

La divergence s'accroît entre le marché obligataire et la Réserve fédérale

FAITS SAILLANTS

- Le marché obligataire continue à confondre les sceptiques. Ce sont paradoxalement les bons chiffres de croissance aux États-Unis qui ont semblé déclencher un vent de panique sur les marchés en ramenant la possibilité d'un resserrement monétaire plus rapide. Des développements particulièrement inquiétants en Irak et en Ukraine ont par la suite amplifié la fuite des investisseurs vers les valeurs refuges.
- Les nouvelles économiques sont toutefois encourageantes en Amérique du Nord et certains dirigeants de la Réserve fédérale semblent moins confortables avec l'idée de s'engager à maintenir le taux directeur inchangé pour encore plusieurs trimestres.
- Nous continuons de prévoir une remontée significative des taux obligataires au cours des prochains trimestres alors que les attentes des investisseurs devraient se rapprocher des signaux envoyés par la Réserve fédérale.
- Malgré des signes d'amélioration au chapitre de la croissance économique, la Banque du Canada voudra sans doute maintenir le *statu quo* au chapitre de la politique monétaire pour encore plusieurs trimestres.

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

Le marché obligataire continue à confondre les sceptiques dont nous faisons partie. L'annonce que l'économie américaine avait rebondi vigoureusement au printemps avait pourtant exercé quelques pressions haussières sur les taux obligataires à la fin du mois de juillet. Une poussée d'inquiétude sur les marchés, alimentée par les tensions géopolitiques et des données européennes décevantes, a cependant profité au marché obligataire au début du mois d'août, amenant le taux américain de dix ans aux environs de 2,30 %, son plus faible niveau depuis juin 2013, et le taux canadien de dix ans tout près de 2,00 %.

RETOUR DE LA VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS

La baisse récente des taux obligataires est différente de celle observée durant la première moitié de 2014, qui semblait surtout refléter la perception grandissante que les taux directeurs demeureraient beaucoup plus bas que par le passé à moyen terme. Les difficultés importantes de l'économie américaine en début d'année avaient aussi alimenté la perception que la Réserve fédérale (Fed) attendrait longtemps avant d'amorcer un resserrement de sa politique monétaire, surtout que l'inflation était très faible. Ces développements paraissaient très favorables aux investisseurs, ce qui s'est traduit par un recul marqué de la volatilité sur les marchés et par des gains généralisés des classes d'actifs.

Les choses ont changé au cours des dernières semaines. Les avertissements de plusieurs experts indiquant que certains marchés financiers commençaient à montrer des symptômes de bulles ont semblé freiner la demande pour certains actifs risqués à partir de la mi-juillet. Par la suite, ce sont paradoxalement les bons chiffres de croissance aux États-Unis qui ont semblé déclencher un vent de panique sur les marchés en ramenant la possibilité d'un resserrement monétaire plus rapide. Des développements particulièrement inquiétants en Irak et en Ukraine ont par la suite amplifié la fuite des investisseurs vers les valeurs refuges.

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

Hendrix Vachon
Économiste senior

LA POINTE D'INQUIÉTUDE GÉOPOLITIQUE EST-ELLE DERRIÈRE NOUS?

Les victoires des militants de l'État islamique (EI) contre les forces kurdes et la capture de l'important barrage de Mossoul au début du mois d'août ont contribué à la hausse des inquiétudes des investisseurs. Ces événements et les atrocités commises par l'EI ont toutefois fait réagir la communauté internationale. Des frappes aériennes américaines et un soutien important pour les forces kurdes ont forcé l'EI à retraiter. La nomination d'un nouveau premier ministre irakien moins controversé permet aussi d'espérer une réduction des tensions sectaires qui ont favorisé les gains de l'EI. La situation en Ukraine mérite aussi d'être surveillée de près, mais, là aussi, l'inquiétude pourrait avoir atteint un paroxysme le 15 août alors que l'annonce que l'Ukraine avait attaqué un convoi russe qui faisait craindre une véritable guerre. La situation demeure très tendue, mais l'amorce de discussions entre les dirigeants russes et ukrainiens permet d'espérer que le pire sera évité.

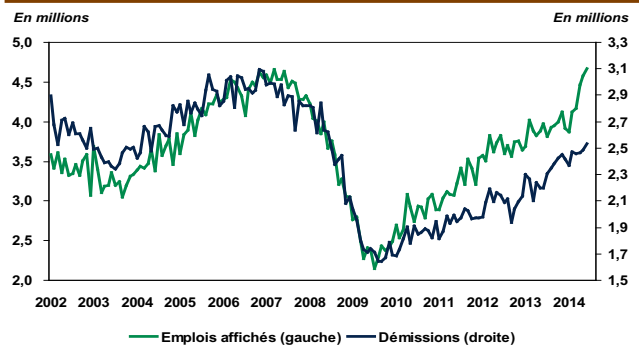
NE PAS IGNORER LES DÉVELOPPEMENTS POSITIFS AUX ÉTATS-UNIS

Si les tensions géopolitiques se stabilisent, ou même se calment, les mouvements du marché obligataire devraient recommencer à refléter principalement les statistiques économiques et les attentes concernant les banques centrales. Alors que les données chinoises demeurent mixtes, l'économie de la zone euro a récemment envoyé des signaux inquiétants. La croissance eurolandaise a été décevante au deuxième trimestre et le recul de plusieurs indices de confiance, entre autres en Allemagne, ne laisse pas entrevoir une forte accélération de l'activité en seconde moitié de 2014. Cela et les spéculations sur l'annonce éventuelle d'un programme d'assouplissement quantitatif par la Banque centrale européenne ont fait descendre les taux obligataires allemands à de nouveaux creux.

Les nouvelles économiques sont toutefois meilleures en Amérique du Nord. Le rebond de l'économie américaine a dépassé les attentes au deuxième trimestre, et la poussée des indices ISM laisse entrevoir que l'économie continue de croître à un bon rythme. Dans ce contexte, et alors que les craintes concernant une inflation durablement trop faible sont beaucoup moins présentes, il n'est pas surprenant de voir que certains dirigeants de la Fed semblent moins confortables avec l'idée de s'engager à maintenir le taux directeur inchangé pour encore plusieurs trimestres. Lors de la rencontre de juillet, Charles Plosser de la Fed de Philadelphie a ainsi voté contre le communiqué jugeant que la mention « *it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate for a considerable time after the asset purchase program ends* » n'était plus appropriée étant donné les importants progrès réalisés

par le marché du travail américain. Le compte rendu de cette rencontre a révélé que d'autres membres étaient de plus en plus inconfortables avec cette mention. Ces derniers jugeaient même qu'il pourrait être approprié de relever les taux directeurs dans un avenir assez proche. Un autre point important qui ressort du compte rendu est que les dirigeants de la Fed jugent que, dans l'ensemble, les indicateurs du marché du travail signalent une amélioration notable et plus rapide que prévu de la situation (graphique 1).

Graphique 1 – Plusieurs indicateurs du marché du travail américain indiquent une amélioration de la situation



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

LE MARCHÉ LUTTERA-T-IL LONGTEMPS CONTRE LA FED?

Le recul récent des taux obligataires s'est ainsi fait dans un contexte où les dirigeants de la Fed sont devenus un peu plus *hawkish*. Si les événements internationaux peuvent expliquer en partie la diminution des taux de long terme, la baisse des taux courts est beaucoup plus difficile à justifier. La Fed ne devrait pas relever le taux cible des fonds fédéraux avant quelques trimestres, mais il nous semble peu avisé de miser sur le fait qu'elle agira beaucoup moins rapidement que ce qu'elle signalait lors de sa rencontre de juin. C'est pourtant ce que font actuellement les investisseurs alors que le taux prévu des fonds fédéraux est aux environs de 0,70 % à la fin 2015 et de 1,70 % à la fin 2016 comparativement à une prévision médiane des dirigeants de la Fed de 1,13 % et 2,50 %. Dans ce contexte, nous continuons de prévoir une remontée significative des taux obligataires au cours des prochains trimestres alors que les attentes des investisseurs devraient se rapprocher des signaux envoyés par la Fed.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA

Économiste principal

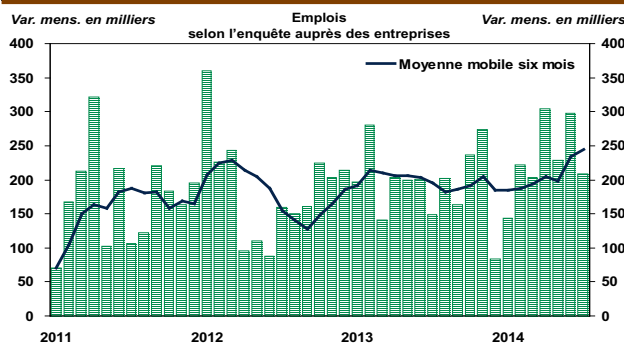
RÉSERVE FÉDÉRALE

« Pas de recette simple »

- Lors d'un discours prononcé récemment lors du symposium annuel de Jackson Hole au Wyoming, Janet Yellen, la présidente de la Réserve fédérale (Fed), a fait état de sa vision de la situation actuelle du marché du travail. Mi-figue et mi-raisin, ce constat réitère à la fois que « les conditions du marché du travail se sont améliorées » et que « la sous-utilisation des ressources humaines demeure encore significative ». Il est clair que la conjoncture est encore loin d'être optimale, mais, comme le note Janet Yellen, plusieurs indicateurs ont connu des progressions très encourageantes au cours des derniers mois. Le taux de chômage est tombé à 6,1 % (pour remonter à 6,2 % en juillet) alors qu'il se situait à 7,3 % il y a un an. Les embauches mensuelles se situent en moyenne à 244 000 depuis six mois (graphique 2). Le chômage de long terme a nettement reculé et le nombre de travailleurs involontairement à temps partiel a diminué de 8,2 % depuis un an.
- La grande volatilité des données économiques depuis quelque temps complique le travail des dirigeants de la Fed. La forte croissance du PIB réel au deuxième trimestre de 2014, soit 4,0 % selon la première estimation, paraît très élevée, mais elle survient après un revers de 2,1 % à l'hiver. L'évolution du marché de l'habitation est aussi chaotique; les mises en chantier et les ventes de maisons ont été décevantes pendant plusieurs mois, mais les derniers résultats se montrent meilleurs. La confiance des consommateurs demeure sur une tendance haussière selon certains indices, mais d'autres font état d'un ressac étonnant. Finalement, les ventes au détail se sont montrées plus faibles que prévu, malgré que l'on observe de bons résultats des ventes d'automobiles. On observe toutefois que le crédit progresse plus rapidement, et la plus récente enquête de la Fed auprès des directeurs de crédit témoigne d'une forte demande autant du côté des entreprises que des ménages (graphique 3).
- L'inflation est également difficile à suivre. Une remontée de l'évolution des prix était perceptible au printemps avec des variations mensuelles plutôt fortes de l'indice des prix à la consommation (graphique 4). On observe maintenant une accalmie et le taux d'inflation a légèrement retraité en juillet.
- Ces éléments souvent contradictoires rendent assez floue la conjoncture actuelle et complique l'évaluation que doit faire la Fed du degré d'assouplissement monétaire encore nécessaire. Comme Janet Yellen l'a indiqué à Jackson Hole, « il n'y a pas de recette simple pour une politique appropriée dans ce contexte ».

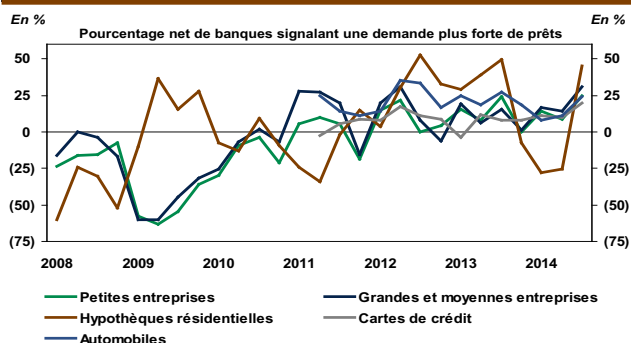
Prévisions : La Fed devrait achever le programme d'achat de titres au cours de l'automne. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant septembre 2015, mais une amélioration toujours aussi soutenue du marché du travail pourrait amener la Fed à devancer cette première hausse.

Graphique 2 – Le rythme des embauches prend de la vitesse aux États-Unis



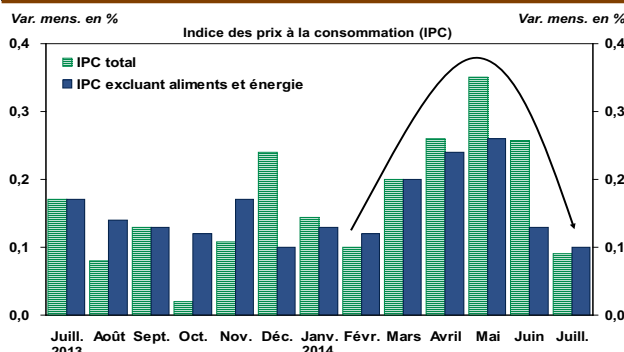
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – La demande de crédit s'améliore aux États-Unis



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Après une accélération au printemps, la croissance des prix ralentit aux États-Unis



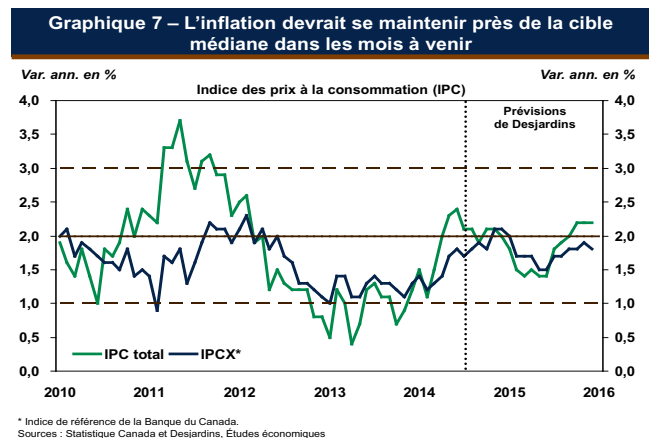
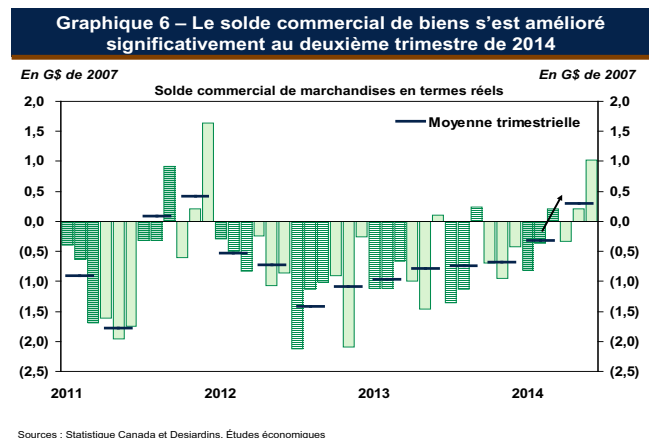
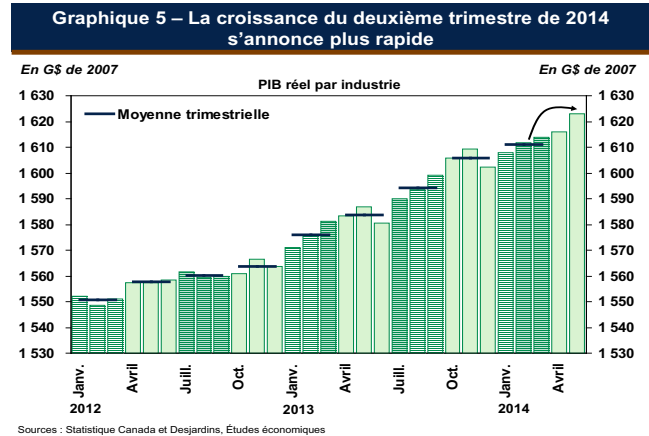
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

L'économie canadienne profite d'une embellie des exportations

- Après avoir connu une croissance de seulement 1,2 % au premier trimestre de 2014, tout porte à croire que la progression de l'économie canadienne s'est accélérée au printemps. Ainsi, le PIB réel par industrie a connu une progression de 0,1 % en avril et de 0,4 % en mai (graphique 5). Si l'on tient également compte de la hausse de 0,1 % qui est prévue pour juin, l'ensemble du deuxième trimestre devrait se solder par une croissance du PIB réel de 2,5 % (à rythme trimestriel annualisé).
- Le commerce extérieur devrait contribuer fortement à la hausse du PIB réel du deuxième trimestre. Le volume des exportations de marchandises a bondi de 20,0 % (à rythme trimestriel annualisé) durant la période, alors celui des importations a progressé de 12,3 % (graphique 6). Visiblement, le Canada a su tirer profit de l'embellie de la demande mondiale, en particulier au sud de la frontière.
- Selon nos estimations, l'économie canadienne devrait retourner à son plein potentiel de production à la fin de 2015 ou au début de 2016. Il s'agit d'un pronostic quelque peu différent de celui de la Banque du Canada (BdC), qui estime que l'économie se remettra à tourner à plein régime vers le milieu de 2016.
- Le taux annuel d'inflation totale est passé de 2,4 % en juin à 2,1 % en juillet (graphique 7). La version désaisonnalisée de l'indice total des prix à la consommation (IPC) a subi une baisse mensuelle de 0,08 % en juillet. Il s'agit d'une variation nettement inférieure à la tendance des derniers mois, qui est plutôt aux alentours de +0,25 %. Cette divergence s'explique en grande partie par une baisse ponctuelle de certaines composantes, en particulier le transport. En outre, les prix des véhicules automobiles ont connu en juillet dernier leur plus forte diminution mensuelle en près de deux ans. Des fluctuations saisonnières hors de l'ordinaire ont aussi amplifié la réduction mensuelle de l'IPC total en juillet. Les facteurs négatifs ponctuels ayant affecté les résultats de juillet devraient toutefois disparaître dès le mois d'août. La variation mensuelle de la version désaisonnalisée de l'IPC total devrait donc revenir sur sa tendance des derniers mois. Dans ces conditions, le taux annuel d'inflation totale devrait se maintenir aux alentours de 2 % dans les mois à venir.

Prévisions : Malgré des signes d'amélioration au chapitre de la croissance économique et une inflation plus élevée, les incertitudes demeurent importantes, que ce soit au Canada ou ailleurs dans le monde. Ainsi, la BdC voudra sans doute maintenir le *statu quo* au chapitre de la politique monétaire pour encore plusieurs trimestres. Une première hausse du taux cible des fonds à un jour pourrait être décrétée à l'automne 2015.



BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

L'inflation diminue en Europe

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Le taux d'inflation en zone euro a de nouveau fléchi en juillet pour atteindre seulement 0,4 % (graphique 8). En excluant la variation des prix des aliments et de l'énergie, l'inflation est également faible à 0,8 %. La tendance des prix demeure donc très inquiétante dans cette région du monde, et la période de faible croissance économique qui s'étire ne signale pas d'amélioration ce côté. Un des rares points encourageants pour l'inflation est la dépréciation de l'euro qui devrait enlever des pressions baissières sur certains prix.
- La relance du crédit reste le principal levier sur lequel essaie d'appuyer la BCE. En juin, en plus d'une baisse des taux directeurs, la BCE a annoncé un programme de prêts ciblés (TLTRO) pour aider les institutions financières à accorder plus de crédit aux consommateurs et aux entreprises. Une première injection de liquidités prévue par ce programme aura lieu en septembre et une seconde en décembre. Devant l'ampleur de la tâche à accomplir, ces injections risquent d'être insuffisantes et la BCE a commencé à préparer le terrain pour un éventuel programme d'achat de titres.

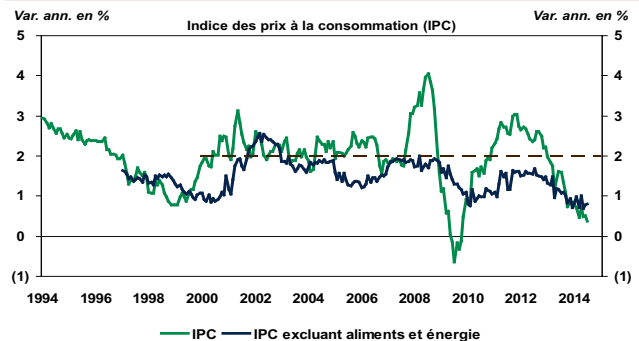
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- L'inflation a également reculé au Royaume-Uni (graphique 9), ce qui enlève de la pression pour un resserrement précipité de la BoE. Néanmoins, l'inflation se situe beaucoup plus près de la cible qu'en zone euro. L'économie britannique apparaît aussi beaucoup plus solide, même si la production industrielle et les ventes au détail ont affiché des résultats plus mitigés dernièrement. Il en faudra peu pour générer de nouvelles pressions inflationnistes, et le scénario d'un début de resserrement monétaire au premier trimestre de 2015 demeure crédible. Il est intéressant de noter qu'une dissension est apparue en août au sein du comité de politique monétaire. Deux membres sur neuf ont voté pour une hausse de 25 points de base du taux directeur prétextant notamment qu'il est possible que la faible progression des salaires ne reflète pas l'état réel des progrès réalisés sur le marché du travail.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

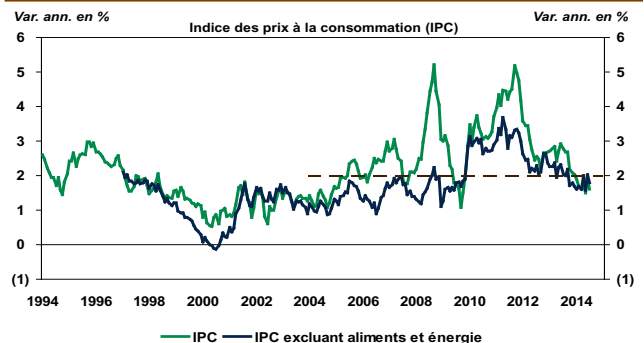
- Les dernières données économiques ont été plus décevantes au Japon. Dans un premier temps, l'augmentation de la taxe de vente en avril a semblé n'avoir qu'un effet temporaire sur l'économie, mais le ressac observé chez plusieurs indicateurs au début de l'été soulève de nouvelles inquiétudes. L'inflation peut sembler en meilleure posture, mais le portrait demeure enjolivé par l'effet de la taxe de vente. En variation mensuelle, les prix ont légèrement fléchi en juin, ce qui suggère que la poussée de l'inflation pourrait ne pas être durable (graphique 10). Le BoJ devra probablement poursuivre ses achats de titres en 2015, et peut-être même augmenter la cadence.

Graphique 8 – Taux d'inflation en zone euro



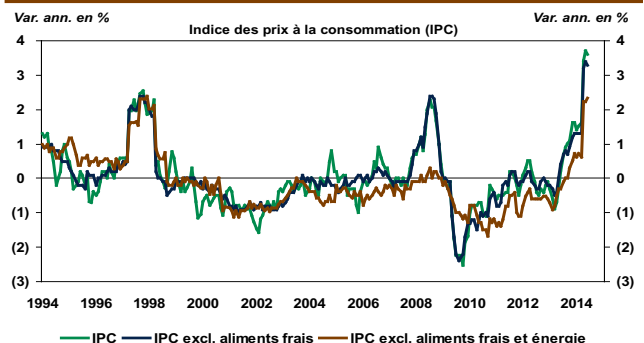
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

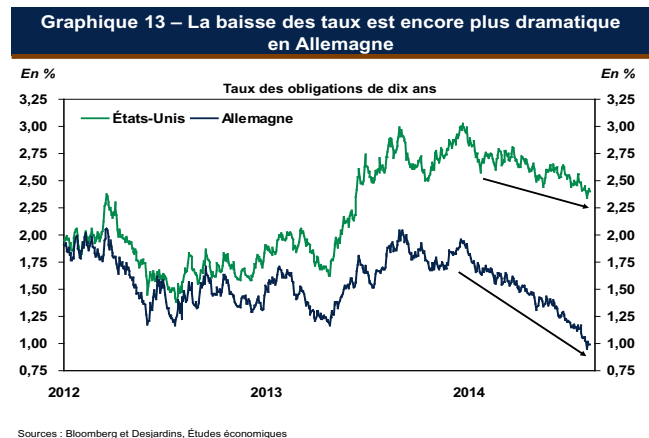
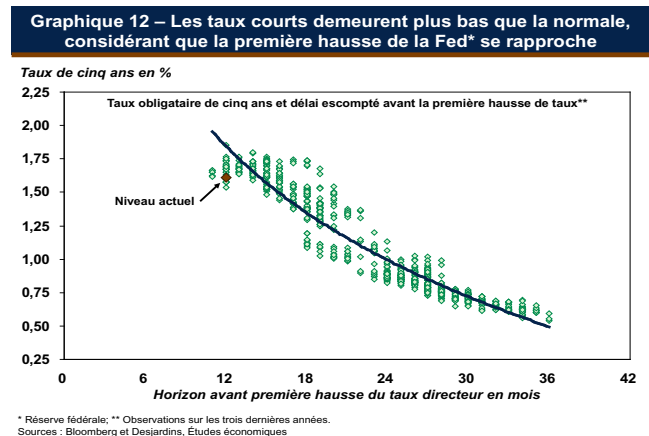
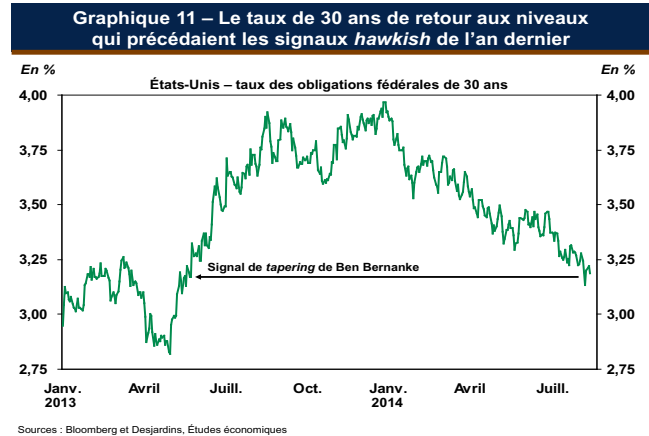
MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

Les taux demeurent déconnectés de la réalité fondamentale

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- En dépit de l'importante diminution du rôle de la Réserve fédérale (Fed) en tant qu'acheteur depuis le début de l'année, le taux de 30 ans est récemment descendu sous le cap de 3,20 %. Il s'agit d'un niveau particulièrement symbolique puisqu'il n'avait pas été rejoint depuis le 22 mai 2013, date où le président de la Fed en poste, Ben Bernanke, avait commencé à préparer les marchés à une simple diminution des achats mensuels d'obligations (graphique 11). De manière un peu plus logique, les taux de 2 ans et de 5 ans ont conservé une trajectoire haussière depuis le début de l'année, mais ils demeurent sous des niveaux conformes à l'anticipation d'une première hausse de taux sur un horizon d'environ un an (graphique 12). Cela continue donc d'évoquer une certaine déconnexion des facteurs fondamentaux américains.
- Le contexte mondial explique une partie du phénomène. L'économie européenne montre des signes inquiétants, sur fond de tensions géopolitiques persistantes, ce qui semble encourager les flux d'investissement vers les marchés obligataires reconnus en tant que valeurs refuges. En ce sens, la vigueur des obligations américaines paraît bien molle comparativement à celle des obligations allemandes (graphique 13). Il demeure cependant que dans un passé pas si lointain, les taux obligataires américains étaient en mesure d'afficher de fortes augmentations en dépit d'incertitudes tout aussi importantes.
- Il faut donc se tourner du côté des facteurs techniques pour d'autres hypothèses plausibles. La demande d'obligations américaines semble, entre autres, être alimentée par les contraintes réglementaires auxquelles doivent se soumettre les institutions financières en les obligeant à détenir une quantité adéquate d'actifs de qualité. Une demande soutenue de la part d'investisseurs avec un horizon de long terme, tel que les fonds de pension, semble aussi en cause, d'autant plus que les choix alternatifs pour obtenir des rendements tout en limitant le risque se font rares. Même si ces facteurs pourraient continuer d'agir, la trajectoire des facteurs fondamentaux, qui constitue en temps normal l'influence prédominante pour les taux, est telle qu'il est difficile d'envisager de nouvelles baisses.

Prévisions : Nous effectuons quelques ajustements à la baisse sur nos cibles de fin d'année, prévoyant désormais un niveau de 3,00 % pour le taux de 10 ans et 3,65 % pour celui de 30 ans. Les anticipations d'un taux neutre plus faible et la demande soutenue de certaines classes d'investisseurs pour les obligations longues militent en faveur de niveaux moins élevés que prévu auparavant. Les taux aux échéances plus courtes se sont moins écartés de nos anticipations, et nos ajustements à la baisse sont moins importants dans le cas de celles-ci.



OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les écarts entre les taux des obligations canadiennes et ceux des obligations américaines aux courtes échéances ont quelque peu dérogé de leur tendance en août. Après avoir touché les 54 points de base à la fin de juillet, l'écart à deux ans s'est hissé récemment au-dessus des 60 points. L'écart à cinq ans avait terminé le mois de juillet à -24 points de base, mais il se situe désormais autour de -10 points (graphique 14).
- D'une part, le regain de l'aversion pour le risque durant la première moitié du mois d'août a eu tendance à avantager les obligations américaines. D'autre part, les données canadiennes se sont sensiblement raffermies ces dernières semaines, dépassant généralement les attentes (graphique 15) et pointant vers un rebond de la croissance au deuxième trimestre. Si l'on ajoute à cela un taux d'inflation qui est demeuré près de la cible de la Banque du Canada (BdC), les investisseurs ont vu peu de motifs pour avantager les obligations canadiennes au détriment des obligations américaines.
- Nous pensons tout de même qu'il ne s'agit que d'une pause à l'intérieur d'une trame de fond qui continuera d'amener les obligations canadiennes à mieux performer. L'harmonie qui existait au sein des comités de certaines banques centrales, comme la Banque d'Angleterre (BoE) et la Fed, commence à s'effriter alors que certains dirigeants croient que le moment d'indiquer la porte de sortie approche à grands pas. Il serait surprenant que la BdC adopte ce genre de discours. D'ailleurs, depuis son arrivée, les allocutions du gouverneur Stephen Poloz ont été presque uniformément interprétées comme *dovish* sur les marchés (graphique 16). L'époque de Mark Carney, où la BdC était largement perçue comme celle qui hausserait les taux en premier, est bel et bien révolue. Sous Stephen Poloz, une approche qui met beaucoup l'accent sur les difficultés structurelles de l'économie canadienne milite plutôt pour que la BdC soit devancée par la BoE et la Fed. La grande compression des écarts de court terme cette année intègre en bonne partie cette anticipation, mais, à notre avis, le mouvement n'est pas encore terminé.

Prévisions : Nos révisions en baisse pour les taux américains entraînent également un ajustement pour les obligations canadiennes. Notre cible de fin d'année pour le taux de dix ans se situe désormais à 2,60 %, 30 points de base sous notre scénario de juin, mais tout de même une hausse de 55 points de base par rapport au niveau actuel. L'écart Canada-États-Unis devrait donc terminer l'année à -35 points de base à l'échéance de dix ans, soit autour du niveau actuel. En revanche, nous nous attendons à ce que l'écart à deux ans, actuellement autour de 60 points de base, s'amenuise à 45 points en fin 2014, et à 15 points en fin 2015.

Graphique 14 – Léger recul des obligations canadiennes par rapport aux Treasuries en août



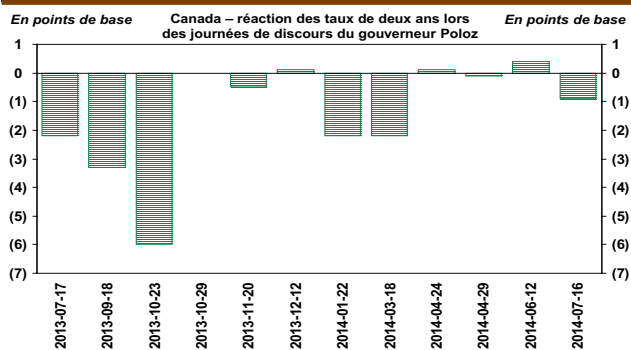
* Taux des obligations fédérales canadiennes moins ceux des obligations fédérales américaines.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 15 – Les données canadiennes ont tendance à excéder les anticipations depuis quelque temps



Sources : Bloomberg, Citigroup et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – Les allocutions de Stephen Poloz ont tendance à provoquer des réactions en baisse des taux



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

- L'été fut somme toute tranquille du côté des obligations provinciales. Comme attendu, les obligations de l'Ontario ont repris un peu de tonus par rapport à celles du Québec. À la suite du dépôt du budget du gouvernement nouvellement élu majoritaire en Ontario, les principales agences de notation ont conservé leurs évaluations inchangées pour la province, même si elles ont continué de mettre en garde contre de nouveaux manquements en matière d'atteinte des objectifs de déficit. La publication des opinions des agences a ainsi mis fin à une certaine période d'incertitude concernant l'Ontario, et par conséquent, l'écart Québec-Ontario s'est ajusté légèrement en hausse. La remontée paraît néanmoins bien faible par rapport au mouvement du printemps (graphique 17).
- Par rapport aux obligations fédérales, les écarts des provinces se sont modestement élargis depuis la fin de juillet. Cela a coïncidé avec la recrudescence de l'aversion au risque à l'échelle mondiale dans les premières semaines d'août, qui a favorisé les obligations fédérales. L'amplitude du mouvement a été faible. Toutefois, et en réalité, il est davantage question d'une stabilisation que d'une véritable tendance haussière (graphique 18). Contribuant à ancrer les écarts, les provinces se sont montrées relativement avares d'émissions depuis le début de l'année. À la mi-août, 11,2 G\$ de dettes avaient été émises depuis le début de l'année par les provinces, un recul de 3,5 G\$ par rapport à l'an dernier. Les progrès dans l'élimination des déficits expliquent évidemment en bonne partie cette diminution. Toutefois, cela survient dans un contexte où l'appétit des investisseurs pour la classe d'actifs demeure assez élevé. Ceci s'observe par le niveau de demande lors des émissions et par l'intérêt soutenu des investisseurs étrangers pour les titres des provinces. Les provinces se sont d'ailleurs davantage tournées vers cette clientèle cette année : 25 % de la dette provinciale émise en 2014 a été libellée en devises étrangères en date de la mi-août, contre seulement 14 % à pareille date l'an dernier.
- La situation de complaisance qui caractérisait la première moitié d'année dans certains secteurs des obligations corporatives s'est quelque peu renversée. Les écarts de taux des obligations américaines à rendement élevé par rapport aux obligations fédérales ont augmenté ces dernières semaines, après avoir atteint des creux, sur fond de légère remontée de la volatilité (graphique 19). Les flux nets d'investissement sont d'ailleurs passés en zone négative le mois dernier. La combinaison de craintes géopolitiques et de montée des incertitudes concernant l'économie européenne aura motivé les investisseurs à engranger une partie de leurs profits. Il ne faut pas pour autant compter le secteur pour battu. L'appât du rendement pourrait ramener les chasseurs d'aubaines au moment opportun. Il faut dire que le faible taux de faillite d'entreprises offre un soutien fondamental important aux obligations corporatives dans leur ensemble.

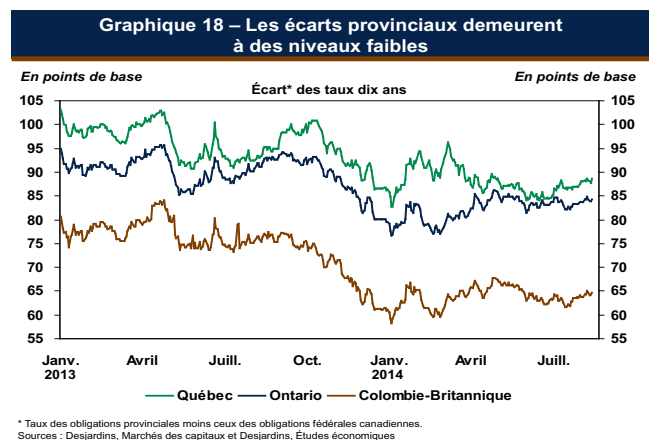
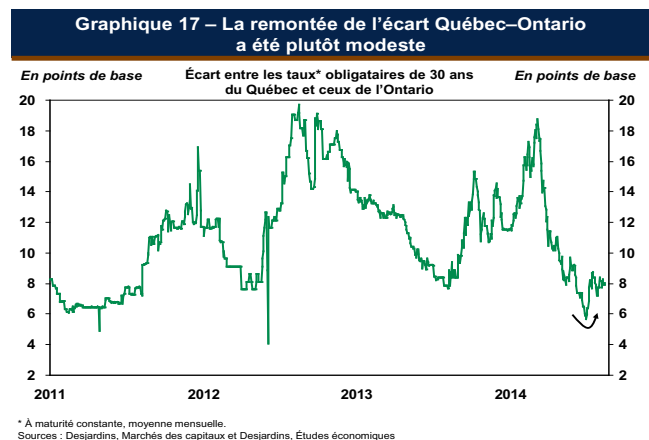


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	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	0,25	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	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Royaume-Uni												
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
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
Mai 2014			
28	Banque du Brésil	s.q.	11,00
Juin 2014			
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
Juillet 2014			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
3	Banque centrale européenne	s.q.	0,15
3	Banque de Suède	-50 p.b.	0,25
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
11	Banque du Mexique	s.q.	3,00
14-15	Banque du Japon	---	---
16	Banque du Brésil	s.q.	11,00
16	Banque du Canada	s.q.	1,00
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	+25 p.b.	3,50
30	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
Août 2014			
5	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
7	Banque centrale européenne	s.q.	0,15
7	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
7-8	Banque du Japon	---	---

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

Date	Banque centrale
Septembre 2014	
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
Octobre 2014	
2	Banque centrale européenne
6	Banque de réserve d'Australie
6-7	Banque du Japon
9	Banque d'Angleterre
22	Banque du Canada
23	Banque de Norvège
28	Banque de Suède
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
29	Banque du Brésil
29	Réserve fédérale
31	Banque du Japon
31	Banque du Mexique
Novembre 2014	
3	Banque de réserve d'Australie
6	Banque centrale européenne
6	Banque d'Angleterre

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	T2	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	0,04	0,05	0,15	0,25	0,30	0,65	1,15
Obligations fédérales												
2 ans	0,25	0,34	0,32	0,36	0,39	0,42	0,60	0,95	1,20	1,45	1,70	1,95
5 ans	0,74	1,36	1,36	1,71	1,71	1,60	1,80	2,10	2,35	2,60	2,80	3,00
10 ans	1,85	2,48	2,62	3,01	2,73	2,52	2,65	3,00	3,30	3,45	3,55	3,65
30 ans	3,11	3,50	3,69	3,94	3,56	3,34	3,40	3,65	3,85	3,95	4,05	4,10
Pente												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,66	1,56	1,75	1,95	2,10	2,30	2,15	1,85
10 ans - 2 ans	1,60	2,14	2,30	2,65	2,34	2,09	2,05	2,05	2,10	2,00	1,85	1,70
30 ans - 3 mois	3,04	3,46	3,67	3,87	3,51	3,30	3,35	3,50	3,60	3,65	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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
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
Bons du Trésor												
3 mois	0,97	1,02	0,98	0,91	0,89	0,94	0,95	1,00	1,00	1,00	1,20	1,50
Obligations fédérales												
2 ans	1,00	1,22	1,19	1,14	1,07	1,10	1,20	1,40	1,55	1,70	1,90	2,10
5 ans	1,30	1,80	1,86	1,96	1,71	1,53	1,70	1,95	2,20	2,45	2,65	2,80
10 ans	1,76	2,44	2,54	2,78	2,46	2,24	2,25	2,60	2,90	3,05	3,15	3,25
30 ans	2,51	2,90	3,07	3,24	2,96	2,78	2,80	3,05	3,30	3,40	3,50	3,55
Pente												
5 ans - 3 mois	0,33	0,78	0,88	1,05	0,82	0,59	0,75	0,95	1,20	1,45	1,45	1,30
10 ans - 2 ans	0,76	1,22	1,35	1,64	1,39	1,14	1,05	1,20	1,35	1,35	1,25	1,15
30 ans - 3 mois	1,54	1,88	2,09	2,33	2,07	1,84	1,85	2,05	2,30	2,40	2,30	2,05
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,90	0,98	0,96	0,84	0,84	0,90	0,90	0,85	0,75	0,70	0,55	0,35
2 ans	0,75	0,88	0,87	0,78	0,68	0,68	0,60	0,45	0,35	0,25	0,20	0,15
5 ans	0,56	0,44	0,50	0,25	(0,00)	(0,07)	(0,10)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,20)
10 ans	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,23)	(0,27)	(0,28)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
30 ans	(0,60)	(0,60)	(0,62)	(0,70)	(0,60)	(0,56)	(0,60)	(0,60)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,55)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques