

## Vers des hausses de taux graduelles aux États-Unis

### FAITS SAILLANTS

- Les statistiques économiques américaines sont devenues nettement plus encourageantes au cours des dernières semaines. Les données sur l'immobilier et l'emploi restent bonnes alors que les ventes d'autos et les ventes au détail ont bondi en mai.
- 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. 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.
- L'amorce bientôt d'un resserrement monétaire aux États-Unis a de quoi préoccuper les investisseurs obligataires. À notre avis, le risque d'une hausse importante des taux obligataires de long terme est cependant assez faible.
- La première moitié de 2015 a été encore plus difficile qu'escompté au Canada. Nous prévoyons maintenant que la Banque du Canada gardera ses taux directeurs inchangés jusqu'en décembre 2016. Elle pourrait même encore une fois causer une surprise en abaissant ses taux directeurs lors de sa rencontre de juillet.

### 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

Au début mai, nous notions que le deuxième trimestre serait déterminant pour le marché obligataire en Amérique du Nord. Un rebond de l'économie américaine confirmerait que les difficultés du début de 2015 ne représentaient qu'un passage à vide temporaire et ouvrirait la porte à une hausse des taux directeurs. À l'inverse, d'autres données décevantes indiqueraient des problèmes plus sérieux aux États-Unis qui pourraient faire chuter les taux obligataires à de nouveaux creux.

Les statistiques publiées en mai ne permettaient pas de tirer une conclusion claire sur la santé de l'économie américaine. Les données sur le marché de l'habitation étaient encourageantes, mais la consommation des ménages demeurait très décevante et le secteur industriel continuait d'être freiné par les difficultés de l'industrie pétrolière. La deuxième estimation des comptes nationaux à la fin du mois de mai, qui faisait état d'un recul de 0,7 % à rythme annualisé de l'économie américaine au premier trimestre, a aussi contribué à tracer un portrait décevant de la situation.

Les statistiques économiques sont toutefois devenues nettement plus encourageantes au cours des dernières semaines. La création de 280 000 emplois en mai, jumelée à une légère accélération des salaires, a confirmé que le marché du travail américain demeurait vigoureux. Alors que les données sur l'immobilier restent bonnes, les ventes d'autos et les ventes au détail ont bondi en mai. Cela pourrait indiquer que les ménages commencent enfin à dépenser les sommes économisées à la suite de la chute des prix de l'essence. Même si certaines difficultés régionales et sectorielles demeurent, l'économie américaine devrait ainsi croître d'au moins 3 % à partir du deuxième trimestre.

### LA RÉSERVE FÉDÉRALE GARDE LA PORTE OUVERTE POUR SEPTEMBRE

Le communiqué émis par la Réserve fédérale (Fed) le 17 juin indique qu'elle a aussi été rassurée par les dernières statistiques américaines. Il souligne, entre autres, la remontée de

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

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

**Benoît P. Durocher**  
Économiste principal

**Francis Généreux**  
Économiste principal

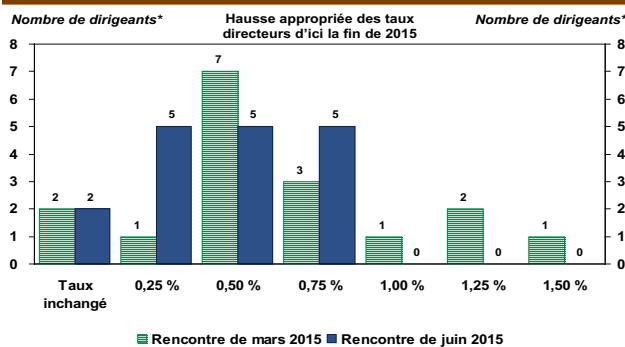
**Jimmy Jean**  
Économiste principal

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

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

la création d'emplois et les signes d'amélioration du secteur de l'habitation. Dans ce contexte, 15 des 17 dirigeants de la Fed prévoient qu'il sera approprié de remonter les taux directeurs avant la fin de 2015. Le nombre de dirigeants prévoyant une, deux ou trois hausses est toutefois maintenant égal alors qu'en mars, une grande majorité prévoyait que deux hausses ou plus seraient nécessaires (graphique 1). Cette incertitude sur le nombre approprié de hausses est normale dans un contexte où la Fed insiste sur le fait que ses décisions dépendront des statistiques publiées au cours des prochains mois.

**Graphique 1 – La plupart des dirigeants de la Réserve fédérale prévoient une hausse de 0,25 % à 0,75 % des taux directeurs en 2015**



\* Le nombre total de dirigeants à la Réserve fédérale ayant fourni des prévisions est de 17.  
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Si, comme nous le pensons, l'économie américaine affiche de bons résultats cet été, c'est l'évolution des pressions inflationnistes qui pourrait déterminer le moment exact où la Fed amorcera son resserrement monétaire. Après avoir chuté de façon importante, l'inflation totale américaine est revenue à zéro en mai et tout indique qu'elle remontera fortement vers la fin de l'année lorsque les effets de la baisse des prix de l'essence se dissiperont. La faiblesse du déflateur de base des dépenses de consommation est cependant plus préoccupante pour les dirigeants de la Fed qui désirent observer une remontée de cette statistique avant de relever les taux directeurs. Certains signes d'accélération des salaires laissent toutefois entrevoir que les craintes d'une inflation durablement trop faible pourraient se dissiper d'ici quelques mois.

Dans ce contexte, nous prévoyons toujours que la Fed amorcera son resserrement monétaire en septembre prochain. Comme l'a souligné à plusieurs reprises Janet Yellen, il ne faut cependant pas s'attendre à une remontée continue des taux directeurs par la suite, mais plutôt à une hausse très graduelle des taux. Après une seconde hausse de 0,25 % en octobre, nous prévoyons ainsi que la Fed prendra une pause de plusieurs mois et qu'elle augmentera ses taux directeurs de seulement 0,75 % par année en 2016 et en 2017. Une telle

remontée devrait aider à contenir les pressions haussières sur le dollar américain.

### LES TAUX DE LONG TERME DEVRAIENT SURTOUT CONSOLIDER LEURS HAUSSES DES DERNIERS MOIS

L'amorce bientôt d'un resserrement monétaire aux États-Unis a de quoi préoccuper les investisseurs obligataires. À notre avis, le risque d'une hausse importante des taux obligataires de long terme est cependant assez faible pour plusieurs raisons. En premier lieu, les taux ont déjà remonté significativement au cours des derniers mois alors que, par exemple, le taux américain de dix ans est passé d'environ 1,65 % à la fin du mois de janvier à plus de 2,40 % récemment. Deuxièmement, le resserrement monétaire sera très graduel aux États-Unis et très peu de hausses de taux sont à prévoir dans les autres économies avancées. Les obligations américaines demeureront ainsi très attrayantes pour les investisseurs, ce qui devrait fortement limiter l'augmentation des rendements. Troisièmement, les marchés semblent de plus en plus préparés à une remontée graduelle des taux directeurs américains. Finalement, le risque d'une véritable poussée inflationniste, qui entraînerait une flambée des taux obligataires, paraît faible et il diminuera encore davantage lorsque la Fed amorcera son recensement monétaire. Même si le taux obligataire américain de dix ans risque de temporairement s'approcher de 2,75 %, voire de 3,00 %, au cours des prochains mois, notre cible pour la fin de 2015 est ainsi de seulement 2,50 %.

### LA SITUATION DEMEURE PLUS INQUIÉTANTE AU CANADA

Si les données ont récemment été plus encourageantes aux États-Unis, la situation est différente au Canada. La première moitié de 2015 a été encore plus difficile qu'escompté, ce qui retardera le retour de l'économie à son plein potentiel. Nous prévoyons maintenant que la Banque du Canada gardera ses taux directeurs inchangés jusqu'en décembre 2016. Elle pourrait même encore une fois causer une surprise en abaissant ses taux directeurs lors de sa rencontre de juillet.

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou, CFA**

Économiste principal

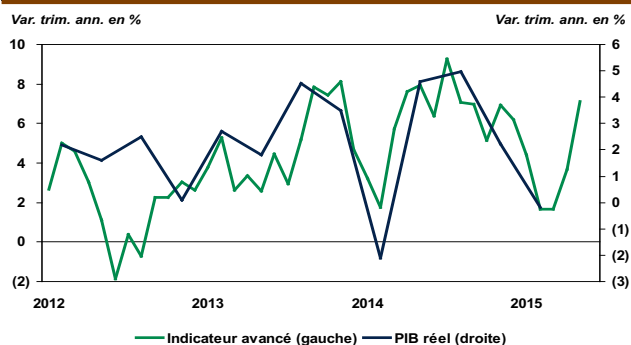
# RÉSERVE FÉDÉRALE

## Les hausses de taux approchent

- Après l'inquiétude générée par la faiblesse de l'économie américaine en début d'année, les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ont fait un meilleur constat de la conjoncture lors de la réunion des 16 et 17 juin du comité de politique monétaire. Il est vrai que plusieurs indicateurs économiques se sont redressés au cours du printemps. Après la baisse de 0,2 % du PIB réel au premier trimestre selon la troisième estimation des comptes nationaux (révisée de -0,7 %), on peut maintenant s'attendre à ce que la croissance s'accélère au deuxième trimestre. C'est aussi ce que montre l'indicateur avancé du Conference Board (graphique 2). Parmi les sources de croissance, on devrait retrouver le secteur extérieur, l'investissement résidentiel et la consommation.
- L'ampleur du rebond est toutefois encore incertaine. La confiance demeure plus faible qu'en tout début d'année et les effets négatifs de la chute de l'investissement dans le secteur pétrolier et de la force du dollar américain devraient continuer à nuire à l'économie. C'est dans ces circonstances que Janet Yellen a indiqué en conférence de presse que la Fed attendait des preuves décisives que la croissance puisse connaître un meilleur rythme avant de procéder à des hausses de taux directeurs. On peut traduire ce souhait de la Fed par une bonne croissance du PIB réel au deuxième trimestre, de fortes progressions de plusieurs indicateurs au cours de l'été et un rythme soutenu d'embauches. Ce n'est qu'avec ces conditions réunies que la Fed pourrait envisager d'augmenter ses taux, ce qui écarte probablement la réunion de la fin juillet. Il faudra aussi que la Fed soit convaincue que l'inflation remontera éventuellement. Pour le moment, les signes sont mixtes. L'inflation de base telle que calculée par le déflateur de dépenses de consommation excluant les aliments et l'énergie reste particulièrement faible (graphique 3).
- Même si les taux directeurs commencent leur ascension à partir de septembre, la hausse sera sans doute très graduelle. La Fed veut éviter que les anticipations d'un redressement rapide de la politique monétaire affectent abruptement les marchés obligataire et hypothécaire. Janet Yellen a d'ailleurs réitéré que les taux directeurs devront demeurer longtemps sous leur niveau normal de long terme. Ainsi, il ne faut pas s'attendre à une augmentation méthodique comme on a pu l'observer lors du dernier cycle de resserrement de la politique monétaire entre 2004 et 2006 (graphique 4).

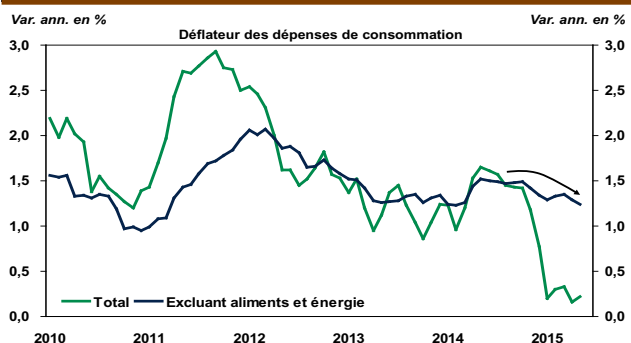
**Prévisions :** La Fed devrait amorcer le relèvement des taux directeurs en septembre 2015. Par la suite, le rythme des hausses de taux devrait être lent et parsemé de pauses. Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 0,75 % à la fin de l'année, puis à 1,50 % à la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

**Graphique 2 – L'indicateur avancé suggère une accélération de la croissance du PIB réel américain**



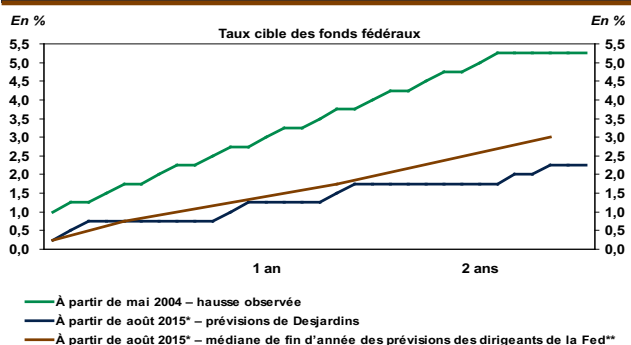
Sources : Conference Board, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 3 – Le déflateur de base des dépenses de consommation demeure faible aux États-Unis**



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – La hausse des taux directeurs américains sera plus graduelle que dans les années 2000**



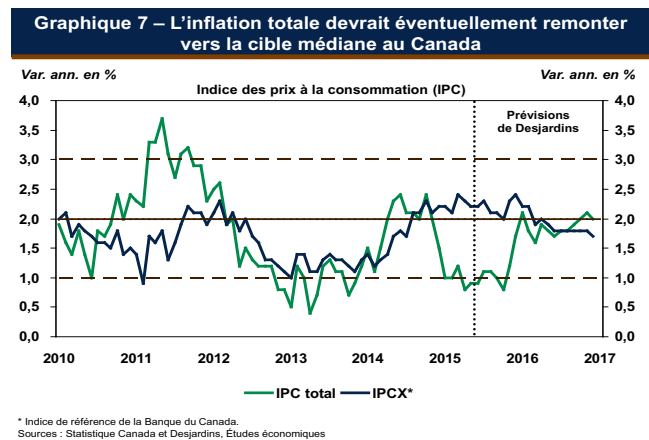
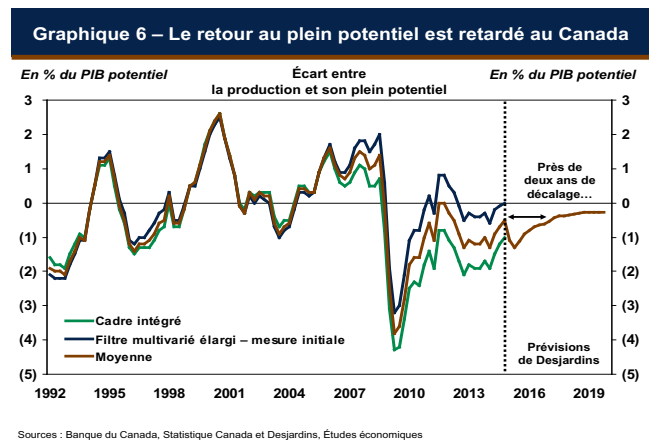
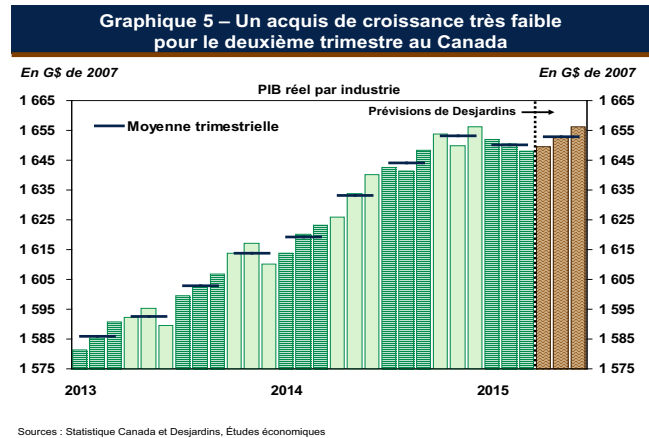
\* Haut de la fourchette cible; \*\* Réserve fédérale.  
 Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

# BANQUE DU CANADA

## Les hausses de taux sont quelque peu retardées

- Les plus récents résultats économiques sont assez décevants au Canada. Le PIB réel a diminué de 0,6 % (à rythme trimestriel annualisé) au premier trimestre de 2015 et la hausse du PIB réel attendue au deuxième trimestre sera vraisemblablement assez limitée. Non seulement l'acquis de croissance est faible en raison de la baisse du PIB réel par industrie dans les premiers mois de 2015 (graphique 5), mais plusieurs indicateurs ont éprouvé des difficultés en avril, dont les ventes des manufacturiers et des détaillants. Ainsi, il sera difficile d'avoir une croissance économique qui dépassera la barre du 1 % au deuxième trimestre.
- Il s'agit d'un pronostic nettement plus faible que les dernières projections de la Banque du Canada (BdC), qui tablaient sur une variation nulle du PIB réel au premier trimestre et sur un gain de 1,8 % au deuxième trimestre. Il faut donc s'attendre à ce que les autorités monétaires révisent à la baisse leurs prévisions lors du prochain *Rapport sur la politique monétaire*, le 15 juillet.
- Les résultats économiques décevants de la première moitié de 2015 se répercuteront sur les capacités excédentaires de production pour l'ensemble de l'économie canadienne. Avec un potentiel de production évalué par la BdC à 1,8 % pour 2015, l'écart entre la production et son plein potentiel se creusera. Selon nos estimations, il faudra environ deux ans pour combler le terrain perdu en première moitié de 2015 et ainsi rejoindre un niveau similaire à celui répertorié à la fin de 2014 (graphique 6).
- En ce qui concerne l'inflation, l'évolution récente de l'indice des prix à la consommation a été relativement conforme aux attentes. À 0,9 %, le taux annuel d'inflation totale est resté en mai sous la cible inférieure de la BdC (1 %) pour un deuxième mois consécutif. Ce résultat est toutefois le reflet des baisses passées des prix de l'essence et ce n'est qu'une question de temps avant que l'inflation totale revienne à l'intérieur de la fourchette cible de la BdC (graphique 7).
- L'évolution des prix ne devrait donc pas constituer une grande préoccupation pour les autorités monétaires dans les mois à venir. En fait, c'est davantage la vitalité de la reprise économique attendue à compter du printemps en Amérique du Nord qui retiendra l'attention de la BdC.

**Prévisions :** La faiblesse de l'économie canadienne en première moitié de 2015 et la persistance de nombreuses incertitudes pousseront sans doute la BdC à retarder ses hausses de taux d'intérêt directs jusqu'au quatrième trimestre de 2016. D'ici là, même si la poursuite du *statu quo* constitue le scénario le plus probable, nous ne pouvons totalement exclure la possibilité que les autorités monétaires décrètent de nouvelles baisses de taux si jamais la reprise attendue de l'économie canadienne devait faire défaut.



# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## Les données économiques s'améliorent

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La croissance économique de la zone euro s'est de nouveau accélérée au premier trimestre de 2015 (graphique 8). Les mesures d'assouplissement monétaire décrétées par la BCE depuis un an semblent générer les effets positifs escomptés. Le redressement observé sur le marché du crédit est particulièrement encourageant. Il reste néanmoins plusieurs sources d'incertitude en zone euro. L'inflation est faible, le taux de chômage est très élevé et d'importantes réformes sont encore attendues pour soutenir une croissance économique durable. Les finances publiques demeurent aussi un enjeu important, et une solution de long terme devra être trouvée pour la Grèce. Dans ce contexte, la BCE ne pourra pas réduire ses interventions avant plusieurs trimestres encore.

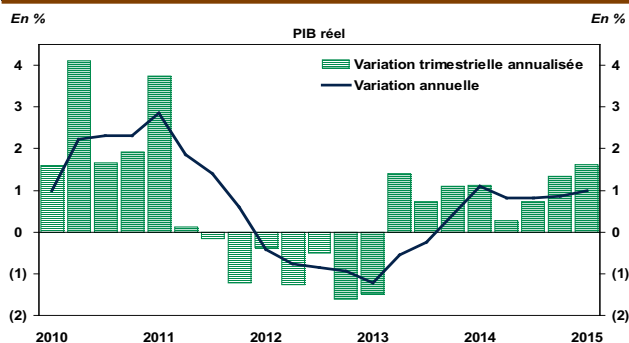
### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- L'activité économique a ralenti quelque peu au premier trimestre au Royaume-Uni, mais les données plus récentes suggèrent que cette faiblesse n'aura été que passagère. À près de 0 %, l'inflation demeure néanmoins nettement sous sa cible. La BoE estime que plusieurs facteurs temporaires expliquent la faiblesse de l'inflation, mais qu'une partie peut tout de même découler de capacités excédentaires de production. La remontée des salaires, qui s'est accentuée récemment (graphique 9), remet cependant en question cet argumentaire et ramène en avant-scène la possibilité que la BoE amorce bientôt le resserrement de sa politique monétaire. L'appréciation de la livre et le besoin d'être rassurée sur la soutenabilité de la reprise économique européenne devraient toutefois inciter la BoE à patienter quelques trimestres encore. Une première hausse de taux est attendue en première moitié de 2016.

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

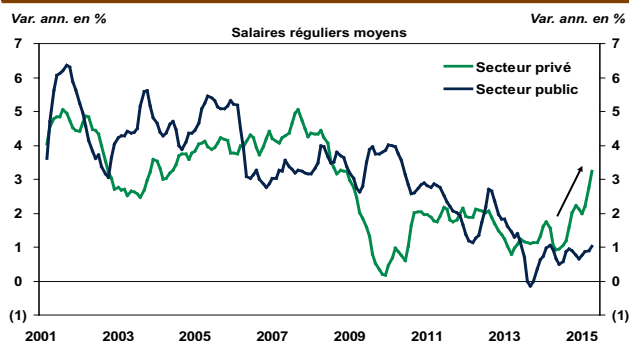
- L'économie nippone a bien fait au premier trimestre avec une progression de 3,9 % du PIB réel, à rythme annualisé. Cette performance a notamment été caractérisée par une accélération de l'investissement, ce qui est encourageant pour les prochains trimestres. Les entreprises qui ont vu leur profitabilité augmenter avec la dépréciation du yen pourraient finalement amorcer un nouveau cycle d'investissement. Malgré l'amélioration des données économiques, il est trop tôt pour penser à un désengagement de la BoJ. La politique monétaire actuelle demeure amplement justifiée, d'autant plus que le taux d'inflation est retombé à près de 0,6 % en avril avec la fin du gonflement artificiel des prix liés à la hausse de la taxe de vente de l'an passé (graphique 10). La BoJ reste néanmoins confiante d'atteindre sa cible de 2 % en 2016 avec les mesures en place. Il est d'ailleurs intéressant de noter que l'inflation japonaise demeure supérieure à celle de la zone euro et du Royaume-Uni.

Graphique 8 – La croissance économique continue de s'améliorer en zone euro



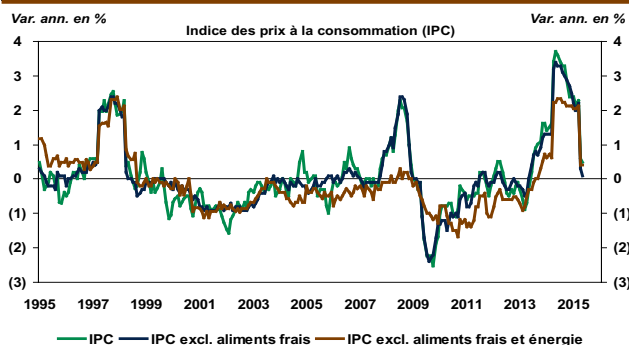
Sources : Eurostat et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Les salaires progressent plus rapidement au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Le taux d'inflation japonais a chuté avec la fin de l'effet de la hausse de la taxe de vente



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

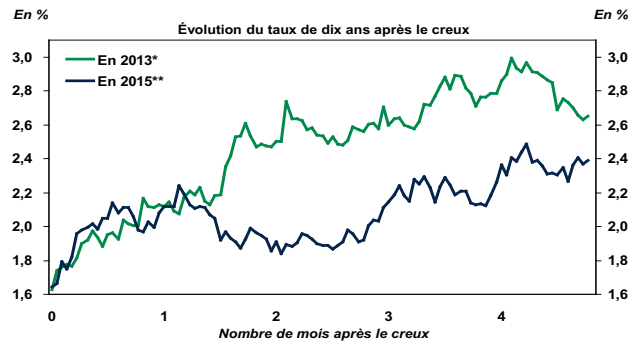
## L'Europe dicte la marche

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- C'est sous le thème de la volatilité que s'est déroulée la majeure partie du deuxième trimestre. La remontée des taux obligataires aux États-Unis n'a pas été sans rappeler celle qui était survenue en 2013, après que Ben Bernanke ait signalé une possible réduction des achats mensuels d'obligations. Les comparaisons n'auront pas duré trop longtemps. Dès le deuxième mois de la remontée, il est apparu évident que le mouvement n'aurait pas autant de puissance que le *taper tantrum* d'il y a deux ans (graphique 11). Après avoir frôlé 2,50 % au début de juin, le taux de dix ans s'est assagi pour évoluer entre 2,30 % et 2,40 %. Par contraste, le taux avait touché 3,00 % à ce stade de la remontée en 2013.
- Même si les marchés sont conscients que la hausse des taux directeurs approche aux États-Unis, ce sont surtout les mouvements en Europe qui ont influencé les cours des taux obligataires. La corrélation entre les taux allemands et américains de dix ans s'est solidifiée au printemps (graphique 12), après avoir subi certaines distorsions relatives à la politique d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne. La remontée des taux en Europe a été justifiée par le rebond de l'inflation ainsi que par plusieurs signaux encourageants concernant la croissance.
- On perçoit néanmoins toujours une rupture du lien entre les variables fondamentales et l'évolution des taux obligataires. Les mouvements journaliers des taux ont par ailleurs gagné en amplitude sur les marchés obligataires mondiaux, ce qui n'est pas sans évoquer la détérioration graduelle de la liquidité qui sévit sur les marchés financiers. Par exemple, même sur le marché des obligations fédérales américaines, les volumes de transactions diminuent au fil des ans (graphique 13). Les inventaires réduits des grandes banques d'investissement, conséquence des exigences réglementaires plus contraignantes, sont parmi les coupables. Par surcroît, les politiques autant agressives qu'inédites adoptées par plusieurs banques centrales contribuent à créer un terreau fertile à la volatilité. Il ne faudrait pas se surprendre si les marchés demeuraient erratiques au cours des mois à venir.

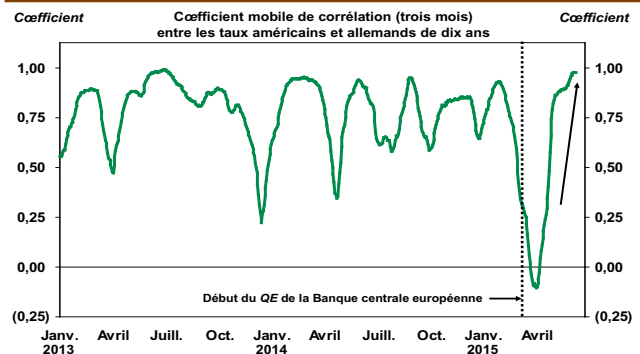
**Prévisions :** Nous continuons d'estimer que la Réserve fédérale décrètera une première augmentation des taux directeurs en septembre prochain, ce qui devrait se refléter surtout par l'augmentation des taux de deux et cinq ans en seconde moitié d'année. Avec des anticipations d'inflation maintenant à des niveaux plus communs, il sera plus difficile pour cette composante d'exercer une influence significative sur les taux. Nous tablons sur une fin d'année à 2,50 % pour le taux de dix ans, soit quelques points au-dessus des niveaux actuels. Toutefois, compte tenu de la volatilité qui risque de demeurer élevée, il faut prévoir une fourchette de risque relativement élargie autour du scénario de base.

**Graphique 11 – Malgré les inquiétudes qui régnaient au départ, la remontée des taux américains a été moins brutale qu'en 2013**



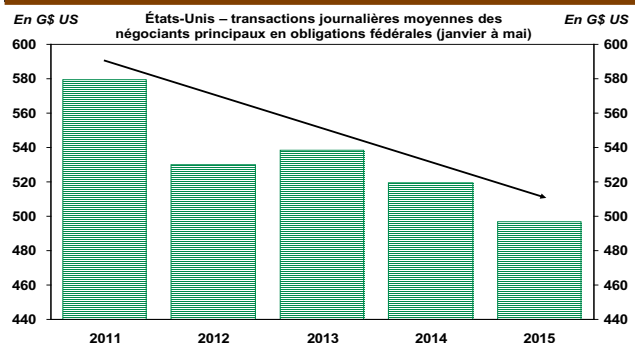
\* Creux du 5 mai 2013; \*\* Creux du 30 janvier 2015.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 12 – Le synchronisme des taux allemands et américains s'est rapidement rétabli**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – Les volumes de transactions des courtiers en Treasuries diminuent depuis quelques années**



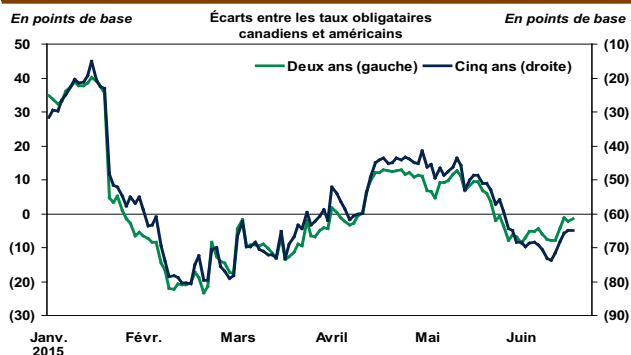
Sources : Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

## OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- La Banque du Canada (BdC) avait tranché le débat à la fin de l'hiver. D'après elle, non seulement l'économie disposait de toute la stimulation monétaire dont elle nécessitait pour affronter l'impact de la chute des prix du pétrole, mais la croissance américaine et la devise affaiblie étaient en voie d'exercer un important ascendant sur les exportations. Il restait toutefois à obtenir la confirmation de ce scénario, et la déception des données du PIB au premier trimestre ainsi que le maigre acquis de croissance pour le deuxième trimestre ont relancé les doutes. Le gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, a troqué son chapeau d'optimiste pour admettre que les dernières statistiques avaient été décevantes. Il s'est aussi fait moins insistant que précédemment sur l'idée selon laquelle l'économie disposait de suffisamment de soutien monétaire.
- Ceci s'est traduit en une nouvelle chute des écarts entre les taux canadiens et américains au cours des dernières semaines (graphique 14). Les marchés hésitent encore à miser sur une réduction des taux directeurs dès le 15 juillet, mais une autre baisse de taux en 2015 est escomptée avec une probabilité d'environ 31 % (graphique 15). Pourtant, si les signes de faiblesse devaient s'accumuler d'ici là, une baisse de taux en juillet serait plutôt probable à notre avis. La tenue de l'élection fédérale en octobre fait en sorte que la BdC sera probablement plus hésitante à agir à sa réunion de septembre, alors que la campagne électorale battra son plein. Patienter jusqu'à la réunion d'octobre pourrait être mal avisé s'il n'y a toujours pas de signes convaincants au cours des prochaines semaines, surtout lorsqu'on sait que l'économie s'est contractée au premier trimestre et que les effets de la politique monétaire mettent de longs délais à se manifester.
- Cela dit, il n'est pas encore temps de jeter la serviette quant au scénario original. Depuis quelques semaines, les données économiques américaines sont en amélioration (graphique 16), notamment au niveau de la consommation et de la production automobile. Cela pourrait aider la cause de certains exportateurs canadiens. Par ailleurs, après quatre contractions mensuelles consécutives, le PIB du mois d'avril semble s'orienter vers une croissance positive. Enfin, même s'il pourrait quelque peu faiblir au cours des prochains mois, le prix du pétrole demeurera assez stable pour éviter d'amplifier la contraction des investissements dans l'industrie pétrolière.

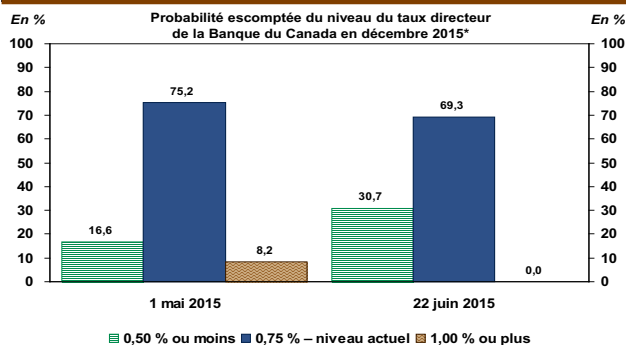
**Prévisions :** Nous maintenons notre hypothèse centrale de *statu quo* pour les taux directeurs canadiens en 2015 inchangés, tout en notant que la probabilité d'un scénario alternatif de baisse de taux demeure pour l'instant non négligeable. Nous ajustons néanmoins notre scénario de base pour repousser la normalisation des taux directeurs à la toute fin de 2016. Les obligations canadiennes seront ainsi appelées à surclasser les obligations américaines, surtout dans la section à court terme de la courbe de rendement.

**Graphique 14 – Plusieurs mauvaises nouvelles au Canada ont contribué à entraîner les écarts vers le bas**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 15 – La probabilité implicite de baisse de taux a légèrement augmenté depuis le début de mai**



\* Selon les swaps indexés sur le taux à un jour.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 16 – Après des mois de faiblesse, les indicateurs économiques américains se redressent**

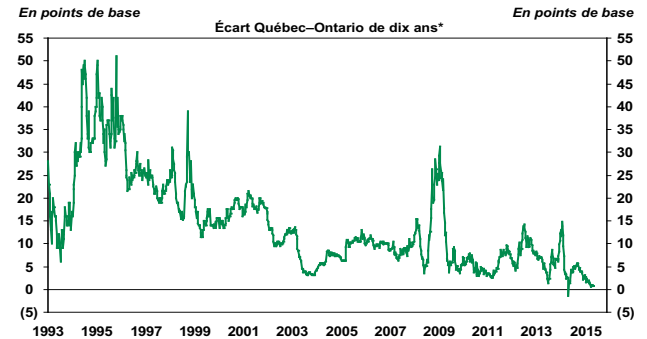


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES**

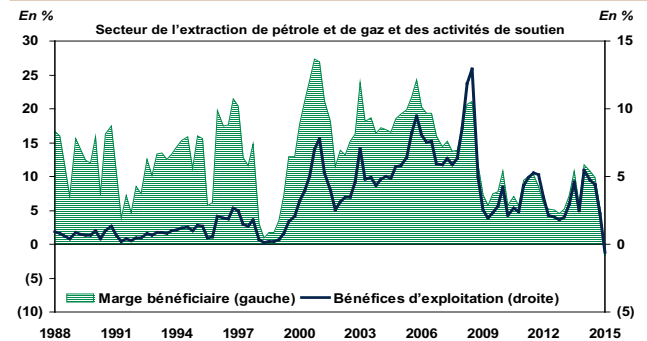
- La bonne tenue des obligations de la province de Québec s'est poursuivie au printemps, si bien que l'écart des taux de dix ans (à maturité constante) est tout près d'être éliminé. Hormis certains épisodes brefs, les taux de long terme du Québec ont rarement évolué sous ceux de l'Ontario (graphique 17). La performance budgétaire des gouvernements a évidemment un important rôle à jouer. L'atteinte de l'équilibre budgétaire a été annoncée pour l'exercice financier en cours au Québec, tandis qu'il faudra patienter deux ans de plus dans le cas de l'Ontario. Malgré le fait que les perspectives de croissance se dessinent mieux en Ontario qu'au Québec, il semble que le message de discipline budgétaire du gouvernement du Québec soit bien accueilli par les marchés financiers. La province en profite pour émettre sa dette à une cadence plus élevée que la moyenne. En date du 16 juin, elle avait déjà complété 23 % de ses besoins de financement pour l'exercice 2015-2016, comparativement à une moyenne pancanadienne de 18 %.
- La situation demeure corsée pour l'Alberta, pour laquelle les écarts de taux obligataires se sont élargis dans la foulée de la baisse des prix du pétrole. Une certaine stabilisation s'est observée au printemps, mais on note que les taux de long terme continuent d'excéder ceux de la Colombie-Britannique, un phénomène plutôt rare. Nous avons révisé en baisse nos prévisions de croissance pour l'Alberta, anticipant désormais une contraction du PIB réel de 0,3 % en 2015. Les données officielles sur la profitabilité ont démontré la première instance de marges bénéficiaires d'opérations négatives dans le secteur pétrolier canadien depuis le début de la série de données en 1981 (graphique 18). L'impact sur les investissements pourrait mettre un certain temps à complètement se dissiper. Par surcroît, le contexte politique s'avère moins favorable à l'industrie pétrolière. Le nouveau gouvernement néodémocrate s'est montré déterminé à réformer le régime de redevances et accroître les taux d'imposition des sociétés, en plus de rendre les normes environnementales plus rigoureuses. En somme, les écarts de l'Alberta auront du mal à se comprimer, d'autant plus que l'incertitude budgétaire demeurera élevée jusqu'au dépôt du budget néodémocrate, qui n'est prévu qu'à l'automne.
- Après un premier trimestre monstre en termes d'émissions, l'appétit des acheteurs pour les obligations des sociétés avait commencé à s'amenuiser au début du deuxième trimestre, et l'augmentation des taux souverains aurait pu constituer un facteur nuisible additionnel à la classe d'actifs. Or, s'il est vrai que les écarts se sont légèrement élargis, l'ampleur a été relativement modeste. Ce constat est aussi valable pour les obligations de rendement élevé, dont l'indice de rendement total n'affiche qu'un léger recul (graphique 19), en contraste avec la chute d'il y a un an qui fut provoquée par la baisse des prix du pétrole. Pour l'heure, tout semble sous contrôle, mais il ne faudrait pas minimiser les risques de mouvements violents. Malgré une quantité importante de dettes corporatives émises, la liquidité de ces marchés s'est considérablement réduite, alors que les exigences réglementaires ont incité les grandes institutions de courtage à délaisser leur rôle traditionnel de teneurs de marché.

**Graphique 17 – Rarement des niveaux aussi bas pour l'écart entre les taux du Québec et ceux de l'Ontario**



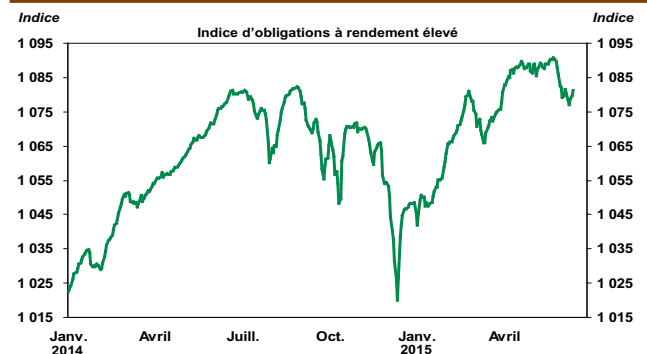
\* Taux à maturité constante.  
Sources : Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

**Graphique 18 – Les difficultés du secteur de l'énergie confirmées par les données officielles de profitabilité**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 19 – Loin d'être l'hécatombe dans les obligations à rendement élevé**



Sources : Bank of America Merrill Lynch 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
<b>États-Unis</b>												
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
<b>Canada</b>												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00
<b>Zone euro</b>												
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
<b>Royaume-Uni</b>												
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
<b>Japon</b>												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Tableau 2**  
**Calendrier et taux directeurs**

Date	Banque centrale	Décision	Taux
<b>Avril 2015</b>			
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
<b>Mai 2015</b>			
5	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	2,00
7	Banque de Norvège	s.q.	1,25
11	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
15	Banque de Corée	s.q.	1,75
21-22	Banque du Japon	---	---
27	Banque du Canada	s.q.	0,75
<b>Juin 2015</b>			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,00
3	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
3	Banque du Brésil	+50 p.b.	13,75
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
4	Banque du Mexique	s.q.	3,00
10	Banque de Corée	-25 p.b.	1,50
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-25 p.b.	3,25
17	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
18	Banque de Norvège	-25 p.b.	1,00
18	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
18-19	Banque du Japon	---	---

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

Date	Banque centrale
<b>Juillet 2015</b>	
2	Banque de Suède
7	Banque de réserve d'Australie
8	Banque de Corée
9	Banque d'Angleterre
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
<b>Août 2015</b>	
4	Banque de réserve d'Australie
6	Banque d'Angleterre
6-7	Banque du Japon
13	Banque de Corée
<b>Septembre 2015</b>	
1	Banque de réserve d'Australie
2	Banque du Brésil
3	Banque centrale européenne
3	Banque de Suède
3	Banque du Mexique
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
9	Banque du Canada
10	Banque d'Angleterre
10	Banque de Corée
14-15	Banque du Japon
17	Banque nationale suisse
17	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
<b>Taux directeurs</b>												
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
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,05	0,04	0,02	0,04	0,03	0,00	0,45	0,60	0,65	1,00	1,10	1,50
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,39	0,42	0,56	0,63	0,54	0,70	1,00	1,20	1,30	1,50	1,65	1,80
5 ans	1,71	1,60	1,77	1,64	1,37	1,70	1,90	2,00	2,05	2,20	2,30	2,45
10 ans	2,73	2,52	2,51	2,17	1,93	2,40	2,45	2,50	2,55	2,65	2,75	2,90
30 ans	3,56	3,34	3,21	2,75	2,54	3,20	3,20	3,20	3,20	3,25	3,30	3,35
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	1,66	1,56	1,75	1,60	1,34	1,70	1,45	1,40	1,40	1,20	1,20	0,95
10 ans - 2 ans	2,34	2,09	1,95	1,54	1,39	1,70	1,45	1,30	1,25	1,15	1,10	1,10
30 ans - 3 mois	3,51	3,30	3,19	2,71	2,51	3,20	2,75	2,60	2,55	2,25	2,20	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
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,89	0,94	0,92	0,92	0,56	0,60	0,65	0,65	0,70	0,75	0,80	1,15
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,07	1,10	1,12	1,01	0,50	0,60	0,75	0,90	1,00	1,10	1,25	1,45
5 ans	1,71	1,53	1,63	1,34	0,76	1,00	1,25	1,45	1,55	1,65	1,80	2,00
10 ans	2,46	2,24	2,15	1,79	1,36	1,85	1,90	1,90	1,95	2,05	2,20	2,40
30 ans	2,96	2,78	2,67	2,34	1,98	2,45	2,50	2,55	2,60	2,65	2,70	2,75
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,82	0,59	0,71	0,42	0,20	0,40	0,60	0,80	0,85	0,90	1,00	0,85
10 ans - 2 ans	1,39	1,14	1,03	0,78	0,86	1,25	1,15	1,00	0,95	0,95	0,95	0,95
30 ans - 3 mois	2,07	1,84	1,75	1,42	1,42	1,85	1,85	1,90	1,90	1,90	1,90	1,60
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,84	0,90	0,90	0,88	0,53	0,60	0,20	0,05	0,05	(0,25)	(0,30)	(0,35)
2 ans	0,68	0,68	0,56	0,38	(0,04)	(0,10)	(0,25)	(0,30)	(0,30)	(0,40)	(0,40)	(0,35)
5 ans	(0,00)	(0,07)	(0,14)	(0,30)	(0,61)	(0,70)	(0,65)	(0,55)	(0,50)	(0,55)	(0,50)	(0,45)
10 ans	(0,27)	(0,28)	(0,36)	(0,38)	(0,57)	(0,55)	(0,55)	(0,60)	(0,60)	(0,60)	(0,55)	(0,50)
30 ans	(0,60)	(0,56)	(0,54)	(0,41)	(0,56)	(0,75)	(0,70)	(0,65)	(0,60)	(0,60)	(0,60)	(0,60)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques