

## Vers une seconde moitié d'année plus animée

### FAITS SAILLANTS

- Les dernières semaines ont été particulièrement difficiles pour les obligations américaines alors que les taux de 2 à 30 ans affichent des augmentations variant de 5 à 10 points de base. Le marché était mûr pour un rattrapage, considérant que la solidification des indicateurs macro, pourtant déjà perceptible en mai, s'était accompagnée d'une réaction en baisse des taux lors de ce mois.
- Si l'économie américaine rebondit comme prévu, la question de l'inflation risque de retenir beaucoup l'attention au cours des prochains mois. Certains membres du comité de politique monétaire voudront signifier aux marchés que la Réserve fédérale surveille de près l'évolution des prix.
- La situation est aussi en voie de se complexifier pour la Banque du Canada (BdC). La BdC devra encore rehausser ses prévisions d'inflation en juillet et il sera difficile de continuer de dire que les risques baissiers sur l'inflation sont prédominants. Même s'il est fort possible que la BdC modère ses appréhensions par rapport aux risques baissiers immédiats sur l'inflation, on s'attend à ce qu'elle mise sur certains points de vulnérabilité au plan économique.

### TABLE DES MATIÈRES

Éditorial .....	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale .....	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 être descendus à la fin mai près de leurs plus faibles niveaux de 2014, les taux obligataires ont quelque peu remonté en juin. Les dernières semaines ont été particulièrement difficiles pour les obligations américaines alors que les taux de 2 à 30 ans affichent des augmentations variant de 5 à 10 points de base. N'eût été le communiqué de juin de la Réserve fédérale (Fed) pratiquement inchangé et la conférence de presse où la présidente Janet Yellen a semblé vouloir minimiser l'importance de l'accélération récente de l'inflation, l'augmentation des taux américains aurait pu être encore plus marquée.

Contrairement aux taux américains, les taux canadiens ont peu bougé au cours des premières semaines de juin. L'écart négatif avec les taux américains s'est ainsi creusé pour dépasser à un moment de 15 points pour les échéances de cinq ans et de 35 points pour les échéances de dix ans. L'annonce le 20 juin d'un nouveau bond de l'inflation, à 2,3 % en mai, a toutefois entraîné une hausse significative des taux canadiens.

### DIVERGENCES GRANDISSANTES ENTRE LES BANQUES CENTRALES

Les dernières semaines ont clairement démontré que les grandes banques centrales font face à des défis bien différents. En zone euro, la Banque centrale européenne est passée à l'action à sa rencontre de juin en annonçant une série de mesures d'assouplissement monétaire pour tenter de relancer le crédit et de réduire les risques de déflation. Même si elle semble maintenant en mode d'attente, un éventuel geste de la Banque du Japon risque encore d'être un assouplissement monétaire.

La situation est tout à fait différente au Royaume-Uni alors que la Banque d'Angleterre (BoE) commence à préparer sérieusement les marchés à un resserrement monétaire. Devant une économie qui continue de progresser à

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

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

**Benoît P. Durocher**  
Économiste principal

**Francis Généreux**  
Économiste principal

**Jimmy Jean**  
Économiste principal

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

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

un rythme impressionnant et un marché du travail robuste, les dirigeants de la BoE ont tenu à souligner que le marché semblait sous-estimer la probabilité d'un resserrement monétaire avant la fin de 2014.

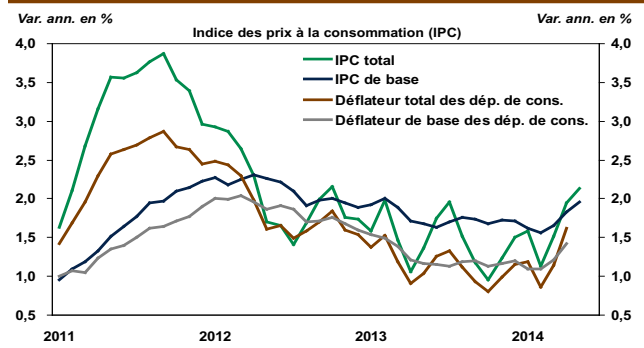
**VERS DES DÉBATS PLUS ANIMÉS À LA FED**

La Fed a semblé prendre soin de ne pas adopter un ton trop *hawkish* lors de sa réunion de juin. Il faut dire que le recul du PIB au premier trimestre a forcé les dirigeants de la Fed à revoir significativement à la baisse leur prévision de croissance pour l'année en cours. Dans ce contexte, on peut les comprendre de tenter d'éviter une remontée trop rapide des taux obligataires, d'autant plus que certains doutes demeurent sur la solidité de la reprise dans le secteur de l'habitation.

Il est toutefois indéniable que l'économie américaine s'est récemment rapprochée des principaux objectifs de la Fed. Il y a à peine quelques mois, le taux de chômage s'établissait à 6,7 % et la variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation évoluait aux environs de 1 %. Aujourd'hui, le taux de chômage est à 6,3 % et le déflateur affiche une croissance annuelle de 1,6 %. Même si la Fed a maintenu les phrases de son communiqué disant que le taux de chômage était élevé et l'inflation en dessous de sa cible de 2 %, l'évolution de ces deux variables laisse maintenant entrevoir une marge de manœuvre plus limitée. Dans une présentation récente, le président de la Fed de St. Louis, James Bullard, évaluait ainsi que la Fed avait rarement été aussi près de ses objectifs dans toute son histoire.

Si l'économie américaine rebondit comme prévu, la question de l'inflation risque de retenir beaucoup l'attention au cours des prochains mois. À notre avis, l'accélération récente de toutes les mesures de prix à la consommation (graphique 1) représente plus que du bruit dans les données. Alors que la sécheresse se poursuit en Californie et que les récents développements en Irak risquent de maintenir des pressions haussières sur les prix des produits pétroliers, rien

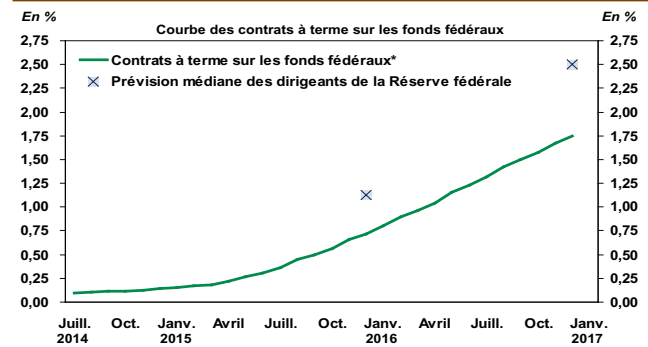
**Graphique 1 – La croissance des indices de prix à la consommation s'accélère aux États-Unis**



Sources : Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

n'annonce un revirement rapide des pressions inflationnistes. D'autres composantes de l'inflation, dont celles liées au logement, semblent aussi en voie de prendre une tendance plus vigoureuse. Dans les circonstances actuelles, un retour du déflateur à la cible de 2 % ou légèrement au-dessus n'amènerait pas la Fed à précipiter son resserrement monétaire. Cela pourrait toutefois l'inciter à adopter un ton moins *dovish* dans son communiqué pour éviter trop de dissension au sein du comité de politique monétaire. Le marché étant positionné pour une remontée significativement plus lente des fonds fédéraux que celle signalée par la prévision médiane des dirigeants de la Fed (graphique 2), un tel scénario pourrait entraîner une forte hausse des taux obligataires.

**Graphique 2 – Il existe un écart important entre ce que signale la Réserve fédérale et ce que prévoit le marché à terme**



\* En date du 25 juin. Sources : Bloomberg, Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

La situation est aussi en voie de se complexifier pour la Banque du Canada (BdC). L'inflation continue de s'accélérer plus rapidement que prévu et elle dépasse maintenant la cible de 2 %. La BdC devra encore rehausser ses prévisions d'inflation en juillet et il sera difficile de continuer de dire que les risques baissiers sur l'inflation sont prédominants. Le gouverneur Poloz tentera cependant de garder un ton inquiet pour éviter une remontée trop forte du huard. Ce difficile exercice de communication sera facilité par le fait que les débats internes demeurent privés à la BdC.

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

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

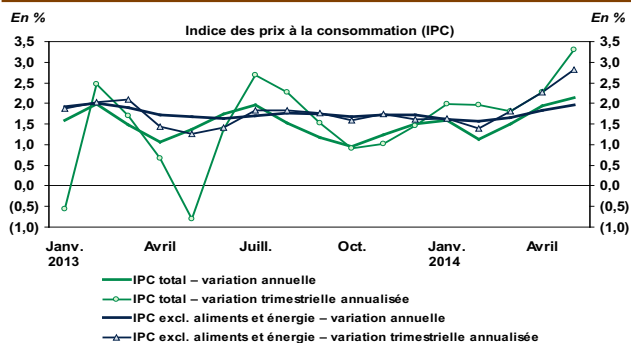
# RÉSERVE FÉDÉRALE

## La Réserve fédérale gagne du temps

- Lors de leur réunion des 17 et 18 juin, les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ont dû ajuster leurs prévisions de croissance. Lors de l'exercice précédent, en mars, on pouvait déjà se douter que les conditions météorologiques hivernales particulièrement ardues allaient faire mal à l'économie. Toutefois, à ce moment, personne ne se doutait que le PIB réel se contracterait de 1,0 % à rythme annualisé au premier trimestre (maintenant révisé à -2,9 %). Ainsi, la Fed n'a pas eu le choix de revoir à la baisse la croissance anticipée pour cette année. Cela n'empêche pas Janet Yellen et ses collègues de croire que l'activité économique a rebondi au deuxième trimestre. Il est vrai que les signes de meilleure croissance se multiplient : les indices ISM sont en hausse, les ventes d'autos sont élevées, la production industrielle a rebondi et la création d'emplois est forte. Même le marché de l'habitation prend du mieux.
- En écho à ses meilleurs indicateurs économiques, on remarque aussi une accélération des indices de prix (graphique 3). L'indice des prix à la consommation (IPC) a enregistré une variation annuelle de 2,1 % en mai, la plus forte inflation depuis l'automne 2012. Les prix des aliments et de l'énergie ont contribué à la récente accélération, mais l'inflation de base qui exclut ces éléments progresse aussi plus rapidement alors que sa variation annuelle est passée à 2,0 % en mai. De ce côté, on remarque surtout une nette augmentation du coût des logements; la variation trimestrielle annualisée de cette composante est à un sommet depuis mars 2007. Comme les prix des maisons ont progressé de 25 % depuis le creux de l'hiver 2012, il est normal de voir que les loyers recommencent à s'accélérer (graphique 4). Certaines pressions sur les prix devraient s'atténuer, mais on peut penser que la Fed est en train de gagner son combat contre la désinflation. Il reste maintenant aux salaires de suivre. Leur récente évolution demeurerait particulièrement lente, mais certains signes sont, de ce côté, encourageants (graphique 5).
- L'inflation plus rapide enlève un peu de marge de manœuvre à la Fed et certains membres du comité de politique monétaire voudront signifier aux marchés que la Fed surveille de près l'évolution des prix. La situation du marché du travail reste plus ambiguë étant donné les effets des jeux de population sur le taux de chômage et les autres ratios. Cela explique en partie pourquoi Janet Yellen cherche à tempérer. Cette attitude devrait perdurer au cours des prochaines réunions afin d'éviter de brusques hausses des taux obligataires.

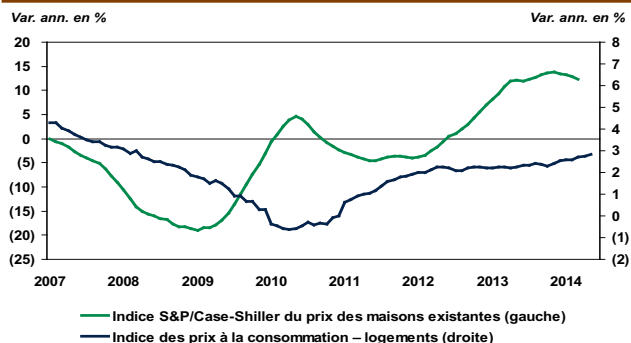
**Prévisions :** La Fed devrait conserver le même rythme de réduction des achats de titres, soit de 10 G\$ US à chaque réunion jusqu'à la fin du programme cet automne. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant septembre 2015.

**Graphique 3 – L'indice des prix à la consommation s'est récemment accéléré aux États-Unis**



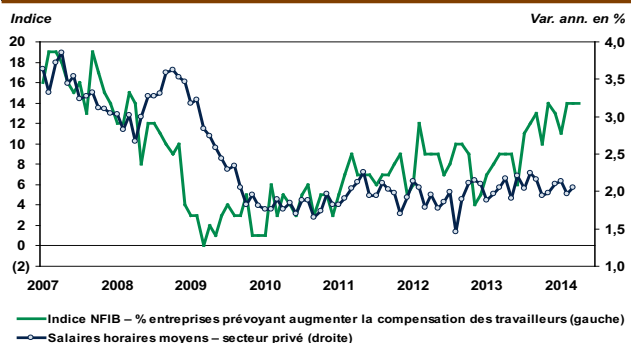
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – Les prix associés aux logements augmentent**



Sources : Standard & Poor's, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

**Graphique 5 – La croissance des salaires demeure faible, mais les entreprises semblent plus prêtes à les augmenter**



Sources : National Federation of Independent business, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

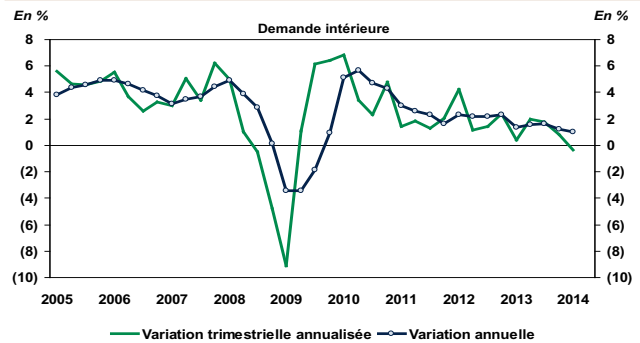
# BANQUE DU CANADA

## L'inflation est plus élevée, mais la demande intérieure est très faible

- Le PIB réel canadien n'a augmenté que de 1,2 % (à rythme annualisé) au premier trimestre de 2014, soit un résultat nettement inférieur aux attentes. Pour la première fois depuis la récession de 2008-2009, la demande intérieure a reculé durant le trimestre avec une baisse de 0,3 % (graphique 6).
- Les difficultés demeurent nombreuses à l'interne. La lutte aux déficits budgétaires freine l'évolution des dépenses gouvernementales. Une plus grande prudence des ménages envers l'endettement entrave les dépenses de consommation de biens durables. Malgré le rebond anticipé au deuxième trimestre, la tendance du marché immobilier pointe davantage vers une stabilisation, voire un léger recul. Enfin, les investissements non résidentiels devraient s'accroître, mais il faudra sans doute attendre encore plusieurs mois avant que les entreprises aient suffisamment confiance pour accroître significativement leurs dépenses d'immobilisations.
- Malgré cette faiblesse de l'économie canadienne, la croissance des prix s'est accentuée au cours des derniers mois. L'indice total des prix à la consommation (IPC) a connu une hausse annualisée de 6,7 % depuis janvier, si bien que sa variation annuelle est passée à 2,3 % en mai dernier. Or, tout porte à croire que des pressions haussières resteront présentes au cours des prochains mois. En outre, les prix de l'essence subiront sans doute les effets de l'accroissement des incertitudes dans le monde, notamment en Irak. Déjà, les relevés hebdomadaires effectués à la pompe indiquent une augmentation de plus de 1,5 % des prix de l'essence en juin (graphique 7). Dans ces conditions, il faut s'attendre à ce que l'inflation totale demeure légèrement au-dessus de 2 % dans les mois à venir (graphique 8). La variation annuelle de l'indice de référence poursuivra sa tendance à la hausse, mais à un rythme plus modéré. Un retour à 2 % est néanmoins probable d'ici la fin de 2014.
- La récente progression de l'inflation suscite des interrogations quant à l'évolution de la politique monétaire au pays. Si la tendance se maintient, les dirigeants de la Banque du Canada (BdC) ne pourront pas ignorer la croissance plus rapide que prévu des prix, même si la remontée de l'indice de référence est plus lente. Cela dit, la tendance haussière de l'inflation devrait toutefois s'essouffler prochainement puisque la demande intérieure n'est pas très vigoureuse et que le dollar canadien s'est quelque peu apprécié.

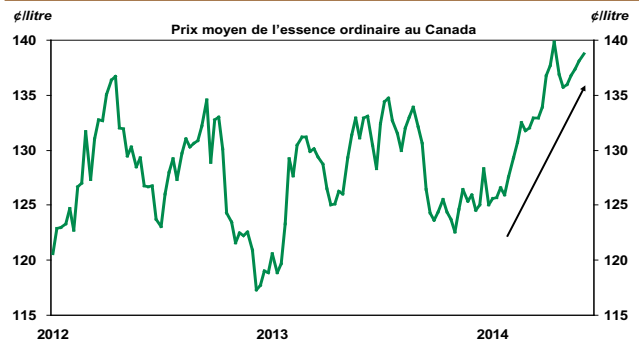
**Prévisions :** Même si l'inflation s'est accélérée significativement au cours des derniers mois, les risques de dérapage au-delà de la cible supérieure sont très faibles. Les dirigeants de la BdC devraient ainsi continuer de porter une attention particulière à la faiblesse de la demande intérieure au pays. Le *statu quo* des taux d'intérêt directeurs devrait donc se poursuivre encore plusieurs mois, et une première hausse pourrait être décrétée à l'automne 2015.

Graphique 6 – La demande intérieure canadienne ralentit



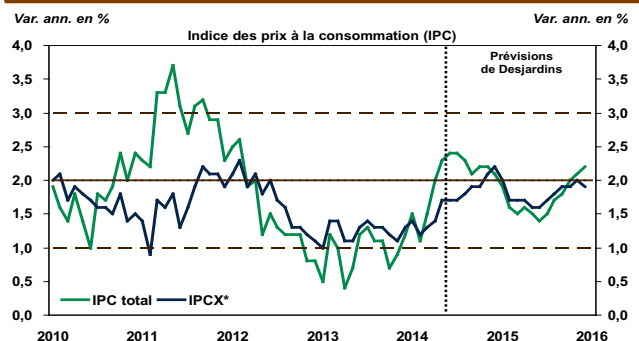
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Les prix à la pompe poursuivent leur ascension



Sources : Ressources naturelles Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – La hausse de l'inflation devrait se stabiliser prochainement au Canada



\* Indice de référence de la Banque du Canada.  
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## La Banque centrale européenne passe à l'offensive

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Comme attendu, la BCE a annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire en juin. Plusieurs arguments militaient pour une intervention, dont l'évolution de plus en plus inquiétante de l'inflation (graphique 9). Les deux principales mesures ont été l'abaissement des taux d'intérêt directeurs, avec le taux de dépôt qui est passé en territoire négatif, et la mise en place d'un programme de prêts ciblés pour aider les institutions financières à accorder plus de crédit aux consommateurs et aux entreprises.
- La clef pour accélérer l'inflation demeure la relance du crédit, mais les mesures actuelles pourraient encore s'avérer insuffisantes pour insuffler un nouvel élan de ce côté. Ne voulant pas être prise de cours, la BCE prépare déjà sa prochaine offensive en accentuant ses efforts pour mettre en place un programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABS). Ultimement, la BCE pourrait aussi se résoudre à acheter des titres gouvernementaux. Des dirigeants ont toutefois indiqué que cet outil ne serait utilisé que pour lutter contre la déflation. Cela dit, un premier pas a tout de même été fait en ce sens alors que la BCE ne stérilise plus l'effet sur la masse monétaire d'achats passés de titres gouvernementaux. Il s'agit de titres qu'elle avait achetés en pleine crise des dettes souveraines pour aider certains États en difficulté.

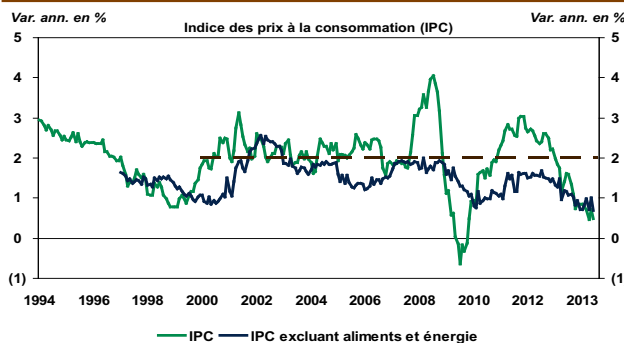
### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- La progression de l'économie britannique demeure très forte. L'hiver 2014 a été le troisième trimestre consécutif de croissance du PIB réel aux alentours de 3 % et le prochain trimestre s'annonce aussi prometteur. Dans ce contexte, tout porte à croire que la BoE sera la première des principales banques centrales à resserrer sa politique monétaire. Le gouverneur Mark Carney a d'ailleurs surpris les marchés en laissant récemment entendre qu'une hausse de taux pourrait avoir lieu en 2014. Ce scénario semble cependant trop optimiste, d'autant plus que l'inflation s'est enfoncée un peu plus sous sa cible dernièrement (graphique 10).

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

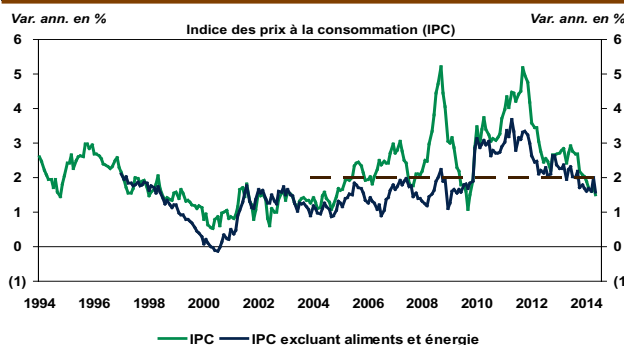
- La BoJ se montre plus confiante envers l'économie japonaise malgré le ressac attendu au deuxième trimestre dû à l'augmentation de la taxe de vente. De plus, l'inflation s'affiche en forte hausse (graphique 11) et, même en excluant l'effet de la taxe de vente, la BoJ croit pouvoir atteindre sa cible à moyen terme. Ainsi, il serait étonnant que de nouvelles mesures d'assouplissement soient annoncées à court terme. Le gouvernement vient aussi d'annoncer une série de réformes pour renforcer l'économie, et la BoJ pourrait préférer attendre d'en voir les résultats avant d'opter pour d'autres mesures. Au minimum, nous croyons que la BoJ prolongera son programme d'achat de titres en 2015.

Graphique 9 – Taux d'inflation en zone euro



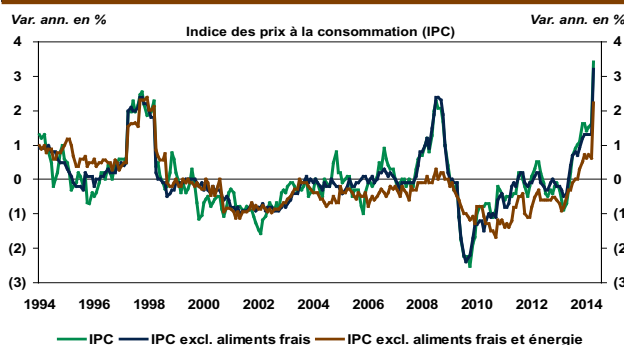
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

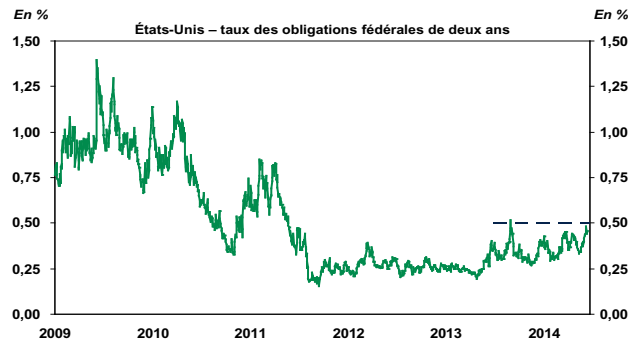
## La remontée des taux semble vouloir s'amorcer

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Le taux de 10 ans s'affiche en hausse d'un peu plus de 5 points de base depuis la fin du mois de mai et, même le taux de 30 ans, qui a fait l'objet du plus fort des pressions baissières en début d'année, montre une progression de près de 5 points en juin. Ce sont les obligations à échéance de 2 à 5 ans qui montrent le plus d'augmentation, soit plus de 10 points de base. Les taux de 2 ans ont néanmoins du mal à franchir le niveau de 0,50 % (graphique 12).
- La progression en hausse, quoique modeste, s'avère logique compte tenu d'une variété de facteurs. En outre, les positions de ventes à découvert sur les obligations américaines avaient atteint des niveaux inégalés à la fin de mai, et la bonne tenue des données économiques a constitué un courant porteur au mouvement haussier des taux. À cet égard, le marché était mûr pour un rattrapage, considérant que la solidification des indicateurs macro, pourtant déjà perceptible en mai, s'était accompagnée d'une réaction en baisse des taux lors de ce mois.
- Les banques centrales ont aussi ajouté leur grain de sel. Au début de juin, certains membres du comité de politique monétaire ont exprimé leurs préoccupations face à une situation de complaisance sur les marchés. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, a nourri le débat lors d'un discours en avertissant formellement quant à la possibilité que les taux directeurs remontent plus rapidement que ne l'anticipaient les marchés au Royaume-Uni. Les taux de court terme ont d'ailleurs fermement réagi au Royaume-Uni, et l'effet des commentaires *hawkish* a même été brièvement ressenti aux États-Unis (graphique 13), certains participants aux marchés envisageant qu'une thématique similaire pourrait se dégager du communiqué de la Réserve fédérale (Fed).
- Celle-ci n'a toutefois pas voulu se prêter formellement à ce jeu, toujours aussi soucieuse d'empêcher une remontée trop drastique des taux. De plus, en dépit de signes que la vigueur de l'inflation se généralise (graphique 14), la présidente Janet Yellen a souvent nuancé en faisant référence au « bruit » qui pouvait exister dans les données.

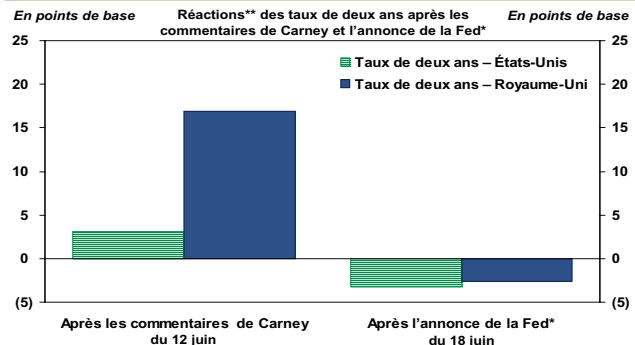
**Prévisions :** Après avoir revu en profondeur nos cibles le mois dernier, nous conservons notre scénario inchangé. La hausse des taux observée en juin est conforme à nos anticipations et, avec les progrès qui se poursuivent au chapitre de l'inflation et du taux de chômage, les éléments fondamentaux sont bien en place pour que le mouvement se poursuive. La Fed luttera toutefois pour que ce dernier demeure ordonné, même si cela implique une certaine faiblesse de la volatilité. Le taux de dix ans devrait ainsi clôturer l'année à 3,25 %.

**Graphique 12 – Le taux de deux ans peine à monter au-dessus de 0,50 %**



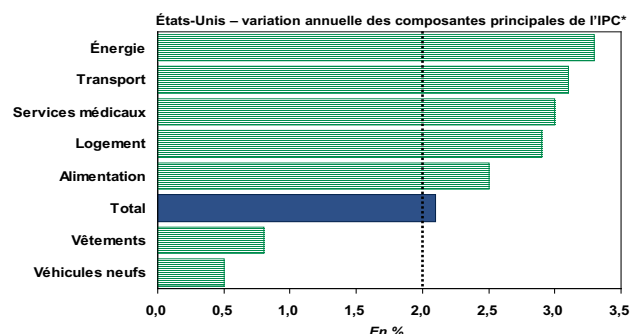
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – La Fed\* n'a pas donné suite aux propos *hawkish* de Mark Carney**



\* Réserve fédérale; \*\* Sur deux séances.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 14 – Plusieurs composantes de l'indice des prix à la consommation croissent à un rythme supérieur à 2 %**



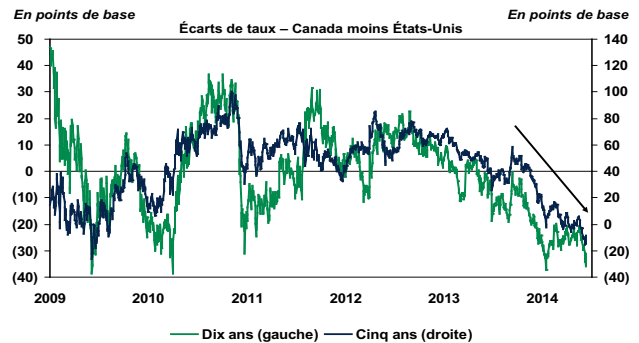
\* Indice des prix à la consommation.  
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

## OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Si la tendance haussière des taux n'échappe pas au marché canadien, force est de constater qu'elle s'avère sensiblement plus lente qu'aux États-Unis. Les taux de 10 et 30 ans n'ont gagné que 5 maigres points de base depuis le début du mois et à peine quelques points de plus dans le cas du taux de 5 ans. La très forte performance des obligations canadiennes par rapport aux obligations américaines poursuit donc son cours (graphique 15). On note que la partie longue de la courbe constituait l'exception à cette règle, mais, depuis le début de mai, l'écart de taux se creuse plus profondément en zone négative.
- L'évolution macroéconomique canadienne se décline de manière un peu différente de celle aux États-Unis. Sans être aussi durement frappé par la météo, le Canada a vu la croissance de sa demande intérieure se contracter pour une première fois depuis la récession, au premier trimestre, et le faible niveau de création d'emplois au cours des six derniers mois confirme un contexte de fragilité à l'échelle nationale. En s'appuyant sur ces éléments, tout en soulignant les risques à la croissance mondiale, la Banque du Canada (BdC) a choisi de maintenir dans son communiqué la mention voulant que les risques à la baisse sur l'inflation demeuraient importants. Toutefois, la dernière donnée d'inflation relance le débat quant à la crédibilité de cette indication. On souligne notamment certains signes de généralisation de la normalisation de l'inflation (graphique 16), qui contribuent à faire en sorte que l'énoncé de la BdC soit moins d'actualité.
- Les investisseurs semblent partager notre avis selon lequel la BdC aura à remodeler son discours lors de sa rencontre de juillet, et ils n'escomptent plus la moindre probabilité que le prochain geste de la BdC prenne la forme d'une baisse de taux. Le contexte d'inflation de référence qui converge vers la cible sensiblement plus rapidement que la BdC ne s'y attendait contribue à alimenter quelque peu les anticipations d'inflation. Pour l'instant, la remontée du taux d'inflation « neutre » reste pâle par rapport à celle observée aux États-Unis (graphique 17), et les investisseurs hésitent à trop remettre en question la volonté de la BdC de combattre des pressions inflationnistes si celles-ci devaient s'avérer probantes. Cela pourrait toutefois changer si la BdC surprénait les marchés avec une posture plus *dovish* qu'anticipé en juillet.

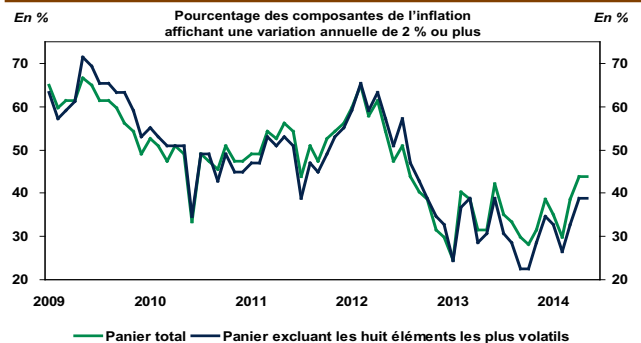
**Prévisions :** Nous conservons notre scénario inchangé pour les obligations canadiennes et demeurons d'avis que les taux aux échéances de cinq ans et plus termineront l'année en dessous des taux américains. Notre cible s'établit à 2,90 % pour le taux de dix ans. La courbe pourrait s'aplatir en anticipation d'une BdC un peu moins *dovish* en juillet, mais cela devrait s'avérer éphémère. Même s'il est fort possible que la BdC modère ses appréhensions par rapport aux risques baissiers immédiats sur l'inflation, on s'attend à ce qu'elle mise sur certains points de vulnérabilité au plan économique, ainsi que sur des éléments structurels plus restrictifs, pour conserver une posture attentiste.

**Graphique 15 – Les obligations canadiennes continuent de se renchérir par rapport aux obligations américaines**



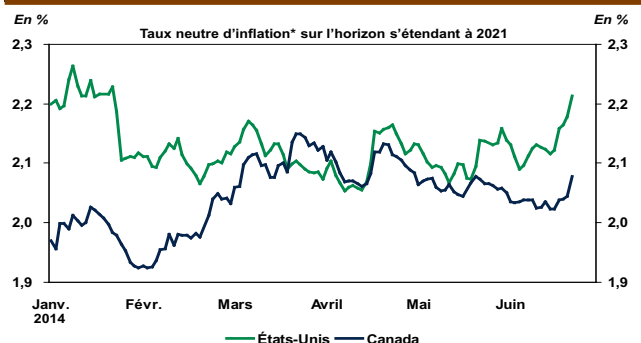
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 16 – La normalisation de l'inflation se généralise quelque peu**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

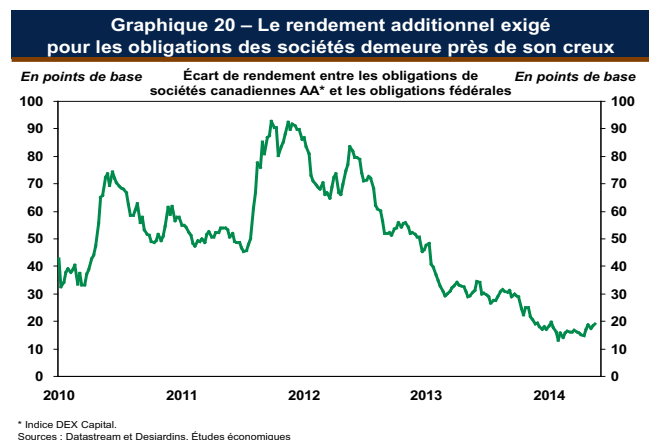
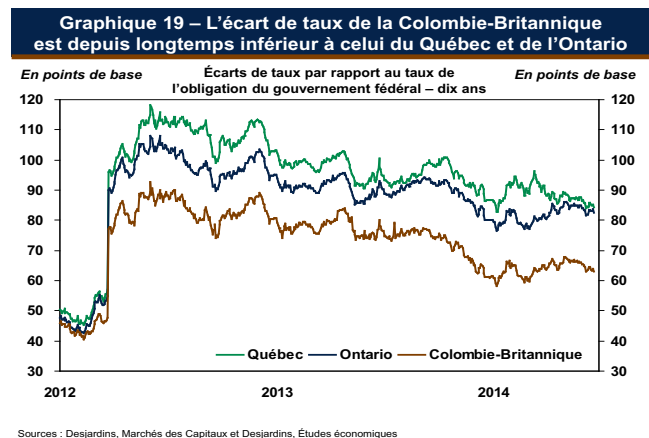
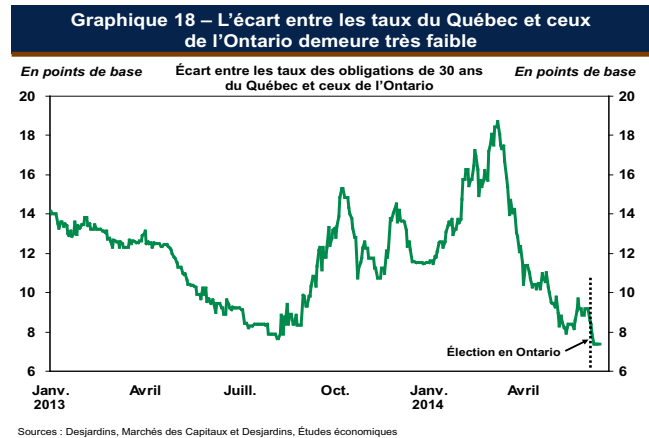
**Graphique 17 – Les anticipations d'inflation remontent, mais moins rapidement qu'aux États-Unis**



\* Écart entre les taux des obligations nominales et ceux des obligations à rendement réel.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES**

- La période de suspense électoral qui a marqué le printemps au Québec et en Ontario est maintenant derrière nous et, dans chacun des cas, l'aboutissement aura été la mise en place de gouvernements libéraux majoritaires. La normalisation attendue des écarts entre les taux de l'Ontario et ceux du Québec tarde toutefois à se concrétiser (graphique 18). Quelques étapes restant à franchir avant de se délivrer des incertitudes budgétaires. Le gouvernement de l'Ontario devra de nouveau soumettre un budget au vote à son Assemblée législative. Tout indique que ce budget contiendra les mêmes paramètres que celui qui avait provoqué le déclenchement des élections en mai. Par la suite, les agences de notation de crédit offriront leur opinion. La note de l'Ontario est déjà affranchie d'une perspective négative auprès de deux des principales agences, et la révision en hausse des prévisions de déficit par rapport au budget déposé en 2013 les feront sans doute sourciller davantage. Restera à voir si elles jugent une décote justifiée, mais il reste que ce suspense représente un facteur qui pourrait continuer d'avantager les obligations du Québec à court terme. L'écart des taux de 30 ans entre le Québec et l'Ontario devrait néanmoins se rediriger au-dessus des 10 points de base à mesure que les facteurs d'incertitude s'estompent en Ontario.
- Le même constat s'applique aux écarts de taux des obligations de certaines provinces de l'Ouest par rapport à celles de l'Ontario. Les titres de dettes de la Colombie-Britannique continuent d'afficher une performance remarquable, à un point où il faut se demander si cela est entièrement justifié. Certes, le gouvernement de la Colombie-Britannique a annoncé l'atteinte de l'équilibre budgétaire cette année, et il affiche une cote parfaite auprès de trois des quatre principales agences. Toutefois, il y a déjà plus de deux ans depuis que les écarts entre les taux de la Colombie-Britannique et ceux du Canada se négocient significativement sous ceux du Québec et de l'Ontario (graphique 19), en lien avec les réalités budgétaires différentes. Dans un scénario de renchérissement des obligations ontariennes au cours de l'été, il n'est donc pas exclu que les obligations de la Colombie-Britannique soient parmi celles qui écopent le plus, d'un point de vue relatif.
- Du côté des obligations de société, le contexte d'écarts de taux presque dérisoires tient toujours (graphique 20), entre-tenu par la quête de rendement. La classe d'actifs apparaît à ce point dispendieuse qu'on ne peut négliger les risques de revirement soudain. À titre d'exemple, d'un point de vue systémique, étant donné la réglementation plus sévère liée aux mesures de Bâle III, les grands courtiers américains ont fortement réduit leurs activités de maintien de marché. Les fonds mutuels d'obligations corporatives se retrouveraient en position de vulnérabilité dans un scénario de retraits massifs de la part de leurs détenteurs de parts, et les écarts de taux pourraient alors monter en flèche. La Réserve fédérale a récemment discuté de la possibilité d'imposer des frais de rachat en vue de réduire la probabilité de retraits massifs. Cela illustre le fait que malgré le renforcement du système financier depuis la crise, des vulnérabilités demeurent bien présentes. Les investisseurs ont donc effectivement intérêt à se méfier de la complaisance.





**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	1,00	1,50
<b>Zone euro</b>												
Taux de refinancement	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
<b>Royaume-Uni</b>												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	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>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
30	Banque du Japon	---	---
30	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
<b>Mai 2014</b>			
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
<b>Juin 2014</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
4	Banque du Canada	s.q.	1,00
5	Banque centrale européenne	-10 p.b.	0,15
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
6	Banque du Mexique	-50 p.b.	3,00
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	+25 p.b.	3,25
12-13	Banque du Japon	---	---
18	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
19	Banque de Norvège	s.q.	1,50
19	Banque nationale suisse	s.q.	0,00

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

Date	Banque centrale
<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
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
30	Réserve fédérale
<b>Août 2014</b>	
5	Banque de réserve d'Australie
7	Banque centrale européenne
7	Banque d'Angleterre
7-8	Banque du Japon
<b>Septembre 2014</b>	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Brésil
3	Banque du Canada
3-4	Banque du Japon
4	Banque centrale européenne
4	Banque d'Angleterre
4	Banque de Suède
5	Banque du Mexique
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
17	Réserve fédérale
18	Banque de Norvège
18	Banque nationale suisse

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	0,05	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	0,45	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	3,45	3,70	3,85	3,95	4,00	4,05	4,10
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,66	1,65	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
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
<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	1,00	1,20	1,50
<b>Obligations fédérales</b>												
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	1,65	1,95	2,15	2,35	2,55	2,70	2,85
10 ans	1,76	2,44	2,54	2,78	2,46	2,35	2,65	2,90	2,95	3,05	3,15	3,25
30 ans	2,51	2,90	3,07	3,24	2,96	2,85	3,10	3,25	3,40	3,45	3,50	3,55
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,33	0,78	0,88	1,05	0,82	0,70	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	1,20	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	1,90	2,10	2,25	2,40	2,45	2,30	2,05
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,90	0,98	0,96	0,84	0,84	0,90	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)	(0,05)	0,00	(0,05)	(0,05)	(0,05)	(0,10)	(0,15)
10 ans	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,23)	(0,27)	(0,30)	(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