

Malgré la prudence des banquiers centraux, la récente tendance haussière des taux devrait se poursuivre

FAITS SAILLANTS

- Les taux obligataires nord-américains ont finalement remonté quelque peu au cours des dernières semaines alors que l'attention des investisseurs s'est tournée vers l'économie et la politique monétaire américaine.
- La Réserve fédérale (Fed) a gardé inchangée le 17 septembre sa phrase sur la « période de temps considérable ». Les prévisions des dirigeants de la Fed laissent toutefois entrevoir que le taux des fonds fédéraux pourrait atteindre 1,375 % dès la fin de 2015.
- Nous prévoyons maintenant que la Fed commencera à relever son taux directeur en juin 2015. Malgré ce resserrement monétaire légèrement plus hâtif, nous ne modifions pas significativement nos prévisions concernant les taux obligataires de long terme. Le contexte international, jumelé à une situation géopolitique qui risque de demeurer précaire, devrait maintenir une bonne demande pour les titres obligataires nord-américains.
- Malgré une inflation plus élevée et certains signes d'une résorption des capacités excédentaires de production, les dirigeants de la Banque du Canada continuent de mettre l'accent sur les risques baissiers. Une première hausse du taux cible des fonds à un jour n'est prévue qu'à l'automne 2015.

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

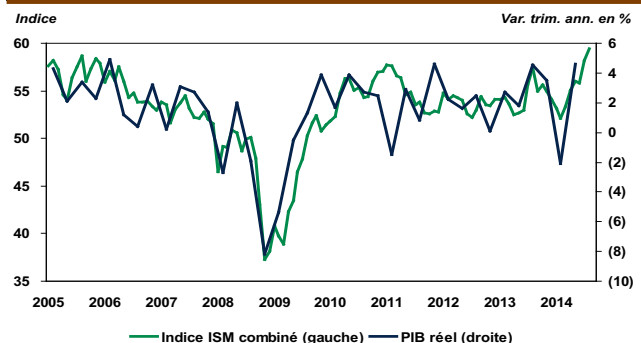
Éditorial

Après avoir évolué sur une tendance baissière durant plus de la moitié de 2014, les taux obligataires nord-américains ont finalement remonté quelque peu au cours des dernières semaines. Le taux américain de dix ans qui était descendu à près de 2,30 % est ainsi remonté aux environs de 2,60 % récemment. Les taux de court terme sont aussi à la hausse et le taux de deux ans américain a récemment atteint son plus haut niveau depuis 2011.

LES BONNES DONNÉES NORD-AMÉRICAINES RAPPELLENT LA POSSIBILITÉ D'UN RESSERREMENT MONÉTAIRE

Alors que les tensions géopolitiques se sont quelque peu calmées, l'attention des investisseurs s'est tournée vers l'économie et la politique monétaire américaine. Les nouvelles sont encourageantes de ce côté alors que tout indique que l'activité économique continue de progresser à un bon rythme (graphique 1). La création d'emplois du mois de septembre a été relativement faible, mais la tendance des six derniers mois demeure plus que satisfaisante avec une progression mensuelle moyenne de plus de 225 000 emplois. Le débat sur le moment approprié de resserrer la politique s'est ainsi intensifié à l'approche de la rencontre de la Réserve

Graphique 1 – Les indices ISM suggèrent que la croissance du PIB réel américain demeurera vigoureuse



Sources : Institute for Supply Management, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

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

Hendrix Vachon

Économiste senior

fédérale (Fed) du 17 septembre, d'autant plus que plusieurs dirigeants avaient fait part de leur inconfort grandissant face à la mention que la politique monétaire demeurerait appropriée pour une période de temps considérable après la fin du troisième programme quantitatif.

Les récentes statistiques économiques ont été encore plus encourageantes au Canada. La poussée printanière des exportations s'est poursuivie cet été, ce qui laisse entrevoir que l'économie canadienne progressera à nouveau d'environ 3 % au troisième trimestre. Une telle croissance de l'économie canadienne risque d'éliminer rapidement les capacités excédentaires de production, dans un contexte où l'inflation et l'inflation de référence sont déjà légèrement au-dessus de 2 %.

LA FED GARDE LE CAP

Malgré un contexte économique plus favorable, les autorités monétaires semblent très hésitantes à modifier leur discours. La Fed a finalement gardé inchangée le 17 septembre sa phrase sur la « période de temps considérable », ce qui a amené un deuxième membre à voter contre le communiqué. En conférence de presse, Janet Yellen a insisté sur le fait que cette mention n'était pas une promesse de maintenir les taux inchangés pour une période de temps bien définie et que le moment du début du resserrement monétaire dépendra de l'évolution des statistiques économiques. On peut toutefois conclure qu'il faudrait beaucoup de surprises positives pour convaincre les dirigeants de la Fed d'amorcer un resserrement monétaire avant le deuxième trimestre de 2015.

Si le communiqué relativement inchangé de la Fed semblait favorable au marché obligataire, les prévisions des dirigeants de la Fed concernant l'évolution des taux directeurs envoyaient un message inverse. Ces dernières ont été revues à la hausse et elles laissent maintenant entrevoir que le taux des fonds fédéraux pourrait atteindre 1,375 % dès la fin de 2015 (graphique 2), soit une augmentation de

125 points de base. À notre avis, il faut voir dans ces messages quelque peu contradictoires de la Fed une division grandissante entre les membres plus prudents qui veulent continuer de soutenir au maximum l'économie et les membres plus pressés de revenir à une politique monétaire plus normale. L'évolution des statistiques économiques déterminera laquelle de ces factions prendra le dessus.

LA FED POURRAIT DEVANCER LA BANQUE DU CANADA D'UN PEU PLUS D'UN TRIMESTRE

Nous prévoyons maintenant que la Fed commencera à relever son taux directeur en juin 2015. Ce sont principalement les signaux encourageants en provenance de l'économie américaine qui nous amènent à miser sur un relèvement débutant un peu plus tôt qu'auparavant.

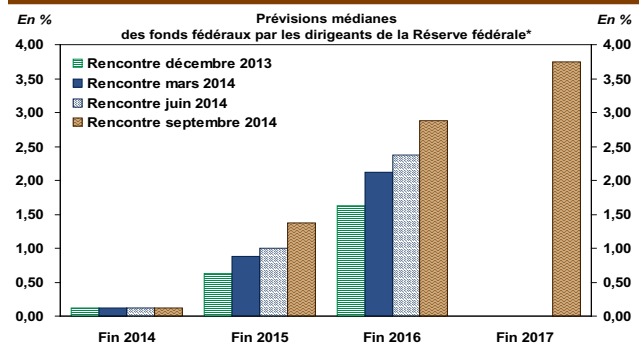
Malgré ce resserrement monétaire légèrement plus hâtif, nous ne modifions pas significativement nos prévisions concernant les taux obligataires de long terme. Si les perspectives économiques se sont améliorées récemment en Amérique du Nord, l'inverse est plutôt observé dans les autres grandes économies de la planète. La Banque centrale européenne flirte de plus en plus avec une véritable politique quantitative et tout indique que la Banque du Japon demeurera très agressive au cours des prochains trimestres. Ce contexte international, jumelé à une situation géopolitique qui risque de demeurer précaire, devrait maintenir une bonne demande pour les titres obligataires nord-américains et ainsi limiter l'augmentation des taux de long terme.

D'un point de vue fondamental, il y aurait d'excellentes raisons d'envisager aussi un resserrement monétaire débutant plus rapidement au Canada. Nous préférons toutefois continuer de miser sur une première hausse des taux directeurs canadiens en octobre 2015. Les dirigeants de la Banque du Canada (BdC) ne semblent nullement impressionnés par la performance récente de l'économie canadienne et ils continuent de mettre l'accent sur les risques baissiers pour l'économie canadienne. La première sous-gouverneure a même récemment laissé entendre que la BdC était mieux outillée pour faire face à une inflation trop forte que trop faible, ce qui laisse entrevoir que les autorités monétaires attendront au maximum avant d'amorcer un resserrement monétaire.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

Graphique 2 – Les dirigeants de la Réserve fédérale ont encore revu à la hausse leurs anticipations concernant les taux directeurs



* Ajustées pour être sur une base comparable.
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

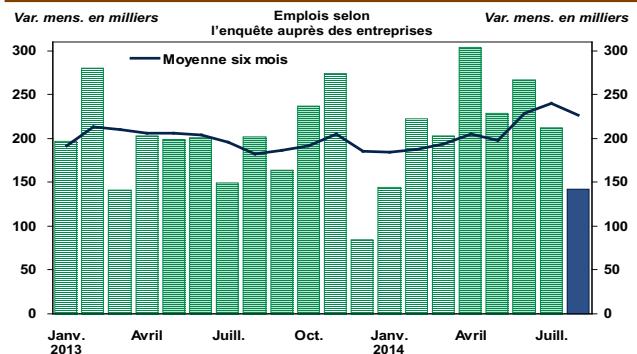
RÉSERVE FÉDÉRALE

Vers une première hausse de taux à la fin du printemps prochain

- La meilleure tenue de plusieurs indicateurs économiques depuis le printemps aurait pu amener les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) à préparer davantage les marchés à d'éventuelles hausses de taux directeurs. En ce sens, plusieurs observateurs s'attendaient à ce que Janet Yellen et ses collègues modifient, lors de leur réunion du 17 septembre, l'indication prospective incluse dans leur communiqué. Toutefois, ils ont décidé de garder inchangée la phrase indiquant que « l'actuelle fourchette des fonds fédéraux sera vraisemblablement appropriée pour une période de temps considérable après la fin du programme d'achat de titres ».
- Il faut dire que certaines des plus récentes données économiques publiées sont un peu moins réjouissantes. La création d'emplois a été décevante en août (graphique 3). Le marché de l'habitation continue d'évoluer en dents de scie. La production industrielle a diminué en août pour la première fois depuis janvier. Les prix à la consommation ont reculé en août et l'indice de base qui exclut les aliments et l'énergie n'a pas su augmenter pour la première fois depuis 2010. L'inflation est donc en baisse, s'éloignant ainsi des cibles de la Fed (graphique 4). Dans ces circonstances et avec encore beaucoup d'incertitudes mondiales, la Fed a préféré être patiente.
- Elle a toutefois annoncé que la politique d'achat de titres obligataires s'achèvera bientôt. Une dernière salve sera donnée en octobre avec 15 G\$ US de nouvelles acquisitions d'obligations. Toutefois, les dirigeants de la Fed s'attendent à pouvoir annoncer lors de leur réunion des 28 et 29 octobre que le programme ne sera pas reconduit en novembre. Le QE3 prendra donc fin après des achats totalisant 1 625 G\$ US (graphique 5).
- Cette conclusion du QE3 forcera la Fed à modifier son indication prospective à sa rencontre d'octobre ou de décembre. Il est difficile de prédire comment elle évoluera, mais on note que les prévisions de taux directeurs publiées avec le dernier communiqué affichent une médiane à la fin de 2015 qui a été revue à la hausse, soit de 1,125 % à 1,375 %. Les dirigeants de la Fed envisagent donc davantage d'augmentations de taux l'an prochain qu'ils ne le faisaient lors de la réunion de juin. Ce signal ainsi que la forte croissance prévue de l'économie américaine suggèrent que la Fed devrait amorcer un début de resserrement monétaire autour de la moitié de 2015. En considérant la période de six mois déjà mentionnée lors d'une conférence précédente de Janet Yellen, on peut prévoir que la Fed changera sa mention de « période de temps considérable » lors de la réunion de décembre du comité de politique monétaire.

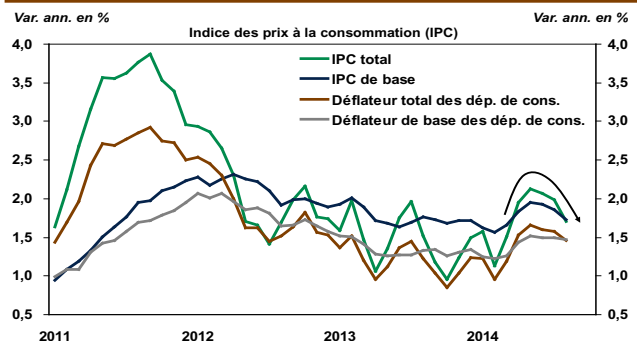
Prévisions : La Fed devrait amorcer le relèvement des taux directeurs en juin 2015 (plutôt qu'en septembre comme dans nos précédentes prévisions). Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 1,25 % à la fin de l'an prochain.

Graphique 3 – La création d'emplois s'est essouffée en août



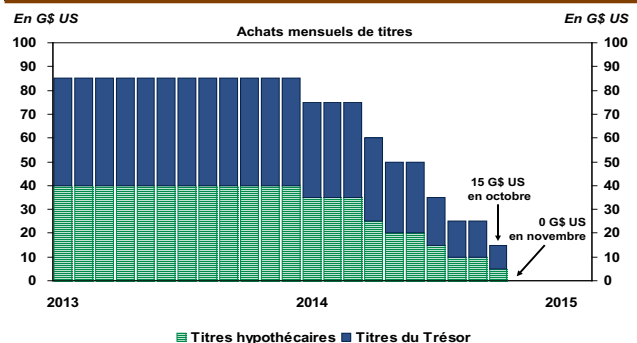
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – L'inflation ralentit à nouveau aux États-Unis



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

Graphique 5 – Le programme d'achat de titres obligataires se terminera bientôt



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

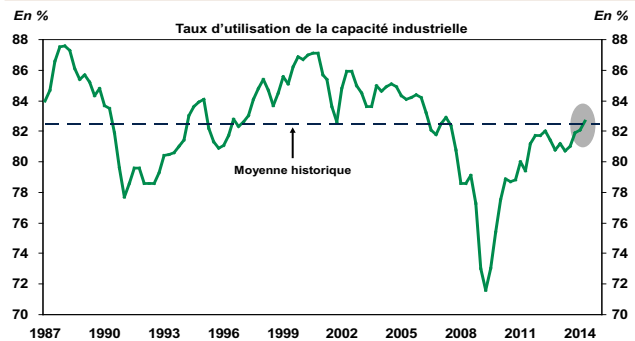
BANQUE DU CANADA

Les capacités excédentaires de production sont pratiquement résorbées

- Le PIB réel canadien a rebondi au deuxième trimestre avec un gain de 3,1 % (à rythme trimestriel annualisé). Les exportations ont contribué de façon significative à cette croissance, ce qui laisse espérer que l'embellie tant attendue du commerce extérieur se manifeste enfin. La demande intérieure a aussi progressé durant la période.
- Comme le potentiel de production est estimé à seulement 1,9 % par la Banque du Canada (BdC), l'importante hausse du PIB réel survenue au deuxième trimestre a entraîné une réduction additionnelle de l'écart négatif entre le niveau de la production et celui de son plein potentiel. L'écart pourrait donc disparaître complètement aux alentours de la mi-2015. Il s'agit d'un pronostic nettement plus optimiste que celui de la BdC, qui jugeait dans son dernier *Rapport sur la politique monétaire* que l'économie ne devrait se remettre à tourner à plein régime que vers le milieu de 2016.
- La possibilité d'une résorption prochaine des capacités excédentaires de production est aussi corroborée par l'évolution du taux d'utilisation de la capacité industrielle, qui a atteint 82,7 % au deuxième trimestre (graphique 6).
- D'autres signes laissent toutefois croire que certaines capacités excédentaires subsistent au sein de l'économie canadienne. Le taux de chômage s'est élevé à 7,0 % en août dernier, soit un niveau plus élevé que le creux historique répertorié avant la Grande Récession. Si l'on tient également compte des travailleurs en attente d'un rappel ou d'une réponse pour un emploi, de ceux qui travaillent à temps partiel de façon involontaire et des travailleurs qui sont découragés de trouver un emploi, le taux de chômage grimpe à 10,1 % en août (une fois corrigé des effets saisonniers), soit un niveau assez élevé (graphique 7).
- Le taux annuel d'inflation totale est resté à 2,1 % en août dernier. Du côté de l'indice de référence (IPCX), sa variation mensuelle a été plus que deux fois plus importante que prévu en août. Non seulement certaines hausses saisonnières des prix ont été plus élevées que d'habitude pour cet indice, mais la tendance corrigée des fluctuations saisonnières est revenue aux alentours de 0,2 %, après être descendue légèrement sous 0,1 % le mois dernier. Ainsi, la variation annuelle de l'IPCX est passée de 1,7 % à 2,1 %. Avec une inflation totale et une inflation tendancielle toutes deux à 2,1 %, il est probable que la variation annuelle de l'IPC total se maintiendra aux alentours de la cible médiane (2 %) dans les mois à venir (graphique 8).

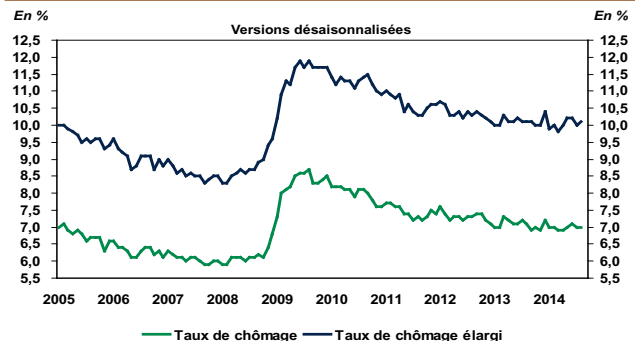
Prévisions : Malgré une inflation plus élevée et certains signes d'une résorption des capacités excédentaires de production, les incertitudes entourant les perspectives économiques demeurent importantes. Dans ces conditions, la BdC restera prudente et maintiendra le *statu quo* au chapitre de sa politique monétaire jusqu'à l'automne 2015.

Graphique 6 – La hausse du taux d'utilisation se poursuit



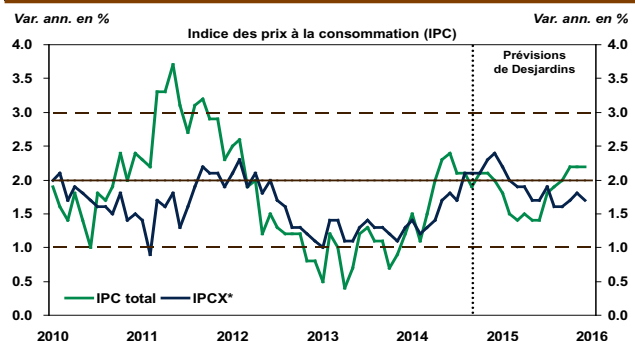
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Le niveau du taux de chômage laisse croire que des capacités excédentaires subsistent au sein du marché du travail



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – L'inflation demeurera aux alentours de la cible médiane



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

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

Les politiques monétaires demeureront très expansionnistes en zone euro et au Japon

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Une nouvelle dégradation des perspectives de croissance économique et d'inflation (graphique 9) a convaincu la BCE d'annoncer une nouvelle série de mesures d'assouplissement monétaire lors de sa rencontre du début septembre. En plus de diminuer ses taux directeurs de dix points de base, la BCE a annoncé un programme d'achat de titres adossés à des actifs et un troisième programme d'achat d'obligations sécurisées qui débiteront en octobre. Avec ces mesures qui s'ajoutent au programme de prêts ciblés aux institutions financières (TLTRO) déjà annoncé précédemment, la BCE espère stimuler le crédit en zone euro. Un deuxième objectif de la BCE est d'accroître significativement la taille de son bilan pour le ramener près des niveaux observés au commencement de 2012, ce qui ressemble étrangement à une politique quantitative. Alors que le montant demandé par les banques lors du premier TLTRO a été décevant et que la situation économique demeure très préoccupante, la BCE devrait opter pour des achats assez agressifs de titres financiers. La probabilité d'achats massifs d'obligations fédérales reste toutefois faible.

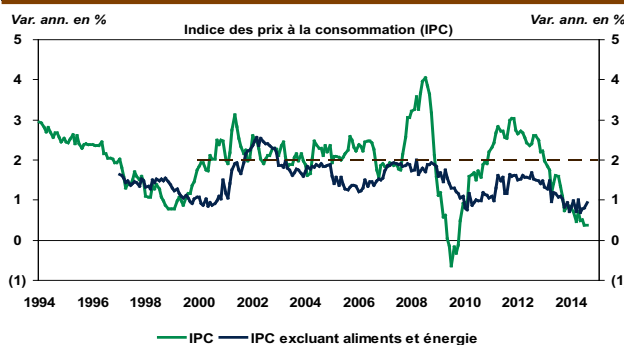
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- La question écossaise a retenu toute l'attention au cours des dernières semaines. Une victoire du « Oui » aurait pu avoir des impacts importants sur le système financier britannique, ce qui aurait probablement incité la BoE à mettre temporairement de côté l'option d'un resserrement monétaire. Ce risque est maintenant derrière nous et la grande question redevient : à quel moment la BoE amorcera son resserrement monétaire? Un point à noter est que la livre affiche toujours un recul de plus de 4 % contre le billet vert depuis la mi-juillet. Les risques d'une forte appréciation étant moins présents, la BoE ne pourra pas compter sur la livre pour limiter les pressions inflationnistes. Le recul récent de l'inflation (graphique 10) et la dégradation des perspectives économiques en zone euro donnent toutefois une certaine marge de manœuvre à la BoE. Elle devrait ainsi attendre à la fin de l'hiver prochain avant d'amorcer un resserrement monétaire.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

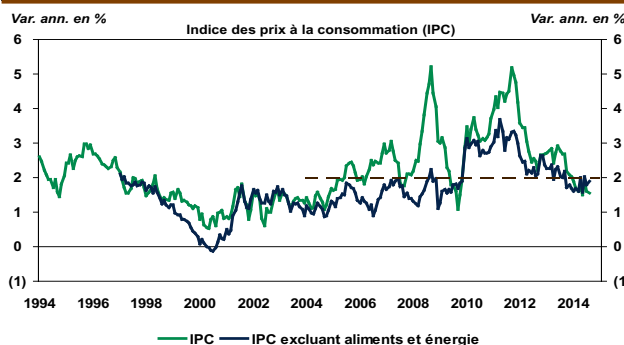
- L'économie nippone a fait face à un ressac plus important que prévu à la suite de la hausse de taxe à la consommation et le PIB réel s'est contracté de 7,1 % à rythme annualisé au deuxième trimestre. Un rebond de l'économie est prévu pour le troisième trimestre, mais son ampleur s'annonce décevante. Les difficultés de l'économie japonaise accroissent la probabilité que la BoJ augmente prochainement le rythme de ses achats d'actifs financiers. Après avoir bondi de façon artificielle au printemps, l'inflation a légèrement diminué au cours des derniers mois (graphique 11), un signe supplémentaire que la BoJ doit rester très vigilante.

Graphique 9 – Taux d'inflation en zone euro



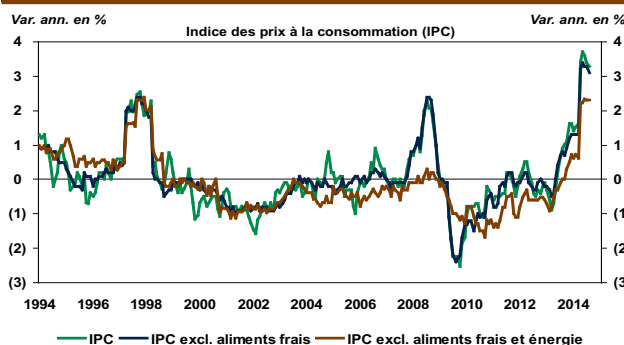
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

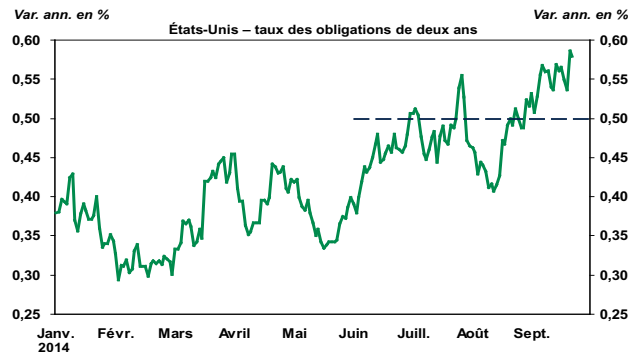
Les débats s'animent aux États-Unis, mais pas au Canada

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Le changement de tendance tant attendu sur le marché obligataire a commencé à se concrétiser en septembre. Entre autres, les taux des obligations de plus longue échéance se sont redressés après la tendance baissière particulièrement longue maintenue depuis le début de l'année. Le taux de deux ans parvient désormais à se tenir au-dessus des 50 points de base (graphique 12), tandis que celui de cinq ans affiche une hausse d'environ 15 points de base depuis le 31 août.
- L'allure des données économiques américaines milite depuis un certain temps déjà pour des taux d'intérêt plus élevés, mais la matérialisation de ce scénario a été embêtée par une variété de facteurs comme les tensions géopolitiques persistantes, la faiblesse économique en Europe et en Asie, et les exigences réglementaires obligeant les institutions financières à maintenir leurs coffres de titres sans risque bien garnis. Ce sont les commentaires de certains décideurs de la Réserve fédérale (Fed), en faveur d'un retrait définitif de l'indication prospective, qui sont réellement parvenus à relancer les taux vers le haut en début de mois. Les nouvelles prévisions de taux des dirigeants de la Fed ont laissé peu de doute quant à la détermination de plusieurs d'entre eux d'entamer le cycle de resserrement monétaire vers la mi-2015. Même si les marchés à terme se sont quelque peu ajustés durant le mois de septembre, les taux directeurs escomptés sont toujours en deçà de la prévision médiane de la Fed (graphique 13).
- S'il est vrai que certains dirigeants commencent à s'indisposer du message de patience qui continue d'être véhiculé par le communiqué de la Fed, la présidente Janet Yellen et sa garde rapprochée n'hésitent pas non plus à souligner l'importance, à leur avis, de laisser la reprise du marché du travail s'ancrer davantage. Les travers du marché immobilier résidentiel, la faible croissance des salaires et un taux d'inflation encore sous la cible font partie des arguments sur lesquels ils s'appuient pour le moment. Toutefois, sur la prémisse que l'économie américaine soit parmi les plus performantes en 2015 (graphique 14), on voit mal comment la Fed pourrait ne pas ajuster son discours vers le mois de décembre.

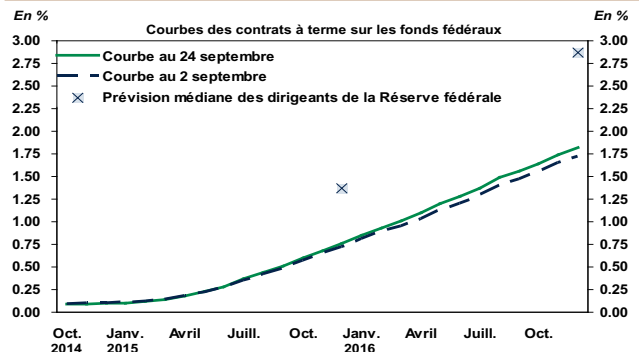
Prévisions : Nous avons devancé notre cible pour la première hausse de taux directeurs de la Fed à juin 2015, avis que semblent aussi partager les dirigeants de la Fed. Les marchés demeurent encore trop insensibles à la prépondérance de ce scénario à notre avis. La poursuite de la reprise du marché du travail au quatrième trimestre devrait culminer en un ajustement de la sémantique employée par la Fed vers le mois de décembre. Ce scénario concorde à une remontée du taux de dix ans, que nous prévoyons à 2,95 % en fin d'année, tandis que celui de cinq ans devrait avoir légèrement dépassé le cap des 2,00 %.

Graphique 12 – Le taux de deux ans parvient mieux maintenant à se maintenir au-dessus des 50 points de base



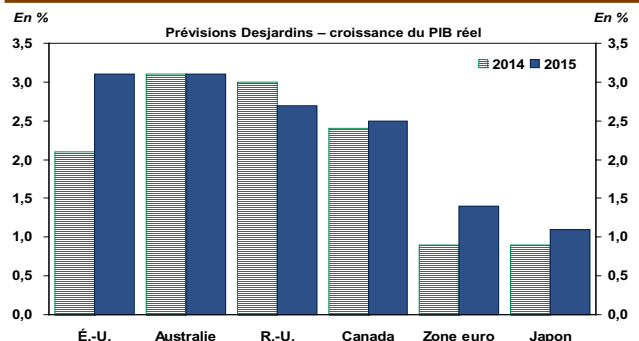
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Les anticipations de marché se sont peu ajustées, malgré les prévisions de taux plus élevées des dirigeants



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – La croissance américaine devrait figurer parmi les plus élevées au sein des pays avancés en 2015



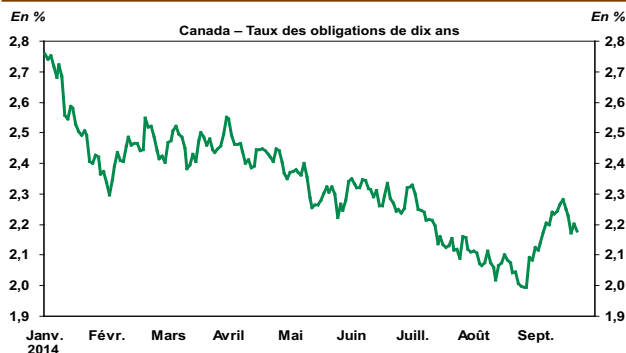
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- L'augmentation des écarts de taux Canada-États-Unis n'aura été que passagère. Dès la fin d'août, les écarts de court terme se sont comprimés de nouveau, pour évoluer à plat par la suite. Celui de deux ans se situe autour des 60 points et celui de cinq ans reste près de -10 points de base. Cela implique tout de même que les taux ont monté en septembre au Canada. Par exemple, après avoir frôlé un passage sous 2,00 % en début de mois, le taux de dix ans s'est raffermi au-dessus de 2,20 %. Cela reste toutefois largement inférieur aux 2,75 % qui prévalaient en début d'année (graphique 15).
- Les tendances macroéconomiques ne sont pas à blâmer pour les bas taux d'intérêt aux États-Unis, et l'on peut généralement en dire de même pour le Canada. Autant l'inflation totale que l'inflation de référence s'affichent au-dessus de la cible de la Banque du Canada (BdC). Celle-ci a d'ailleurs été contrainte de ne plus mentionner que les risques étaient à la baisse au cours de l'été. Le fait que les obligations canadiennes ont largement surclassé les obligations américaines en 2014, malgré le grand retour de l'inflation à la cible, et malgré une croissance économique parmi les plus élevées des pays avancés, en révèle beaucoup sur la teneur des discours tenus par les dirigeants. En ce sens, rien n'a changé, et même si nous croyons désormais que la Fed haussera ses taux à partir de juin 2015, nous campons sur une hypothèse d'un début de resserrement à l'automne dans le cas de la BdC.
- Les prochains mois pourraient tout de même s'avérer mouvementés. En supposant un rythme d'inflation désaisonnalisé conforme à la moyenne depuis le début de l'année et en tenant compte des facteurs typiques d'ajustements saisonniers, on constate que l'inflation totale pourrait dépasser le cap des 2,50 % dans seulement deux mois (graphique 16). Du point de vue de la BdC, l'hypothèse d'un taux d'inflation conservant son rythme est probablement perçue comme forte, elle qui maintient avec conviction que l'inflation a été exagérée par des facteurs ponctuels plus tôt cette année. Pour l'heure, la tendance à la baisse des prix des matières premières tend à appuyer cet argument (graphique 17). Advenant le cas où l'inflation surprenait de nouveau en hausse, certains investisseurs pourraient être tentés de miser sur un changement de ton de la BdC. Toutefois, la coutume qui prévaut depuis l'arrivée en scène du gouverneur Poloz consiste plutôt en nuancer ce type de dénouement. Tout au plus, il y aurait volatilité passagère, mais le risque d'un grand changement de tendance nous apparaît faible.

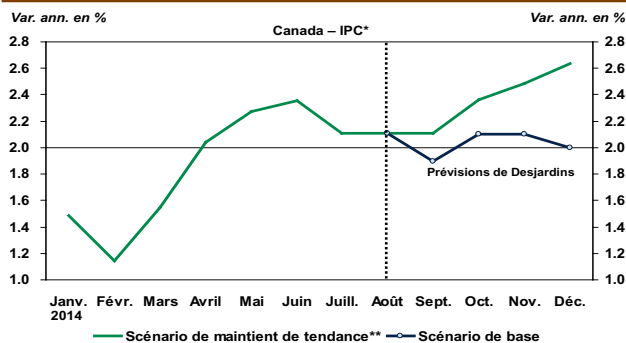
Prévisions : La BdC se fait avare de signaux *hawkish* et il est pour l'instant difficile de déterminer où se situe le point d'inflexion du discours, tant il semble distant. Des commentaires récents de Stephen Poloz, laissant sous-entendre que la politique monétaire était actuellement plus restrictive au Canada qu'aux États-Unis, renforcent notre opinion d'une BdC désireuse de laisser la Fed de hausser ses taux en premier. À notre avis, les écarts de taux de court terme sont destinés à se comprimer davantage dans un pareil contexte.

Graphique 15 – Les taux ont augmenté au Canada récemment, mais l'écart par rapport au début d'année demeure important



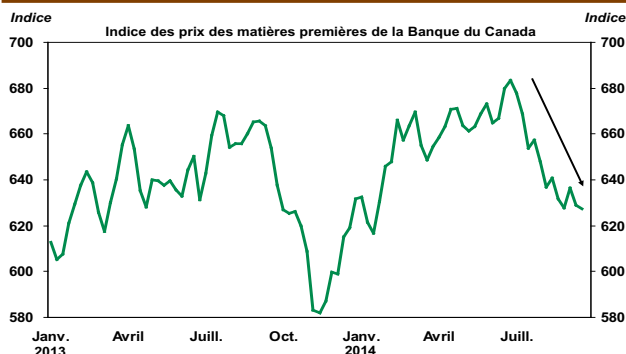
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – Si l'IPC* désaisonnalisé demeure aussi robuste, l'inflation pourrait dévier davantage de la cible



* Indice des prix à la consommation; ** Suppose un rythme désaisonnalisé d'inflation équivalent à la moyenne de janvier à août.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 17 – La baisse importante des prix des matières premières réduit les risques d'une envolée de l'inflation



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

- Au point de vue budgétaire, quelques provinces ont présenté des mises à jour trimestrielles récemment. L'Alberta s'est d'ailleurs démarquée, annonçant une cible bonifiée pour son surplus budgétaire de 2014-2015, passant de 1,1 G\$ à 1,4 G\$, notamment grâce à une prévision revue en hausse pour les revenus des ressources naturelles et ceux provenant de l'impôt des sociétés, mais il s'agit surtout de la réduction de 2,8 G\$ des besoins estimés de financement pour l'exercice financier en cours qui a été accueillie favorablement par les marchés
- La Colombie-Britannique a annoncé pour sa part des changements mineurs à ses prévisions d'endettement pour l'exercice financier en cours, mais le fait que tout semble demeurer au beau fixe a rassuré les investisseurs. Au Québec, le fait que la croissance des revenus ait excédé celle des dépenses en variation annuelle pour la période d'avril à juin apparaît comme un signe encourageant. Même s'il faudra patienter avant de connaître la portée des réformes visant à assainir les finances publiques, les marchés ne semblent pas trop préoccupés. L'écart des taux du Québec par rapport aux taux en Ontario demeure sensiblement plus mince qu'en début d'année (graphique 18). La remontée seulement modeste de l'écart apparaît d'autant plus surprenante que des signes d'embellie sont apparus en Ontario, particulièrement au sein du secteur manufacturier automobile. Les livraisons de pièces automobiles, dont l'industrie occupe une part importante de l'activité manufacturière en Ontario, s'affichent en hausse de 21,0 % en variation annuelle. Nous prévoyons que la croissance en Ontario rejoindra la moyenne canadienne en 2015 (graphique 19). En comparaison, nous prévoyons une croissance de seulement 1,9 % au Québec. D'un point de vue fondamental, les obligations québécoises nous semblent dispendieuses par rapport à celles de l'Ontario.
- Même si la volatilité s'est quelque peu accrue depuis le milieu de l'été, les écarts de taux des obligations des sociétés sont demeurés à de faibles niveaux. Au Canada, les émissions d'obligations corporatives avaient été particulièrement élevées en 2013 et les activités de financement des entreprises se sont modérées en 2014. Ceci d'autant plus que les entreprises restent très peu enclines à investir en biens de capital (graphique 20). Par ailleurs, plusieurs institutions financières se sont tournées du côté des États-Unis pour leurs besoins de financement, réduisant davantage l'offre. La demande, elle, demeure forte, et les sociétés ayant accédé aux marchés en ont profité pour émettre des titres très prisés de longue échéance. Considérant les conditions d'offre et de demande, de même que les liquidités dont disposent les entreprises, une accentuation très marquée des écarts de taux corporatifs apparaît peu probable à court terme.

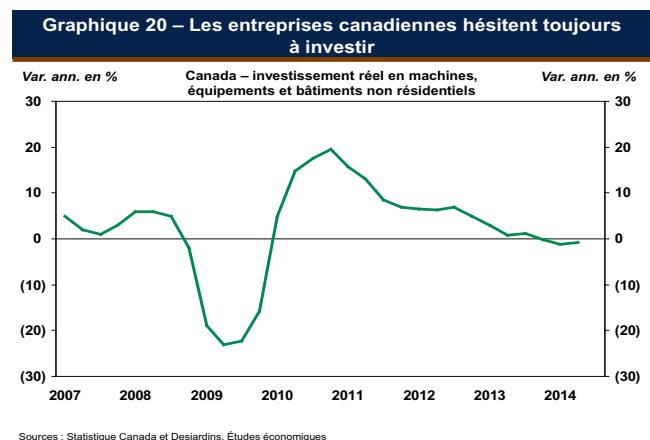
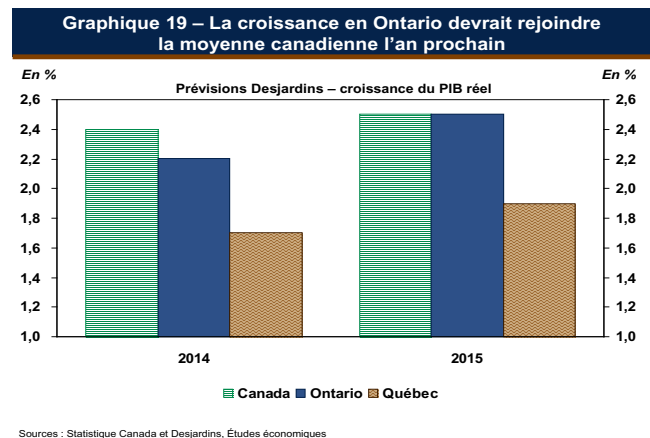
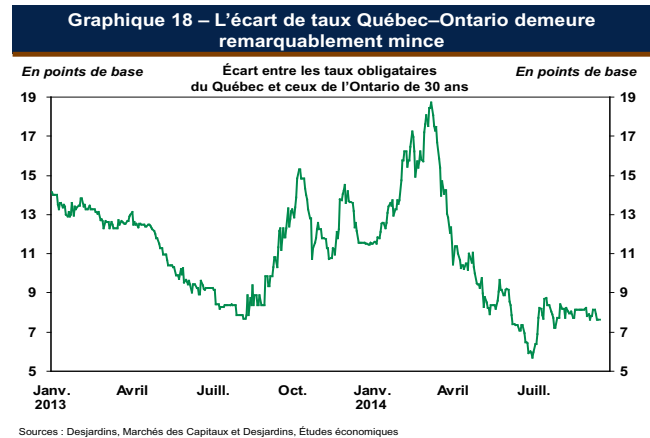


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

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	0,50	1,00	1,25
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
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	---	---
Septembre 2014			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
3	Banque du Brésil	s.q.	11,00
3	Banque du Canada	s.q.	1,00
3-4	Banque du Japon	---	---
4	Banque centrale européenne	-10 p.b.	0,05
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
4	Banque de Suède	s.q.	0,25
5	Banque du Mexique	s.q.	3,00
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	3,50
17	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
18	Banque de Norvège	s.q.	1,50
18	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
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
18-19	Banque du Japon
Décembre 2014	
1	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Brésil
3	Banque du Canada
4	Banque centrale européenne
4	Banque d'Angleterre
5	Banque du Mexique
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
11	Banque de Norvège
11	Banque nationale suisse
16	Banque de Suède
17	Réserve fédérale

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	0,50	1,00	1,25
Bons du Trésor												
3 mois	0,07	0,04	0,02	0,07	0,05	0,04	0,00	0,15	0,30	0,60	1,10	1,35
Obligations fédérales												
2 ans	0,25	0,34	0,32	0,36	0,39	0,42	0,60	1,00	1,40	1,80	2,00	2,25
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	2,55	2,95	3,25	3,45	3,55	3,65
30 ans	3,11	3,50	3,69	3,94	3,56	3,34	3,25	3,60	3,80	3,95	4,05	4,10
Pente												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,66	1,56	1,80	1,95	2,05	2,00	1,70	1,65
10 ans - 2 ans	1,60	2,14	2,30	2,65	2,34	2,09	1,95	1,95	1,85	1,65	1,55	1,40
30 ans - 3 mois	3,04	3,46	3,67	3,87	3,51	3,30	3,25	3,45	3,50	3,35	2,95	2,75

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	0,90	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	1,15	1,40	1,60	1,75	1,90	2,10
5 ans	1,30	1,80	1,86	1,96	1,71	1,53	1,65	1,95	2,20	2,45	2,65	2,80
10 ans	1,76	2,44	2,54	2,78	2,46	2,24	2,20	2,55	2,85	3,05	3,15	3,25
30 ans	2,51	2,90	3,07	3,24	2,96	2,78	2,70	3,00	3,25	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	1,15	1,25	1,30	1,25	1,15
30 ans - 3 mois	1,54	1,88	2,09	2,33	2,07	1,84	1,80	2,00	2,25	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	0,70	0,40	0,10	0,15
2 ans	0,75	0,88	0,87	0,78	0,68	0,68	0,55	0,40	0,20	(0,05)	(0,10)	(0,15)
5 ans	0,56	0,44	0,50	0,25	(0,00)	(0,07)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,20)
10 ans	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,23)	(0,27)	(0,28)	(0,35)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
30 ans	(0,60)	(0,60)	(0,62)	(0,70)	(0,60)	(0,56)	(0,55)	(0,60)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,55)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques