

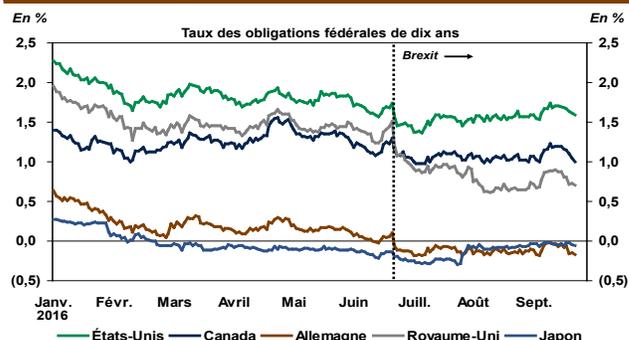
## Les banques centrales commencent à se questionner sur la faiblesse des taux obligataires

### FAITS SAILLANTS

- La victoire surprise de l'option du *Brexit* au Royaume-Uni à la fin juin a été très favorable aux obligations gouvernementales alors que le premier réflexe de plusieurs investisseurs a été de se tourner vers ces valeurs refuges.
- Le vote en faveur du *Brexit* a aussi incité plusieurs banques centrales à mettre en place des politiques monétaires encore plus stimulatrices.
- Un changement notable de ton est toutefois survenu au cours des dernières semaines alors que certaines banques centrales semblent commencer à s'inquiéter des effets des taux d'intérêt très bas.
- Si les résultats électoraux ne causent pas trop d'émois sur la confiance et les marchés, la Réserve fédérale devrait opter pour une augmentation de 25 points de base de sa fourchette cible des fonds fédéraux à sa réunion de décembre.
- À moins d'un nouveau choc inattendu affectant l'économie canadienne, les autorités monétaires ne réduiront pas de nouveau les taux d'intérêt directeurs. Par contre, il faudra patienter encore longtemps avant qu'une hausse du taux cible des fonds à un jour soit décrétée. Ce n'est probablement qu'au troisième trimestre de 2018 que les incertitudes se seront suffisamment estompées.

La bonne performance du marché obligataire s'est poursuivie au cours des derniers mois. La victoire surprise de l'option du *Brexit* au Royaume-Uni à la fin juin a été très favorable aux obligations gouvernementales alors que le premier réflexe de plusieurs investisseurs a été de se tourner vers ces valeurs refuges pour se protéger contre une éventuelle crise financière. Si une poussée de la demande pour les obligations américaines dans ce contexte n'a surpris personne, il a été un peu plus surprenant de voir que les investisseurs se sont même précipités vers les titres du gouvernement britannique (graphique 1).

**Graphique 1 – Les taux obligataires ont chuté encore plus bas après le vote en faveur du Brexit**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### 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 crise financière post-référendaire n'a cependant pas eu lieu alors que l'assurance des banques centrales qu'elles étaient prêtes à agir pour soutenir les marchés et une transition politique rapide au Royaume-Uni ont rapidement rassuré les investisseurs. Le peu d'empressement du nouveau gouvernement britannique à amorcer le processus devant mener au *Brexit* semble même avoir convaincu une partie des investisseurs que cet événement ne se matérialisera jamais en fin de compte.

**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

## DES POLITIQUES MONÉTAIRES ENCORE PLUS AGRESSIVES

Alors que la plupart des places boursières ont rapidement repassé au-dessus des niveaux observés au début de l'été, les taux obligataires sont demeurés très près de leur creux historique en juillet et en août. Cela s'explique par le fait que le vote en faveur du *Brexit* a incité plusieurs banques centrales à mettre en place des politiques monétaires encore plus stimulatrices. Face à de nouvelles pressions haussières sur le yen, la Banque du Japon (BoJ) a été une des premières à réagir en augmentant légèrement ses achats quantitatifs et en annonçant qu'elle reverrait son cadre de politique monétaire.

Craignant un ralentissement brutal de l'activité au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a été particulièrement agressive en annonçant une série de mesures dont une baisse de son taux directeur et des achats d'obligations gouvernementales et corporatives, lors de sa rencontre du début août. La Banque centrale européenne et la Réserve fédérale (Fed) étaient aussi prêtes à agir si le vote en faveur du *Brexit* menaçait d'entraîner une crise financière, mais cela n'a pas été nécessaire.

## LES TAUX OBLIGATAIRES TRÈS BAS ONT-ILS PLUS D'EFFETS NÉGATIFS QUE POSITIFS

Quelques semaines après le vote en faveur du *Brexit*, tout semblait ainsi aller pour le mieux sur les marchés financiers. Grâce aux interventions des banques centrales, un événement négatif s'était encore une fois traduit par une appréciation généralisée des actifs financiers. Dans ce contexte, il est difficile de reprocher aux investisseurs de devenir complaisants.

Un changement de ton notable de la part de plusieurs banques centrales est toutefois survenu au cours des dernières semaines. Alors que l'on aurait pu croire que le vote en faveur du *Brexit* et l'approche de l'élection présidentielle fermeraient la porte à des hausses de taux directeurs aux États-Unis en 2016, plusieurs dirigeants de la Fed ont récemment signalé leur désir de hausser prochainement les taux directeurs. Des données économiques décevantes publiées dans les semaines précédant la réunion ont finalement convaincu la Fed d'opter de nouveau pour le *statu quo* en septembre, mais trois votants auraient préféré un resserrement monétaire immédiat. La porte est maintenant grande ouverte pour une hausse en décembre, à moins que l'élection américaine du 8 novembre ou un autre événement n'entraînent une dégradation marquée des perspectives économiques.

Le nouveau cadre de politique monétaire de la BoJ table, entre autres, sur une cible pour le taux des obligations fédérales de dix ans. Le but de cette cible est d'empêcher une baisse trop importante des taux obligataires de long terme alors que : « *an excessive decline and flattening of the yield curve may have a negative impact on economic activity by leading to a deterioration in people's sentiment, as it can cause uncertainty about the sustainability of financial functioning in a broader sense* ». Il reste à voir comment les autorités japonaises feront pour empêcher les taux longs de baisser, tout en continuant d'acheter massivement des obligations et peut-être même en abaissant davantage en territoire négatif les taux de court terme.

Le nouveau cadre de politique monétaire japonais représente un changement philosophique fondamental de la part d'une des principales banques centrales. Depuis la crise de 2008, plusieurs banques centrales ont acheté des quantités astronomiques d'obligations fédérales dans le principal but avoué de faire baisser les taux de long terme et ainsi de stimuler l'activité économique. Ces achats sont responsables en grande partie de la faiblesse extrême des taux observés partout sur la planète. Si les banques centrales commencent à juger inutiles, voire nuisibles, les taux très bas, le marché obligataire risque de perdre son principal soutien. Notons que même au Canada les dirigeants de la Banque du Canada ont récemment présenté les bas taux d'intérêt plus comme un symptôme de la situation décevante de l'économie mondiale que comme une solution pour relancer la croissance.

Les banques centrales ne feront rien pour encourager un relèvement brutal des taux obligataires puisque cela aurait des conséquences très graves sur les marchés financiers et pour les perspectives économiques. Alors que l'inflation devrait remonter au cours des prochains mois, la Fed pourrait toutefois recommencer à augmenter ses taux directeurs en décembre prochain. Dans ce contexte, il faut s'attendre à une remontée graduelle des taux obligataires vers des niveaux un peu plus normaux.

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou, CFA**

Économiste principal

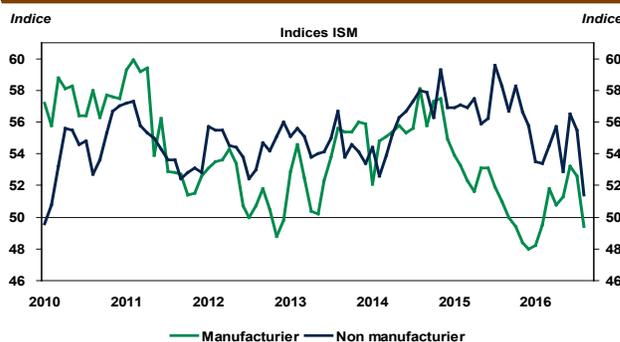
# RÉSERVE FÉDÉRALE

## Une hausse de taux prévue d'ici la fin de l'année

- À leur réunion de septembre, les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ont opté pour un sixième *statu quo* consécutif. Pourtant, le communiqué émis à cette réunion mentionne clairement que les arguments en faveur d'un nouveau resserrement monétaire ont pris de l'ampleur. De plus, fait rare, trois présidents de Fed régionales ont voté pour que les taux augmentent immédiatement. Toutefois, la majorité du comité de politique monétaire a sans doute voulu s'assurer que la croissance de l'économie américaine est vraiment en train de s'accélérer, alors que certains indicateurs du mois d'août semblaient indiquer le contraire. On pense, entre autres, à la baisse abrupte des indices ISM (graphique 2), à la croissance molle de l'emploi par rapport aux fortes embauches de juin et de juillet et au ralentissement des ventes au détail (graphique 3).
- De plus, l'inflation demeure bien en deçà des cibles de la Fed. Il faut remonter à avril 2012 pour observer une variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation supérieure à la cible de 2 % (graphique 4). Le fait que l'inflation restera sous la cible au cours des prochains trimestres sera un facteur important pour que les taux directeurs augmentent très lentement. Mais cet élément n'est pas suffisant pour empêcher complètement un resserrement de la politique monétaire. Il deviendra envisageable dès que les dirigeants de la Fed seront davantage convaincus que l'économie américaine prend de la vigueur. La porte est d'ailleurs déjà ouverte en ce sens : en conférence de presse, Janet Yellen a souligné que « l'on peut voir des indices clairs que l'économie réagit plus fortement ».
- Il reste deux réunions de la Fed d'ici la fin de l'année. Celle du 2 novembre et celle du 14 décembre. La première se tiendra six jours avant l'élection présidentielle, une situation risquée. Le candidat républicain Donald Trump cherche d'ailleurs à faire de la politique monétaire un enjeu électoral : « Nous avons une Fed qui fait des choses politiques – cette Janet Yellen de la Fed – en maintenant les taux d'intérêt à ce niveau », disait-il pendant le premier débat présidentiel. La Fed maintient qu'elle est apolitique, que le calendrier électoral n'a pas d'influence sur ses décisions et que chaque réunion est importante. Il est cependant clair qu'un prochain mouvement serait plus approprié après l'élection.

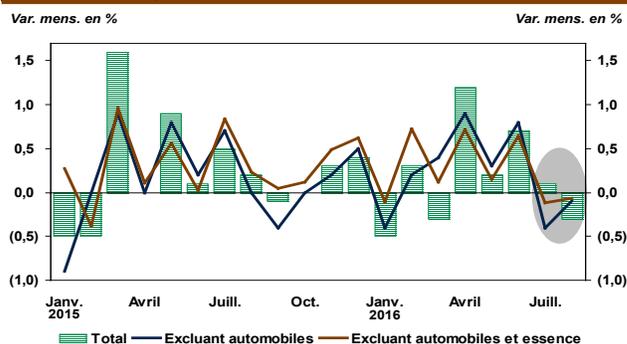
**Prévisions** : Si les résultats électoraux ne causent pas trop d'émois sur la confiance et les marchés, la Fed devrait opter pour une augmentation de 25 points de base de sa fourchette cible des fonds fédéraux à sa réunion de décembre. Après une unique hausse de taux en 2015 et une autre en 2016, on anticipe deux augmentations de 25 points en 2017.

**Graphique 2 – Les indices ISM ont connu un étonnant et décevant ressac en août**



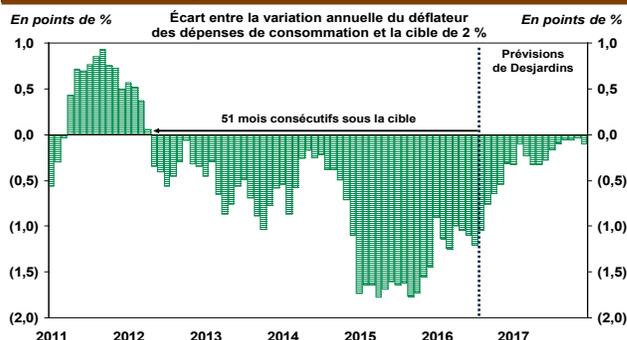
Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

**Graphique 3 – La croissance des ventes au détail américaines est décevante jusqu'à maintenant au troisième trimestre de 2016**



Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – L'inflation restera faible, mais s'approchera davantage de la cible de la Réserve fédérale**



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

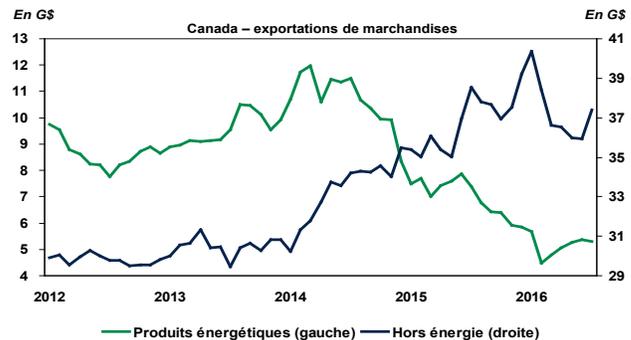
# BANQUE DU CANADA

## Pas de changement en vue avant l'été 2018

- Malgré les difficultés du deuxième trimestre, les autorités monétaires n'ont pas succombé à la tentation de réduire de nouveau les taux d'intérêt directeurs au pays. Il faut dire que la plupart des problèmes au printemps sont de nature temporaire. Ainsi, les exportations hors énergie montrent déjà des signes d'amélioration (graphique 5), ce qui laisse croire que le commerce extérieur devrait de nouveau contribuer positivement à la croissance économique dès le troisième trimestre. La production de pétrole devrait aussi compléter sa récupération à la suite des feux de forêt survenus en mai. Dans ces conditions, la progression du PIB réel pourrait dépasser la barre des 3 % au troisième trimestre de 2016.
- Par contre, plusieurs incertitudes planent encore sur la vitalité de l'économie canadienne dans les trimestres à venir. Est-ce que les exportations parviendront à maintenir leur tendance haussière grâce à l'embellie de la demande américaine et à la faiblesse du huard? Quelle sera l'amplitude des bienfaits des mesures de relance du gouvernement fédéral? Est-ce que le récent ralentissement du marché de l'habitation en Colombie-Britannique (graphique 6) s'intensifiera et se propagera à d'autres marchés?
- Le taux annuel d'inflation totale est passé de 1,3 % en juillet à 1,1 % en août, soit un niveau inférieur aux projections. Cela vient valider les craintes de la Banque du Canada (BdC) alors que ses dirigeants ont mentionné à quelques reprises récemment que « les risques entourant le profil de l'inflation se sont orientés quelque peu à la baisse depuis juillet ». Cela dit, l'inflation de référence demeure très stable. Elle se maintient depuis deux ans dans une fourchette allant de 1,8 % à 2,4 % (graphique 7).
- L'endettement des ménages poursuit son ascension et le ratio du service de la dette s'est élevé à 14,15 % au printemps, soit un niveau supérieur à la moyenne historique (12,81 %). Pourtant, le taux d'intérêt moyen sur la dette des ménages n'a jamais été aussi bas, à 3,90 % au deuxième trimestre. Cela témoigne d'une certaine fragilité des ménages à d'éventuelles augmentations des taux d'intérêt directeurs. Dans ces conditions, la BdC devra procéder de façon très graduelle lorsque viendra le temps de resserrer ses conditions monétaires.

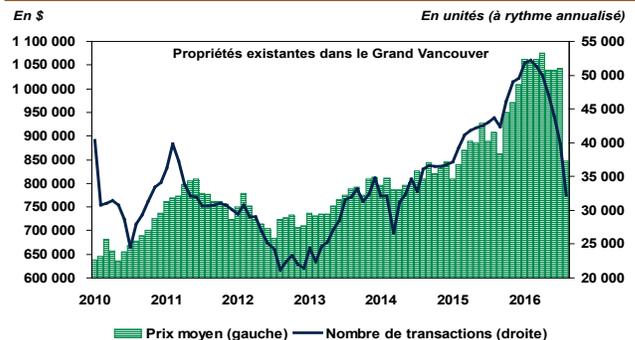
**Prévisions :** À moins d'un nouveau choc inattendu affectant l'économie canadienne, les autorités monétaires ne réduiront pas de nouveau les taux d'intérêt directeurs, surtout dans un contexte d'endettement élevé des ménages. Par contre, il faudra patienter encore longtemps avant qu'une hausse du taux cible des fonds à un jour soit décrétée. Ce n'est probablement qu'au troisième trimestre de 2018 que les incertitudes se seront suffisamment estompées pour permettre un resserrement monétaire graduel, soit un peu plus tardivement que nous le pensions précédemment.

**Graphique 5 – Les exportations hors énergie ont commencé le troisième trimestre sur une note positive**



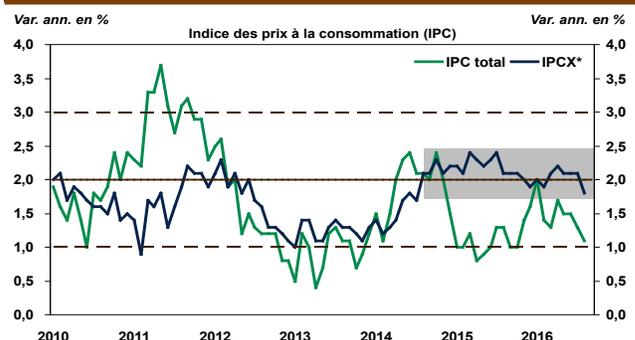
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – Le marché de l'habitation du Grand Vancouver a connu une correction après l'introduction de la taxe**



Sources : Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

**Graphique 7 – L'inflation tendancielle est très stable depuis plusieurs mois au Canada**



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

# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## Plusieurs changements au cadre de la politique monétaire japonaise

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

- La BoJ a annoncé plusieurs modifications à sa politique monétaire le 21 septembre dernier. D'abord, elle exercera maintenant un plus grand contrôle sur la courbe de rendement et a choisi d'établir une cible d'environ 0 % sur le taux obligataire de dix ans. Cette modification a forcé d'autres ajustements. La BoJ n'a maintenant plus d'objectif quant à l'échéance moyenne des titres qu'elle achète. Le rythme des achats de titres pourrait également varier d'un mois à l'autre, et l'objectif de 80 000 milliards d'achats par année apparaît un peu moins rigide qu'auparavant. Finalement, afin de se montrer plus déterminée que jamais à relever l'inflation, la BoJ indique vouloir tolérer une inflation plus élevée que la cible de 2 % afin de compenser pour la période où l'inflation aura été inférieure à celle-ci.
- Dans les faits, la BoJ n'a pas annoncé de nouveaux achats de titres ni de baisse de taux d'intérêt, ce qui a déçu les marchés. La cible sur le taux de dix ans n'a pas impliqué d'intervention particulière, car ce taux se situait déjà à près de 0 % (graphique 8). Néanmoins, avec le nouveau cadre mis en place, il sera plus facile d'abaisser en territoire négatif le taux sur les dépôts à la banque centrale. Par la suite, en indiquant vouloir tolérer un taux d'inflation plus élevé, cela laisse entendre que les mesures en place seront maintenues plus longtemps encore qu'initialement anticipé.

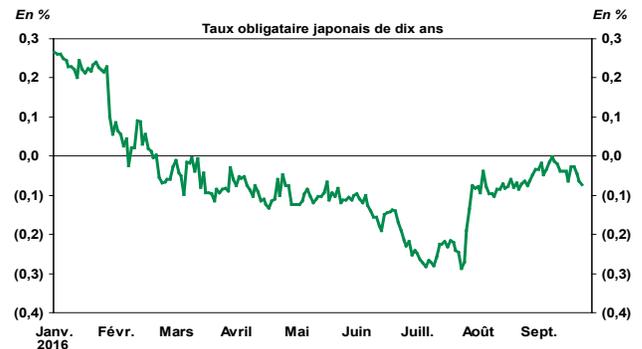
### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Contrairement à ce qu'elle avait laissé planer en juillet, la BCE n'a pas bonifié sa politique monétaire en septembre. Au minimum, certains analystes s'attendaient au prolongement du programme d'achat de titres dont la fin est actuellement prévue pour mars 2017. Ajoutant à la surprise de son inaction, la BCE s'est lancée dans un processus d'évaluation de sa politique monétaire afin de déterminer si elle peut mener à terme ses mesures déjà annoncées. Il pourrait donc y avoir quelques changements techniques à son cadre de politique monétaire. En raison de la faiblesse de l'inflation, nous croyons qu'une politique très accommodante demeurera pertinente pour plusieurs trimestres (graphique 9).

### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

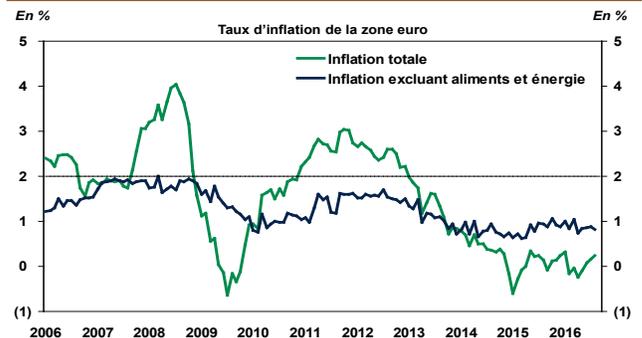
- Après ses annonces en août, la BoE s'est montrée plus discrète en septembre. Elle semble néanmoins vouloir garder le cap vers d'autres interventions, à moins que le scénario économique soit révisé significativement à la hausse. Nos prévisions incluent une autre baisse de taux d'intérêt d'ici la fin de l'année. Malgré la dépréciation de plus de 10 % de la livre depuis juin, l'inflation demeure très faible et les risques planant sur l'économie ajoutent beaucoup d'incertitude sur la trajectoire future des prix (graphique 10).

Graphique 8 – La Banque du Japon souhaite maintenir le taux de dix ans aux alentours de 0 %



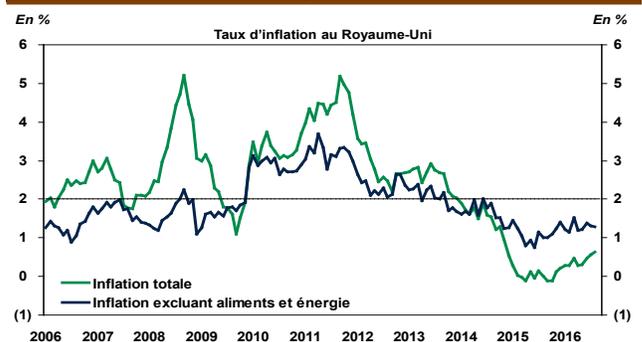
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La période de faible inflation se prolonge en zone euro



Sources : Datastream, Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – L'inflation demeure largement sous sa cible au Royaume-Uni



Sources : Datastream, Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

## La longue tendance à l'aplatissement semble tirer à sa fin

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

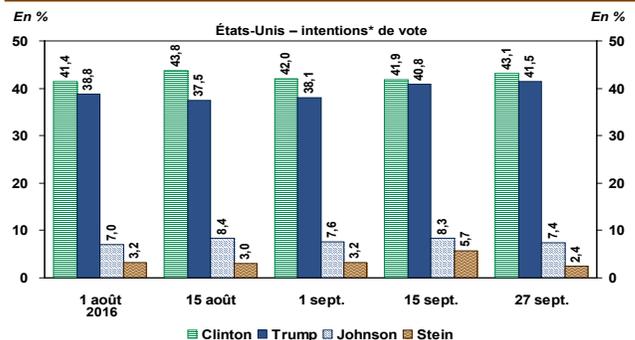
- Après être passé sous le seuil de 1,40 % au lendemain du vote sur le *Brexit*, le taux obligataire américain de 10 ans a amorcé une très lente remontée. Jusqu'à la rencontre de la Banque centrale européenne (BCE) du 8 septembre, la volatilité a été assez faible. Puis, le président Mario Draghi a surpris les investisseurs en n'annonçant pas de prolongation du programme d'assouplissement quantitatif. Les taux de long terme ont rebondi à l'échelle mondiale, causant une accentuation des pentes obligataires. Les États-Unis n'ont pas été en reste, le taux de 30 ans grimpa de 23 points de base dans la semaine suivant l'annonce. Le mouvement a toutefois été de courte durée. Les chasseurs d'aubaines se sont manifestés et, en fin de mois, presque la totalité de la hausse du taux obligataire américain de 30 ans avait été effacé. Ce faisant, le taux est simplement retourné à sa tendance d'après-*Brexit* (graphique 11).
- Pendant ce temps, la Réserve fédérale (Fed) a recommencé à marteler qu'un resserrement monétaire approche. Trois membres votants du comité de politique monétaire se sont dissociés de la décision de maintenir les taux inchangés à la réunion du 21 septembre, du jamais vu en cinq ans. Les marchés n'ont toutefois pas été trop déstabilisés alors qu'une hausse était déjà escomptée avec une probabilité légèrement supérieure à 50 %. Il y a peu de chances que la probabilité escomptée augmente significativement d'ici l'élection américaine du 8 novembre. Les intentions de vote sont encore serrées (graphique 12) et les marchés risquent de se méfier du potentiel déstabilisant d'une victoire de Donald Trump.
- Au contraire, une victoire d'Hillary Clinton assurerait une certaine continuité politique. Combiné à un redressement des données économiques cet automne, cela offrirait à la Fed la confiance nécessaire pour amener un resserrement en décembre. Nous tablons sur un tel scénario et nous croyons que la longue tendance à l'aplatissement de la courbe tire à sa fin (graphique 13). En outre, les ajustements aux programmes de stimulation monétaire au Japon (et possiblement en Europe) pourraient bien causer une demande internationale moins soutenue pour les obligations américaines de plus long terme.

**Prévisions :** Avec la Fed qui devrait annoncer une hausse de taux en décembre, les taux à courte échéance sont appelés à augmenter quelque peu. Nous prévoyons une fin d'année à 1,00 % pour le taux de deux ans. Le taux de dix ans devrait terminer l'année à 1,85 %. Les taux continueront d'augmenter graduellement en 2017 sur fond d'accélération de l'économie. Celui de dix ans clôturera alors à 2,30 %.

Graphique 11 – Une lente tendance haussière pour le taux américain de long terme



Graphique 12 – L'avance de Clinton s'est amenuisée en septembre



Graphique 13 – L'aplatissement de la courbe américaine arrive à sa fin

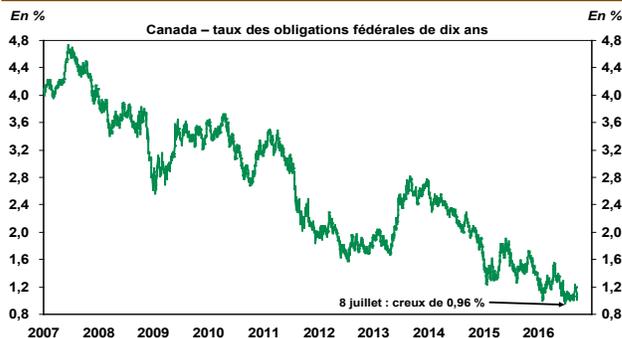


## OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Une importante contraction de l'économie canadienne au deuxième trimestre s'est jumelée au *Brexit* pour entraîner les taux en forte baisse en début d'été. En juillet, le taux canadien de dix ans a établi un nouveau creux historique à 0,96 % (graphique 14). Contrairement aux taux américains qui sont progressivement remontés cet été, les taux obligataires canadiens ont généralement fait du surplace. Les écarts entre les taux canadiens et américains ont ainsi progressé vers le bas. L'écart pour l'échéance de dix ans se situait à -37 points de base à la fin juin. Il avoisinait -58 points le 26 septembre, soit le niveau le plus bas depuis mars.
- Les marchés des contrats à terme ont très peu ajusté leurs perceptions quant à la Banque du Canada (BdC) durant l'été. Ils sont généralement restés positionnés en vue d'un long *statu quo*, idée que la BdC avait renforcée dans son communiqué de juillet. Le communiqué de septembre a toutefois démontré certaines préoccupations face aux exportations et à l'orientation des risques sur l'inflation. La surprise à la baisse de l'inflation du mois d'août a évoqué ces appréhensions auprès des investisseurs, et les marchés estiment désormais les probabilités d'une baisse de taux directs à environ 40 % sur un horizon de six mois (graphique 15).
- Nous estimons que les risques d'une baisse de taux demeurent minimales. Même si les dernières données d'inflation ont déçu, la croissance s'annonce robuste au troisième trimestre et les effets des mesures de stimulation budgétaire sont encore à venir. Ces conditions risquent d'inciter la BdC à la patience. Nous croyons tout de même que cette patience s'appliquera également aux éventuelles hausses de taux et estimons désormais qu'un resserrement canadien ne devrait pas avoir lieu avant juillet 2018. Les commentaires récents des dirigeants de la BdC laissent croire que celle-ci voudra s'assurer que le long ajustement de l'économie soit bien ancré avant de diminuer le degré de stimulation monétaire. Les dirigeants semblent avoir pris conscience des déceptions en série subies ces dernières années au chapitre de la croissance (graphique 16), et ils ne voudront vraisemblablement pas risquer de commettre l'erreur d'un désengagement trop hâtif.
- Le long *statu quo* prévu de la BdC implique que les obligations canadiennes de court terme devraient surclasser leurs équivalentes américaines. L'écart de 2 ans devrait se creuser pour atteindre -65 points de base à la fin de 2017. Celui de 5 ans atteindra possiblement -70 points dès le deuxième trimestre de l'an prochain, lui qui se situe autour de -50 points actuellement. Des creusements d'écart sont aussi prévus pour les obligations de 10 ans et de 30 ans, mais de manière moins prononcée.

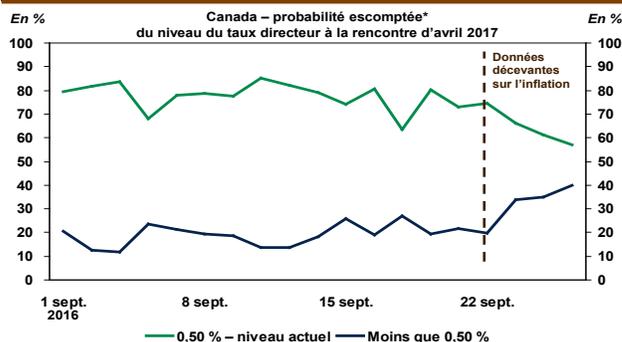
**Prévisions :** La politique de la BdC continuera de diverger de la politique américaine, ce qui créera une situation où les taux obligataires canadiens remonteront sensiblement moins rapidement qu'aux États-Unis. Le taux de dix ans clôturera l'année à seulement 1,20 %, avant de remonter à 1,55 % à la fin de 2017. Ce n'est qu'en fin de 2018 que l'on peut s'attendre à ce que le taux s'approche à nouveau de 2,00 %.

**Graphique 14 – Le taux canadien de dix ans évolue près de son récent creux historique**



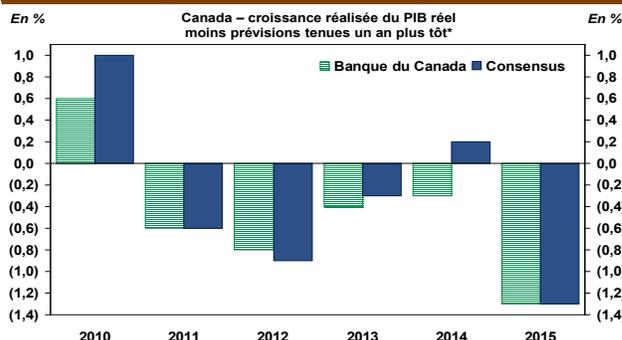
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 15 – Les marchés recommencent à spéculer sur la possibilité d'une baisse de taux au Canada**



\* Selon les swaps indexés au taux à un jour, estimation de Bloomberg.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

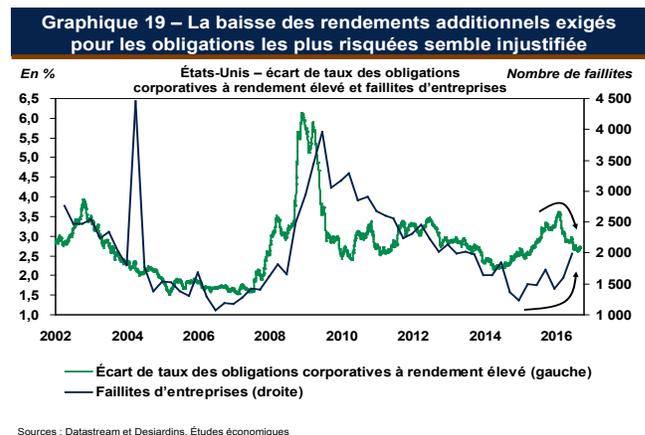
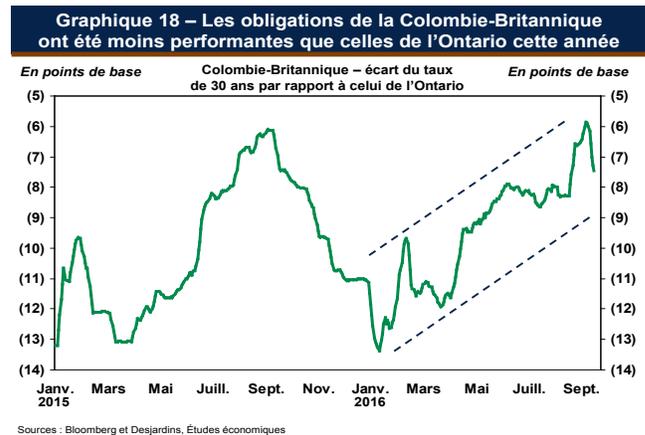
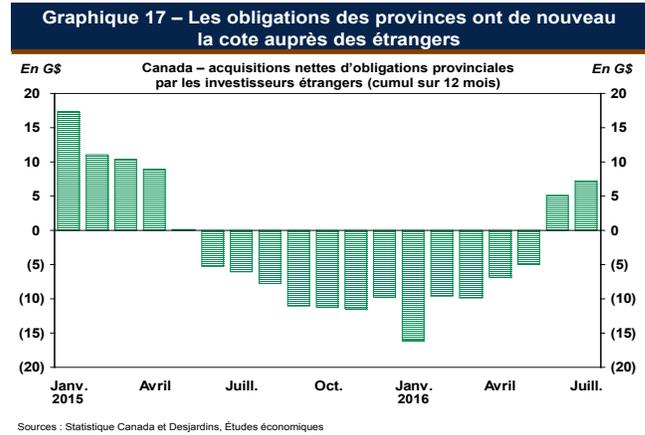
**Graphique 16 – La croissance canadienne a tendance à ne pas rencontrer les attentes préalables**



\* Prévisions en date d'avril de l'année précédente.  
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

**OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES**

- Les écarts entre les coûts d'emprunt des provinces et ceux du gouvernement fédéral poursuivent la tendance baissière entamée en fin de printemps. La volatilité qui est demeurée généralement faible sur les marchés obligataires durant l'été a été bénéfique aux obligations provinciales. Le regain rapide d'appétit pour le risque après le *Brexit* a aussi été à l'avantage de cette classe d'actifs. En outre, la remontée des taux des obligations fédérales de long terme durant une partie du mois de septembre n'a pas été accompagnée d'une forte réaction en hausse des écarts de taux.
- Les conditions ont ainsi été généralement favorables pour les émetteurs. À mi-chemin de l'exercice financier 2016-2017, la plupart des provinces sont à jour dans leur calendrier de financement. Pendant ce temps, l'intérêt des investisseurs étrangers s'est solidifié, et ils ont commencé à regarnir leurs portefeuilles d'obligations provinciales, après avoir réduit leurs détentions pendant une bonne partie de 2015 (graphique 17). Le contexte mondial a évidemment facilité ce renversement. À titre illustratif, à 1,80 %, le rendement d'une obligation de l'Ontario de dix ans est presque 200 points de base au-dessus de celui d'une obligation allemande de même échéance. Même en tenant compte de la différence de cote de crédit, il s'agit d'un écart considérable.
- L'automne est synonyme de mises à jour budgétaires, qui incorporent des ajustements aux prévisions de croissance. Peu de surprises sont au menu. Pour l'Ontario, nous avons peu ajusté notre cible de croissance pour l'année en cours, à 2,4 %. Le gouvernement misait sur un gain de 2,2 % lors de son dernier budget, et demeure, somme toute, en voie d'atteindre l'équilibre budgétaire l'an prochain comme prévu. Le Québec est déjà en situation de surplus. Depuis mars, nous avons relevé notre cible de croissance de 0,1 point de pourcentage, à 1,3 %, ce qui demeure quelque peu sous l'hypothèse du ministère des Finances (1,5 %). Avec un surplus prévu à 2,0 G\$ (incluant une provision pour éventualité de 400 M\$), les finances publiques québécoises disposent d'amplement de latitude si la croissance s'avère quelque peu plus modeste. La Colombie-Britannique est elle aussi en surplus, mais la correction immobilière qui semble se matérialiser constitue un risque sur les perspectives. L'écart de taux de cette province contre l'Ontario évolue d'ailleurs dans le haut de la fourchette récente (graphique 18).
- Du côté des obligations corporatives, les écarts de taux continuent de se comprimer, renversant une bonne partie de la tendance haussière qui avait coïncidé avec la chute des prix du pétrole. Les politiques monétaires accommodantes dans de nombreuses régions du monde ont entraîné les investisseurs vers les classes d'actifs plus risquées, offrant de meilleurs rendements. Cela a fait en sorte que le marché se dissocie de plus en plus des éléments fondamentaux. Par exemple, on constate que les écarts de taux baissent en dépit d'une certaine hausse des faillites d'entreprises aux États-Unis (graphique 19). Cela expose le risque de renversement soudain. L'anxiété actuelle autour de la solidité des finances des banques européennes représente un autre élément à surveiller. Cela a causé des ventes importantes d'obligations bancaires. L'environnement hostile a d'ailleurs incité certains émetteurs à demeurer sur les lignes de côté.



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

Fin de période en %	2015				2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	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	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Japon</b>												
Principal taux directeur	0,10	0,10	0,10	0,10	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,20)	(0,20)	(0,20)	(0,20)	(0,20)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

Date	Banque centrale	Décision	Taux
<b>Juillet 2016</b>			
5	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,75
6	Banque de Suède	s.q.	-0,50
13	Banque de Corée	s.q.	1,25
13	Banque du Canada	s.q.	0,50
14	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
20	Banque du Brésil	s.q.	14,25
21	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
27	Réserve fédérale	s.q.	0,25 / 0,50
28	Banque du Japon	s.q.	-0,10
<b>Août 2016</b>			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,75
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10	Banque de Corée	s.q.	1,25
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,25
11	Banque du Mexique	s.q.	4,25
31	Banque du Brésil	s.q.	14,25
<b>Septembre 2016</b>			
6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,75
7	Banque du Canada	s.q.	0,50
7	Banque de Suède	s.q.	-0,50
8	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
8	Banque de Corée	s.q.	1,25
15	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
15	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
21	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,25
21	Banque du Japon	s.q.	-0,10
21	Réserve fédérale	s.q.	0,25 / 0,50
22	Banque de Norvège	s.q.	0,50

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

Date	Banque centrale
<b>Septembre 2016</b>	
29	Banque du Mexique
<b>Octobre 2016</b>	
3	Banque de réserve d'Australie
12	Banque de Corée
13	Banque d'Angleterre
19	Banque du Brésil
19	Banque du Canada
20	Banque centrale européenne
27	Banque de Norvège
27	Banque de Suède
31	Banque de réserve d'Australie
31	Banque du Japon
<b>Novembre 2016</b>	
2	Réserve fédérale
3	Banque d'Angleterre
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
10	Banque de Corée
17	Banque du Mexique
30	Banque du Brésil
<b>Décembre 2016</b>	
5	Banque de réserve d'Australie
7	Banque du Canada
8	Banque centrale européenne
14	Banque de Corée
14	Réserve fédérale
15	Banque d'Angleterre
15	Banque de Norvège
15	Banque du Mexique
15	Banque nationale suisse

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	T2	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	0,26	0,25	0,50	0,55	0,80	0,85	1,05
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,54	0,60	0,60	1,04	0,75	0,58	0,80	1,00	1,10	1,30	1,35	1,50
5 ans	1,37	1,63	1,33	1,65	1,21	1,00	1,15	1,50	1,60	1,80	1,85	1,95
10 ans	1,93	2,35	2,03	2,27	1,78	1,49	1,60	1,85	1,90	2,10	2,15	2,30
30 ans	2,54	3,12	2,85	3,02	2,62	2,31	2,30	2,50	2,55	2,65	2,70	2,80
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	1,34	1,62	1,33	1,49	1,00	0,74	0,90	1,00	1,05	1,00	1,00	0,90
10 ans - 2 ans	1,39	1,75	1,44	1,23	1,03	0,91	0,80	0,85	0,80	0,80	0,80	0,80
30 ans - 3 mois	2,51	3,11	2,85	2,86	2,41	2,05	2,05	2,00	2,00	1,85	1,85	1,75

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	T2	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	0,49	0,50	0,50	0,50	0,55	0,55	0,55
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,50	0,48	0,52	0,48	0,54	0,52	0,50	0,55	0,60	0,70	0,75	0,85
5 ans	0,76	0,82	0,80	0,73	0,67	0,57	0,60	0,85	0,95	1,10	1,15	1,20
10 ans	1,36	1,69	1,43	1,40	1,23	1,06	1,00	1,20	1,25	1,40	1,45	1,55
30 ans	1,98	2,31	2,20	2,15	2,00	1,71	1,65	1,80	1,85	1,95	2,00	2,10
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,20	0,24	0,36	0,23	0,23	0,08	0,10	0,35	0,45	0,55	0,60	0,65
10 ans - 2 ans	0,85	1,20	0,91	0,92	0,69	0,54	0,50	0,65	0,65	0,70	0,70	0,70
30 ans - 3 mois	1,42	1,73	1,76	1,65	1,56	1,22	1,15	1,30	1,35	1,40	1,45	1,55
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,53	0,57	0,44	0,34	0,23	0,23	0,25	0,00	(0,05)	(0,25)	(0,30)	(0,50)
2 ans	(0,04)	(0,11)	(0,08)	(0,56)	(0,22)	(0,06)	(0,30)	(0,45)	(0,50)	(0,60)	(0,60)	(0,65)
5 ans	(0,60)	(0,81)	(0,53)	(0,92)	(0,54)	(0,43)	(0,55)	(0,65)	(0,65)	(0,70)	(0,70)	(0,75)
10 ans	(0,57)	(0,66)	(0,60)	(0,87)	(0,56)	(0,43)	(0,60)	(0,65)	(0,65)	(0,70)	(0,70)	(0,75)
30 ans	(0,56)	(0,81)	(0,66)	(0,87)	(0,62)	(0,59)	(0,65)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques