 avril.  
Sources : Desjardins, Marchés des Capitaux et Desjardins, Études économiques

**Graphique 19 – Il y a eu légèrement moins d’émissions corporatives qu’à pareille date l’an dernier**



\* Émissions effectuées au Canada, en date du 25 avril.  
Sources : Desjardins, Marchés des Capitaux et Desjardins, Études économiques



**Tableau 1**  
**Taux d'intérêt directeurs**

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>États-Unis</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
<b>Canada</b>												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
<b>Zone euro</b>												
Taux de refinancement	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Royaume-Uni</b>												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
<b>Japon</b>												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Tableau 2**  
**Calendrier et taux directeurs**

Date	Banque centrale	Décision	Taux
<b>Février 2014</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
13	Banque de Suède	s.q.	0,75
17-18	Banque du Japon	---	---
26	Banque du Brésil	+25 p.b.	10,75
<b>Mars 2014</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
5	Banque du Canada	s.q.	1,00
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10-11	Banque du Japon	---	---
12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	+25 p.b.	2,75
19	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
20	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
21	Banque du Mexique	s.q.	3,50
27	Banque de Norvège	s.q.	1,50
31	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
<b>Avril 2014</b>			
2	Banque du Brésil	+25 p.b.	11,00
3	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
7-8	Banque du Japon	---	---
9	Banque de Suède	s.q.	0,75
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
16	Banque du Canada	s.q.	1,00
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	+25 p.b.	3,00
25	Banque du Mexique	s.q.	3,50

s.q. : statu quo ; p.b. : points de base  
Source : Desjardins, Études économiques
**Tableau 3**  
**Calendrier à venir**

Date	Banque centrale
<b>Avril 2014</b>	
30	Banque du Japon
30	Réserve fédérale américaine
<b>Mai 2014</b>	
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque centrale européenne
8	Banque d'Angleterre
8	Banque de Norvège
20-21	Banque du Japon
28	Banque du Brésil
<b>Juin 2014</b>	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque du Canada
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
6	Banque du Mexique
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
12-13	Banque du Japon
18	Réserve fédérale américaine
19	Banque de Norvège
19	Banque nationale suisse
<b>Juillet 2014</b>	
1	Banque de réserve d'Australie
3	Banque centrale européenne
3	Banque de Suède
10	Banque d'Angleterre
11	Banque du Mexique
14-15	Banque du Japon
16	Banque du Brésil
16	Banque du Canada

Source : Desjardins, Études économiques

### Tableau 4 États-Unis : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,07	0,04	0,02	0,07	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,65	1,15
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,25	0,34	0,32	0,36	0,39	0,60	0,80	1,05	1,30	1,65	1,95	2,30
5 ans	0,74	1,36	1,36	1,71	1,71	1,90	2,05	2,25	2,50	2,70	2,90	3,10
10 ans	1,85	2,48	2,62	3,01	2,73	3,00	3,25	3,50	3,65	3,75	3,80	3,85
30 ans	3,11	3,50	3,69	3,94	3,56	3,75	3,95	4,10	4,20	4,25	4,30	4,35
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,66	1,80	1,90	2,05	2,25	2,40	2,25	1,95
10 ans - 2 ans	1,60	2,14	2,30	2,65	2,34	2,40	2,45	2,45	2,35	2,10	1,85	1,55
30 ans - 3 mois	3,04	3,46	3,67	3,87	3,51	3,65	3,80	3,90	3,95	3,95	3,65	3,20

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,97	1,02	0,98	0,91	0,89	0,95	1,00	1,00	1,00	1,05	1,40	1,85
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,00	1,22	1,19	1,14	1,07	1,25	1,40	1,60	1,75	2,05	2,30	2,55
5 ans	1,30	1,80	1,86	1,96	1,71	1,90	2,10	2,35	2,60	2,80	3,00	3,20
10 ans	1,76	2,44	2,54	2,78	2,46	2,70	2,95	3,20	3,35	3,45	3,50	3,55
30 ans	2,51	2,90	3,07	3,24	2,96	3,15	3,35	3,55	3,70	3,75	3,80	3,85
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,33	0,78	0,88	1,05	0,82	0,95	1,10	1,35	1,60	1,75	1,60	1,35
10 ans - 2 ans	0,76	1,22	1,35	1,64	1,39	1,45	1,55	1,60	1,60	1,40	1,20	1,00
30 ans - 3 mois	1,54	1,88	2,09	2,33	2,07	2,20	2,35	2,55	2,70	2,70	2,40	2,00
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,90	0,98	0,96	0,84	0,84	0,85	0,85	0,80	0,75	0,75	0,75	0,70
2 ans	0,75	0,88	0,87	0,78	0,68	0,65	0,60	0,55	0,45	0,40	0,35	0,25
5 ans	0,56	0,44	0,50	0,25	(0,00)	0,00	0,05	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10 ans	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,23)	(0,27)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
30 ans	(0,60)	(0,60)	(0,62)	(0,70)	(0,60)	(0,60)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,50)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques