

La Réserve fédérale risque de répéter le scénario de 2013

FAITS SAILLANTS

- La rencontre de septembre de la Réserve fédérale (Fed) était très attendue par les investisseurs et les analystes. Les arguments en faveur du *statu quo* ont finalement eu le dessus. Le communiqué indiquait clairement que ce sont les récents développements internationaux et financiers qui ont convaincu la Fed de reporter à plus tard l'amorce du resserrement monétaire.
- Loin d'être rassurés, les investisseurs ont semblé voir la décision de la Fed comme un vote de non-confiance dans la solidité de la reprise économique américaine.
- Nous misons sur une hausse des taux directeurs américains en décembre 2015. Il faudrait des raisons bien plus sérieuses qu'en septembre pour convaincre la Fed de reporter en 2016 l'amorce du resserrement monétaire.
- Le redressement de l'économie canadienne a renforcé notre conviction d'une Banque du Canada conservant ses taux directeurs inchangés jusqu'en 2017.

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

La rencontre de septembre de la Réserve fédérale (Fed) était très attendue par les investisseurs et les analystes. Alors que les déceptions du début de 2015 avaient fait place à un fort rebond printanier de l'économie américaine et que le marché de l'emploi continuait sa progression, la porte semblait ouverte pour que la Fed annonce une première hausse de ses taux directeurs depuis juin 2006. D'autres facteurs militaient toutefois pour le *statu quo*, en particulier la poussée des craintes sur les économies émergentes et la forte volatilité des marchés financiers. Certains signes de faiblesse du secteur manufacturier américain et la possibilité d'une nouvelle impasse budgétaire soulevaient aussi des doutes sur l'opportunité d'amorcer un resserrement monétaire.

Les arguments en faveur du *statu quo* ont finalement eu le dessus, neuf des dix dirigeants votants de la Fed ont préféré maintenir la fourchette cible des fonds fédéraux entre 0,00 % et 0,25 %. Le communiqué indiquait clairement que ce sont les récents développements internationaux et financiers qui ont convaincu la Fed de reporter à plus tard l'amorce du resserrement monétaire. La présidente, Janet Yellen, a même dit en conférence de presse que la reprise économique américaine était suffisamment avancée pour justifier une hausse des taux d'intérêt.

LE MIEUX EST PARFOIS L'ENNEMI DU BIEN

La Fed semble ainsi avoir tenté d'envoyer un message positif tout en gardant les taux directeurs inchangés en septembre. En théorie, cela aurait dû être favorable pour les marchés financiers tout en préparant mieux les investisseurs à un resserrement monétaire en octobre ou en décembre. La réaction des marchés a cependant été bien différente de ce que pouvait espérer la Fed. Loin d'être rassurés, les investisseurs ont semblé voir la décision de la Fed comme un vote de non-confiance dans la solidité de la reprise économique américaine. La volatilité est ainsi demeurée très élevée sur les marchés à la suite du *statu quo* de la Fed et les Bourses ont significativement reculé (graphique 1 à la page 2).

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

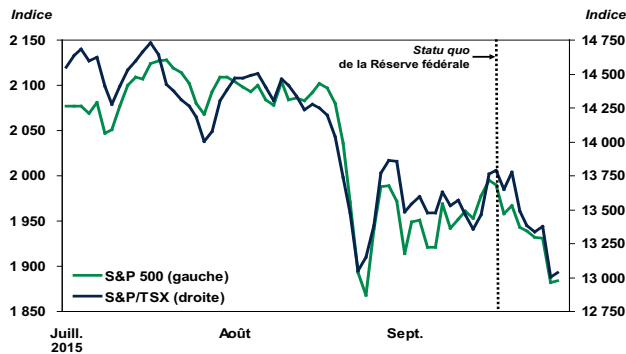
Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

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

Hendrix Vachon
Économiste senior

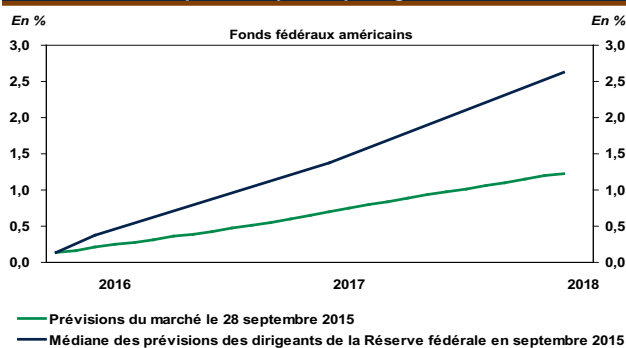
Graphique 1 – La prudence de la Réserve fédérale n'a pas profité aux Bourses



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La théorie que le report de la hausse des taux directeurs permettrait de mieux préparer les marchés à un éventuel resserrement monétaire a aussi rapidement eu du plomb dans l'aile. Pour plusieurs, la décision de la Fed a été une confirmation qu'elle trouverait toujours une raison de maintenir les taux directeurs au plancher. Ainsi, bien que 13 des 17 dirigeants de la Fed prévoient une hausse des taux directeurs avant la fin de 2015, les marchés se sont rapidement positionnés pour le maintien des taux directeurs actuels jusqu'en 2016. L'écart entre le niveau prévu des fonds fédéraux par les dirigeants de la Fed et par le marché demeure aussi très élevé à moyen terme (graphique 2).

Graphique 2 – Le marché prévoit que les taux directeurs demeureront bien plus bas que ce que signale la Réserve fédérale



Sources : Bloomberg, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

UNE ACTION VAUT MILLE MOTS

Il est difficile de blâmer les investisseurs d'être sceptiques face aux prévisions des taux directeurs des dirigeants de la Fed. Il suffit de se rappeler qu'en décembre 2014, ces derniers prévoient une augmentation de 1,00 % des fonds fédéraux avant la fin de 2015. Les difficultés de l'économie américaine en début d'année justifiaient certainement une remontée moins agressive des taux, mais un nouveau report

malgré un rebond clair de l'activité et une baisse plus rapide que prévu du taux de chômage a de quoi nourrir le scepticisme. De plus, la Fed semble de plus en plus baser ses décisions sur des facteurs internationaux, dont la crise grecque en juin ou les problèmes de la Chine en septembre.

Les difficultés actuelles de la Fed à préparer les investisseurs à un resserrement monétaire ne sont pas surprenantes. La plupart des experts s'entendent pour dire que les indications futures sur la politique monétaire sont des outils inefficaces à moins d'être des engagements fermes. Les indications de la Fed ne sont aucunement des engagements fermes puisque cette dernière veut garder toute sa marge de manœuvre pour réagir à l'évolution de la situation économique. Dans ce contexte, il ne faut pas apporter trop d'importance aux prévisions des dirigeants de la Fed et nous misons aussi sur un resserrement monétaire significativement plus graduel que ce que prévoit la Fed.

COMME EN 2013, PRUDENCE EN SEPTEMBRE ET ACTION EN DÉCEMBRE

Même si nous partageons en partie le scepticisme du marché, nous misons sur une hausse des taux directeurs américains en décembre 2015. Les dirigeants de la Fed signalent depuis longtemps qu'une majorité significative prévoit qu'il faudra amorcer un resserrement monétaire avant la fin de l'année. Ce message a été renforcé par les commentaires de plusieurs dirigeants après la rencontre de septembre et la présidente, Janet Yellen, pour la première fois, a fait savoir qu'elle partageait l'opinion de la majorité à cet effet. De plus, les prévisions de croissance économique des dirigeants de la Fed sont conservatrices, ce qui limite le risque de déceptions de ce côté. Il faudrait ainsi des raisons bien plus sérieuses qu'en septembre pour convaincre la Fed de reporter en 2016 l'amorce du resserrement monétaire.

La situation actuelle ressemble ainsi étrangement à celle précédant l'amorce de la diminution des achats d'obligations par la Fed en 2013, le fameux *taper*. Après avoir préparé les marchés à une action avant la fin de 2013, la Fed de Ben Bernanke avait opté pour le *statu quo* en septembre, nourrissant ainsi énormément de scepticisme. Même si les marchés n'étaient pas complètement préparés, elle avait cependant amorcé le *taper* à sa dernière rencontre de l'année.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

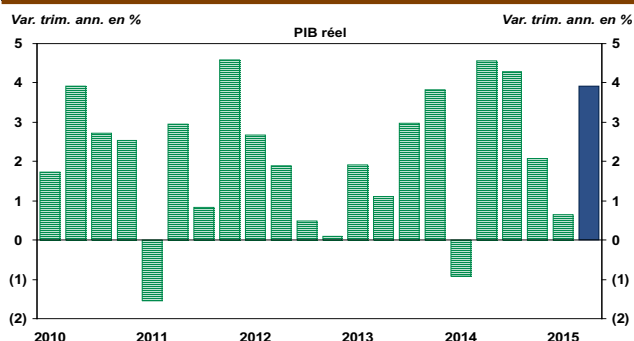
RÉSERVE FÉDÉRALE

Les dirigeants de la Réserve fédérale ont le doigt sur la gâchette, mais ils hésitent à appuyer

- La décision semble avoir été difficile à prendre, mais finalement, la Réserve fédérale (Fed) a opté pour le *statu quo* lors de la réunion de politique monétaire du mois de septembre. Il semble que ce soit surtout les développements outre-mer qui ont fait hésiter Janet Yellen et les autres membres du comité. Le principal changement entre le communiqué publié le 17 septembre et celui de la réunion précédente est une phrase qui met l'accent sur les récents développements économiques et financiers mondiaux qui peuvent freiner l'activité économique. On pense ici évidemment à la faiblesse des pays émergents, notamment aux craintes liées à la Chine, ainsi qu'à la chute des Bourses et des prix des matières premières, qui s'est manifestée au mois d'août.
- La Fed se montre toutefois moins préoccupée concernant l'économie américaine. Sa présidente a d'ailleurs indiqué que la reprise est suffisamment avancée et que la demande intérieure semble assez robuste pour justifier une hausse des taux d'intérêt. La bonne croissance du PIB réel au deuxième trimestre, avec un gain de 3,9 %, va clairement en ce sens (graphique 3). Toutefois, on perçoit tout de même certaines sources d'inquiétude dans la conjoncture récente. L'indice ISM manufacturier s'approche de la barre des 50, et plusieurs indices régionaux pointent d'ailleurs vers des mois plus difficiles pour la fabrication. On observe aussi une baisse de cadence des embauches par rapport aux résultats très forts observés en 2014. Finalement, les indices de confiance des ménages affichent une détérioration liée aux problèmes boursiers. Malgré ces facteurs plus négatifs, il ne faut pas trop s'inquiéter de la santé de l'économie américaine. Si l'ISM lié à la fabrication est faible, l'indice non manufacturier reste très fort (graphique 4). Du côté de l'emploi, on remarque que le taux de chômage ne démonte pas de sa tendance baissière. La baisse des prix de l'essence devrait reconforter l'humeur des ménages.
- Du côté de l'inflation, elle demeure très faible. Elle semble toutefois inquiéter de moins en moins la Fed. Dans un récent discours portant sur les mouvements inflationnistes et la politique monétaire, Janet Yellen a démontré que la faiblesse actuelle des prix était surtout une conséquence de la baisse des cours de l'énergie et de la hausse du billet vert. Du même souffle, elle illustre que les pressions déflationnistes provenant de la sous-utilisation des capacités de production s'atténuent. Ainsi, la Fed demeure confortable avec un scénario où la croissance des prix reviendra vers la cible officielle de 2 % (graphique 5).

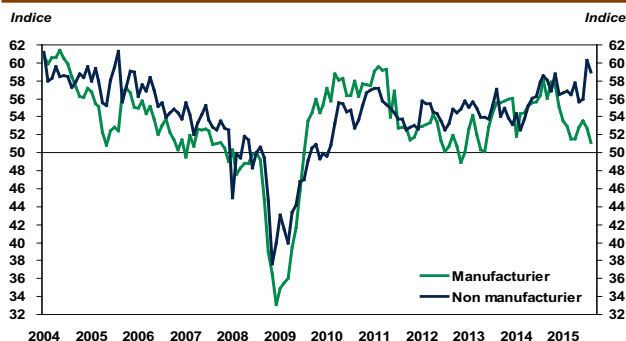
Prévisions : Bien qu'elle se dise prête à relever les taux, la Fed ne devrait amorcer ce mouvement qu'en décembre 2015. Par la suite, le rythme des hausses de taux devrait être lent et parsemé de pauses. Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 0,50 % à la fin de l'année, puis à 1,25 % à la fin de 2016.

Graphique 3 – L'économie américaine a rebondi au printemps



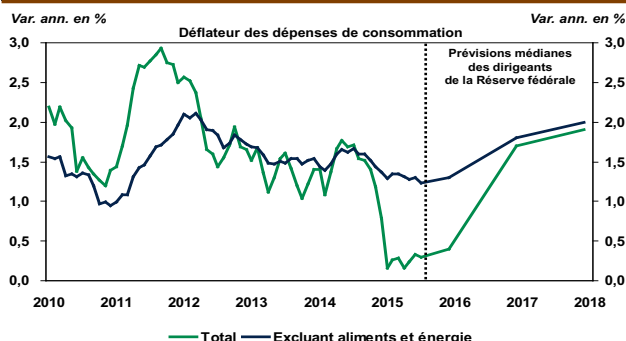
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – L'indice ISM manufacturier est en baisse, mais l'indice non manufacturier reste élevé



Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – La Réserve fédérale prévoit que l'inflation se rapprochera de la cible de 2 %



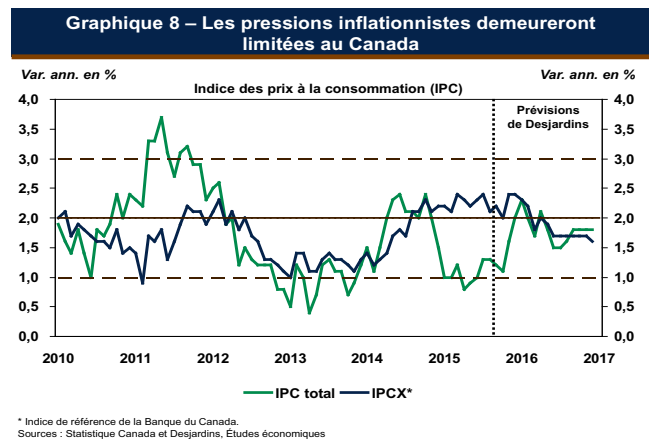
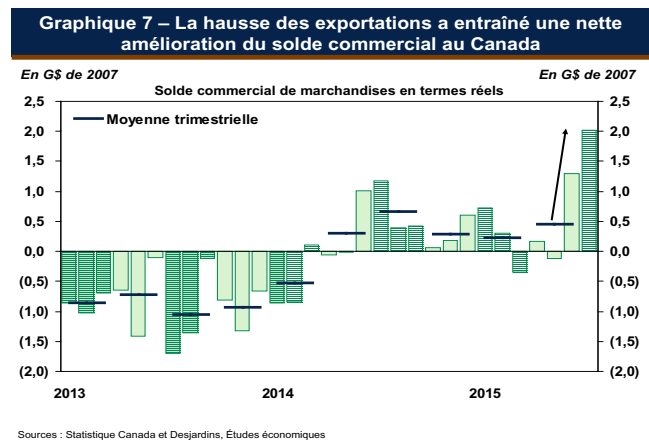
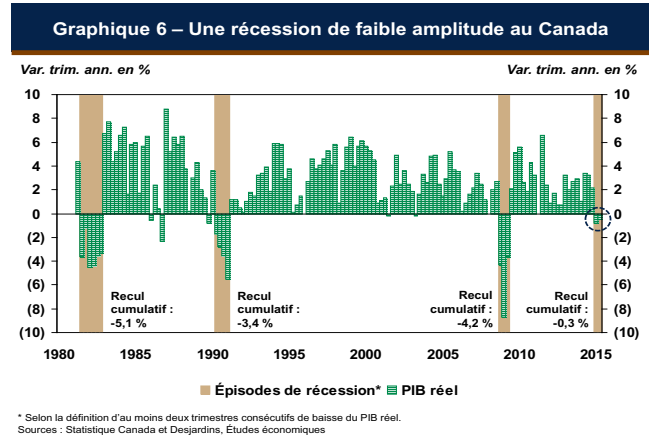
Sources : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

Un *statu quo* prolongé

- Le PIB réel a diminué de 0,5 % (à rythme trimestriel annualisé) au deuxième trimestre de 2015, faisant ainsi suite à une baisse de 0,8 % au premier trimestre. Selon la définition couramment utilisée de deux trimestres consécutifs de recul du PIB réel, l'économie canadienne était donc en récession en première moitié de 2015. La récession de 2015 se distingue toutefois des autres épisodes de récession au pays. D'une part, l'amplitude du recul du PIB réel au cours des deux premiers trimestres de 2015 est beaucoup plus faible que les baisses observées lors des récessions précédentes (graphique 6). D'autre part, les difficultés de l'économie canadienne ne sont pas généralisées. Elles sont surtout concentrées au sein de certains secteurs d'activité et dans certaines régions, soit celles plus orientées vers la production de pétrole.
- Un retour en territoire positif est toutefois prévu dès le troisième trimestre. Les exportations de marchandises ont rebondi en juin et en juillet, mettant ainsi fin à plusieurs mois de marasme (graphique 7). Cela a notamment permis au PIB réel par industrie de progresser de 0,4 % en juin et de 0,3 % en juillet, procurant ainsi un acquis de croissance positif pour le troisième trimestre.
- Dans l'ensemble, nos plus récentes prévisions économiques pour l'année 2015 demeurent similaires à celles établies par la Banque du Canada (BdC) dans son *Rapport sur la politique monétaire* du mois de juillet, soit une hausse du PIB réel canadien de 1,1 %. Nos projections pour l'année 2016 sont toutefois un peu plus pessimistes que celles de la BdC. Alors que les autorités monétaires anticipent une hausse de 2,3 % du PIB réel l'an prochain, notre scénario table plutôt sur un gain de seulement 1,8 %.
- Du côté de l'inflation, l'évolution récente des prix a été relativement conforme aux attentes. À 1,3 % en juillet, le taux annuel d'inflation totale demeure très bas en raison des baisses cumulatives des prix de l'essence. La variation annuelle de l'indice de référence (IPCX) est plus stable et demeure aux alentours de la cible médiane (graphique 8). Compte tenu des capacités excédentaires de production encore présentes au sein de l'économie canadienne, il faut s'attendre à ce que les pressions inflationnistes restent très limitées au moins jusqu'en 2017.

Prévisions : La récession technique de l'économie canadienne en première moitié de 2015 et la persistance de nombreuses incertitudes pousseront la BdC à patienter jusqu'en 2017 avant d'enclencher des hausses de taux d'intérêt directs au pays. Cela dit, 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

La Banque centrale européenne va-t-elle en faire plus?

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Les derniers développements dans les pays émergents et la faiblesse prolongée des prix du pétrole ont poussé la BCE à revoir à la baisse ses prévisions macroéconomiques. La plus forte révision concerne l'inflation prévue pour 2016 qui est passée de 1,5 % à 1,1 %, soit une valeur nettement inférieure à la cible officielle (graphique 9).
- La BCE n'a toutefois pas annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement en septembre. Elle estime ne pas avoir suffisamment de certitude sur les effets que les événements récents pourraient avoir sur la tendance des prix et sur sa capacité à atteindre sa cible d'inflation à plus long terme. La BCE a néanmoins fait un pas vers une intervention plus musclée en assouplissant une contrainte technique qui l'empêchait de détenir plus de 25 % des titres d'une même émission. En repoussant cette limite à 33 %, la BCE se donne une marge de manœuvre plus crédible pour augmenter ses achats de titres qui s'établissent actuellement à 60 G€ par mois. Il sera intéressant de suivre la lecture de l'économie que fera la BCE au cours des prochains mois. Si de nouveaux événements la forcent à revoir à la baisse ses prévisions d'inflation, cela pourrait déboucher sur une bonification des mesures d'assouplissement.

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Après la Réserve fédérale (Fed), la BoE est probablement la banque centrale la plus près d'augmenter ses taux d'intérêt directeurs. L'économie britannique continue de bien performer malgré l'environnement macroéconomique européen teinté d'incertitude. Le marché du travail semble de plus en plus équilibré et la progression des salaires s'est accélérée en 2015, en particulier dans le secteur privé (graphique 10). Il serait cependant étonnant que la BoE devance sa vis-à-vis américaine dans son resserrement monétaire au risque de trop faire apprécier la devise britannique qui est déjà forte par rapport à l'euro. Ainsi, le fait que la Fed étire le suspense milite également pour un report du début du resserrement monétaire au Royaume-Uni, vraisemblablement vers la fin du premier trimestre de 2016.

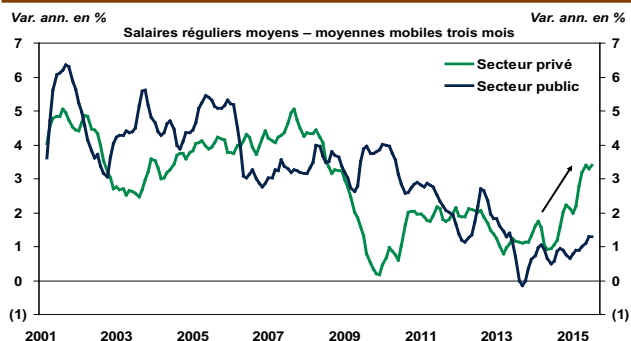
BANQUE DU JAPON (BoJ)

- Même si un des dirigeants de la BoJ vote déjà pour une réduction des achats de titres, il est plus probable que la politique monétaire reste inchangée pour plusieurs trimestres encore au Japon, ou même que le degré de détente augmente. L'économie japonaise a connu des difficultés au printemps en raison d'un ressac de la consommation. Même si les ventes au détail sont actuellement sur une meilleure lancée, la production industrielle pointe vers le bas dans un contexte où la situation économique de plusieurs pays dans le monde est plus incertaine. Par ailleurs, l'inflation est en nette baisse depuis le printemps (graphique 11).

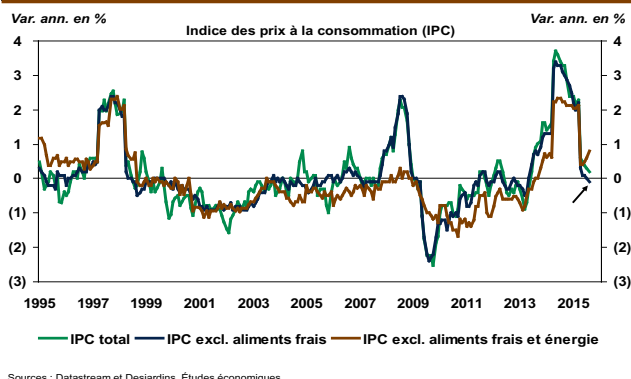
Graphique 9 – La BCE revoit à la baisse ses prévisions d'inflation



Graphique 10 – Le secteur privé tire les salaires vers le haut au Royaume-Uni



Graphique 11 – Le taux d'inflation de référence utilisé par la BoJ est retombé en territoire négatif



MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

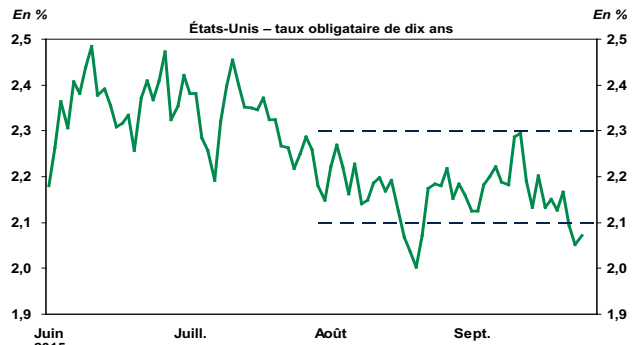
La pente de la courbe américaine pourrait s'accroître

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- La décision de la Réserve fédérale (Fed) de reporter quelque peu les hausses de taux n'aura eu que très peu d'incidence sur les taux obligataires. Le taux de deux ans était certes subitement monté à 80 points de base dans les séances précédant l'annonce du 17 septembre, mais le niveau d'environ 70 points maintenu par la suite se compare à la moyenne du troisième trimestre. Aux échéances de cinq et dix ans, la tendance avait été résolument baissière au cours de l'été, sur fond de turbulences en provenance de Chine, avant de faire place à un peu plus de stabilité dans les dernières semaines. L'anxiété autour de l'annonce de la Fed en septembre n'a pas eu d'effet majeur à ces échéances. Le taux de dix ans s'est maintenu la plupart du temps entre 2,10 % et 2,30 % depuis le début d'août (graphique 12).
- Avec d'une part, une section de court terme guidée par les hausses prochaines des taux directeurs et d'autre part, une section de long terme qui profite du climat d'aversion au risque, la courbe obligataire américaine conserve un profil significativement plus bas qu'en début d'été. L'écart entre les taux de dix et deux ans est retourné aux alentours de 140 points de base, lui qui s'inscrivait à près de 180 points à la mi-juillet (graphique 13). Aux échéances de cinq ans et plus, la courbe a plutôt subi un déplacement parallèle vers le bas au cours de l'été.
- À notre avis, il y a un risque important que la pente de la courbe s'accroisse dans les prochains mois. La faiblesse de la compensation pour l'inflation sur un horizon de long terme a été un élément retenant l'attention cette année. C'est sans contredire l'impact de la chute du prix du pétrole sur l'inflation actuelle qui a eu le plus d'ascendant sur la compensation pour l'inflation (graphique 14). La prime de risque d'inflation s'est considérablement amincie, mettant en évidence une situation de complaisance. Toutefois, l'influence du prix du pétrole et de l'appréciation du dollar américain seront appelées à se dissiper dans les prochains mois, ce qui pourrait entraîner une normalisation de la prime de risque d'inflation et une remontée plus importante des taux de long terme.

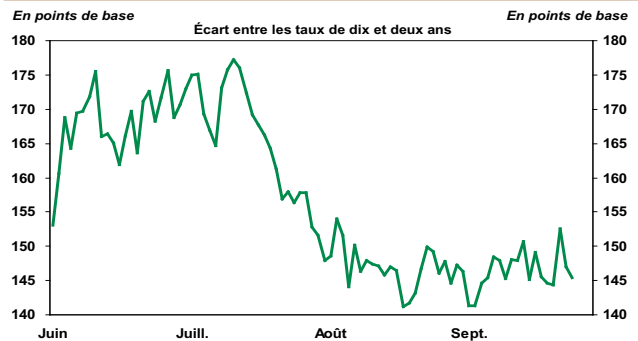
Prévisions : La décision de la Fed de reporter le début de la normalisation des taux nous amène à réviser nos cibles de fin d'année légèrement en baisse. Conformément au signal envoyé par les dirigeants, nous prévoyons seulement une hausse de taux en 2015, à la réunion de décembre. Celle-ci devrait être suivie d'une deuxième hausse en janvier et d'une pause jusqu'à l'été 2016. Même si notre scénario révisé tempère quelque peu le mouvement haussier des taux obligataires, la pente de la courbe devrait néanmoins s'accroître.

Graphique 12 – Le taux de dix ans a évolué dans un corridor assez étroit jusqu'à tout récemment



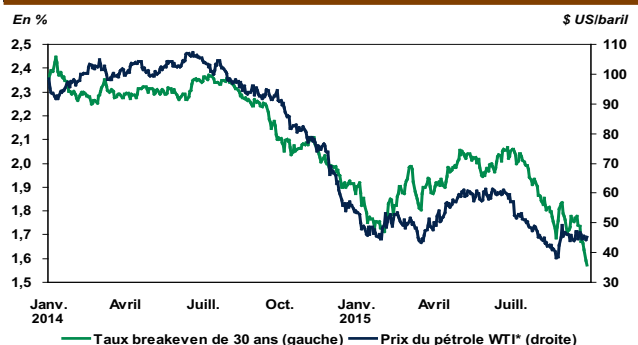
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Une partie de la courbe obligataire américaine s'est considérablement aplatie



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – Le prix du pétrole a exercé une importante influence sur les anticipations d'inflation de long terme



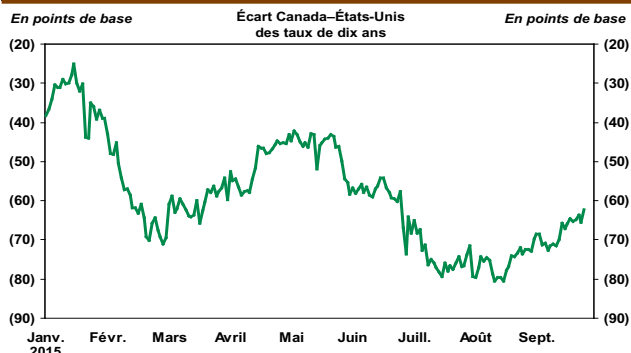
* West Texas Intermediate.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les taux obligataires se redressent lentement mais sûrement au Canada. Ils avaient été sujets à une forte pression baissière au cours de l'été, en vertu du climat d'aversion au risque, mais également de la baisse des taux directeurs au Canada en juillet. Cette dernière n'était pas aussi surprenante que celle de janvier, mais les marchés ont été très lents à l'escompter. Les bons du Trésor et le taux de deux ans ont évidemment réagi avec une certaine vigueur, mais ces taux se situaient déjà à des niveaux faibles. Sur une période plus longue, le taux de dix ans a enregistré une baisse particulièrement lourde. Avoisinant encore 1,90 % au début de juin, il a dégringolé jusqu'à 1,26 % à la fin du mois d'août. La résultante a été une compression marquée de l'écart 5/10, de même que la formation d'un nouveau creux pour l'écart de taux Canada-États-Unis à l'échéance de dix ans, soit -81 points de base le 19 août (graphique 15).
- Le retour progressif au calme en septembre aura permis de briser ces tendances, au même titre qu'une Banque du Canada (BdC) se montrant peu pressée d'en faire davantage lors de sa dernière décision. L'écart Canada-États-Unis des taux de dix ans est ainsi remonté d'environ 15 points de base au cours du dernier mois. Les marchés des contrats à terme se sont maintenant ajustés pour escompter un long *statu quo* des taux directeurs au Canada, abandonnant la thèse de baisses supplémentaires (graphique 16). Une certaine stabilité des prix du pétrole s'observe ces dernières semaines, tandis que les dernières statistiques économiques canadiennes offrent le portrait d'une économie qui se remet de ses travers des deux premiers trimestres de l'année. L'ascension de l'endettement des ménages au printemps dernier (graphique 17) a aussi rappelé aux investisseurs les contraintes de stabilité financière qui pourraient inciter la BdC à la prudence.
- Les écarts pourraient tout de même éprouver de la difficulté à monter à partir des niveaux actuels. Même si la Réserve fédérale a joué de prudence en septembre, les dirigeants continuent toujours de viser une première hausse de taux en 2015. Les obligations canadiennes seront alors avantagées et les écarts seront appelés à redescendre. Cela d'autant plus que les incertitudes sur l'économie mondiale et la faiblesse des prix des matières premières risquent d'inciter les investisseurs à conserver un biais négatif dans leurs anticipations du prochain geste de la BdC.

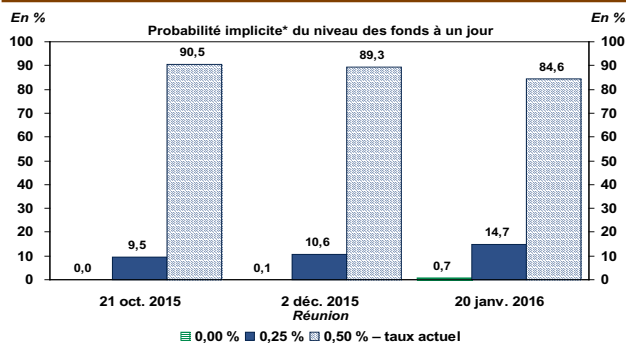
Prévisions : Le redressement de l'économie canadienne a renforcé notre conviction d'une BdC conservant ses taux directeurs inchangés pour une période relativement longue (jusqu'en 2017). Les hausses de taux plus tardives aux États-Unis par rapport à notre ancien scénario nous amènent à effectuer quelques ajustements à la baisse à nos cibles de fin d'année. Le taux de dix ans devrait ainsi terminer l'année à 1,55 %.

Graphique 15 – L'écart des taux de dix ans se redresse après avoir touché un creux en août



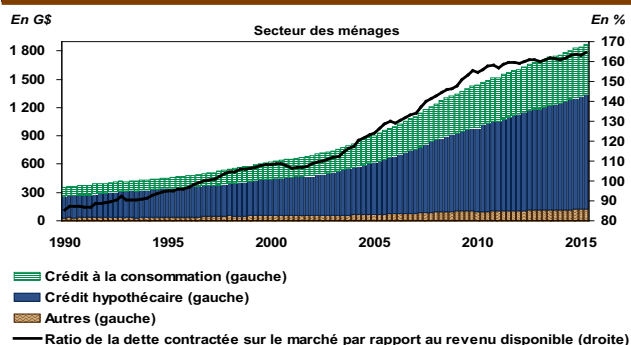
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – Les marchés anticipent largement le statu quo lors des prochaines réunions de la Banque du Canada



* Dérivée à partir des swaps indexés au taux à un jour.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 17 – L'endettement des ménages canadiens poursuit son ascension

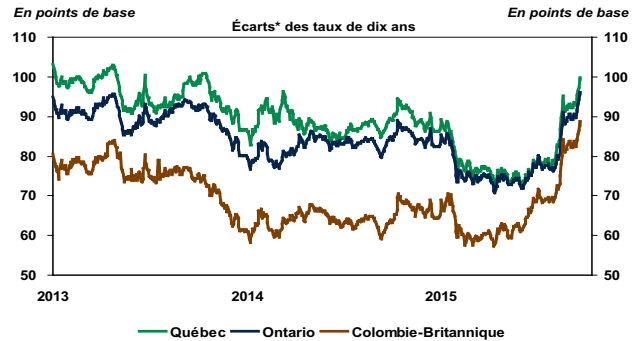


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

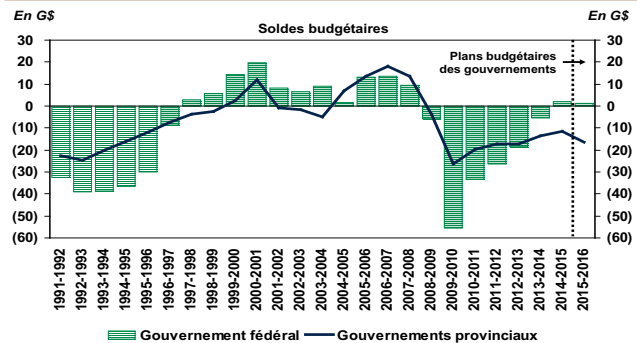
- Les écarts entre les coûts d'emprunt des provinces et ceux du gouvernement fédéral subissent de fortes pressions haussières (graphique 18). Le contexte de volatilité des marchés qui a caractérisé l'été a provoqué cet élargissement, même s'il faut dire que les écarts se situaient à des niveaux extrêmement bas au cours du printemps. Les pressions sur les marchés se sont jumelées à un environnement fondamental propice à l'élargissement des écarts. Il est maintenant clair que, de façon collective, le retour à l'équilibre budgétaire pour les provinces sera retardé, contrairement au cas du gouvernement fédéral (graphique 19).
- L'offre un peu moins généreuse en cours d'été pourrait quand même avoir limité les dégâts. Les soubresauts ont fait en sorte que les émetteurs provinciaux ont eu certaines réticences à se présenter au marché. À mi-chemin de l'exercice financier 2015-2016, certaines provinces, comme le Manitoba, le Nouveau-Brunswick et l'Ontario ont recueilli moins de 50 % de leurs besoins de financement statuels pour l'année. Le rythme d'émissions a néanmoins récupéré en septembre, conservant les écarts à des niveaux élevés en dépit de la remontée des taux fédéraux.
- Pour les provinces mieux positionnées fondamentalement, les écarts pourraient être appelés à se comprimer. On remarque notamment que malgré l'un des meilleurs bilans au point de vue budgétaire, les obligations de la Colombie-Britannique affichent une contre-performance par rapport à celles de l'Ontario.
- En revanche, on ne peut pas nécessairement avancer que les obligations du Québec sont relativement attractives à l'heure actuelle. Le ministre des Finances, Carlos Leitão, a annoncé en juillet une révision du déficit réalisé pour l'exercice financier 2014-2015 à 1,8 G\$, soit 550 M\$ de moins que le montant établi lors du dépôt du budget au printemps. Toutefois, l'écart est largement attribuable à des facteurs non récurrents. Par ailleurs, le ministre a aussi reconnu que la croissance du Québec pour 2015 devra être revue en baisse par rapport à l'hypothèse de 2,0 % sur laquelle reposaient les projections budgétaires. Nous avons rabattu notre prévision à 1,1 %. L'atteinte de l'équilibre budgétaire cette année constitue donc toujours un point d'incertitude. Il faut néanmoins admettre que l'économie ontarienne a tout autant déçu jusqu'à présent cette année, et le gouvernement est sensiblement plus loin de l'atteinte de l'équilibre budgétaire que celui du Québec. Ces conditions militent pour des écarts Québec-Ontario relativement stables.
- Du côté des obligations corporatives, la tendance haussière des écarts de taux sera appelée à se poursuivre (graphique 20). Ce marché a été sujet aux mêmes problèmes qui ont nui au marché des obligations provinciales cet été. Les émetteurs ont rencontré un environnement hostile, autant en Europe, aux États-Unis et qu'au Canada, et ils redoublent maintenant d'ardeur pour conclure des transactions. À titre d'exemple, le 9 septembre a constitué la quatrième journée la plus occupée jamais enregistrée en termes d'émissions de titres de dette aux États-Unis, avec un total de 26 G\$ US. Le sentiment d'urgence est amplifié par le fait qu'il s'agit sans doute d'une dernière opportunité qu'ont les entreprises de se financer à des taux historiquement bas.

Graphique 18 – Forte remontée des écarts de taux des provinces



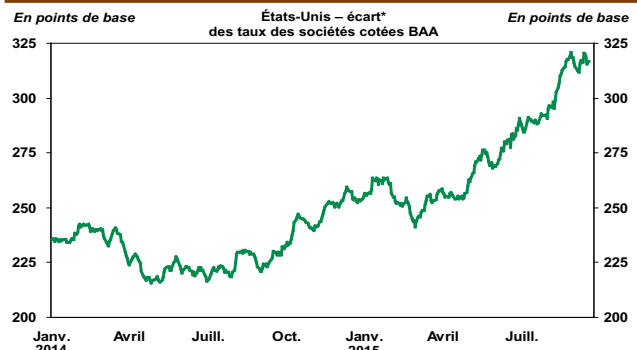
* Par rapport au taux des obligations fédérales de dix ans.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 19 – Le contexte budgétaire est plus difficile pour les provinces que pour le gouvernement fédéral



Sources : ministère des Finances du Canada, budgets des gouvernements provinciaux et Desjardins, Études économiques

Graphique 20 – La remontée des écarts de taux pourrait se poursuivre



* Par rapport au taux des obligations fédérales de dix ans.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2014				2015				2016			
	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	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25
Canada												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
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	0,75	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 2015			
8	Banque de Corée	s.q.	1,50
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
14-15	Banque du Japon	---	---
15	Banque du Canada	-25 p.b.	0,50
16	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
22	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-25 p.b.	3,00
29	Banque du Brésil	+50 p.b.	14,25
29	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
30	Banque du Mexique	s.q.	3,00
Août 2015			
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,00
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
6-7	Banque du Japon	---	---
12	Banque de Corée	s.q.	1,50
Septembre 2015			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,00
2	Banque du Brésil	s.q.	14,25
3	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
3	Banque de Suède	s.q.	-0,35
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-25 p.b.	2,75
9	Banque du Canada	s.q.	0,50
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10	Banque de Corée	s.q.	1,50
14-15	Banque du Japon	---	---
17	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
17	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
21	Banque du Mexique	s.q.	3,00
24	Banque de Norvège	-25 p.b.	0,75

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

Date	Banque centrale
Octobre 2015	
5	Banque de réserve d'Australie
6-7	Banque du Japon
8	Banque d'Angleterre
14	Banque de Corée
21	Banque du Brésil
21	Banque du Canada
22	Banque centrale européenne
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
28	Banque de Suède
28	Réserve fédérale
29	Banque du Mexique
30	Banque du Japon
Novembre 2015	
2	Banque de réserve d'Australie
5	Banque d'Angleterre
5	Banque de Norvège
11	Banque de Corée
18-19	Banque du Japon
25	Banque du Brésil
30	Banque de réserve d'Australie
Décembre 2015	
2	Banque du Canada
3	Banque centrale européenne
9	Banque de Corée
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
10	Banque d'Angleterre
10	Banque nationale suisse
15	Banque de Suède
16	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	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	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25
Bons du Trésor												
3 mois	0,05	0,04	0,02	0,04	0,03	0,01	0,00	0,30	0,55	0,65	0,85	1,10
Obligations fédérales												
2 ans	0,39	0,42	0,56	0,63	0,54	0,58	0,65	0,90	1,10	1,20	1,40	1,55
5 ans	1,71	1,60	1,77	1,64	1,37	1,62	1,40	1,70	1,90	2,00	2,15	2,25
10 ans	2,73	2,52	2,51	2,17	1,93	2,33	2,10	2,35	2,50	2,55	2,65	2,75
30 ans	3,56	3,34	3,21	2,75	2,54	3,10	2,90	3,00	3,10	3,15	3,20	3,30
Pente												
5 ans - 3 mois	1,66	1,56	1,75	1,60	1,34	1,61	1,40	1,40	1,35	1,35	1,30	1,15
10 ans - 2 ans	2,34	2,09	1,95	1,54	1,39	1,75	1,45	1,45	1,40	1,35	1,25	1,20
30 ans - 3 mois	3,51	3,30	3,19	2,71	2,51	3,09	2,90	2,70	2,55	2,50	2,35	2,20

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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Bons du Trésor												
3 mois	0,89	0,94	0,92	0,92	0,56	0,58	0,45	0,45	0,45	0,45	0,50	0,50
Obligations fédérales												
2 ans	1,07	1,10	1,12	1,01	0,50	0,48	0,50	0,50	0,55	0,60	0,70	0,80
5 ans	1,71	1,53	1,63	1,34	0,76	0,82	0,80	0,90	1,00	1,10	1,15	1,35
10 ans	2,46	2,24	2,15	1,79	1,36	1,69	1,45	1,55	1,65	1,65	1,75	1,95
30 ans	2,96	2,78	2,67	2,34	1,98	2,31	2,20	2,30	2,35	2,40	2,45	2,55
Pente												
5 ans - 3 mois	0,82	0,59	0,71	0,42	0,20	0,24	0,35	0,45	0,55	0,65	0,65	0,85
10 ans - 2 ans	1,39	1,14	1,03	0,78	0,86	1,21	0,95	1,05	1,10	1,05	1,05	1,15
30 ans - 3 mois	2,07	1,84	1,75	1,42	1,42	1,73	1,75	1,85	1,90	1,95	1,95	2,05
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,84	0,90	0,90	0,88	0,53	0,57	0,45	0,15	(0,10)	(0,20)	(0,35)	(0,60)
2 ans	0,68	0,68	0,56	0,38	(0,04)	(0,10)	(0,15)	(0,40)	(0,55)	(0,60)	(0,70)	(0,75)
5 ans	(0,00)	(0,07)	(0,14)	(0,30)	(0,61)	(0,80)	(0,60)	(0,80)	(0,90)	(0,90)	(1,00)	(0,90)
10 ans	(0,27)	(0,28)	(0,36)	(0,38)	(0,57)	(0,64)	(0,65)	(0,80)	(0,85)	(0,90)	(0,90)	(0,80)
30 ans	(0,60)	(0,56)	(0,54)	(0,41)	(0,56)	(0,79)	(0,70)	(0,70)	(0,75)	(0,75)	(0,75)	(0,75)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques