

Les taux directeurs pourraient demeurer relativement faibles à moyen terme

FAITS SAILLANTS

- La performance surprenante du marché obligataire continue. Contrairement à ce qui avait été observé en avril, les taux des obligations de plus courte échéance ont aussi diminué en mai.
- Les dernières semaines ont renforcé notre perception que l'évolution du marché obligataire reflétait mal l'environnement économique. Alors que le rebond printanier de l'économie américaine semble se confirmer, on note aussi une remontée rapide de l'inflation dans plusieurs pays.
- La perception grandissante que les banques centrales remonteront leurs taux directeurs de façon graduelle et limitée favorise le marché obligataire.
- Les craintes de désinflation sont définitivement chose du passé au Canada et les risques entourant l'évolution de l'inflation sont davantage équilibrés. Reste maintenant à savoir si cela sera suffisant pour que le gouverneur de la Banque du Canada adopte un discours un peu moins inquiet.
- Il semble maintenant y avoir un consensus auprès des dirigeants de la Banque centrale européenne (BCE) pour agir dès juin. Il reste à voir si la BCE optera pour un programme d'achat de titres, des taux d'intérêt négatifs, ou des mesures plus ciblées pour accroître le crédit.

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

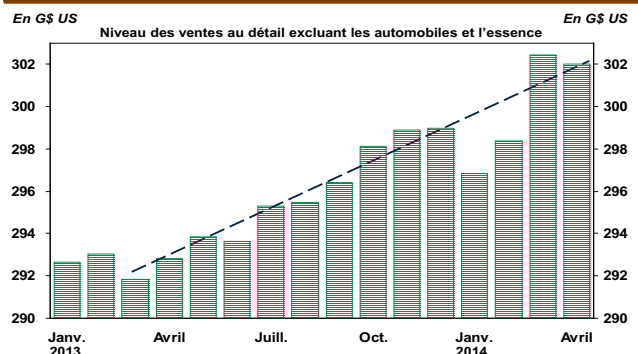
Éditorial

La performance surprenante du marché obligataire continue. Loin de rebondir, les taux obligataires de long terme ont poursuivi leur tendance baissière, le taux américain de dix ans descendant même en dessous de 2,50 %. Contrairement à ce qui avait été observé en avril, les taux des obligations de plus courte échéance ont aussi diminué, les taux américains de deux ans et de cinq ans reculant respectivement de plus de 5 points et de 15 points de base depuis le 1^{er} mai.

LA CROISSANCE ET L'INFLATION S'ACCÉLÈRENT

Les dernières semaines ont renforcé notre perception que l'évolution du marché obligataire reflétait mal l'environnement économique. Certains pourraient justifier la faiblesse des taux obligataires par le recul de l'économie américaine au premier trimestre et par la diminution des ventes au détail et de la production industrielle en avril. Cependant, quand on regarde la tendance des données américaines, il apparaît clairement que l'activité a repris un rythme de croissance intéressant après le passage à vide du début de l'année (graphique 1). De plus, le marché obligataire a complètement ignoré les dernières données sur l'habitation qui ont presque toutes dépassé les attentes, réduisant ainsi la

Graphique 1 – Après les soubresauts provoqués par l'hiver difficile, les ventes américaines sont revenues sur leur tendance



Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

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

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

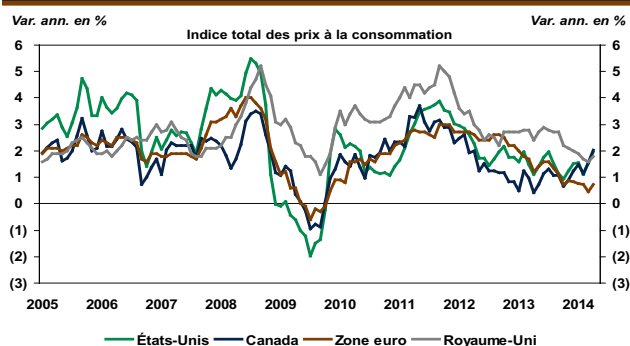
Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

principale crainte pesant actuellement sur l'économie américaine. Finalement, il ne faut pas oublier les excellentes données du marché du travail américain en avril qui ont amené la création mensuelle d'emplois à près de 215 000 en moyenne depuis le commencement de 2014 et le taux de chômage à un creux cyclique de 6,3 %.

Alors que le rebond printanier de l'économie américaine semble se confirmer, on note aussi une remontée rapide de l'inflation dans plusieurs pays (graphique 2). Tant aux États-Unis qu'au Canada, le taux annuel d'inflation a atteint 2 % en avril et même l'inflation de référence montre des signes clairs d'accélération. Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) base sa politique monétaire sur la variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation. Cette mesure des prix demeure plus faible, mais elle montre aussi des signes d'accélération qui devraient rassurer les autorités monétaires. Au Royaume-Uni aussi, l'inflation a rebondi récemment, ce qui pourrait compliquer la tâche de la Banque d'Angleterre (BoE). Les risques d'une inflation durablement trop faible demeurent toutefois sérieux en zone euro, justifiant un nouvel assouplissement monétaire.

Graphique 2 – L'inflation s'est accélérée dans plusieurs pays, mais elle reste très faible en zone euro



Sources : Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada, Office for National Statistics, Eurostat et Desjardins, Études économiques

DES HAUSSES PLUS LIMITÉES DES TAUX DIRECTEURS, MAIS PAS PLUS TARD

Nous continuons de penser que la quête de rendement dont nous avons parlé le mois dernier contribue à la faiblesse des taux obligataires, particulièrement dans la partie longue de la courbe de rendement. Cependant, le recul récent des taux semble aussi refléter la perception que les hausses de taux directeurs seront très graduelles et qu'ils ne monteront pas aussi haut que lors des derniers cycles de resserrement monétaire. Par le passé, la Fed et la Banque du Canada (BdC) remontaient habituellement leur principal taux directeur à plus de 4 % à la fin des cycles de resserrement monétaire. Les choses pourraient toutefois être différentes cette fois, et ce, surtout pour deux raisons.

Premièrement, les tendances démographiques moins favorables entraîneront une diminution du potentiel de croissance économique, entraînant une légère baisse du niveau d'équilibre des taux directeurs à long terme. Deuxièmement, on peut penser que certains vents contraires demeureront présents à moyen terme, ce qui incitera les banques centrales à limiter la remontée de leurs taux directeurs. Aux États-Unis, les conséquences à long terme de la crise financière et le maintien de conditions de crédit relativement serré pourraient ainsi limiter le besoin de rehausser les taux directeurs. Les vents contraires risquent d'être particulièrement présents au Canada où l'endettement élevé des ménages et les longs efforts qui seront nécessaires pour assainir les finances publiques, particulièrement au Québec et en Ontario, freineront la croissance économique pour plusieurs années.

La perception grandissante que les banques centrales remonteront leurs taux directeurs de façon graduelle et limitée s'appuie aussi sur plusieurs commentaires de banquiers centraux à cet effet. Il est toutefois important de comprendre que cela n'implique pas qu'ils attendront plus longtemps avant d'amorcer un resserrement monétaire. À l'inverse, des dirigeants de la BoE reconnaissent récemment qu'on pouvait argumenter que plus les banques centrales voudront remonter graduellement leurs taux directeurs, plus il pourrait être nécessaire d'amorcer tôt le resserrement monétaire.

RÉVISIONS À NOS SCÉNARIOS DE TAUX NORD-AMÉRICAINS

Les récents signes d'accélération de l'économie et de la croissance des prix confirment que la Fed et la BdC se dirigent tranquillement vers un resserrement monétaire. Nous misons toujours sur une première hausse de taux en septembre 2015 aux États-Unis alors que la BdC pourrait attendre à octobre étant donné l'échéancier électoral au fédéral. Dans ce contexte, nous jugeons toujours que la faiblesse des taux obligataires est exagérée et qu'une hausse significative devrait survenir au cours des prochains trimestres pour mieux refléter l'environnement économique.

Nous avons cependant revu à la baisse le niveau vers lequel les taux directeurs convergeront à moyen terme pour les amener à 3,50 % aux États-Unis et à 3,00 % au Canada. Cela nous amène à prévoir une remontée plus limitée des taux obligataires que ce que nous anticipions précédemment.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

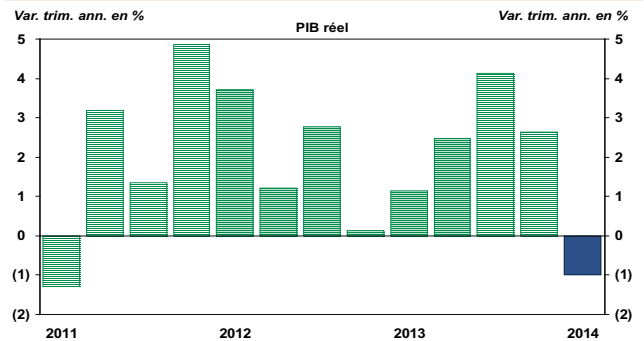
RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE

La Réserve fédérale est confiante d'un rebond printanier de l'économie

- Les problèmes économiques subis au premier trimestre, confirmés par la baisse de 1,0 % du PIB réel à rythme annualisé (graphique 3), auraient pu faire hésiter les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) lors de leur rencontre de la fin avril. Ils ont toutefois gardé le cap en diminuant une nouvelle fois de 10 G\$ US les achats de titres, conservant ainsi le rythme en place depuis le début du *tapering*. Ils pariaient ainsi sur une embellie printanière et celle-ci semble en effet se matérialiser. Lors d'une allocution au début de mai, Janet Yellen témoignait « qu'un rebond des dépenses et de la production est déjà en cours, mettant l'économie sur la voie d'une croissance solide au cours du trimestre ». Certes, la croissance des ventes au détail et de la production industrielle en avril a déçu, mais elle n'efface pas les gains importants enregistrés en mars. De plus, la création d'emplois a été particulièrement bonne en avril avec 288 000 embauches et une baisse du taux de chômage à 6,3 %. Ainsi, une croissance de près de 4,0 % du PIB réel est prévue pour le deuxième trimestre.
- Dans le même discours, la présidente de la Fed fait mention du caractère décevant de l'évolution du marché de l'habitation. Ce secteur a eu du mal à digérer la hausse abrupte des taux d'intérêt subie l'an dernier. Heureusement, plusieurs indicateurs de ce marché se sont améliorés en avril (graphique 4), bien que les gains demeurent modestes à l'égard de la faiblesse enregistrée depuis l'été 2013. Pour assurer une poursuite viable de la reprise du marché immobilier résidentiel, il faudrait que les conditions de crédit hypothécaire s'assouplissent davantage afin de pallier la hausse naturelle des taux d'intérêt à ce stade-ci du cycle économique. Le contraire s'est toutefois produit au cours du dernier trimestre (graphique 5).
- La fragilité du secteur de l'habitation incitera la Fed à rester prudente dans ses communications au cours des prochains trimestres et, par la suite, dans ses hausses de taux directeurs. Bien qu'elle se rapproche lentement de la cible de la Fed, l'inflation demeurera assez modeste pour donner toute la latitude voulue à Janet Yellen et à ses collègues. La normalisation des taux d'intérêt au cours des prochaines années risque d'être très graduelle et il est maintenant prévu qu'à terme, le niveau d'équilibre des taux directeurs soit plus bas que là où il se situait avant l'éclatement de la bulle immobilière.

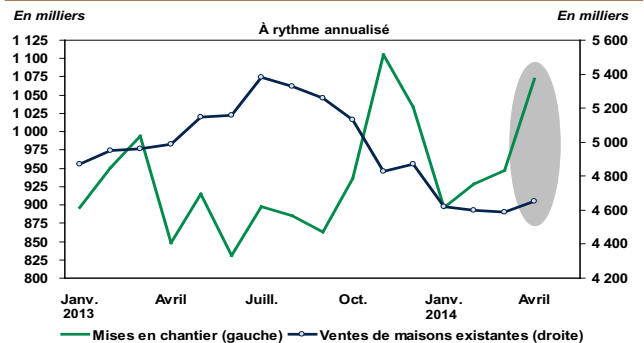
Prévisions : La Fed devrait conserver le même rythme de réduction des achats de titres, soit de 10 G\$ US à chaque réunion jusqu'à la fin du programme à l'automne 2014. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant septembre 2015.

Graphique 3 – L'hiver a été dur pour l'économie américaine



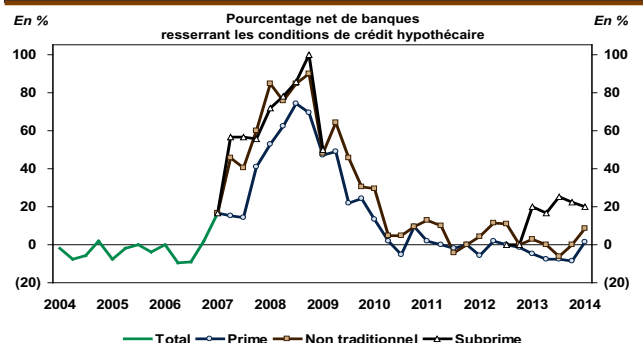
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les mises en chantier ont rebondi aux États-Unis, mais les ventes demeurent décevantes



Sources : U.S. Census Bureau, National Association of Realtors et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – Les conditions de crédit hypothécaire ne s'assouplissent plus aux États-Unis



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

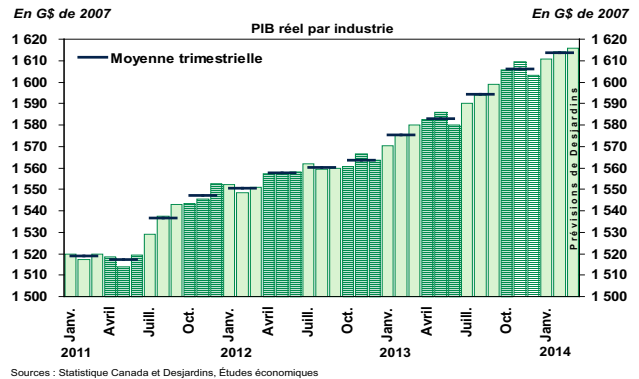
BANQUE DU CANADA

L'inflation est déjà de retour à la cible médiane

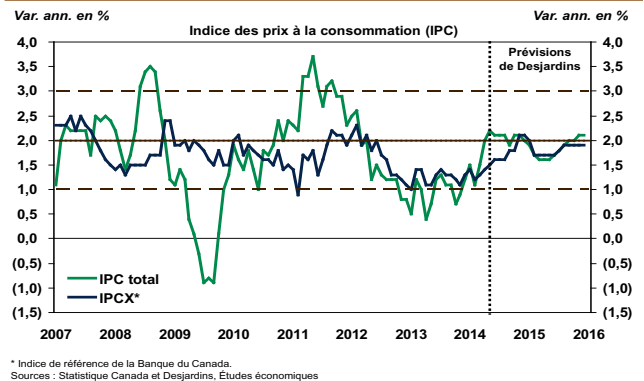
- Les récents développements au sein de l'économie canadienne se sont avérés de façon générale plus positifs que les prévisions de la Banque du Canada (BdC).
- Le PIB réel par industrie a augmenté de 0,5 % en janvier et de 0,2 % en février. Le mois de mars se serait soldé par un gain de 0,1 % selon nos estimations, ce qui laisse croire que l'ensemble du premier trimestre de 2014 connaîtra une croissance de 1,9 % (graphique 6). Vraisemblablement, la progression de l'économie canadienne dépassera le pronostic de la BdC pour la période, qui tablait sur un gain de seulement 1,5 %.
- Le taux annuel d'inflation totale est passé de 1,5 % en mars à 2,0 % en avril, marquant ainsi son retour à la cible médiane. Nos projections indiquent que le taux annuel d'inflation totale se maintiendra aux alentours de 2,0 % dans les mois à venir (graphique 7). Il s'agit d'un pronostic plus élevé que celui de la BdC, qui anticipe une croissance moyenne de 1,6 % pour l'ensemble du deuxième trimestre.
- La variation annuelle de l'indice de référence de la BdC (IPCX), qui est passée à 1,4 % en avril, affiche une certaine stabilité et se maintient entre 1,1 % et 1,4 % depuis 15 mois. Cela dit, la situation pourrait changer prochainement alors que les progressions mensuelles désaisonnalisées de l'IPCX se sont accélérées récemment. Ainsi, la variation annuelle de l'IPCX pourrait rejoindre la cible médiane (2 %) aux alentours de la fin de 2014 ou au début de 2015. Il s'agit d'une prévision assez différente de celle de la BdC, qui s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence ne retourne graduellement à 2,0 % que d'ici le début de 2016.
- Les risques de voir l'inflation continuer à s'accroître et ainsi dépasser de façon significative la cible médiane de la BdC sont toutefois assez faibles. Non seulement l'économie canadienne dispose encore de capacités de production excédentaires (graphique 8), mais la demande intérieure montre des signes d'essoufflement. La lutte aux déficits budgétaires restreint les dépenses publiques, le marché immobilier semble se stabiliser et les dépenses de consommation ont connu un hiver plus difficile, en particulier du côté des biens.

Prévisions : Les craintes de désinflation sont définitivement chose du passé et les risques entourant l'évolution de l'inflation sont davantage équilibrés. Reste maintenant à savoir si cela sera suffisant pour que le gouverneur de la BdC adopte un discours un peu moins inquiet. Cela dit, une baisse éventuelle des taux d'intérêt directeurs serait très inappropriée dans les circonstances. Il faudra néanmoins patienter encore longtemps avant qu'une première hausse soit décrétée, car les incertitudes entourant les perspectives économiques canadiennes demeurent élevées. La première hausse du taux cible des fonds à un jour est donc prévue à l'automne 2015.

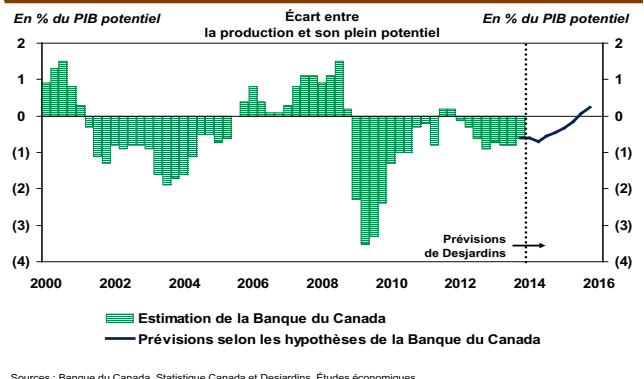
Graphique 6 – Vers une croissance de 1,9 % au premier trimestre de 2014



Graphique 7 – L'inflation canadienne converge vers la cible médiane



Graphique 8 – Les capacités excédentaires de l'économie canadienne subsisteront jusqu'à la fin de 2015



BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

Les attentes sont élevées envers la Banque centrale européenne

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Même si la BCE n'a pas vraiment modifié son communiqué à sa dernière rencontre de politique monétaire le 8 mai dernier, les attentes pour une intervention imminente se sont tout de même considérablement accrues. Le président de la BCE, Mario Draghi, a en fait été très explicite durant la conférence de presse qui a accompagné la décision de mai. Il semble maintenant y avoir un consensus auprès des dirigeants de la BCE pour agir dès juin, lorsque les nouvelles prévisions sur la croissance économique et l'inflation auront été consultées. Les dernières données disponibles ne permettent pas de croire que ces prévisions seront plus optimistes. L'inflation demeure faible et la vigueur de l'euro aggrave la situation (graphique 9). Or, sans intervention en juin, l'euro pourrait reprendre une tendance haussière et menacé à nouveau l'atteinte de la cible d'inflation à moyen terme. Il reste à voir si la BCE optera pour un programme d'achat de titres, des taux d'intérêt négatifs, ou des mesures plus ciblées pour accroître le crédit.

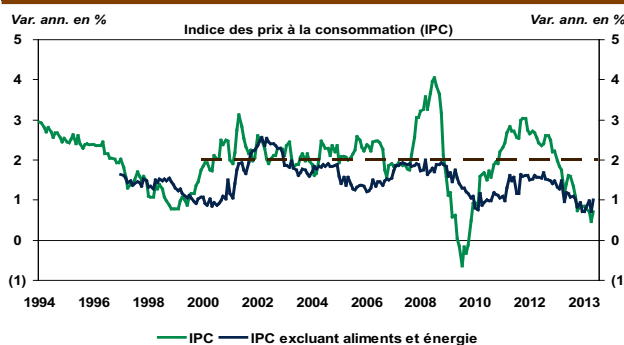
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Le compte rendu de la rencontre de politique monétaire du mois de mai a révélé quelques éléments intéressants. D'abord, la BoE demeure assez confiante en la reprise économique britannique, même si la croissance a été un peu plus faible que prévu au premier trimestre. Par la suite, il semble y avoir une grande diversité d'opinions sur les capacités excédentaires de l'économie et sur l'évolution future de la politique monétaire. Notamment, certains membres du comité de politique monétaire croient qu'une augmentation graduelle du taux de la BoE impliquerait d'amorcer le resserrement monétaire plus tôt. Nous continuons de miser sur une hausse de base par trimestre à partir du printemps 2015. Il ne faudra cependant pas que l'inflation remonte trop rapidement (graphique 10).

BANQUE DU JAPON (BoJ)

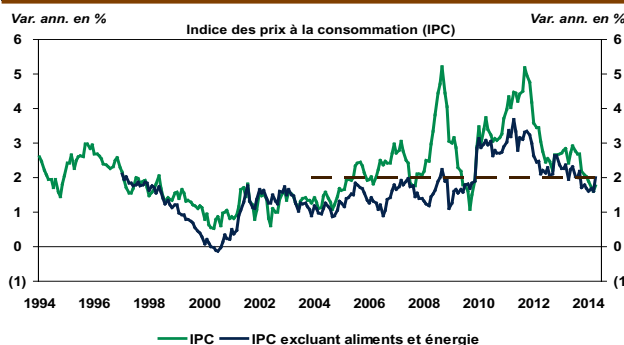
- L'inflation se dirige vers un bond fulgurant en avril au Japon (graphique 11). Elle devrait passer au-dessus de 3 % pour la première fois depuis 1991. Il ne faut cependant pas y voir le signal que la BoJ pourrait bientôt réduire ses interventions. Essentiellement, la hausse du taux d'inflation provient de l'augmentation de la taxe de vente qui est passée de 5 % à 8 % en avril. Étant donné que l'effet sur l'inflation ne sera pas permanent, la BoJ devra poursuivre ses achats de titres pour atteindre durablement sa cible. Même l'amélioration des données économiques au premier trimestre ne suggère pas de relâchement pour la BoJ. Les dépenses de consommation ont bondi en mars en anticipation de l'entrée en vigueur de la taxe de vente. Un ressac est toutefois attendu au deuxième trimestre, ce qui pourrait même inciter la BoJ à annoncer de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire.

Graphique 9 – Taux d'inflation en zone euro



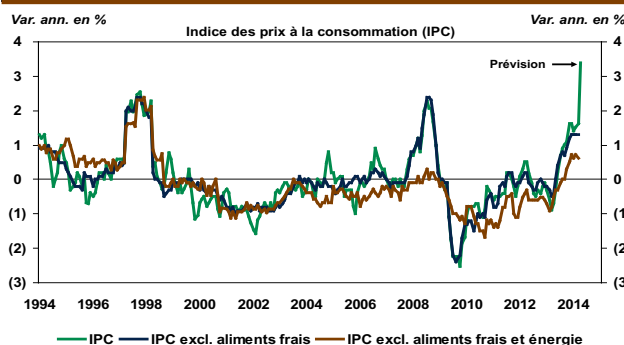
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Taux d'inflation au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Taux d'inflation au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

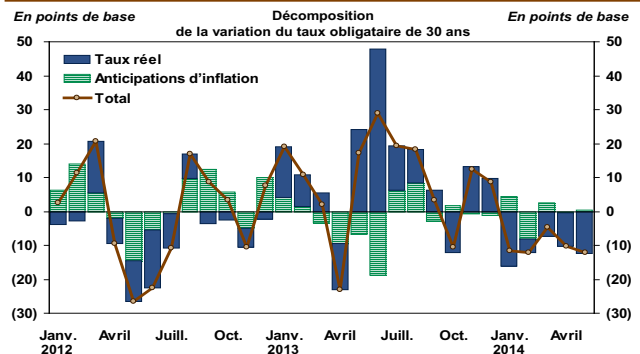
Les taux mettront plus de temps à se normaliser

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- S'il est vrai que la vigueur du marché obligataire depuis le début de l'année a étonné, il faut aussi reconnaître que jusqu'au début de mai, il s'agissait d'un phénomène qui touchait surtout la portion longue de la courbe, notamment sous l'effet d'une baisse importante du taux réel (graphique 12). Or, en mai, non seulement les taux de long terme ont continué de diminuer pendant la majeure partie du mois, mais ceux de plus courte échéance leur ont emboîté le pas, causant un aplatissement de la courbe dans sa section médiane : par exemple, la pente de la courbe 2/5 est retombée pour évoluer près de son creux de l'année (graphique 13).
- L'évolution des taux a semblé plutôt déconnectée de la réalité fondamentale. Bien que la teneur générale des données économiques américaines demeure mixte, certains des indicateurs traditionnellement plus influents ont dressé un portrait somme toute encourageant, notamment l'emploi et les indices ISM manufacturier et non manufacturier. La confiance des ménages a tenu bon, les ventes de maisons ont surpris à la hausse, et les indices de prix à la consommation ont repris du tonus.
- Il semble néanmoins que les investisseurs attendent davantage de preuves du rebond attendu au deuxième trimestre pour conclure que les obligations sont surévaluées. On note aussi que la Réserve fédérale (Fed) ficelle adroitement son discours, soucieuse d'éviter une répétition du scénario d'augmentation rapide des taux de l'été 2013. Même si les dirigeants gardent foi en la reprise après un éprouvant premier trimestre, ils n'hésitent pas à parler d'incertitude quant à l'ampleur du rebond subséquent, de même que d'étayer un certain nombre de préoccupations à propos du secteur de l'habitation. La présidente, Janet Yellen, a d'ailleurs évoqué comme facteur limitatif les difficultés financières des plus jeunes générations d'acheteurs potentiels, qui se manifestent entre autres dans les retards de paiement sur les prêts étudiants (graphique 14). On s'étonnera donc peu que la Fed veuille à tout prix éviter de jeter de l'huile sur le feu, d'autant plus que l'indicateur d'inflation qu'elle privilégie, soit le déflateur des dépenses de consommation, lui donne encore suffisamment de latitude pour maintenir un biais *dovish*.

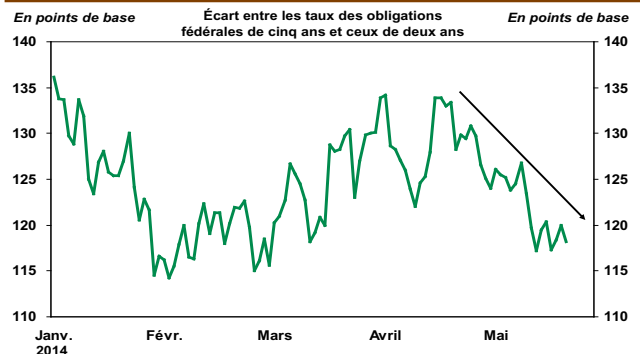
Prévisions : La demande très vigoureuse d'obligations fédérales chez certaines catégories d'investisseurs, la poursuite de la réduction du déficit ainsi que des hausses éventuelles de taux directeurs plus mesurées qu'à l'accoutumée sont autant d'éléments qui laissent croire en une remontée plus progressive des taux que le scénario sur lequel nous tablions auparavant. Nous établissons désormais notre prévision de fin d'année 2014 à 3,25 % pour le taux de 10 ans et à 3,85 % pour celui de 30 ans.

Graphique 12 – Le rallye des obligations de long terme puise sa source dans la composante réelle



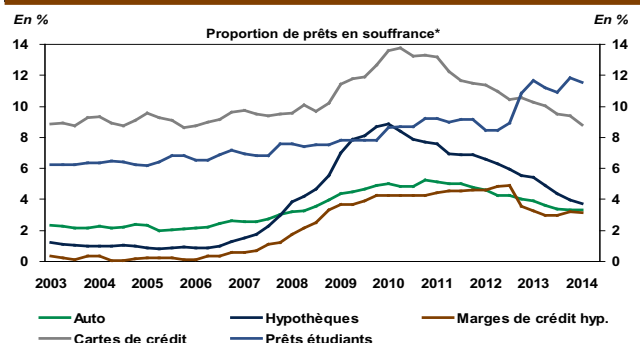
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Le mouvement d'aplatissement a gagné la partie courte de la courbe américaine



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – Les difficultés de paiement ont diminué pour toutes les catégories de prêts, sauf ceux aux étudiants



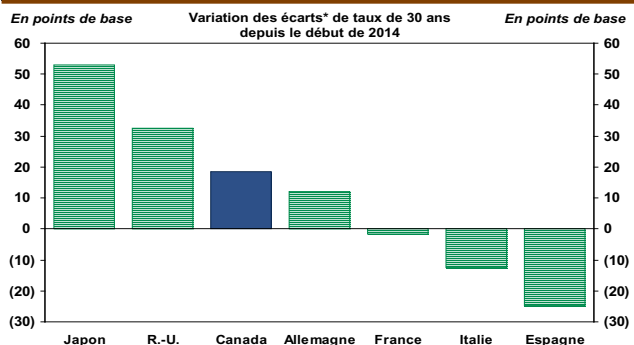
* Volume de prêts accusant un retard de paiement de 90 jours ou plus, en pourcentage de l'encours total.
Sources : Réserve fédérale de New York, Equifax et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Le marché canadien n'a pas su complètement suivre le rythme dicté par les obligations américaines, et les écarts de taux se sont légèrement élargis. Celui des taux de 2 ans est ainsi repassé au-dessus des 70 points de base, atteignant le haut de sa fourchette de fluctuation depuis le début de l'année. L'écart des taux de 5 ans est remonté aux alentours de 5 points de base après quelques excursions en zone négative depuis le début de l'année. Toutefois, ce fut l'inverse à l'échéance de 30 ans et l'écart est retourné aux alentours de -55 points de base après le fort mouvement vers le haut qui a caractérisé le début d'année. Les obligations longues canadiennes sont d'ailleurs parmi celles qui ont eu le plus de difficultés face aux obligations américaines depuis janvier (graphique 15).
- Outre la baisse des taux courts aux États-Unis, le retour de l'indice des prix à la consommation au niveau de la cible de la Banque du Canada (BdC) pour la première fois en deux ans a favorisé le mouvement haussier des écarts de court terme. Ce dénouement rend un scénario de détente monétaire difficilement envisageable, tout en posant la question de savoir à quel degré la BdC ajustera son ton. Depuis l'automne dernier, le vocabulaire employé par la BdC a maintenu un ascendant négatif sur les écarts de taux, ainsi que la devise, et l'on s'attend à ce que la BdC poursuive cette stratégie. Si elle doit reconnaître que le rebond de l'inflation a dépassé ses anticipations, la BdC compensera en exposant les lacunes actuelles de l'économie canadienne. Parmi celles-ci, on retrouve les signes encore peu convaincants d'une transition durable vers les exportations et l'investissement comme moteurs de croissance. L'effet restreignant de la politique fiscale pourrait aussi être évoqué comme source de préoccupation, alors que contrairement au gouvernement fédéral, plusieurs provinces doivent encore redoubler d'efforts pour résorber leurs déficits (graphique 16).
- Dans ce contexte, et à la lumière des déclarations de la BdC et de son gouverneur Stephen Poloz, en poste depuis un an, nous croyons désormais que la prochaine hausse de taux ne sera pas décrétée avant le quatrième trimestre de 2015, soit après que la Fed ait effectué une annonce en ce sens. Dans une plus large mesure que pour la Fed, nous évaluons que le cycle de resserrement sera marqué de plusieurs pauses et aboutira à un niveau plus faible de taux directeurs à moyen terme par rapport au niveau d'équilibre (graphique 17).

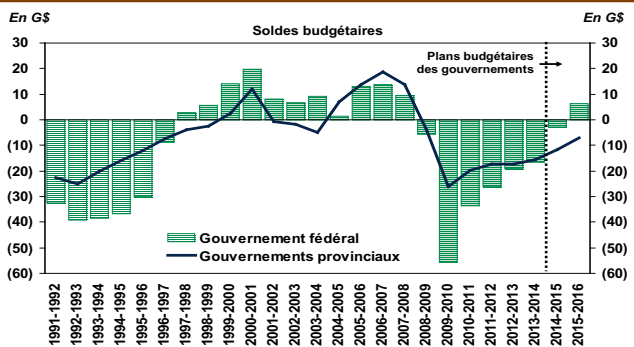
Prévisions : Conformément aux modifications de nos prévisions pour les banques centrales nord-américaines, nous révisons en baisse nos cibles. Le taux de 10 ans devrait ainsi terminer l'année à 2,90 % et celui de 30 ans à 3,25 %. Dans l'optique d'une BdC encore moins pressée de signaler ses éventuels gestes de resserrement monétaire que la Fed, les obligations canadiennes devraient surclasser les obligations américaines. Nous estimons que l'écart des taux de 2 ans terminera l'année à 45 points de base, tandis que celui de 5 ans retournera en zone négative pour clore 2014 à -5 points de base.

Graphique 15 – Le Canada fait partie des pays qui ont écopé par rapport à la vigueur des obligations américaines de long terme



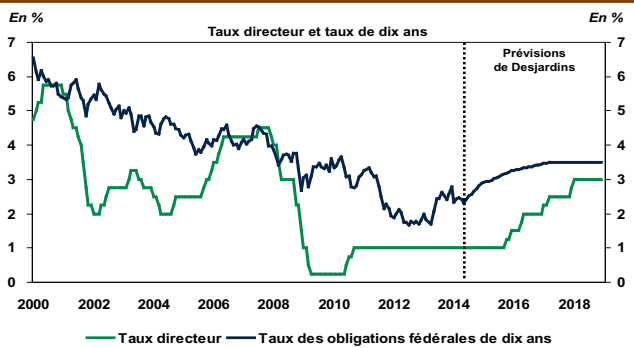
* Par rapport au taux américain.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – Le retour à l'équilibre pour l'ensemble des provinces sera moins rapide qu'au niveau fédéral



Sources : Ministère des Finances du Canada, Budgets des gouvernements provinciaux et Desjardins, Études économiques

Graphique 17 – La remontée des taux sera très graduelle au Canada

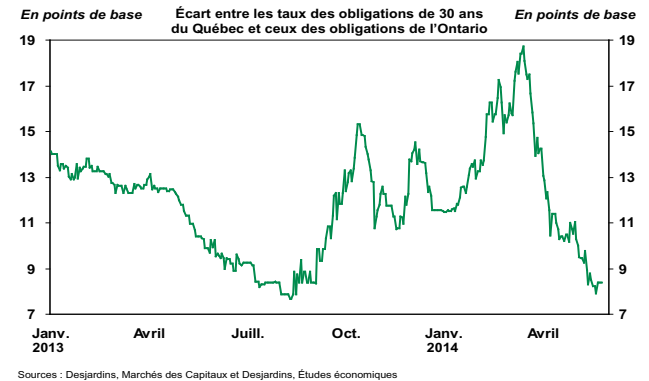


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

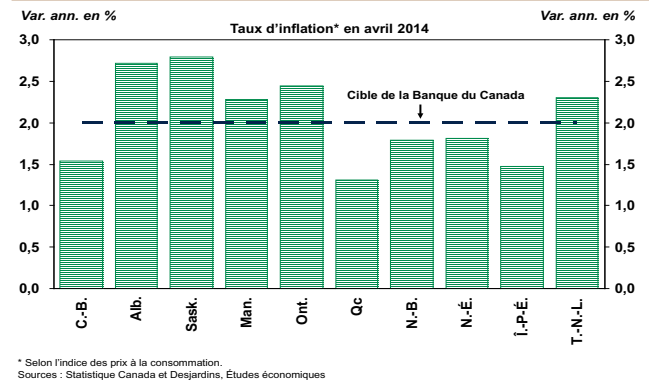
OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

- Les obligations de la province de Québec ont la cote depuis le début du printemps. Contrairement aux obligations de la province de l'Ontario, les écarts des taux de 30 ans par rapport à ceux du gouvernement fédéral se sont comprimés en avril et en mai. Cela reflète en partie le transfert des incertitudes électorales vers l'Ontario, où une campagne a été déclenchée à peine un mois après l'élection tenue au Québec. Il faut néanmoins s'attendre à ce que les obligations de l'Ontario reprennent quelque peu de vigueur après le scrutin du 12 juin, comme cela s'est vu au Québec. Pendant ce temps, le budget du nouveau gouvernement du Québec pourrait faire état d'un déficit légèrement plus élevé que ce qui avait été annoncé en février pour l'exercice 2014-2015, augmentant ainsi le volume d'émissions prévu. Ces facteurs militent pour un réajustement des écarts entre le Québec et l'Ontario, surtout compte tenu des niveaux actuels (graphique 18).
- Au-delà des prochains événements, les provinces en déficit misent sur une croissance économique et une inflation plus vigoureuses pour respecter leurs cibles de déficit. Dans le cas de l'inflation, les dernières statistiques obtenues se montrent un peu plus encourageantes. La progression des prix est en accélération partout au pays, et elle dépasse la cible de la Banque du Canada dans plusieurs provinces, dont l'Ontario (graphique 19). Dans l'optique où cette tendance se maintient et où la croissance économique se redresse comme prévu, les écarts pourraient demeurer relativement serrés par rapport aux obligations du gouvernement fédéral, alors que les mises à jour fiscales des provinces feraient vraisemblablement état d'une moins grande difficulté à atteindre les objectifs fixés.
- Déjà très courues par les investisseurs, les obligations des sociétés canadiennes pourraient demeurer prisées, alors qu'autant l'enquête de Statistique Canada sur les bénéfices des entreprises que les résultats des sociétés cotées en Bourse font état d'un premier trimestre prospère. D'après les données officielles, la hausse des prix de l'énergie a provoqué une montée de 66 % des marges d'exploitation dans le pétrole et le gaz naturel, ce qui a aidé les profits d'exploitation des sociétés non financières à croître de plus de 9 %, soit la plus forte augmentation en trois ans (graphique 20). Ces conditions devraient, entre autres, maintenir l'attrait des titres des entreprises auprès des investisseurs étrangers. On note d'ailleurs que les détentions nettes d'obligations des sociétés par les étrangers ont augmenté de janvier à mars, à l'inverse des détentions d'obligations fédérales et provinciales.

Graphique 18 – La robustesse des obligations du Québec par rapport à celle de l'Ontario pourrait n'être que passagère



Graphique 19 – L'inflation montre des signes de vigueur dans plusieurs provinces



Graphique 20 – Les entreprises non financières ont donné le ton à la croissance des profits au premier trimestre

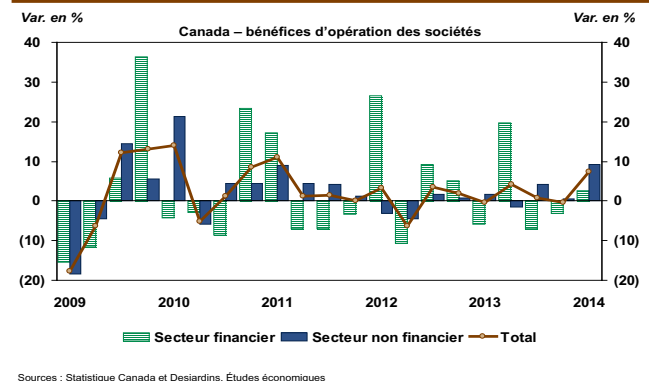


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
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
Canada												
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	1,00	1,50
Zone euro												
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
Royaume-Uni												
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
Japon												
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
Mars 2014			
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	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
Avril 2014			
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
30	Banque du Japon	---	---
30	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
Mai 2014			
6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
8	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
8	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
8	Banque de Norvège	s.q.	1,50
20-21	Banque du Japon	---	---
28	Banque du Brésil	s.q.	11,00

s.q. : statu quo ; p.b. : points de base

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Juin 2014	
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
19	Banque de Norvège
19	Banque nationale suisse
Juillet 2014	
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
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
30	Réserve fédérale
Août 2014	
5	Banque de réserve d'Australie
7	Banque centrale européenne
7	Banque d'Angleterre
7-8	Banque du Japon
Septembre 2014	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Brésil

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
Taux directeurs												
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
Bons du Trésor												
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
Obligations fédérales												
2 ans	0,25	0,34	0,32	0,36	0,39	0,45	0,70	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00
5 ans	0,74	1,36	1,36	1,71	1,71	1,70	1,95	2,20	2,40	2,60	2,80	3,00
10 ans	1,85	2,48	2,62	3,01	2,73	2,65	3,00	3,25	3,35	3,45	3,55	3,65
30 ans	3,11	3,50	3,69	3,94	3,56	3,50	3,70	3,85	3,95	4,00	4,05	4,10
Pente												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,66	1,60	1,80	2,00	2,15	2,30	2,15	1,85
10 ans - 2 ans	1,60	2,14	2,30	2,65	2,34	2,20	2,30	2,25	2,10	1,95	1,80	1,65
30 ans - 3 mois	3,04	3,46	3,67	3,87	3,51	3,40	3,55	3,65	3,70	3,70	3,40	2,95

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

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques