

## Les taux obligataires resteront très bas

### FAITS SAILLANTS

- La poussée des craintes concernant le *Brexit* a récemment fait redescendre les taux obligataires nord-américains près de leur creux de février. Alors que les résultats demeurent incertains, il faut s'attendre à une forte réaction du marché dans les jours qui suivront le référendum du 23 juin.
- Le ralentissement marqué de la création d'emplois aux États-Unis en mai et la poussée des intentions de vote en faveur du *Brexit* ont convaincu la Réserve fédérale (Fed) d'opter pour le *statu quo* en juin.
- Une nouvelle baisse des fameux « dots », qui représentent les niveaux de taux directeurs jugés appropriés par les dirigeants de la Fed, et certains commentateurs de Janet Yellen donnent l'impression qu'une hausse de taux n'est pas imminente.
- Nous prévoyons maintenant une remontée encore plus lente des taux directeurs américains, avec seulement une hausse de 0,25 % cette année et deux autres l'an prochain. Dans ce contexte, la Banque du Canada attendra probablement au printemps 2018 avant d'amorcer à son tour son resserrement monétaire. Nos prévisions de taux obligataires ont aussi été revues significativement à la baisse pour refléter ces nouveaux scénarios de taux 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

Les craintes, ou les espoirs, de voir les taux obligataires remonter significativement en 2016 ont maintenant beaucoup de plomb dans l'aile. Après avoir bondi en début d'année, les inquiétudes des investisseurs se sont dissipées progressivement et plusieurs actifs risqués, dont les Bourses nord-américaines et le pétrole, ont atteint au début du mois de juin des sommets de près d'un an. La remontée a été beaucoup plus limitée du côté des taux obligataires. Après avoir évolué aux environs de 2,20 % au cours des derniers mois de 2015, le taux américain de dix ans a chuté aux environs de 1,60 % lorsque les tensions financières ont atteint leur sommet en février dernier. La baisse des inquiétudes n'a toutefois pas permis à ce taux de franchir à nouveau la barre des 2 % depuis. Les politiques monétaires très agressives des banques centrales d'outre-mer ainsi que des doutes sur la santé de l'économie américaine et sur l'évolution de sa politique monétaire ont contribué au maintien de taux très bas.

### LE BREXIT POURRAIT AVOIR UN IMPACT MAJEUR À COURT TERME

La poussée des craintes concernant le *Brexit* a récemment fait redescendre les taux obligataires nord-américains près de leur creux de février et a même amené pour la première fois le taux allemand de dix ans en territoire négatif. Alors que tout indique que les résultats du référendum du 23 juin resteront incertains jusqu'à la dernière minute, il faut s'attendre à une forte réaction du marché dans les jours qui suivront. Après avoir longtemps ignoré ce risque, les investisseurs semblent maintenant porter toute leur attention sur cette question. On a même vu récemment certains commentaires selon lesquels le *Brexit* pourrait être pire que l'effondrement de Lehman Brothers. Cela nous semble grandement exagéré.

Comme l'on estimé plusieurs organismes internationaux, la décision de quitter l'Union européenne (UE) pourrait avoir des conséquences importantes sur l'économie britannique à moyen et à long termes. Il faut toutefois comprendre que rien ne changerait véritablement le lendemain d'un gain du

**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

*Brexit* alors qu'une période de négociation de deux ans est prévue avant une sortie de l'UE. Une poussée de volatilité et d'aversion pour le risque pourrait bien survenir, mais toutes les banques centrales seraient prêtes à intervenir pour éviter que cela n'entraîne une crise de liquidité. Les résultats du référendum pourraient tout de même avoir un impact important à court terme sur les marchés financiers et un *Brexit* pourrait temporairement faire chuter les taux obligataires nord-américains encore plus bas que ce nous prévoyons dans notre scénario de base. L'effet sur les marchés nord-américains à moyen et long terme serait toutefois probablement limité.

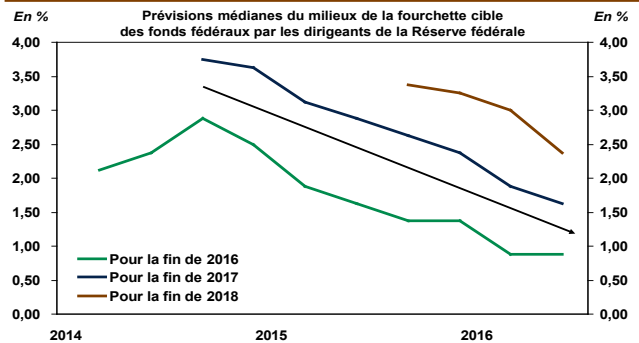
### LA RÉSERVE FÉDÉRALE SEMBLE PARALYSÉE

Il n'y a pas si longtemps, nous misions sur une hausse de taux lors de la rencontre du 15 juin de la Réserve fédérale (Fed). Le ralentissement marqué de la création d'emplois aux États-Unis en mai et la poussée des intentions de vote en faveur du *Brexit* ont toutefois fermé la porte à cette option au début du mois de juin. La question est maintenant de savoir si la Fed recommencera à resserrer sa politique monétaire en juillet, en septembre, en décembre ou seulement l'an prochain. Un geste lors de la rencontre de novembre est pratiquement exclu à cause des élections américaines.

Le communiqué accompagnant la décision de maintenir les taux directeurs inchangés le 15 juin demeurait généralement optimiste. Une nouvelle baisse des fameux « dots », qui représentent les niveaux de taux directeurs jugés appropriés par les dirigeants de la Fed, a toutefois rapidement donné l'impression qu'une hausse de taux n'était pas imminente. Si la prévision médiane signale toujours deux hausses de 0,25 % des taux d'ici la fin de 2016, on remarque que le nombre de dirigeants ne prévoyant qu'une seule hausse de taux cette année est passé de seulement 1 en mars à 6 en juin, sur un total de 17. Une nouvelle baisse des taux prévus pour les années subséquentes et à long terme a amplifié l'impression que les « dots » continuaient de surestimer les véritables hausses de taux (graphique 1).

Le commentaire de la présidente, Janet Yellen, mentionnant qu'elle voudra s'assurer que le *momentum* de l'économie américaine n'a pas ralenti avant de remonter les taux directeurs penche aussi pour un resserrement relativement tardif. Il ne sera pas facile de dissiper ce doute, surtout que les statistiques américaines ont été particulièrement volatiles au cours des derniers trimestres. Les dernières données américaines sur la consommation sont très encourageantes, mais la création d'emplois semble maintenant décevante. En début d'année, la Fed faisait face à la situation inverse et elle a aussi réagi en repoussant ses hausses de taux. Dans ce contexte, une hausse de taux en juillet paraît très peu probable. Si le *Brexit* est rejeté, que les données américaines

**Graphique 1 – Les dirigeants de la Réserve fédérale ne cessent de revoir à la baisse leurs prévisions concernant les taux directeurs**



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

sont très bonnes et que les marchés financiers évoluent favorablement, la Fed serait probablement prête à monter ses taux en septembre prochain. Il nous semble cependant plus probable qu'un obstacle surviendra qui la convaincra d'attendre en décembre avant d'agir.

### LA BANQUE DU CANADA SE MONTRERA AUSSI TRÈS PATIENTE

Nous prévoyons maintenant une remontée encore plus lente des taux directeurs américains, avec seulement une hausse de 0,25 % cette année et deux autres l'an prochain. Ce resserrement encore plus graduel de la Fed limitera les pressions haussières sur le dollar américain et incitera les autres banques centrales à maintenir des politiques monétaires très accommodantes. Dans ce contexte, la Banque du Canada attendra probablement au printemps 2018 avant d'amorcer à son tour son resserrement monétaire. Nos prévisions de taux obligataires ont aussi été revues significativement à la baisse pour refléter ces nouveaux scénarios de taux directeurs.

Tout semble ainsi aller pour le mieux pour le marché obligataire alors que le risque d'un resserrement monétaire trop agressif de la politique monétaire américaine semble maintenant négligeable. Nous supposons cependant dans notre scénario de base que l'inflation restera bien contrôlée malgré la réticence des banques centrales à remonter les taux. Ceci n'est pas assuré alors que les perspectives semblent favorables à une hausse des prix du pétrole et que l'on commence à percevoir des signes d'accélération des pressions salariales aux États-Unis. L'arrivée de véritables pressions inflationnistes placerait les banques centrales et les marchés obligataires dans une situation difficile.

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

**Mathieu D'Anjou, CFA**  
Économiste principal

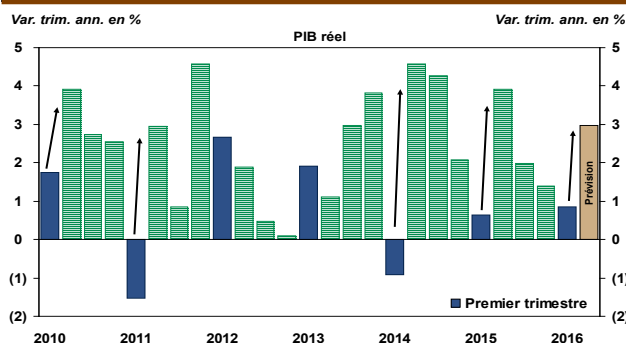
# RÉSERVE FÉDÉRALE

## La patience de la Réserve fédérale s'étirera davantage

- La Réserve fédérale (Fed) a opté de nouveau pour le *statu quo* lors de sa réunion du 15 juin. La conjoncture n'a donc pas réussi à la convaincre de resserrer sa politique monétaire depuis le premier relèvement de taux en décembre 2015. Il faut dire que la croissance économique a été décevante au premier trimestre de 2016 avec une hausse annualisée de seulement 0,8 % du PIB réel selon la deuxième estimation des comptes nationaux. Cette contre-performance rappelle la faiblesse des premiers trimestres de 2014 et de 2015. Heureusement, comme au cours de ces deux années, on peut s'attendre à une accélération de la croissance économique au deuxième trimestre (graphique 2).
- Si la croissance semble s'accélérer, pourquoi Janet Yellen et ses collègues n'ont-ils pas opté pour une hausse des taux directeurs en juin? En conférence de presse, la présidente de la Fed a clairement indiqué que l'incertitude qui entoure le référendum britannique sur l'appartenance à l'Union européenne est l'un des facteurs qui ont influencé cette décision. Toutefois, l'élément décisif, qui a d'ailleurs grandement changé les attentes des marchés face à cette réunion, fut la publication des résultats de l'emploi en mai avec seulement 38 000 embauches. Au-delà de cette seule donnée, on observe depuis février une tendance baissière de la croissance de l'emploi. L'indice des conditions du marché du travail, un indicateur publié par la Fed pour donner un portrait plus large du marché, est aussi en baisse depuis le début de l'année (graphique 3). Même si la Fed, comme nous, prévoit une reprise rapide des embauches, ses dirigeants voudront sans doute s'assurer que le portrait global du marché du travail s'améliorera de façon convaincante avant de rehausser les taux directeurs, ce qui pourrait la faire patienter jusqu'à l'automne.
- D'un autre côté, on remarque que la progression des salaires devient plus vive. C'est ce que montre l'indice de la Fed d'Atlanta de croissance des salaires, qui affiche une tendance clairement positive. Toutefois, les craintes d'accélération générale de l'inflation demeurent bien faibles et certaines enquêtes, comme celle de la confiance des consommateurs de l'Université du Michigan, affichent même une baisse des anticipations d'inflation des ménages (graphique 4).

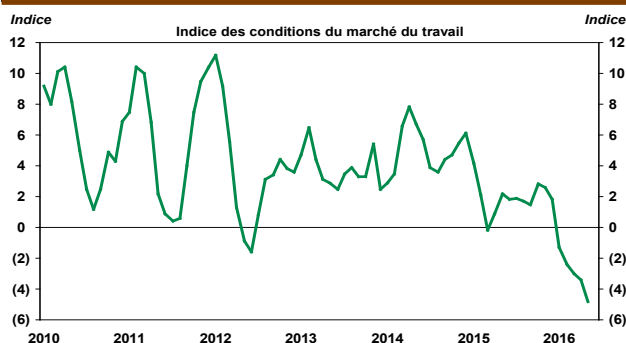
**Prévisions** : L'incertitude au Royaume-Uni, l'élection présidentielle américaine, la baisse des anticipations inflationnistes des marchés et des ménages ainsi que les inquiétudes sur la robustesse du marché du travail sont tous des arguments qui inciteront la Fed à demeurer patiente. Malgré les signes de rebond du PIB réel et les attentes d'une croissance plus rapide de l'emploi, une seule hausse des taux directeurs est maintenant prévue cette année, probablement à la réunion de décembre. Deux hausses de taux seulement sont anticipées pour 2017.

**Graphique 2 – Comme au cours des dernières années, un rebond printanier de la croissance est prévu aux États-Unis**



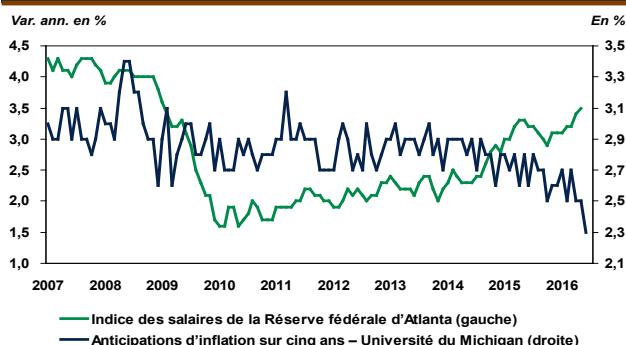
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 3 – Le marché du travail offre une image inquiétante**



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – Des signaux divergents du côté de l'inflation américaine**



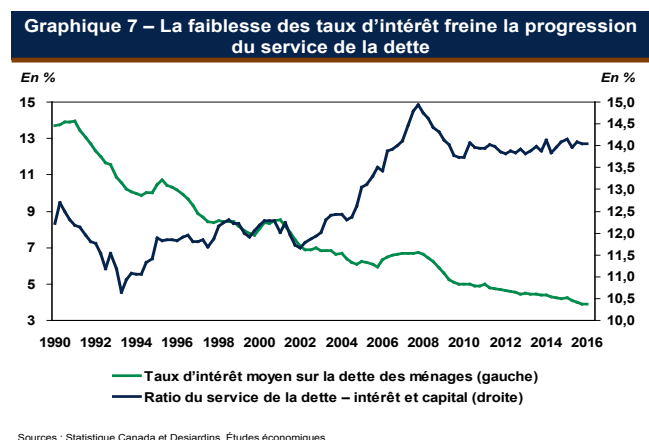
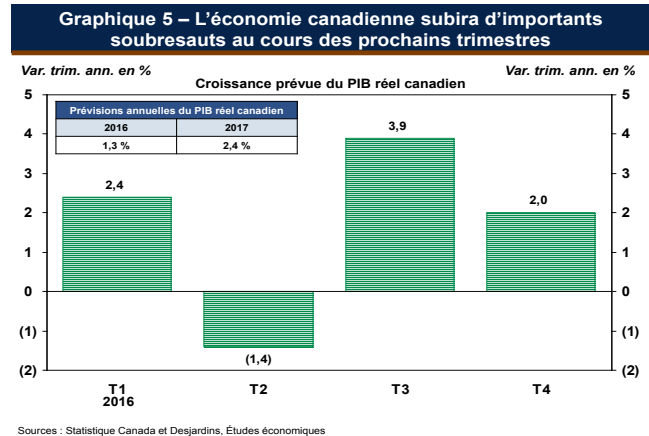
Sources : Réserve fédérale d'Atlanta, Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

# BANQUE DU CANADA

## Les difficultés à venir ne devraient pas perturber les autorités monétaires

- D'importantes fluctuations affecteront l'économie canadienne au cours des prochains trimestres (graphique 5). Même si leur tendance demeure à la hausse, les exportations ont connu des difficultés temporaires récemment, ce qui devrait freiner la progression du PIB réel au deuxième trimestre. À cela, il faut ajouter les effets négatifs des feux de forêt dans la région de Fort McMurray. En outre, la production albertaine de pétrole a diminué significativement en mai. Dans ces conditions, le PIB réel pourrait descendre en territoire négatif au deuxième trimestre alors qu'un recul d'environ 1,5 % est attendu.
- Le retour graduel à la normale des activités dans le secteur pétrolier, combiné avec le maintien de la tendance haussière des exportations hors énergie (graphique 6), devrait engendrer un important rebond de la croissance économique au troisième trimestre, soit aux alentours de 4 %.
- La Banque du Canada (BdC) a réduit en avril sa fourchette de prévision pour la croissance de la production potentielle au pays en raison surtout de la diminution des investissements des entreprises. Dans ces conditions, les capacités excédentaires de production de l'économie canadienne pourraient se résorber d'ici la fin de 2017. En attendant, les pressions haussières sur l'inflation resteront limitées. Le taux annuel d'inflation de référence est d'ailleurs très stable et il se maintient entre 1,9 % et 2,4 % depuis bientôt deux ans.
- La vive progression du marché de l'habitation dans certaines régions du pays et l'endettement élevé des ménages demeurent une importante source de préoccupation. Même si le ratio du service de la dette (correspondant au paiement des intérêts et au remboursement de capital par rapport au revenu disponible) a légèrement diminué au premier trimestre (graphique 7), soit de 14,05 % à 14,04 %, certains ménages sont vulnérables à une éventuelle hausse des taux d'intérêt. Selon nos estimations à partir du niveau actuel d'endettement, une simple remontée de 60 points de base du taux d'intérêt moyen sur la dette des ménages ferait passer le ratio du service de la dette au-dessus de son sommet historique.

**Prévisions :** Étant donné le niveau élevé d'endettement des ménages, une réduction additionnelle des taux d'intérêt directs est à éviter, même si des nouvelles décevantes sur la scène économique devraient ressurgir au cours des prochains mois. À l'opposé, la BdC vaudra attendre que le contexte économique mondial et national s'améliore significativement avant d'entamer une remontée du taux cible des fonds à un jour. À notre avis, ce n'est qu'au printemps 2018 que les conditions seront suffisamment réunies pour justifier une première hausse des taux directs canadiens.



# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## Est-ce qu'il y aura d'autres assouplissements en zone euro et au Japon?

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La BCE n'a rien annoncé de neuf depuis la série de mesures décrétées en mars. Cela dit, dans un contexte marqué par de nombreuses incertitudes, où la croissance économique a de la difficulté à s'accélérer et où l'inflation demeure largement sous sa cible, la porte est encore ouverte pour en faire plus. Le fait que la Réserve fédérale tarde à resserrer sa politique monétaire ajoute également de la pression sur la BCE par le biais d'un euro plus fort.
- Il importe toutefois de bien évaluer les mesures déjà annoncées. D'ici mars 2017, la taille du bilan de la BCE augmentera déjà fortement en raison des achats mensuels d'actifs de 80 G€, en plus de la contribution potentiellement élevée des TLTRO II, le dernier né en matière de programmes de soutien pour les institutions financières. En supposant que les achats d'actifs seront prolongés au-delà de mars 2017, mais à un rythme décroissant, au final, la taille du bilan de la BCE pourrait dépasser 5 000 G€, soit environ 50 % de la valeur du PIB de la zone euro (graphique 8). Ce niveau serait nettement plus élevé que celui atteint aux États-Unis. Devant ces chiffres, il apparaît peu probable que la BCE augmente encore significativement ses mesures à moins qu'un nouveau choc d'ampleur ne se manifeste ou que la popularité du programme TLTRO II soit faible.

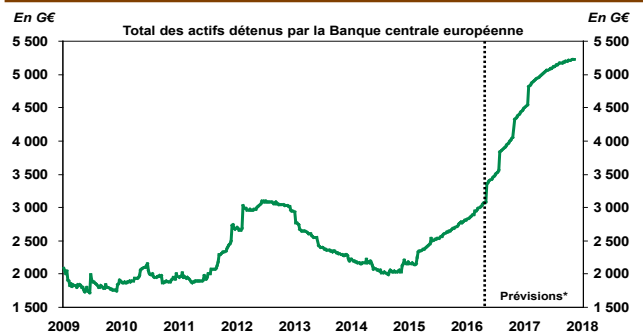
### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Il n'y a pas si longtemps, des hausses de taux d'intérêt étaient attendues au Royaume-Uni, mais l'incertitude amenée par le référendum sur la sortie du pays de l'Union européenne a changé la donne. Les plus récents sondages suggèrent un résultat serré (graphique 9), mais le vote des indécis pourrait finalement faire pencher la balance pour le *statu quo*. C'est d'ailleurs ce scénario que nous privilégions, ce qui ne permettrait tout de même pas à la BoE d'amorcer son resserrement avant le deuxième trimestre de l'an prochain. Cette patience est justifiée par une croissance économique et des pressions inflationnistes plus faibles. Dans un scénario de *Brexit*, le resserrement monétaire serait reporté à plus loin encore.

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

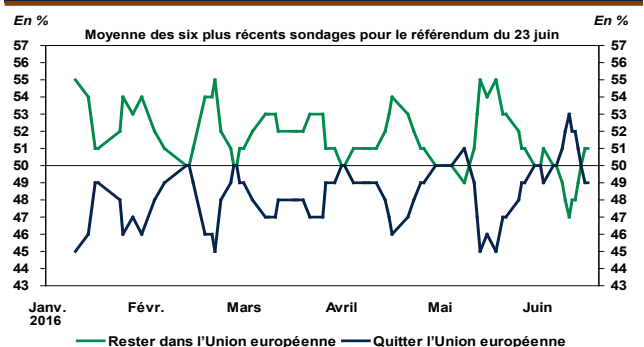
- La BoJ se garde encore toutes les options pour accélérer la croissance économique et relever le taux d'inflation à sa cible de 2 %. À cet égard, les plus récents chiffres sur la variation des prix ne montrent toujours pas de tendance haussière (graphique 10), ce qui augmente les probabilités d'une annonce prochaine. L'appréciation du yen au cours des derniers mois milite également pour une intervention des autorités monétaires. Néanmoins, étant donné que la baisse des taux d'intérêt (en territoire négatif) décrétée en janvier n'a rien fait sur la devise, une intervention de change pourrait cette fois être privilégiée.

Graphique 8 – La taille du bilan de la Banque centrale européenne augmentera fortement au cours des prochains trimestres



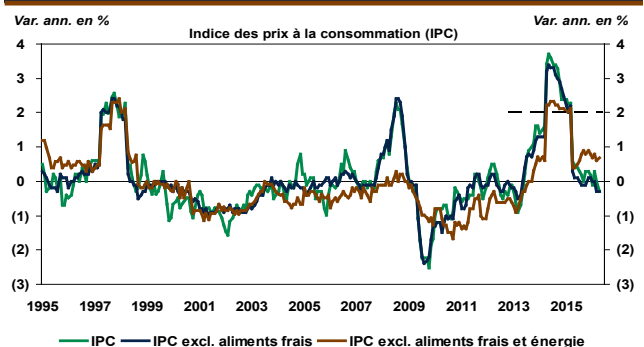
\* Achats de 80 G€ par mois jusqu'en mars 2017. Par la suite, il y a réduction des achats jusqu'à la fin de 2017. Les quatre opérations de refinancement planifiées entre juin 2016 et mars 2017 (TLTRO II) pourraient ajouter 1 000 G €. Sources : Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – L'issue du référendum au Royaume-Uni demeure très incertaine



Sources : NatCen Social Research et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – L'inflation peine toujours à s'accélérer au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

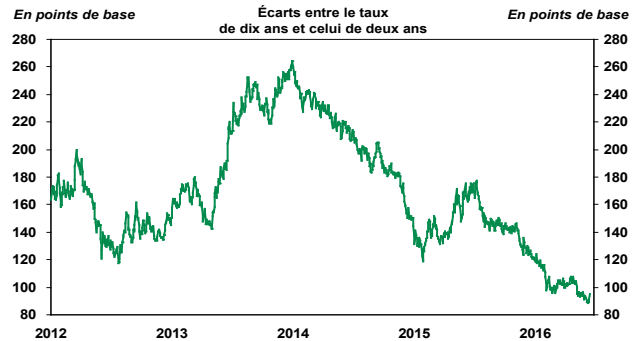
## Brexit ou pas, des taux faibles sont à prévoir

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Jusqu'au mois dernier, les taux obligataires américains avaient été incapables d'adopter une tendance claire. Entre février et mai, le taux de dix ans a maintenu une moyenne de 1,81 %, celui de deux ans a oscillé autour de 0,79 %. Les dernières statistiques sur le marché de l'emploi, plutôt déconcertantes, ont changé la donne. Les taux ont brutalement chuté après la parution des données, et la tendance s'est poursuivie une bonne partie du mois de juin alors que les craintes d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE) se sont accentuées. En date du 17 juin, le taux de dix ans affichait une baisse de 23 points de base par rapport au 31 mai. Il est même descendu jusque sous 1,52 %, niveau le plus faible en près de quatre ans. La pente de la courbe obligataire, déjà très plate, s'est aplatie davantage (graphique 11).
- L'évolution des taux obligataires américains s'inscrit dans un contexte d'incertitude politique accrue, en particulier au Royaume-Uni avec le *Brexit*. Les taux au Royaume-Uni ont récemment établi de nouveaux records, reflétant des investissements nerveux face à l'éventualité d'un vote en faveur d'une sortie de l'UE. Mettant à l'épreuve les nerfs des marchés, plusieurs sondages ont récemment donné une avance à cette option (graphique 12). L'aversion au risque a engendré une ruée vers les obligations allemandes, entraînant leur taux de dix ans brièvement en zone négative (graphique 13).
- Notre scénario de base demeure celui d'un maintien du *statu quo* au Royaume-Uni. Une bonne partie des baisses de taux obligataires en juin devraient ainsi être renversées. Le cas contraire impliquerait une demande encore soutenue pour les obligations américaines à court terme, profitant de l'effet de valeur refuge. Même sans sortie du Royaume-Uni, les taux termineront l'année à des niveaux plus faibles que prévu auparavant. À la lecture de la dernière annonce de la Réserve fédérale (Fed), nous estimons que les taux directeurs mettront plus de temps à être relevés aux États-Unis, et tablons désormais sur une décision allant en ce sens en décembre seulement.

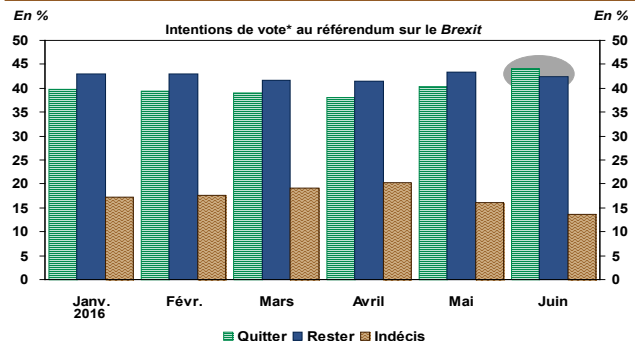
**Prévisions :** Notre cible de fin d'année s'établit désormais à 2,00 % pour le taux de dix ans. Celui de deux ans terminera vraisemblablement l'année légèrement au-dessus de 1,00 %. Nous prévoyons que la Fed décrètera seulement cinq hausses des taux directeurs d'ici la fin de 2018. Le contexte mondial qui restera probablement aussi incertain sur cet horizon et les politiques monétaires très agressives ailleurs sont des facteurs qui militent pour une normalisation à pas de tortue de la politique monétaire américaine.

**Graphique 11 – La pente de la courbe américaine est extrêmement plate**



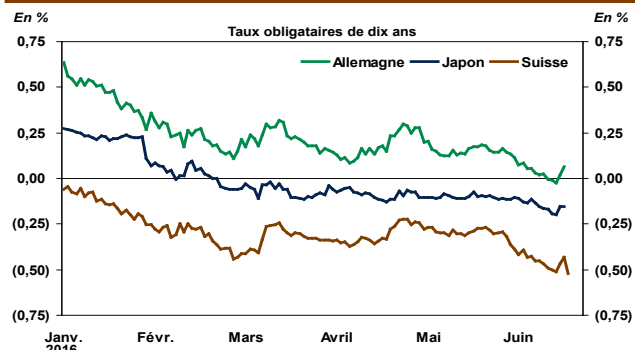
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 12 – Les sondages effectués en juin ont eu tendance à avantager l'option de sortie de l'Union européenne**



\* Moyenne des sondages effectués dans le mois.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – Le taux allemand de dix ans a fait une brève incursion en territoire négatif**

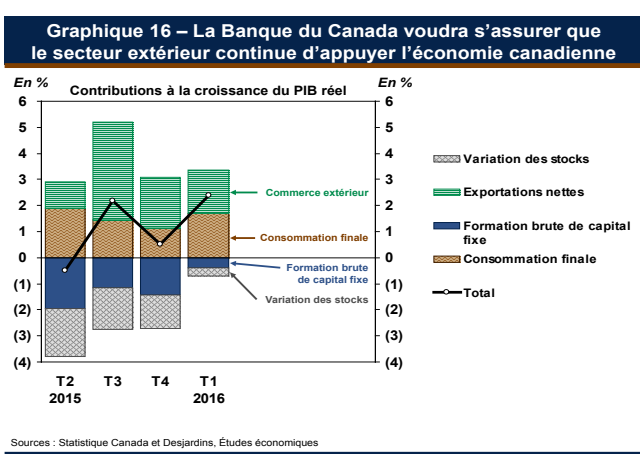
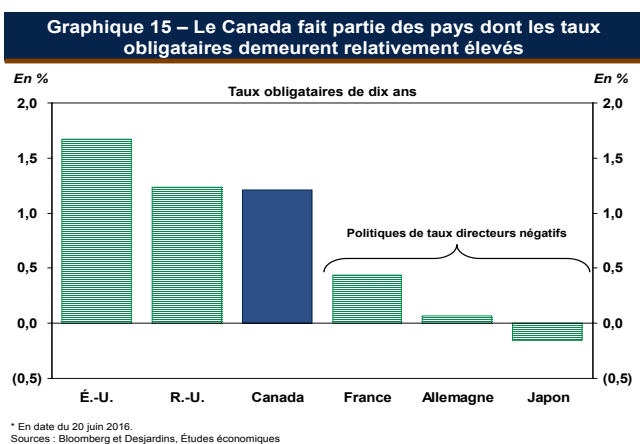
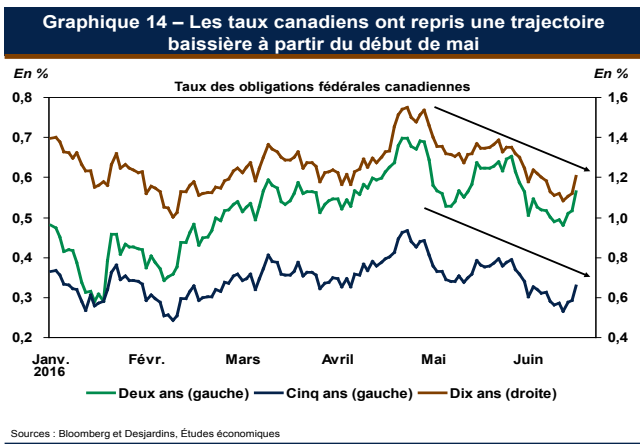


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

## OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Le printemps s'est déroulé en deux temps pour les taux obligataires canadiens. La décision de la Banque du Canada (BdC) de demeurer patiente au mois de janvier a été suivie d'une nette amélioration des statistiques économiques canadiennes, si bien qu'à la fin d'avril, au lieu d'anticiper des baisses de taux, les marchés des contrats à terme se sont positionnés en vue d'une faible probabilité que la BdC resserre sa politique monétaire en fin d'année. Le taux de deux ans, qui avait atteint un creux de 0,25 % le 20 janvier, est remonté pour atteindre 0,71 % le 2 mai. Même tendance pour le taux de cinq ans, touchant 0,95 % quelques mois seulement après avoir touché 0,39 %. Or, les taux ont de nouveau adopté une trajectoire baissière à partir du début de mai (graphique 14).
- La recrudescence de l'aversion au risque à l'échelle mondiale a été bénéfique aux obligations canadiennes. Malgré la faiblesse des taux canadiens, ils demeurent sensiblement plus élevés que dans plusieurs pays développés (graphique 15). Par ailleurs, l'économie canadienne a recommencé à connaître des difficultés. Le premier trimestre, qui semblait prometteur au chapitre de la croissance, s'est soldé par une augmentation moins rapide que prévu du PIB. Les feux de forêt en Alberta ont amené un élément d'incertitude supplémentaire concernant la croissance dans les trimestres subséquents. Nous tablons sur une contraction de 1,4 % du PIB au deuxième trimestre, suivi d'un rebond de 3,9 % au troisième trimestre.
- Abstraction faite des risques liés au *Brexit*, on s'attend maintenant à des taux obligataires qui termineront l'année à des niveaux plus bas que prévu auparavant. Avec la Réserve fédérale (Fed) qui devrait demeurer sur les lignes de côté pour encore environ six mois, et vu l'importance d'une devise faible pour continuer d'appuyer le secteur extérieur canadien (graphique 16), la BdC affichera peu d'empressement à relever ses taux directeurs. Nous estimons dorénavant que la BdC patientera jusqu'au deuxième trimestre de 2018 avant de resserrer sa politique monétaire. Au second semestre de 2016, l'évolution des taux canadiens devrait être relativement similaire à celle des taux américains. Les écarts entre les taux canadiens et américains devraient ainsi demeurer près de leurs niveaux actuels jusqu'en décembre, et commencer à se creuser au moment où la Fed décrètera sa prochaine hausse de taux.

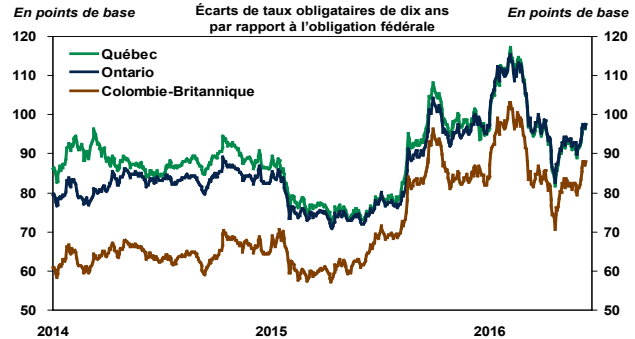
**Prévisions :** Nos révisions portent la cible pour le taux canadien de dix ans à 1,35 % en fin d'année 2016. Nous prévoyons que le taux terminera l'année 2017 à seulement 1,60 %, une augmentation sensiblement moindre qu'aux États-Unis, alors que contrairement à la Fed, la BdC n'aura pas encore décrété de hausse de taux. Les obligations canadiennes devraient ainsi offrir de meilleurs rendements que les obligations américaines au courant de 2017. Ce sera particulièrement le cas aux échéances courtes, les plus sensibles aux orientations des politiques monétaires.



**OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES**

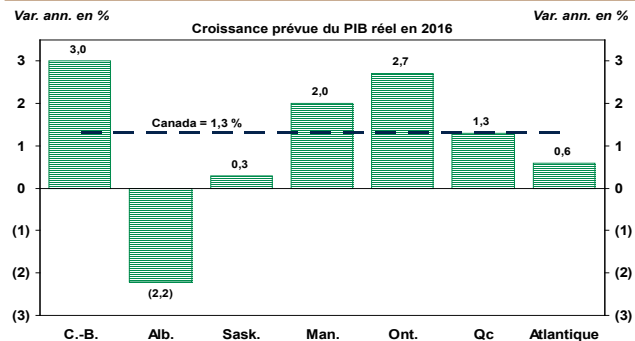
- Après la période de haute volatilité qui a caractérisé le début de 2016, le calme est revenu sur le marché des obligations provinciales. Les écarts des coûts d'emprunt ont baissé de manière assez nette entre la mi-février et la fin du mois d'avril. Ils ont remonté depuis, sans pour autant retrouver les sommets du début d'année (graphique 17). C'est surtout le mouvement à la baisse des taux des obligations fédérales qui a dicté l'élargissement des écarts, plutôt qu'une perception fondamentalement négative des investisseurs face à la classe d'actifs.
- La saison budgétaire s'est déroulée sans surprise majeure au niveau des grands émetteurs. Le Québec affiche désormais d'intéressants surplus (avant les versements au Fonds des générations). L'Ontario retrouvera vraisemblablement l'équilibre budgétaire l'an prochain, comme prévu. En fait, seules deux provinces ont prévu être en déficit l'an prochain, soit l'Alberta et Terre-Neuve-et-Labrador. Ces deux économies sont toujours aux prises avec une récession cette année, en lien avec la chute des prix du pétrole. Nous prévoyons tout de même qu'elles retrouveront le chemin de la croissance l'an prochain, ce qui devrait aider à réduire les pressions sur leurs finances publiques.
- Toutefois, les écarts de coûts d'emprunt pour une province comme l'Alberta ne devraient pas se comprimer rapidement. La contraction du PIB en 2015 a été presque trois fois supérieure aux estimations du gouvernement albertain, illustrant le haut degré d'incertitude. L'année 2016 sera tout aussi incertaine, alors que l'impact des feux de forêt s'ajoutera à un contexte déjà difficile pour le secteur pétrolier. En revanche, les obligations d'une province comme le Manitoba, qui devrait connaître une croissance supérieure à la moyenne cette année (graphique 18) et qui sera en équilibre budgétaire l'an prochain, constituent une option intéressante. Ce sera le cas surtout pour les investisseurs ayant un horizon assez long toutefois, car il ne s'agit pas d'une émission très liquide.
- Du côté des obligations corporatives, c'est le calme relatif depuis le mois de mai. L'écart de taux des obligations américaines cotées BBB par rapport aux obligations fédérales s'est considérablement résorbé après la tourmente du début d'année, et se situe même sous les niveaux du quatrième trimestre de 2015. Ceci s'arrime au regain des marchés boursiers observé jusqu'au début de juin. Dans un contexte où la variation annuelle des profits des entreprises du S&P 500 est négative depuis maintenant six trimestres, on aurait pu s'attendre à une certaine faiblesse des obligations des sociétés. Cela illustre le degré auquel le contexte de taux souverains extrêmement faibles, causé par les politiques monétaires ultra-accommodantes, supplante les facteurs fondamentaux. Le contexte est aussi favorable aux obligations corporatives canadiennes. La remontée des cours du pétrole constitue notamment un élément qui favorise une baisse des coûts d'emprunt dans le secteur énergétique (graphique 19).

**Graphique 17 – Les écarts de taux des provinces se maintiennent près de leur moyenne récente**



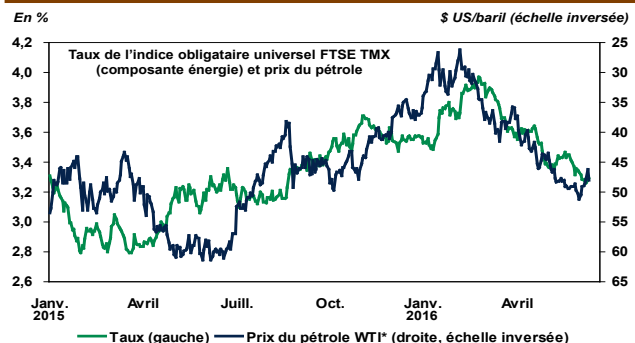
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 18 – Le Manitoba fait partie des provinces qui devraient connaître une croissance supérieure à la moyenne**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 19 – La remontée du prix du pétrole allège les pressions sur les coûts d'emprunt dans le secteur énergétique**



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



**Tableau 1**  
**Taux d'intérêt directeurs**

Fin de période en %	2015				2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>États-Unis</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
<b>Canada</b>												
Taux des fonds à un jour	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>Zone euro</b>												
Taux de refinancement	0,05	0,05	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<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	0,75	1,00
<b>Japon</b>												
Principal taux directeur	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 2016</b>			
5	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,00
13	Banque du Canada	s.q.	0,50
14	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
18	Banque de Corée	s.q.	1,50
21	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
21	Banque de Suède	s.q.	-0,50
27	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,25
27	Banque du Brésil	s.q.	14,25
27	Banque du Japon	s.q.	-0,10
27	Réserve fédérale	s.q.	0,25 / 0,50
<b>Mai 2016</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	1,75
5	Banque du Mexique	s.q.	3,75
12	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
12	Banque de Corée	s.q.	1,50
12	Banque de Norvège	s.q.	0,50
25	Banque du Canada	s.q.	0,50
<b>Juin 2016</b>			
2	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
7	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,75
8	Banque de Corée	-25 p.b.	1,25
8	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,25
8	Banque du Brésil	s.q.	14,25
15	Banque du Japon	s.q.	-0,10
15	Réserve fédérale	s.q.	0,25 / 0,50
16	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
16	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75

s.q. : statu quo ; p.b. : points de base

Source : Desjardins, Études économiques

**Tableau 3**  
**Calendrier à venir**

Date	Banque centrale
<b>Juin 2016</b>	
23	Banque de Norvège
30	Banque du Mexique
<b>Juillet 2016</b>	
5	Banque de réserve d'Australie
6	Banque de Suède
13	Banque de Corée
13	Banque du Canada
14	Banque d'Angleterre
20	Banque du Brésil
21	Banque centrale européenne
27	Réserve fédérale
28	Banque du Japon
<b>Août 2016</b>	
2	Banque de réserve d'Australie
4	Banque d'Angleterre
10	Banque de Corée
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
11	Banque du Mexique
31	Banque du Brésil
<b>Septembre 2016</b>	
6	Banque de réserve d'Australie
7	Banque de Suède
7	Banque du Canada
8	Banque centrale européenne
8	Banque de Corée
15	Banque d'Angleterre
15	Banque nationale suisse
20	Banque du Japon
21	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2015				2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,03	0,01	0,00	0,16	0,21	0,25	0,30	0,50	0,55	0,75	0,80	1,00
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,54	0,60	0,60	1,04	0,75	0,75	0,85	1,10	1,15	1,30	1,35	1,50
5 ans	1,37	1,63	1,33	1,65	1,21	1,15	1,30	1,60	1,65	1,80	1,85	1,95
10 ans	1,93	2,35	2,03	2,27	1,78	1,65	1,75	2,00	2,05	2,20	2,25	2,35
30 ans	2,54	3,12	2,85	3,02	2,62	2,45	2,55	2,75	2,80	2,90	2,95	3,00
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	1,34	1,62	1,33	1,49	1,00	0,90	1,00	1,10	1,10	1,05	1,05	0,95
10 ans - 2 ans	1,39	1,75	1,44	1,23	1,03	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,85
30 ans - 3 mois	2,51	3,11	2,85	2,86	2,41	2,20	2,25	2,25	2,25	2,15	2,15	2,00

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2015				2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,56	0,58	0,44	0,50	0,44	0,50	0,50	0,50	0,50	0,55	0,55	0,60
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,50	0,48	0,52	0,48	0,54	0,55	0,60	0,70	0,75	0,80	0,85	0,95
5 ans	0,76	0,82	0,80	0,73	0,67	0,65	0,75	0,90	0,95	1,10	1,15	1,25
10 ans	1,36	1,69	1,43	1,40	1,23	1,20	1,25	1,35	1,40	1,50	1,55	1,65
30 ans	1,98	2,31	2,20	2,15	2,00	1,80	1,85	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,20	0,24	0,36	0,23	0,23	0,15	0,25	0,40	0,45	0,55	0,60	0,65
10 ans - 2 ans	0,86	1,21	0,91	0,92	0,69	0,65	0,65	0,65	0,65	0,70	0,70	0,70
30 ans - 3 mois	1,42	1,73	1,76	1,65	1,56	1,30	1,35	1,50	1,60	1,65	1,75	1,80
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,53	0,57	0,44	0,34	0,23	0,25	0,20	0,00	(0,05)	(0,20)	(0,25)	(0,40)
2 ans	(0,04)	(0,12)	(0,08)	(0,56)	(0,21)	(0,20)	(0,25)	(0,40)	(0,40)	(0,50)	(0,50)	(0,55)
5 ans	(0,61)	(0,81)	(0,53)	(0,92)	(0,54)	(0,50)	(0,55)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)
10 ans	(0,57)	(0,66)	(0,60)	(0,87)	(0,55)	(0,45)	(0,50)	(0,65)	(0,65)	(0,70)	(0,70)	(0,70)
30 ans	(0,56)	(0,81)	(0,65)	(0,87)	(0,62)	(0,65)	(0,70)	(0,75)	(0,70)	(0,70)	(0,65)	(0,60)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques