

Les prochains mois seront déterminants pour le marché obligataire

FAITS SAILLANTS

- Les taux obligataires ont remonté récemment. Ce mouvement semble refléter une baisse des risques de déflation dans plusieurs économies et l'émergence d'un malaise de la part de certains investisseurs face à la faiblesse extrême des taux obligataires.
- Au Canada, l'augmentation des taux obligataires a débuté à la mi-avril alors que la Banque du Canada (BdC) a surpris en adoptant un ton optimiste en présentant son *Rapport sur la politique monétaire*.
- La hausse récente des cours pétroliers reflète surtout la confirmation que les bas prix auront un impact important sur la production américaine de pétrole. La situation à l'extérieur des États-Unis évolue toutefois de façon moins favorable à une hausse des prix.
- La Réserve fédérale devrait amorcer le relèvement des taux directeurs en septembre 2015. Par la suite, le rythme des hausses de taux devrait être lent et parsemé de pauses.
- La présence de pressions haussières plus importantes sur l'inflation réduit la marge de manœuvre pour assouplir davantage la politique monétaire canadienne. Considérant les perspectives de croissance très faibles attendues pour les prochains mois, la BdC devra toutefois patienter jusqu'au printemps 2016 avant d'augmenter ses taux d'intérêt directeurs.

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 américain a été relativement calme dans les semaines qui ont suivi la rencontre du 18 mars de la Réserve fédérale (Fed). La publication de données économiques décevantes, en particulier le ralentissement marqué de la croissance de l'emploi américain, a confirmé qu'un relèvement des taux directeurs était peu probable avant septembre 2015, consolidant ainsi les gains du marché obligataire. Malgré d'autres données décevantes, dont une croissance encore plus faible que prévu du PIB au premier trimestre, les taux obligataires américains ont toutefois remonté dans les jours précédant la rencontre d'avril de la Fed. Ce mouvement semble refléter une baisse des risques de déflation dans plusieurs économies et l'émergence d'un malaise de la part de certains investisseurs face à la faiblesse extrême des taux obligataires, particulièrement en Europe.

Au Canada, la remontée des taux obligataires a débuté à la mi-avril alors que la Banque du Canada (BdC) a surpris en adoptant un ton relativement optimiste en présentant son *Rapport sur la politique monétaire*. Cela, combiné à la force de l'inflation de référence, a fait fortement diminuer les probabilités d'autres baisses des taux directeurs.

LE REBOND DES COURS PÉTROLIERS EST-IL SOUTENABLE?

Un développement défavorable pour le marché obligataire est la remontée d'environ 15 \$ US le baril du prix du pétrole *WTI (West Texas Intermediate)* depuis la mi-mars. Cela, combiné à la résilience des indices d'inflation de référence dans plusieurs économies, a entraîné une remontée des anticipations d'inflation sur les marchés (graphique 1 à la page 2).

La hausse récente des cours pétroliers reflète surtout la confirmation que les bas prix du pétrole et la baisse spectaculaire des activités de forage auront un impact important sur la production américaine de pétrole. Les données

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

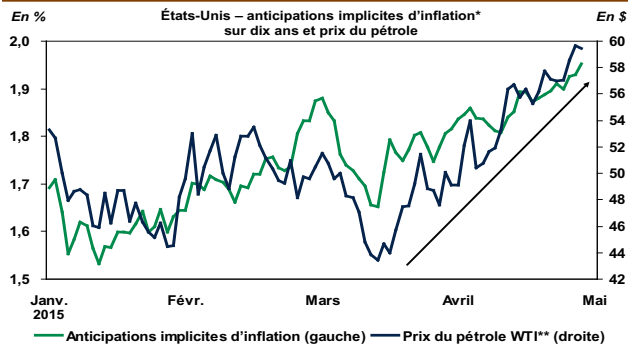
Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Hendrix Vachon
Économiste senior

Graphique 1 – La remontée des cours pétroliers exerce des pressions haussières sur les anticipations d'inflation



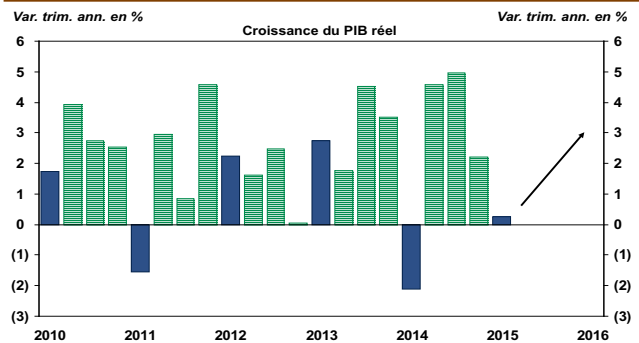
* Selon l'écart entre les taux des obligations nominales et ceux des obligations indexées à l'inflation; ** West Texas Intermediate. Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

hebdomadaires montrent ainsi que la poussée de la production américaine de pétrole a fait place à une stagnation depuis la mi-mars. La situation à l'extérieur des États-Unis évolue toutefois de façon moins favorable à une hausse des prix alors que les pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont fortement augmenté leur production au cours des derniers mois. Cela laisse entrevoir que le marché mondial du pétrole pourrait demeurer en situation de surplus, même si la production américaine stagne. Dans ce contexte, et alors que l'entente préliminaire du 2 avril entre l'Iran et les grandes puissances augmente les probabilités d'une poussée des exportations iraniennes de pétrole en seconde moitié de 2015, la remontée récente des cours pétroliers paraît trop rapide.

UN DEUXIÈME TRIMESTRE CRUCIAL EN AMÉRIQUE DU NORD

Comme prévu, la Fed n'a pas envoyé de signal clair lors de sa rencontre du mois d'avril. Le communiqué note bien le ralentissement récent de l'économie américaine et de la création d'emplois, mais la Fed continue de miser sur une croissance modérée de l'activité qui permettra au marché du travail et à l'inflation d'évoluer de façon conforme à ses objectifs. Elle semble ainsi toujours se diriger vers une remontée de ses taux directeurs. Étant donné le premier trimestre décevant, une hausse en juin ou en août semble très peu probable, mais le resserrement monétaire pourrait bien débuter en septembre prochain si le passage à vide hivernal de l'économie américaine fait rapidement place à un rebond, à l'image de ce qui a été observé l'an dernier (graphique 2). À notre avis, la bonne tenue de la confiance et du revenu des ménages rend très probable un tel scénario. Si les déceptions économiques devaient perdurer aux États-Unis, les possibilités d'une augmentation des taux directeurs en 2015 pourraient toutefois rapidement disparaître, ce qui favoriserait une nouvelle baisse significative des taux obligataires.

Graphique 2 – Comme en 2010, 2011 et 2014, l'économie américaine pourrait rebondir après un mauvais départ



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

L'économie canadienne est dans une situation semblable alors que tout indique que la croissance a été très faible au premier trimestre. Cela reflète en partie la faiblesse de la demande américaine, mais surtout les conséquences néfastes des faibles prix du pétrole, particulièrement sur les investissements des entreprises. Malgré cela, la BdC a récemment adopté un ton optimiste, jugeant que l'économie canadienne rebondira rapidement alors que les effets positifs liés à une demande américaine plus forte et à un dollar faible prendront le dessus sur les difficultés engendrées par les prix du brut. Dans l'ensemble, le scénario économique de la BdC ressemble au nôtre, il faut toutefois être conscient que plusieurs risques baissiers demeurent présents au Canada. En particulier, les effets négatifs liés au pétrole pourraient être plus durables que prévu, surtout si les prix recommencent à diminuer. Tout prolongement des difficultés aux États-Unis aurait aussi un impact direct sur la croissance canadienne. Comme aux États-Unis, la situation risque d'être beaucoup plus claire au Canada vers la fin de l'été.

NOS CIBLES DE FIN D'ANNÉE SONT MAINTENUES

Les derniers développements vont dans le sens de nos scénarios qui misent sur un resserrement monétaire débutant en septembre prochain aux États-Unis et au printemps 2016 au Canada. La présence de nombreux risques baissiers devrait cependant limiter la remontée des taux obligataires au cours des prochains mois et entraîner une volatilité élevée sur les marchés alors que les investisseurs réagiront fortement aux statistiques économiques. Une tendance plus claire à la hausse des taux obligataires pourrait s'amorcer vers la fin de l'été, alors que l'économie américaine devrait avoir retrouvé son air d'aller.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

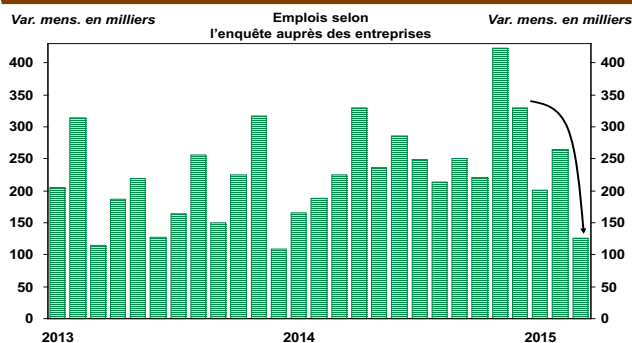
RÉSERVE FÉDÉRALE

Le contexte exige une certaine prudence

- L'automne dernier, tout semblait prometteur aux États-Unis : la croissance du PIB réel avait été forte au printemps et à l'été, la création d'emplois était très robuste, les indices ISM se situaient à des niveaux assez élevés pour suggérer une bonne progression de l'investissement et les prix de l'essence étaient en chute libre et gonflaient le revenu réel et la confiance des ménages. Dans cette conjoncture enviable, la Réserve fédérale (Fed) se permettait de mettre fin à son programme d'achat quantitatif et l'on parlait alors d'une première hausse de taux à la mi-2015.
- La situation a bien changé. Le contexte est maintenant plus morose. Pour le moment, la Fed demeure assez confiante. Elle a, en mars, écarté la mention de patience de son communiqué et, dorénavant, la politique monétaire dépend de la lecture que feront les membres de la Fed de la conjoncture présente et prévue. Toutefois, le constat qu'ont fait les dirigeants de la Fed dans le communiqué qui accompagnait leur réunion des 28 et 29 avril est plutôt sombre. On y mentionne que le rythme du marché du travail s'est modéré, que la croissance des dépenses des ménages a diminué et que l'investissement des entreprises s'est affaibli. Cela est conforme avec l'étonnante baisse des embauches en mars avec un gain de seulement 126 000 emplois par rapport à une moyenne de 281 000 au cours des six mois précédents (graphique 3). La faiblesse de la croissance annualisée du PIB réel au premier trimestre, à seulement 0,2 %, témoigne aussi du passage à vide actuel de l'économie américaine. La Fed fait toutefois mention que les problèmes sont sans doute temporaires. Effectivement, les conditions météorologiques se sont améliorées et le conflit de travail dans les ports de la côte Ouest est maintenant terminé. Toutefois, le billet vert demeure relativement fort, limitant à la fois l'apport économique du secteur extérieur et les pressions inflationnistes (graphique 4). De plus, il n'est pas certain que la baisse de l'investissement due au secteur pétrolier soit derrière nous (graphique 5).
- Dans ces circonstances, il serait étonnant de voir la Fed amorcer le relèvement de ses taux directeurs lors de la réunion de juin. Nous prévoyons que certains indicateurs montreront d'ici là de meilleurs résultats, mais nous n'aurons pas la vue d'ensemble avant la publication du PIB réel du deuxième trimestre à la fin de juillet. Avant d'entamer la normalisation des taux, on peut croire que la Fed voudra s'assurer que la croissance ait réellement rebondi et que l'emploi reprenne un rythme plus vigoureux.

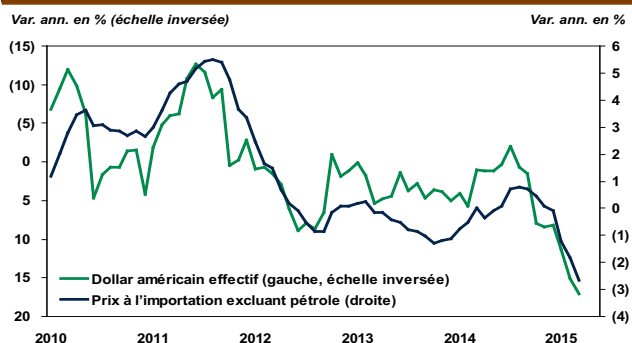
Prévisions : La Fed devrait amorcer le relèvement des taux directeurs en septembre 2015. Par la suite, le rythme des hausses de taux devrait être lent et parsemé de pauses. Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 0,75 % à la fin de l'année, puis à 1,50 % à la fin de 2016.

Graphique 3 – La création d'emplois a été très décevante en mars aux États-Unis



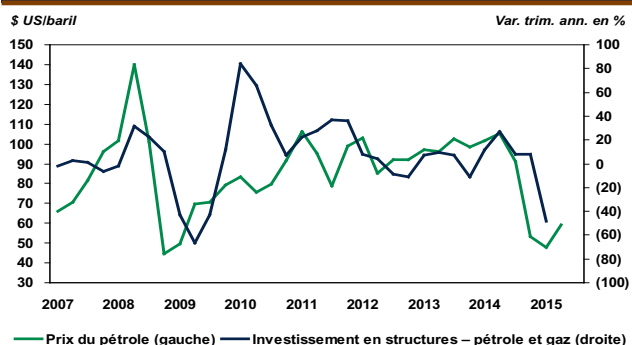
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – La force du dollar américain affaiblit les prix à l'importation



Sources : Datastream, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – Les investissements pétroliers chutent aux États-Unis



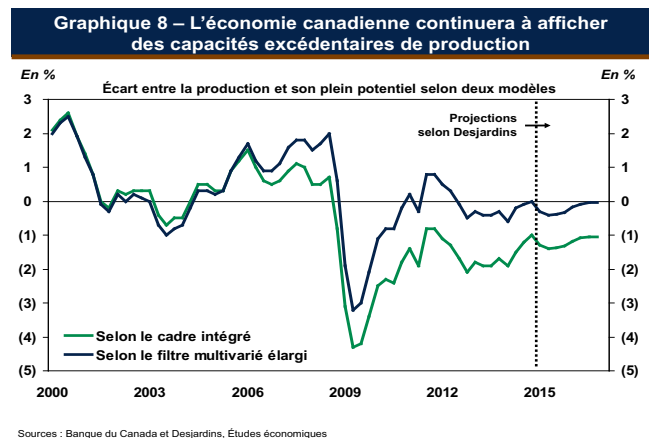
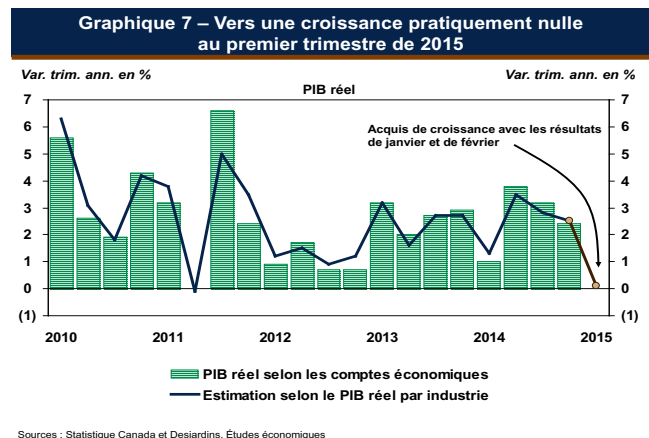
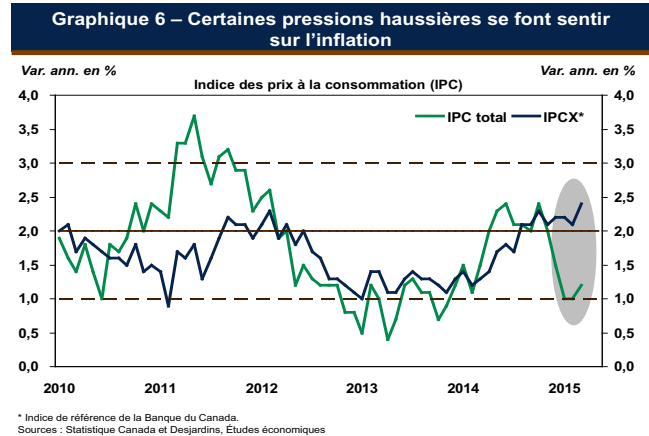
Sources : Datastream, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

L'inflation devient plus préoccupante

- L'inflation montre une certaine résilience au pays alors que la variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation (IPC) n'a pas diminué autant que prévu au cours des derniers mois. Ce phénomène est encore plus présent au sein de l'inflation de référence (IPCX). Par exemple, la variation mensuelle de la version désaisonnalisée de l'IPCX (qui donne une bonne indication de pressions inflationnistes tendancielles) a augmenté de 0,4 % en mars. Il s'agit d'une progression nettement plus rapide que la moyenne des six derniers mois (0,15 %). Ainsi, la variation annuelle de l'IPCX a atteint 2,4 % en mars, soit son niveau le plus élevé depuis décembre 2008 (graphique 6). Cela témoigne de pressions haussières un peu plus importantes au sein de l'inflation canadienne notamment en raison des effets de la dépréciation du dollar canadien sur les prix de certains biens et services importés.
- D'un autre côté, la croissance économique a fortement ralenti au Canada au cours des derniers mois. L'anémie du PIB réel américain au premier trimestre de 2015, combinée aux effets des conditions climatiques difficiles ainsi qu'à l'impact négatif de la baisse des prix du pétrole sur les investissements non résidentiels au Canada, a fortement affecté la croissance au pays.
- Ainsi, le PIB réel par industrie est demeuré inchangé en février, après une baisse de 0,2 % en janvier. Même si la progression du PIB réel par industrie pourrait revenir en territoire positif durant le mois de mars, tout porte à croire que la croissance pour l'ensemble du premier trimestre de 2015 se situera entre 0,0 % et 0,5 % (graphique 7). Reste maintenant à savoir si l'hypothèse d'une accélération de la croissance dans les mois à venir se concrétisera. Cela dépendra en grande partie du rebond anticipé de l'économie américaine et de l'amélioration graduelle du secteur de l'énergie.
- La Banque du Canada (BdC) a récemment révisé son estimation du potentiel de croissance de l'économie canadienne. Selon la BdC, l'excédent de production se situait entre 1,0 % et 0,0 % au quatrième trimestre de 2014. Compte tenu de la faible progression du PIB réel attendue au premier trimestre de 2015, les capacités excédentaires de production devraient s'accroître significativement durant la période. Cela retardera quelque peu le retour au plein potentiel (graphique 8).

Prévisions : La présence de pressions haussières plus importantes sur l'inflation réduit la marge de manœuvre pour assouplir davantage la politique monétaire canadienne. Considérant les perspectives de croissance très faibles attendues pour les prochains mois, la BdC devra toutefois patienter jusqu'au printemps 2016 avant d'augmenter ses taux d'intérêt directeurs.



BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

L'amélioration des données en Europe ne devrait pas remettre en question les interventions de la BCE

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Il n'aura fallu que quelques données économiques encourageantes pour susciter des doutes sur la capacité de la BCE à poursuivre son programme d'achat de titres jusqu'en septembre 2016 alors que l'inflation pourrait remonter plus vite que prévu. La BCE se réserve en effet la possibilité de revoir l'échéance de son programme si l'inflation revenait plus rapidement vers sa cible. Toutefois, il faudrait plusieurs bons trimestres de croissance économique pour véritablement changer la donne. Questionné sur cet enjeu, Mario Draghi a indiqué qu'il était très prématuré de spéculer sur la fin des achats de titres.
- Un autre élément pourrait tout de même mettre du sable dans l'engrenage. Il s'agit du fait que la BCE refuse d'acheter des titres avec un rendement inférieur au taux offert sur les dépôts à la banque centrale, c'est-à-dire -0,20 %. Pour l'instant, seules les obligations de court terme de quelques pays affichent un rendement inférieur au taux d'intérêt sur les dépôts (graphique 9), mais cela n'empêche pas que la situation pourrait se complexifier pour la BCE. Mario Draghi a indiqué que des mesures pourraient être prises le cas échéant, mais sans être précis. Il a au moins spécifié qu'une autre baisse du taux de dépôt était exclue.

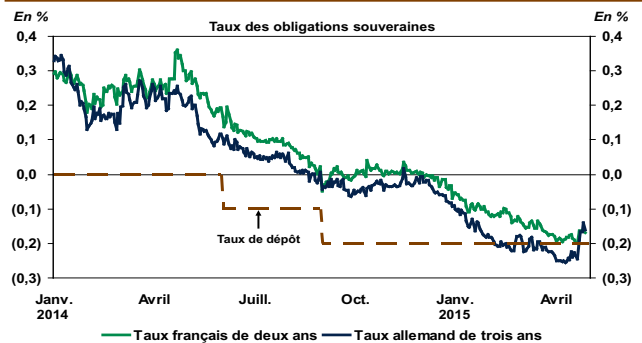
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Le compte rendu de la dernière rencontre de politique monétaire montre que les dirigeants de la BoE ne s'inquiètent pas trop de la récente diminution de l'inflation (graphique 10). Ils estiment que celle-ci devrait remonter à sa cible de 2 % à moyen terme. Tous les dirigeants continuent de croire en un relèvement des taux d'intérêt au cours des prochaines années, mais on ne peut plus être aussi certain sur le moment où ce mouvement s'amorcera. Les statistiques économiques plus mitigées et l'incertitude entourant l'issue des élections générales ne suggèrent toutefois pas un relèvement hâtif.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

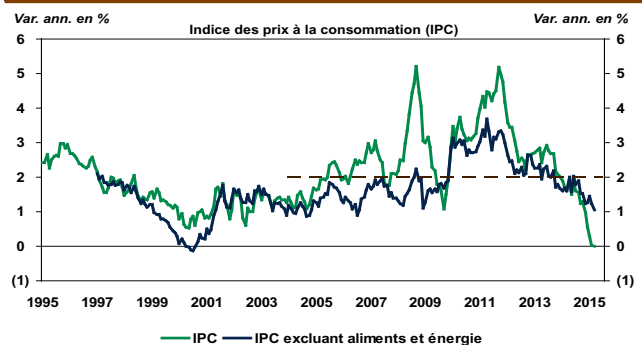
- La BoJ n'a pas annoncé d'autres mesures de soutien en avril malgré des révisions à la baisse de ses prévisions de croissance économique et d'inflation. En conférence de presse, le gouverneur Haruhiko Kuroda a admis que l'échéancier initial de deux ans pour atteindre la cible d'inflation ne sera pas respecté, mais a ajouté que la tendance des prix s'améliore durablement et que cela devrait se poursuivre. La BoJ opte ainsi pour la patience alors que les mesures de soutien se situent déjà à un niveau très élevé. La pression sur la BoJ pourrait tout de même bientôt s'accroître, car l'inflation retombera à près de 0 % lorsqu'elle ne sera plus gonflée artificiellement par l'effet de la hausse de la taxe de vente d'avril 2014 (graphique 11).

Graphique 9 – Certains taux obligataires sont descendues sous le taux de dépôt de la Banque centrale européenne



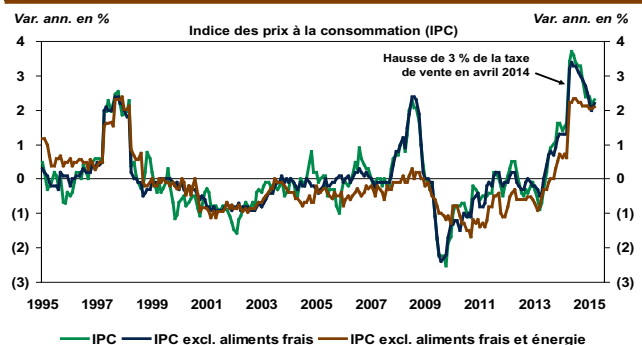
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – L'inflation a atteint 0 % en mars au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – L'inflation japonaise est encore artificiellement gonflée par la hausse de la taxe de vente d'avril 2014



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

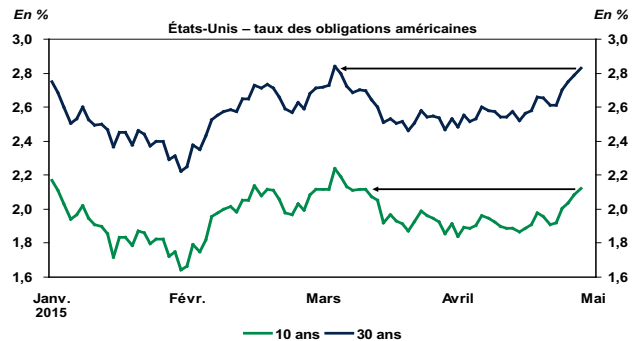
Stephen Poloz étouffe les anticipations de baisses de taux... pour combien de temps?

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Les données économiques ont continué de décevoir les attentes en avril. En outre, il n'y a presque pas eu de croissance au premier trimestre, tandis que la création d'emplois a affiché un important recul. Les taux étaient demeurés assez stables jusqu'à la dernière semaine du mois et le taux de 10 ans ne s'était que rarement aventuré hors de la fourchette de 1,85 % à 1,95 %. Néanmoins, à partir du 27 avril, un impressionnant mouvement de pentification a gagné les marchés obligataires mondiaux, propulsant le taux américain de 10 ans à près de 2,20 %, soit à peine 5 points sous le sommet de l'année (graphique 12). Le taux de 30 ans a pour sa part dépassé son sommet du 6 mars dernier, s'établissant aux alentours de 2,90 % au début de mai.
- On peut difficilement affirmer que le contexte macroéconomique a été de quoi se réjouir aux États-Unis. Certes, la Fed s'est montrée prudemment optimiste dans son communiqué du 29 avril, en mettant l'accent sur les facteurs temporaires ayant restreint la croissance en début d'année. Les statistiques à venir devront toutefois renforcer les convictions quant à un rebond rapide. En parallèle, le prix du pétrole, qui se maintenait sagement dans une fourchette de 45 \$ US à 55 \$ US jusqu'à la mi-avril, a bondi pour toucher 60 \$ US (graphique 13), tandis que l'épopée du dollar américain semble avoir pris fin, son indice pondéré ayant reculé au niveau du début de mars.
- Ces deux facteurs se sont jumelés à un indice des prix à la consommation de base, s'approchant à seulement 0,2 % de la cible de la Fed, pour relancer les anticipations d'inflation vers le haut. Consolidant la tendance, des signes de reprise de l'inflation ont été observés dans un certain nombre de pays développés. On peut toutefois se questionner quant à la durabilité de certaines dynamiques. En outre, la remontée du pétrole semble être surtout guidée par des facteurs géopolitiques, et pas tout à fait encore par une réduction de l'offre (graphique 14). Les anticipations d'inflation pourraient donc encore s'essouffler.

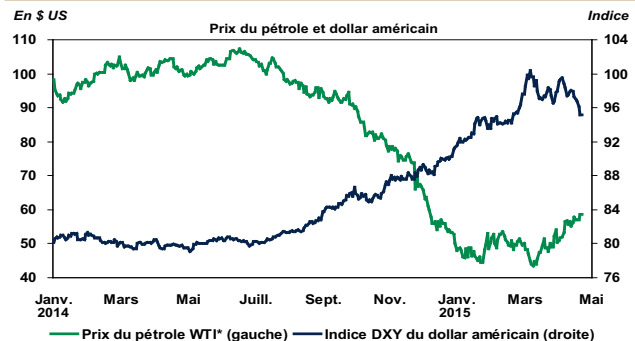
Prévisions : L'évolution conjoncturelle ne s'est pas fondamentalement écartée de nos anticipations, et nos hypothèses centrales demeurent inchangées. Ainsi, nous prévoyons un début de resserrement monétaire en septembre prochain, ce qui devrait entraîner le taux de dix ans à 2,45 % en fin d'année. Cela suppose de brèves nouvelles périodes de faiblesse des taux, d'autant plus que le rejaillissement des prix du pétrole dans un marché encore marqué par la surabondance risque de ne pas faire long feu, ce qui pourrait freiner la remontée des anticipations d'inflation.

Graphique 12 – Les taux s'approchent des hauts niveaux du début de mars



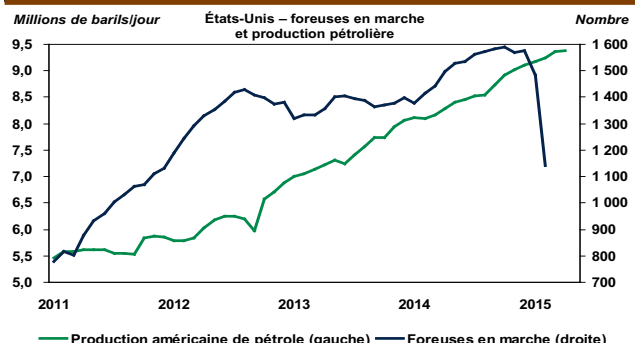
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – La remontée des prix du pétrole et la baisse du dollar représentent des facteurs positifs pour l'inflation américaine



* West Texas Intermediate.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – Le forage a chuté fortement, mais l'ajustement de la production pétrolière s'effectue lentement



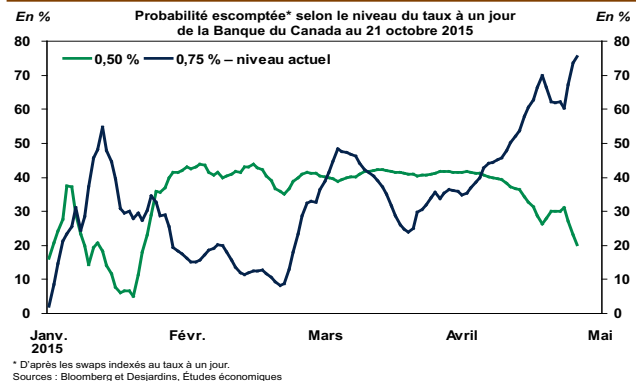
Sources : Baker Hughes, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

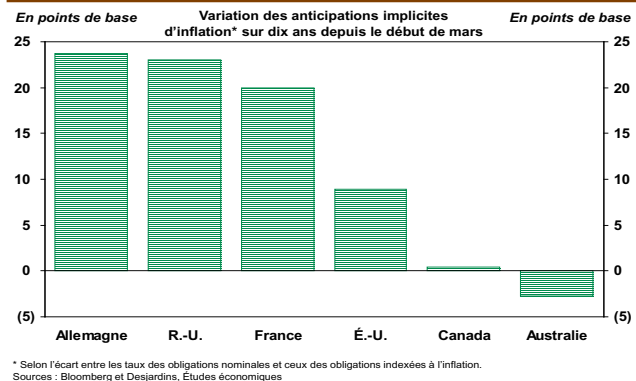
- Échaudé par la baisse des taux imprévue de janvier, le marché obligataire canadien a longtemps fonctionné sur l'hypothèse d'un nouveau geste de réduction des taux directeurs au courant de l'année. Toutefois, à force d'exprimer sa satisfaction quant au degré actuel de détente monétaire, le gouverneur Stephen Poloz est parvenu à presque complètement éradiquer les anticipations d'une nouvelle baisse de taux (graphique 15). Dans son rapport sur la politique monétaire de la mi-avril, la BdC a argumenté que l'économie canadienne était passée au travers de l'œil du cyclone en ce qui concerne le choc pétrolier, ce qui laisserait place à une croissance sensiblement plus dynamique à compter de l'été.
- C'est ainsi que le mouvement haussier des taux, observé dans les pays développés en avril, a été quelque peu plus marqué à l'échelle canadienne. En outre, les écarts par rapport au niveau des taux américains se sont élargis à presque toutes les échéances. Témoignant du rajustement des anticipations de politique monétaire, l'écart à l'échéance de deux ans est retourné en zone positive pour la première fois depuis le 21 janvier.
- Fait surprenant, les anticipations d'inflation ont peu remonté au Canada, par rapport à d'autres pays développés depuis le début de mars (graphique 16). La transmission des prix à l'importation plus élevés découlant de la dépréciation du huard a pourtant contribué à entraîner l'inflation de référence à un sommet datant de 2008. Les marchés semblent donc s'attendre à une certaine vigilance de la BdC face aux pressions inflationnistes. Or, la BdC persiste plutôt à discriminer l'inflation causée par des facteurs temporaires de celle issue de pressions sur la capacité excédentaire. Elle justifie de cette façon sa tolérance face à l'escalade de l'inflation sous-jacente, et dans l'état des choses, l'adoption d'un discours plus ferme ne semble pas être pour bientôt.
- Il faut dire que la BdC a des attentes plus élevées concernant la performance de l'économie canadienne à partir de maintenant. En outre, selon ses prévisions, l'année 2015 devrait être l'une des meilleures enregistrées au cours des 15 dernières années en matière d'exportations nettes (graphique 17). On peut croire que si certaines des hypothèses relativement optimistes du scénario ne se matérialisaient pas, la BdC désirerait avoir la flexibilité nécessaire pour possiblement considérer une nouvelle détente monétaire, sans provoquer autant de remous qu'en janvier.

Prévisions : Nous avons rehaussé nos cibles de taux à court terme pour tenir compte d'ajustements légèrement plus importants qu'attendu de la courbe canadienne face au *statu quo* réaffirmé de la BdC. Notre hypothèse de base demeure celle d'un maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels pour environ un an. Pour les marchés, l'heure n'est toutefois pas à la complaisance. Même si elle se déclare satisfaite du niveau des taux directeurs actuellement, les risques demeurent importants. Ce sera ultimement l'évolution d'une multitude de variables (pétrole, inflation, demande intérieure, exportations) qui dictera la posture de la BdC dans les prochains mois.

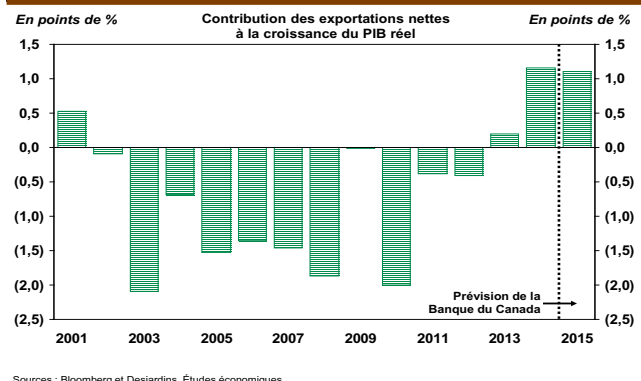
Graphique 15 – Stephen Poloz a convaincu les marchés que les taux sont à 0,75 % pour y rester



Graphique 16 – Les anticipations d'inflation sont demeurées stables au Canada



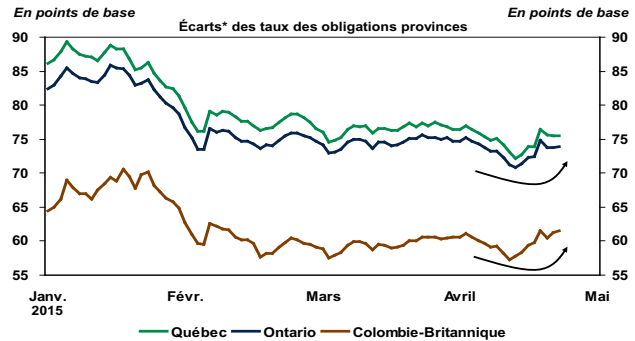
Graphique 17 – La Banque du Canada anticipe une autre année de contribution exceptionnelle des exportations nettes



OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

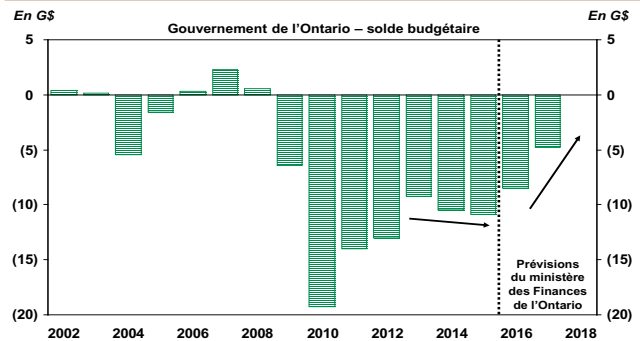
- Les écarts des taux obligataires des provinces par rapport aux taux fédéraux ont continué de se comprimer au début d'avril, mais sont retournés à leurs niveaux de la fin mars durant la seconde moitié de mois (graphique 18). Le point d'inflexion se situe au 15 avril, date de la dernière décision de la BdC. Une sous-performance des obligations provinciales en contexte de remontée des taux souverains n'est pas un phénomène rare et étant donné les niveaux très faibles qu'avaient atteints les coûts d'emprunt des provinces, un nouvel élargissement était envisageable.
- D'un point de vue fondamental, la saison budgétaire tire maintenant à sa fin, alors que l'Ontario, le Manitoba, Terre-Neuve et la Nouvelle-Écosse ont déposé leurs budgets en avril. Le Manitoba et Terre-Neuve ont, entre autres, repoussé leurs cibles d'atteinte de l'équilibre budgétaire. Terre-Neuve, dont les revenus sont lourdement touchés par la baisse des prix du pétrole, n'envisage pas de retourner à l'équilibre avant 2020. Le cas du Manitoba est plus surprenant alors que l'équilibre est désormais prévu pour l'exercice financier 2018-2019, un report de deux ans. Ainsi, au lieu de diminuer rapidement, les emprunts du Manitoba demeureront plutôt assez stables à court terme, tandis que Terre-Neuve se voit dans l'obligation de réactiver ses emprunts. En revanche, les ventes d'actifs permettront en principe à l'Ontario d'émettre un peu moins ces prochaines années. Des doutes persistent néanmoins quant à sa capacité d'éliminer un déficit de 8,5 G\$ en l'espace de seulement deux ans (graphique 19), surtout avec une démographie en croissance qui maintiendra la pression sur les postes de dépenses essentiels comme la santé et l'éducation. Au final, il reste que même si les investisseurs peuvent s'attendre à une offre obligataire généreuse des provinces, la recherche soutenue de rendement devrait empêcher un élargissement trop prononcé des écarts des taux.
- Voyant les taux de certaines obligations souveraines entrer en territoire négatif, et dans un contexte de recherche accrue de rendement, les sociétés ont largement répondu à l'appel jusqu'à présent cette année. Mondialement, les émissions au cours des quatre premiers mois de 2015 ont été supérieures de 55 % au montant émis au cours de la même période en 2014. Les entreprises ont été particulièrement actives sur les marchés de dettes européens, profitant de coûts d'emprunt extrêmement alléchants. Néanmoins, plus récemment, l'intérêt des investisseurs a diminué et les taux des obligations corporatives ont commencé à remonter.
- Témoignant de la satiété des investisseurs, une enquête récente de Bank of America Merrill Lynch auprès de gestionnaires de fonds a révélé que plus de 80 % d'entre eux estimaient le marché des obligations corporatives comme étant surévalué. Il faut dire qu'il y a quelques années maintenant que les gestionnaires de portefeuilles obligataires surpondèrent systématiquement cette classe d'actifs, phénomène qui n'échappe pas au Canada (graphique 20). Par surcroît, avec la corrélation étroite qui existe entre les indices boursiers et les indices obligataires corporatifs, certains signes de bulle sur les marchés des actions en Asie et en Europe n'ont pas de quoi rassurer. Une correction boursière représente donc un risque à garder à l'œil pour cette classe d'actifs.

Graphique 18 – La compression des écarts de taux des provinces a été très brève en avril



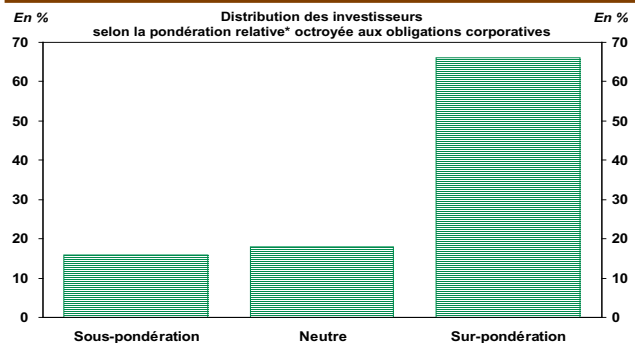
* Taux des obligations de dix ans par rapport au taux de l'obligation fédérale correspondante.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 19 – Équilibrer le budget en deux ans sera un défi de taille, surtout à la lumière des performances des dernières années



Sources : Ministère des Finances de l'Ontario et Desjardins, Études économiques

Graphique 20 – Les investisseurs canadiens affectionnent également les obligations corporatives



* Par rapport à l'indice de référence.
Sources : Desjardins, Marchés des capitaux (enquête auprès des investisseurs institutionnels) et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2014				2015				2016			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50
Canada												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
Zone euro												
Taux de refinancement	0,25	0,15	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Royaume-Uni												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Mars 2015			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,25
4	Banque du Brésil	+50 p.b.	12,75
4	Banque du Canada	s.q.	0,75
5	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
11	Banque de Corée	-25 p.b.	1,75
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	3,50
16-17	Banque du Japon	---	---
18	Banque de Suède	-15 p.b.	-0,25
18	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
19	Banque de Norvège	s.q.	1,25
19	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
26	Banque du Mexique	s.q.	3,00
Avril 2015			
7	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,25
7-8	Banque du Japon	---	---
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
9	Banque de Corée	s.q.	1,75
15	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
15	Banque du Canada	s.q.	0,75
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	3,50
29	Banque de Suède	s.q.	-0,25
29	Banque du Brésil	+50 p.b.	13,25
29	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
30	Banque du Japon	---	---
30	Banque du Mexique	s.q.	3,00
Mai 2015			
5	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	2,00

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

Date	Banque centrale
Mai 2015	
7	Banque de Norvège
11	Banque d'Angleterre
15	Banque de Corée
21-22	Banque du Japon
27	Banque du Canada
Juin 2015	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Banque centrale européenne
3	Banque du Brésil
4	Banque d'Angleterre
4	Banque du Mexique
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
11	Banque de Corée
17	Réserve fédérale
18	Banque de Norvège
18	Banque nationale suisse
18-19	Banque du Japon
Juillet 2015	
2	Banque de Suède
7	Banque de réserve d'Australie
9	Banque d'Angleterre
9	Banque de Corée
14-15	Banque du Japon
15	Banque du Canada
16	Banque centrale européenne
22	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
23	Banque du Mexique
29	Banque du Brésil
29	Réserve fédérale

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2014				2015				2016			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50
Bons du Trésor												
3 mois	0,05	0,04	0,02	0,04	0,03	0,10	0,50	0,65	0,70	1,00	1,20	1,50
Obligations fédérales												
2 ans	0,39	0,42	0,56	0,63	0,54	0,70	1,00	1,20	1,30	1,55	1,70	1,80
5 ans	1,71	1,60	1,77	1,64	1,37	1,60	1,75	1,90	2,00	2,15	2,30	2,40
10 ans	2,73	2,52	2,51	2,17	1,93	2,10	2,30	2,45	2,50	2,65	2,80	3,00
30 ans	3,56	3,34	3,21	2,75	2,54	2,70	2,85	2,95	3,00	3,10	3,20	3,35
Pente												
5 ans - 3 mois	1,66	1,56	1,75	1,60	1,34	1,50	1,25	1,25	1,30	1,15	1,10	0,90
10 ans - 2 ans	2,34	2,09	1,95	1,54	1,39	1,40	1,30	1,25	1,20	1,10	1,10	1,20
30 ans - 3 mois	3,51	3,30	3,19	2,71	2,51	2,60	2,35	2,30	2,30	2,10	2,00	1,85

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2014				2015				2016			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
Bons du Trésor												
3 mois	0,89	0,94	0,92	0,92	0,56	0,65	0,65	0,65	0,70	1,00	1,10	1,40
Obligations fédérales												
2 ans	1,07	1,10	1,12	1,01	0,50	0,70	0,85	0,95	1,05	1,30	1,45	1,55
5 ans	1,71	1,53	1,63	1,34	0,76	1,10	1,20	1,35	1,50	1,70	1,80	1,90
10 ans	2,46	2,24	2,15	1,79	1,36	1,65	1,75	1,85	1,95	2,20	2,30	2,40
30 ans	2,96	2,78	2,67	2,34	1,98	2,15	2,30	2,40	2,45	2,60	2,65	2,80
Pente												
5 ans - 3 mois	0,82	0,59	0,71	0,42	0,20	0,45	0,55	0,70	0,80	0,70	0,70	0,50
10 ans - 2 ans	1,39	1,14	1,03	0,78	0,86	0,95	0,90	0,90	0,90	0,90	0,85	0,85
30 ans - 3 mois	2,07	1,84	1,75	1,42	1,42	1,50	1,65	1,75	1,75	1,60	1,55	1,40
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,84	0,90	0,90	0,88	0,53	0,55	0,15	0,00	0,00	0,00	(0,10)	(0,10)
2 ans	0,68	0,68	0,56	0,38	(0,04)	0,00	(0,15)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	(0,25)
5 ans	(0,00)	(0,07)	(0,14)	(0,30)	(0,61)	(0,50)	(0,55)	(0,55)	(0,50)	(0,45)	(0,50)	(0,50)
10 ans	(0,27)	(0,28)	(0,36)	(0,38)	(0,57)	(0,45)	(0,55)	(0,60)	(0,55)	(0,45)	(0,50)	(0,60)
30 ans	(0,60)	(0,56)	(0,54)	(0,41)	(0,56)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,50)	(0,55)	(0,55)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques