

LA COURBE DE RENDEMENT

À quelle vitesse se poursuivra la remontée des taux d'intérêt?

FAITS SAILLANTS

- ▶ On peut penser que 2016 aura été l'année où la longue tendance baissière des taux obligataires se sera finalement terminée.
- ▶ Si la remontée des taux obligataires a été particulière importante depuis la victoire surprise de Donald Trump au début du mois de novembre, il faut noter que cette tendance avait débuté vers la fin de l'été.
- ▶ La Réserve fédérale a procédé à une deuxième hausse de 0,25 % de ses taux directeurs lors de la rencontre du 14 décembre. Elle devrait procéder à deux relèvements supplémentaires en 2017. L'appréciation du dollar américain et la hausse des taux d'intérêt de plus long terme devraient l'empêcher de resserrer davantage sa politique.
- ▶ Même si les conditions économiques s'améliorent, les incertitudes restent importantes au pays et des vents contraires persistent. Dans ces conditions, la Banque du Canada devrait prolonger le *statu quo* de ses taux d'intérêt directeurs jusqu'à l'automne 2018.
- ▶ Après l'ajustement prononcé des taux obligataires américains survenu durant l'automne, nous anticipons un parcours plus graduel. Ceux-ci pourraient demeurer près des niveaux actuels en première moitié de 2017, avant d'augmenter quelque peu en seconde moitié.

L'année 2016 aura été marquante sur plusieurs points. Sur le plan politique, le vote des Britanniques en faveur d'un *Brexit* et l'élection de Donald Trump représentent des surprises majeures que peu auraient osé prédire il y a un an. La réaction calme, voire positive, des marchés face à ces événements a été tout aussi surprenante. Peu de gens auraient aussi prédit qu'après avoir capitulé en 2014, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) parviendrait à s'entendre en 2016 pour limiter significativement la production mondiale de pétrole et même à convaincre plusieurs autres pays de se joindre à l'accord.

Pour le marché obligataire, on peut penser que 2016 aura été l'année où la longue tendance baissière des taux obligataires se sera finalement terminée. Il faut toutefois reconnaître que ce n'est pas la première fois que nous faisons cette prévision. Il y a un an, nous missions sur une remontée graduelle des taux obligataires en 2016 alors que tout indiquait que la Réserve fédérale (Fed) poursuivrait son resserrement monétaire. Nos cibles à l'époque pour les taux de dix ans au Canada (1,95 %) et aux États-Unis (2,75 %) ont finalement été assez proches de la réalité, mais l'évolution du marché obligataire a été, comme souvent, beaucoup plus chaotique qu'anticipé (graphique 1 à la page 2).

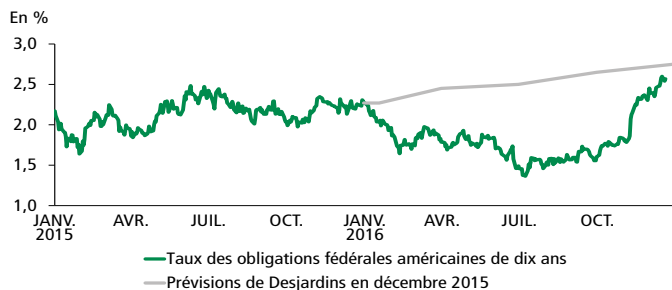
Il faut dire que 2016 a débuté de façon très favorable pour le marché obligataire alors qu'une poussée d'inquiétude avait incité la Fed à faire une pause dans son resserrement monétaire et avait amené plusieurs autres banques centrales à assouplir davantage leur politique monétaire. Par la suite, le vote surprise en faveur du *Brexit* a fait descendre plusieurs taux obligataires à des creux historiques alors, qu'encore une fois, certaines banques centrales ont augmenté leurs mesures stimulatrices et que les hausses de taux directeurs américains semblaient être repoussées aux calendes grecques.

TABLE DES MATIÈRES

Faits saillants et éditorial.....	1	Marché des titres à revenu fixe	Tableaux
Politiques monétaires		États-Unis.....	6
<i>Réserve fédérale</i>	3	<i>Canada</i>	7
<i>Banque du Canada</i>	4	<i>Provinces</i>	8
<i>Banques centrales d'outre-mer</i>	5	<i>Taux directeurs</i>	9
		<i>Marché des titres à revenu fixe</i>	10

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste principal
 Benoit P. Durocher, économiste principal • Francis Généreux, économiste principal • Jimmy Jean, économiste principal • Hendrix Vachon, économiste senior
Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usager recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2016, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 1
L'année 2016 a été très volatile pour le marché obligataire


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Un changement de tendance débuté avant l'élection américaine

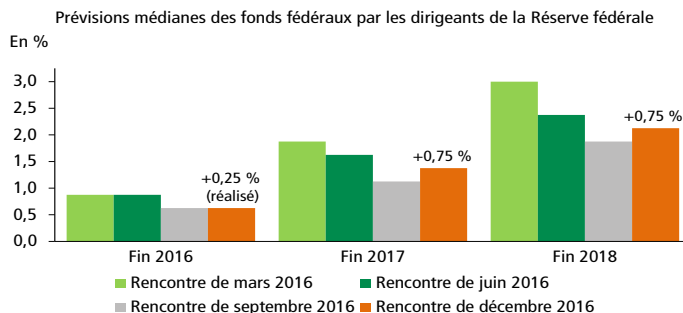
Si la remontée des taux obligataires a été particulièrement importante depuis la victoire surprise de Donald Trump au début du mois de novembre, il faut noter que cette tendance avait débuté vers la fin de l'été. Nous notons ainsi dans notre édition de septembre un important changement de ton de la part de plusieurs banques centrales qui semblaient voir moins positivement les taux obligataires extrêmement faibles, voire négatifs. En pratique, cela s'était entre autres traduit par un nouveau cadre de politiques monétaires au Japon visant explicitement à limiter la baisse des taux des obligations de long terme et par un signal clair de la Fed qu'elle s'apprêtait à recommencer à augmenter ses taux directeurs. Alors que les effets baissiers sur l'inflation de la correction des cours pétroliers commençaient à diminuer et que plusieurs économies commençaient à montrer des signaux plus encourageants, il était tout à fait approprié de voir les taux obligataires commencer à remonter vers des niveaux un peu plus normaux.

Dans ce contexte, le seul obstacle à une hausse des taux directeurs américains en décembre semblait être une poussée d'inquiétude sur les marchés à la suite de l'élection présidentielle. Finalement, l'élection surprise de Donald Trump a été accueillie très favorablement par les investisseurs qui ont concentré leur attention sur le fait que les promesses du président élu pourraient se traduire par une croissance et une inflation plus élevées. Les promesses de déréglementation semblent aussi avoir été très bien accueillies par les entreprises.

La confiance de la Fed dans l'économie américaine est-elle solide?

Sans surprise, la Fed a ainsi procédé à une deuxième hausse de 0,25 % de ses taux directeurs lors de la rencontre du 14 décembre. Le fait que la prévision médiane des dirigeants de la Fed laisse maintenant entrevoir une hausse supplémentaire de 0,75 % des taux directeurs en 2017, plutôt que de 0,50 % comme en septembre, a toutefois entraîné une nouvelle hausse

des taux obligataires et du dollar américain. Il faut dire que les dirigeants de la Fed nous ont plutôt habitués à revoir à la baisse leurs prévisions concernant le niveau des taux directeurs (graphique 2). En conférence de presse, la présidente Yellen a tenté de minimiser l'importance de ce changement de prévision, mais a tout de même eu quelques commentaires positifs, en particulier lorsqu'elle a affirmé que la hausse de taux représentait un vote de confiance dans l'économie américaine.

GRAPHIQUE 2
Pour une rare fois, les dirigeants de la Réserve fédérale signalent davantage de hausses de taux


Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

L'expérience de 2016 a toutefois montré que la confiance des dirigeants de la Fed était fragile. Rappelons que quatre hausses de 0,25 % étaient signalées pour 2016 à la même période l'an dernier. Malgré une performance économique acceptable, en particulier en ce qui concerne le marché du travail, la Fed n'en a finalement livré qu'une. Alors que l'incertitude demeurera élevée l'an prochain, il y a fort à parier qu'un événement ou un autre incite encore une fois les dirigeants de la Fed à repousser quelque peu les hausses de taux. Dans un contexte où les autres banques centrales maintiendront des politiques monétaires très stimulatrices, la hausse des taux directeurs américains risque aussi d'amplifier la poussée du dollar américain et ainsi d'affaiblir les perspectives concernant la croissance et l'inflation.

Pour le moment, nous continuons ainsi à miser sur deux hausses de 0,25 % des taux directeurs américains en 2017, probablement lors des réunions de juin et de décembre. L'absence de hausse en mars, surtout si elle s'accompagne de données économiques un peu moins favorables et d'une réduction de l'enthousiasme face à l'élection de Donald Trump, pourrait entraîner une certaine consolidation des taux obligataires nord-américains en début d'année. Par la suite, une remontée graduelle pourrait amener le taux américain de dix ans aux environs de 2,80 %. Le principal risque sur ce scénario de hausse graduelle est que la récente poussée d'optimisme se poursuive au commencement de 2017 et amène la Fed à poursuivre son resserrement dès le mois de mars.

François Dupuis, vice-président et économiste en chef
Mathieu D'Anjou, CFA, économiste principal

Réserve fédérale (Fed)

Janet Yellen cherchera-t-elle vraiment à presser le pas?

PRÉVISIONS

Alors que la croissance devrait s'accélérer au cours de la prochaine année, la Fed devrait procéder à deux relèvements de ses taux directeurs en 2017. L'appréciation du dollar américain et la hausse des taux d'intérêt de plus long terme devraient toutefois l'empêcher de resserrer davantage sa politique.

Il aura fallu attendre un an pour que la Fed procède à la deuxième hausse de taux directeurs du présent cycle. Au cours des 12 derniers mois, plusieurs facteurs ont incité Janet Yellen et ses collègues à repousser constamment ce mouvement. Il y a eu la faiblesse de l'économie américaine au premier semestre, les craintes liées à la santé de l'économie mondiale, le référendum britannique sur le *Brexit* ainsi que l'incertitude au cours de la période électorale. La vigueur des marchés financiers depuis l'élection de Donald Trump et l'amélioration récente de plusieurs indicateurs économiques ont enfin permis de franchir la porte qui avait été ouverte au cours des deux réunions précédentes.

Peut-on croire que la Fed accélérera maintenant la cadence? D'un côté, les prévisions de ses dirigeants affichent une médiane de taux directeurs à 1,375 % (milieu de la fourchette cible) pour la fin de 2017. Cela implique trois hausses de taux de 25 points au cours de l'année. D'un autre côté, les prévisions économiques de ces mêmes dirigeants ne montrent pas d'accélération notable de la croissance. Elles tablent sur une variation annuelle du PIB réel de 1,9 % pour le dernier trimestre de 2016 et de 2,1 % pour le même trimestre en 2017. Les scénarios de la Fed semblent donc faire fi de l'impact potentiel des politiques budgétaires et fiscales qui pourraient être mises en place par l'administration Trump.

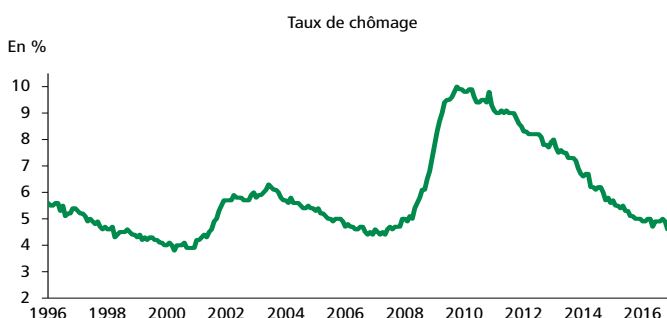
Quels sont les facteurs qui pousseraient la Fed à presser le pas de son cycle de normalisation des taux? Un premier facteur pourrait

être la faiblesse du taux de chômage. Celui-ci a atteint 4,6 % en novembre, son plus bas niveau depuis août 2007 (graphique 3). Il se situe également sous la prévision de long terme de la Fed de 4,8 %, ce qui implique que le marché du travail est sur le point d'engendrer plus de pression sur l'inflation. La Fed anticipe d'ailleurs une modeste accélération de l'inflation l'an prochain. La variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation passerait de 1,5 % au dernier trimestre de 2016 à 1,9 % pour celui de 2017. L'écart n'est pas énorme, mais l'inflation se rapprochera de l'objectif de 2 % de la Fed.

Les perspectives de hausses plus rapides des taux directeurs au cours de la prochaine année pourraient cependant avoir des effets négatifs sur l'économie américaine. D'ailleurs, nos scénarios économiques, qui misent sur un apport positif de court terme des mesures promises par Donald Trump en campagne électorale, prennent en compte ce contrepoint. Dans ce contexte, la Fed voudra peut-être limiter les risques occasionnés par l'appréciation du billet vert et par la hausse des taux d'intérêt obligataires et hypothécaires (graphique 4). Ainsi, comme c'est arrivé souvent au cours des dernières années, les dirigeants de la Fed devront peut-être revoir à la baisse leurs attentes quant à l'évolution des taux directeurs.

GRAPHIQUE 3

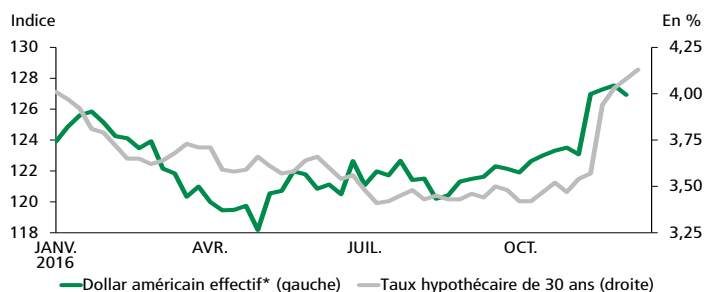
Le taux de chômage continue de diminuer aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4

Deux éléments risquent de nuire à la croissance américaine : l'appréciation du dollar et la hausse des taux d'intérêt



* Mesure large (*broad*) de la Réserve fédérale.

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

Banque du Canada (BdC)

Les incertitudes sont encore importantes : le *statu quo* se prolongera jusqu'en 2018

PRÉVISIONS

Même si les conditions économiques s'améliorent, les incertitudes restent importantes au pays et des vents contraires persistent. Dans ces conditions, les autorités monétaires devraient prolonger le *statu quo* de leurs taux d'intérêt directeurs jusqu'à l'automne 2018.

Comme prévu, l'économie canadienne a rebondi au troisième trimestre avec un gain de 3,5 % (à rythme trimestriel annualisé) après avoir connu une baisse de 1,3 % au printemps. De plus, le troisième trimestre de 2016 s'est terminé sur une note positive avec une hausse de 0,3 % du PIB réel par industrie en septembre. L'acquis de croissance du quatrième trimestre est donc assez élevé, de sorte qu'une hausse légèrement inférieure à 3 % est prévue pour la période.

Ainsi, le PIB réel pourrait croître de 1,4 % en 2016 au lieu du 1,2 % initialement escompté. Pour l'an prochain, la croissance devrait s'accélérer et atteindre 1,9 %. Un gain aux alentours de 2,0 % est également attendu en 2018.

Cela dit, le tableau demeure assombri par un degré d'incertitude très élevé. Premièrement, les bienfaits du plan fédéral de relance demeurent ambigus alors que l'impact positif ne se fait pas encore sentir sur le PIB réel. Deuxièmement, les investissements non résidentiels éprouvent toujours des difficultés. Troisièmement, les investissements résidentiels montrent certains signes d'essoufflement après plusieurs trimestres de forte croissance. Il faut dire que le fédéral a introduit cet automne une nouvelle série de mesures visant à restreindre le crédit hypothécaire assuré et que le gouvernement de la Colombie-Britannique a mis de l'avant l'été dernier des mesures pour contrôler davantage les achats effectués par les étrangers dans la région de Vancouver. Quatrièmement, les incertitudes associées à l'accord de libre-échange entre

le Canada, les États-Unis et le Mexique s'ajouteront aux préoccupations déjà présentes au sein des entreprises. Enfin, la faiblesse des exportations hors énergie est préoccupante dans un contexte d'une demande américaine à la hausse et d'un huard relativement faible.

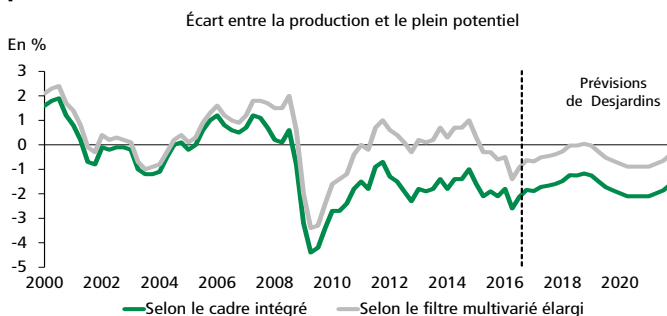
Malgré le rebond de l'économie canadienne au second semestre de 2016, l'écart entre la production et le plein potentiel est encore négatif. Nos prévisions indiquent d'ailleurs que l'écart pourrait bien ne pas se résorber complètement d'ici plusieurs années (graphique 5). Cela limitera l'évolution des pressions inflationnistes, ce qui procurera une certaine marge de manœuvre aux autorités monétaires.

Le taux annuel d'inflation globale est remonté à 1,5 % en octobre dernier. Selon nos projections, il devrait converger vers la cible médiane (2 %) en 2017 en raison notamment de la remontée graduelle des prix du pétrole. Cela dit, l'inflation tendancielle est très stable depuis plusieurs mois, ce qui indique que les pressions inflationnistes restent contenues.

À 166,86 % au troisième trimestre de 2016, le ratio d'endettement des ménages canadiens est encore très élevé (graphique 6). Même si le gouvernement fédéral reste aux aguets avec l'introduction de mesures restrictives sur le crédit hypothécaire, les risques que cela amène sur la stabilité financière au pays demeure une source de préoccupation pour la BdC.

GRAPHIQUE 5

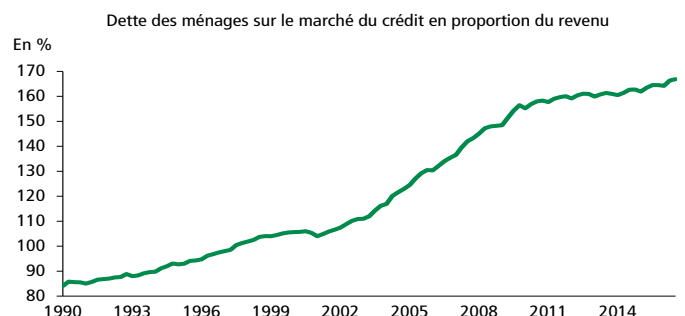
Les capacités excédentaires de production perdureront encore plusieurs années



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6

Le ratio d'endettement des ménages a atteint un nouveau sommet à l'été 2016



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Banques centrales d'outre-mer

Le pied demeure sur l'accélérateur

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Le rythme des achats de titres par la BCE passera de 80 G€ à 60 G€ par mois au début d'avril 2017. Il s'agit en même temps d'une prolongation du programme d'achat. Initialement, la date prévue pour la fin des achats était mars 2017, maintenant l'échéance est prévue pour décembre 2017. Deux paramètres encadrant le programme ont aussi été modifiés. D'abord, la limite minimale des échéances pouvant être achetées a été abaissée de deux à un an. Par la suite, les obligations affichant un taux inférieur au taux de dépôt de la BCE (actuellement -0,40 %) pourront être acquises. Ces changements élargiront le bassin de titres disponibles pour mener à terme l'élargissement de la taille du bilan de la BCE. À la fin de 2017, son actif total devrait avoisiner 4 500 G€ (graphique 7).

Ces changements rendent plus probable la poursuite des interventions de la BCE au-delà de 2017. Plusieurs analystes s'attendaient à une réduction graduelle des achats de titres d'ici la fin de 2017, mais ce scénario est maintenant reporté à l'année suivante. Le scénario économique de base de la BCE prévoit par ailleurs une inflation de 1,7 % pour 2019, ce qui serait encore légèrement sous sa cible officielle.

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

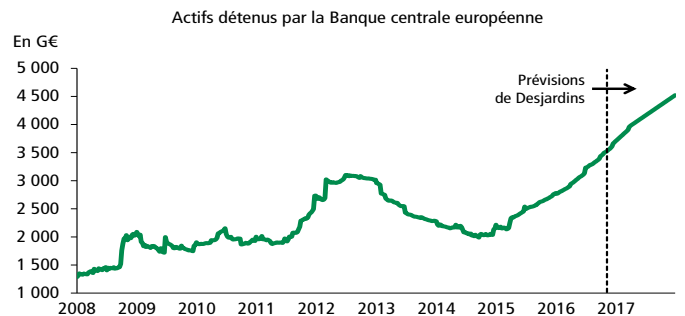
La BoE n'a pas ouvert la porte à une autre intervention à court terme. Elle demeure néanmoins inquiète des risques de ralentissement de l'économie britannique en 2017. Elle prévoit toujours une hausse de l'inflation, mais semble en même temps indiquer qu'elle pourrait se montrer patiente avant de réagir. La dépréciation de la livre compterait pour beaucoup dans la hausse prévue des prix, et l'effet devrait par conséquent être temporaire. En attendant, le programme d'achat de titres se poursuit. Il sera toutefois intéressant de voir la suite des choses après janvier alors que la cible des achats sera vraisemblablement atteinte (graphique 8). Nous croyons que la BoE pourrait annoncer une nouvelle cible de détention d'actifs au printemps lorsque les négociations sur le *Brexit* devraient officiellement débiter.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

La BoJ a établi en septembre une cible d'environ 0 % pour le taux obligataire japonais de dix ans. Suivant la tendance mondiale, les taux obligataires ont légèrement augmenté au Japon depuis l'élection américaine. Le taux de dix ans se situe maintenant à 0,08 % (graphique 9), ce qui pourrait encourager la BoJ à maintenir un rythme un peu plus élevé pour ses achats de titres ou à privilégier des échéances plus longues.

GRAPHIQUE 7

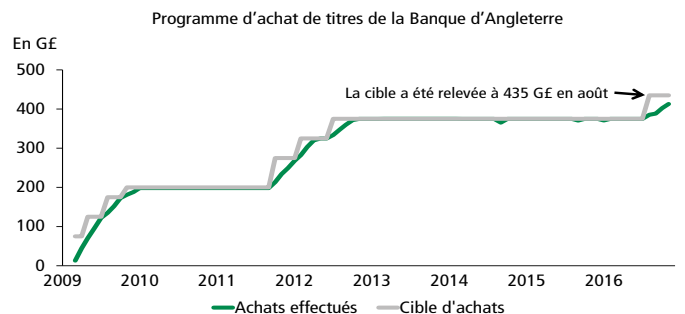
Le bilan de la Banque centrale européenne continuera de croître en 2017



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8

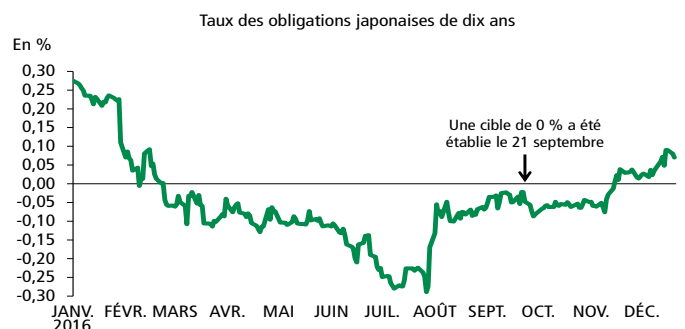
La Banque d'Angleterre aura bientôt atteint sa cible d'achats d'actifs



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 9

Le taux japonais de dix ans est passé au-dessus de sa cible



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Marché des titres à revenu fixe

« Making rates rise again »

PRÉVISIONS

Après l'ajustement prononcé des taux obligataires américains survenu durant l'automne, nous anticipons un parcours plus graduel. Ceux-ci pourraient demeurer près des niveaux actuels en première moitié de 2017 avant d'augmenter quelque peu en seconde moitié alors que l'effet des baisses d'impôts, que devrait décréter le gouvernement américain, commencera à se faire sentir. Nous conservons une cible de fin d'année de 2,80 % pour le taux de dix ans.

Au Canada, les taux ont également beaucoup monté, et les marchés semblent minimiser l'idée d'une politique monétaire qui ne sera pas tout à fait au diapason de celle au sud de la frontière. La Banque du Canada (BdC) semble pourtant sérieuse à ce sujet, et elle a en main de bons arguments. Dans un scénario probable où la BdC jette de l'eau froide sur les anticipations d'une hausse de taux en 2017, une exposition à la partie courte de la pente obligataire sera profitable.

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

Nous l'avons souligné à plusieurs reprises : les marchés obligataires étaient complaisants face au risque d'une hausse subite des taux. L'élection surprise de Donald Trump est venue valider ce constat. Au moment d'écrire ces lignes, le taux de l'obligation fédérale de 10 ans se situait à 2,58 %, soit une hausse de près de 75 points de base par rapport au niveau d'avant élection. La vitesse d'augmentation des taux se compare à celle répertoriée lors du *taper tantrum* de 2013. Rappelons que lors de cet épisode, le taux de 10 ans avait été jusqu'à franchir le cap des 3 %. Des augmentations très marquées sont aussi observables pour le taux de 5 ans (+72 points) et celui de 30 ans (+55 points). Dans le cas du taux de 5 ans, il a franchi la barre des 2 % pour la première fois depuis 2011.

Derrière la remontée actuelle des taux, on dénote des anticipations d'inflation rehaussées. La mesure de compensation pour l'inflation sur dix ans, dérivée à partir des obligations à rendement indexé, a touché 2 % le 8 décembre. Même si elle s'est repliée légèrement depuis, elle se situe aux niveaux les plus élevés depuis l'automne 2014, au moment où la dégringolade des prix énergétiques plombait les anticipations d'inflation. La remontée récente s'inscrit dans le contexte d'un redressement graduel de l'inflation réalisée, alors que l'effet pénalisant des prix de l'énergie disparaît. Les perspectives de politique budgétaire plus expansionniste aux États-Unis, dans un contexte d'amoinissement des excès de capacité, laissent également entrevoir une poursuite du raffermissement de l'inflation.

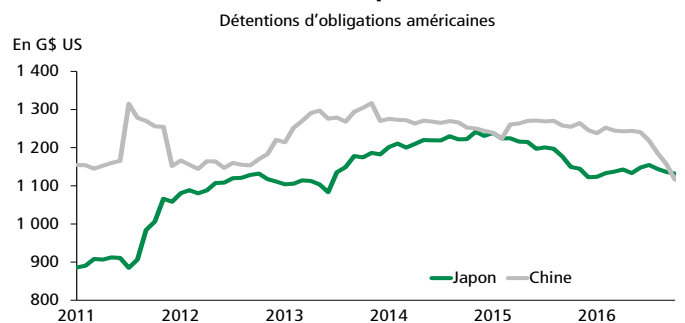
Toutefois, au-delà des perspectives d'inflation, la composante réelle du taux de dix ans est celle qui a le plus augmenté. En fait, environ les trois quarts de l'augmentation du taux de dix ans sont attribuables à la composante réelle. Les marchés ont cessé de mettre en doute la Réserve fédérale (Fed) et escomptent deux hausses de taux en 2017. Cela demeure certes inférieur aux trois hausses signalées par la prévision médiane des membres

de la Fed, mais c'est tout de même une amélioration. Encore très récemment, les marchés escomptaient pratiquement trois ans de *statu quo*. Par ailleurs, pour financer les baisses d'impôts substantielles promises par Donald Trump, le gouvernement fédéral devra émettre davantage d'obligations. Ceci dans un contexte où un dollar américain vigoureux force la Chine à réduire ses avoirs de *Treasuries* pour tenter de stabiliser sa devise. L'ère d'accumulation systématique par la Chine de réserves en dollars américains semble révolue (graphique 10), ce qui implique qu'un important acheteur de *Treasuries* ces dernières années sera moins au rendez-vous, au moment même où il y en aura davantage sur le marché.

Sur le plan économique, les États-Unis continuent de bien s'en sortir. Le taux de chômage officiel est descendu à 4,6 % en novembre. La mesure élargie, qui inclut les travailleurs marginalisés, est passée à 9,3 %. L'écart entre les deux mesures est récemment tombé à son niveau le plus bas depuis 2008, signe que l'objectif de plein emploi de la Fed est très près d'être atteint (graphique 11 à la page 7). La Fed devrait ainsi continuer d'augmenter les taux de façon graduelle en 2017.

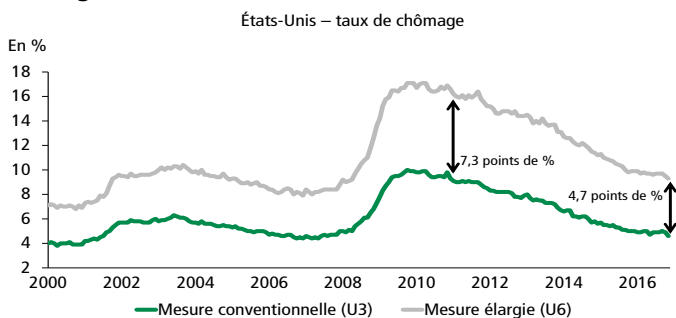
GRAPHIQUE 10

Les détections chinoises d'obligations américaines ont récemment chuté sous celles du Japon



Sources : Département du Trésor américain et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 11
L'écart entre la mesure élargie et la mesure conventionnelle du chômage s'est rétréci



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Cependant, nous doutons qu'elle soit en mesure de livrer trois hausses de taux, comme le signale la médiane des prévisions de ses dirigeants. En décembre 2014, cette médiane indiquait trois hausses en 2015 : une seule a été décrétée. En décembre 2015, la médiane tablait sur quatre hausses : encore une fois, une seule hausse a été annoncée. Le climat mondial reste hautement incertain et les importantes élections en Europe pourraient générer de la volatilité. Par ailleurs, les marchés boursiers ne sont pas à l'abri d'une débâcle de début d'année, comme cela s'est produit au début de 2016. Par-dessus tout, l'incertitude demeure presque entière quant à la teneur des annonces économiques de Donald Trump, ce qui pourrait être une autre source de volatilité.

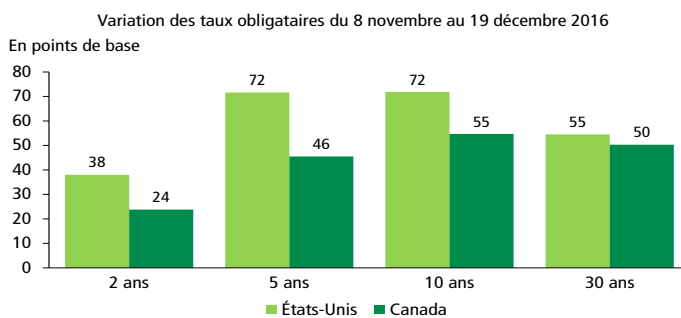
Nous continuons donc de tabler sur deux hausses l'an prochain. Après l'ajustement prononcé des taux obligataires survenu cet automne, nous anticipons un parcours plus graduel. Ceux-ci pourraient demeurer près des niveaux actuels en première moitié d'année, avant d'augmenter quelque peu en seconde moitié, alors que l'effet des baisses d'impôts que devrait décréter le gouvernement commencera à se faire sentir. Nous conservons une cible de fin d'année de 2,80 % pour le taux de dix ans.

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

Les obligations canadiennes n'ont pas été épargnées par l'effet Trump. Les taux ont fortement remonté également de ce côté-ci de la frontière (graphique 12), pesant sur les valeurs obligataires. Par exemple, le taux de 10 ans est passé de 1,27 % avant l'élection pour passer aux environs de 1,85 %. C'est seulement 12 points de moins que la remontée observée aux États-Unis. Dans le cas de l'obligation de 30 ans, la remontée a été pratiquement équivalente, soit 50 points de base, pour un niveau de 2,42 %. Le taux de 5 ans a sensiblement moins monté qu'aux États-Unis, mais il est tout de même 46 points de base plus élevé qu'au 8 novembre, à 1,21 %.

La réaction des marchés obligataires canadiens démontre que pour l'heure, les investisseurs négligent quelque peu les éléments fondamentaux propres à l'économie canadienne. La remontée

GRAPHIQUE 12
La remontée des taux canadiens a aussi été considérable

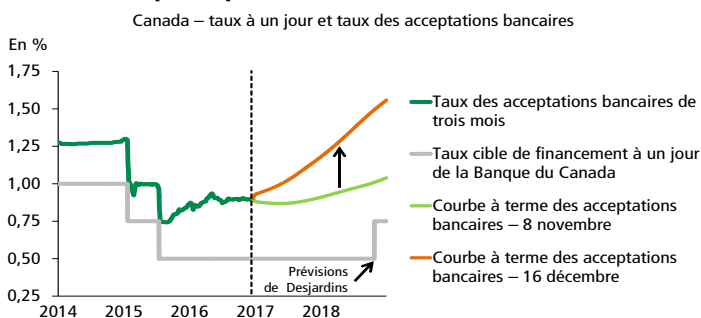


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

américaine des taux s'explique en bonne partie par une hausse des anticipations d'inflation et un regain d'optimisme sur la croissance, en vertu des politiques expansionnistes que veut mettre en place l'administration Trump. Or, en ce qui a trait au Canada, l'élection de Donald Trump s'ajoute aux incertitudes existantes. Ses intentions protectionnistes sont une menace pour une économie déjà fragilisée, et dont les échanges commerciaux représentent près des deux tiers du PIB. Donald Trump a l'intention d'entamer le processus de renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) dès son entrée en fonction. En campagne, en plus de jeter son fiel sur le Mexique et la Chine, il avait déploré le fait que les États-Unis étaient de « grands perdants » (*big-league losers*) vis-à-vis le Canada en matière de commerce.

Il apparaît donc curieux que les marchés canadiens répliquent aussi fidèlement les tendances aux États-Unis. Les contrats à terme sur acceptations bancaires (BAX) sont positionnés en vue d'une hausse de taux de la BdC d'ici environ un an (graphique 13), ce qui tend à minimiser la thèse de divergence économique et monétaire à laquelle Stephen Poloz et ses collègues postulent depuis quelques mois.

GRAPHIQUE 13
Depuis l'élection de Donald Trump, les marchés s'attendent à un resserrement plus rapide au Canada



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Pendant ce temps, les taux hypothécaires remontent, ce qui s'ajoute au durcissement des conditions d'éligibilité à l'assurance hypothécaire annoncé cet automne. Le dollar canadien ne s'est pas déprécié après l'élection, contrairement à ce qui a été vu chez le concurrent mexicain. Ce n'est rien pour faciliter la compétitivité des exportateurs. En fin de compte, tout porte à croire que la BdC verra un resserrement trop rapide des conditions monétaires canadiennes d'un mauvais œil. Nous tablons sur une hausse de taux seulement vers la fin de 2018, et la BdC voudra au minimum renforcer l'idée qu'elle n'est pas aussi pressée d'annoncer un relèvement des taux que les marchés ne l'escomptent. Rappelons qu'elle a débattu l'option inverse il y a à peine deux mois.

Nous suggérons aux investisseurs de s'exposer à la partie courte de la courbe canadienne alors que la BdC risque de vouloir limiter le resserrement des conditions monétaires d'ici sa prochaine réunion. Du point de vue de la pente, il y a des opportunités de capitaliser sur un biais de la BdC qui pourrait prendre une tournure plus *dovish*. Les écarts entre les taux de dix ans et de deux ans pourraient entre autres s'élargir davantage. Miser sur un aplatissement de la courbe BAX nous semble également une option intéressante à l'heure actuelle.

OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

Les coûts d'emprunt des gouvernements provinciaux ont bondi dans la foulée de la grande remontée des taux obligataires. Le taux de référence de dix ans pour l'Ontario est actuellement au-dessus de 2,60 %, lui qui était passé sous 2 % au cours de l'été. Le taux de l'obligation québécoise de dix ans est légèrement plus élevé, à 2,66 %. Dans une optique plus large, ces niveaux demeurent phénoménalement faibles. Par exemple, avant la crise, l'obligation du Québec de dix ans offrait un rendement plus près des 4 %. Même si les taux ont monté, l'appétit pour le risque qui a suivi l'élection de Donald Trump a eu tendance à générer un rétrécissement pour les écarts de crédit, et les obligations provinciales n'ont pas échappé à la tendance. Ainsi, les écarts de taux des provinces par rapport à ceux des obligations canadiennes se situent près de leurs creux des six derniers

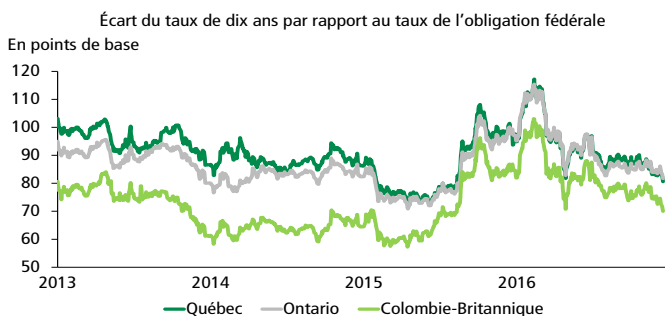
trimestres (graphique 14). Cela inclut l'Alberta, dont l'excédent de coût d'emprunt par rapport à l'Ontario a maintenu une tendance baissière depuis l'été.

Aidant la cause des écarts de l'Alberta, le prix du pétrole est en redressement. L'entente entérinée par les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a contribué à envoyer le prix du baril de pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*) au-dessus de 50 \$ US. Le prix du *WCS* (*Western Canada Select*) se situe à 35 \$ US. Cela demeure bien en-deçà des seuils de rentabilité, mais c'est toujours mieux que les 16 \$ US du début d'année. La décision du gouvernement fédéral de donner son aval à l'augmentation de capacité de l'oléoduc Northern Gateway devrait donner un certain coup de pouce à un secteur énergétique qui en a cruellement besoin. Idem pour l'élection de Donald Trump. Il s'est dit en faveur de la construction de l'oléoduc Keystone XL et vient de nommer comme secrétaire d'État l'ancien patron de la pétrolière Exxon Mobil, qui a des intérêts en Alberta. Même si, au bout du compte, un prix du pétrole sensiblement plus élevé sera essentiel à ce que les pétrolières albertaines renouent avec la rentabilité (graphique 15), on peut dire que le pire est passé pour le secteur énergétique albertain, ce qui pourrait contribuer à maintenir une légère tendance au rétrécissement de l'écart de coût d'emprunt de la province.

Du côté des obligations des sociétés, les écarts continuent de se rétrécir. Pour les obligations de faible qualité (*junk*), les écarts sont revenus près de leurs creux du printemps 2015, une situation emblématique d'une nette remontée de l'appétit pour le risque, dans la foulée de l'élection de Donald Trump. Ceci s'arrime aux Bourses américaines, qui sont toutes entrées en zone record récemment. Même si les écarts se sont rétrécis de manière absolue, les coûts d'emprunt des sociétés sont maintenant plus onéreux. En théorie, cela aurait pour effet de freiner les dépenses en capital, mais l'on sait fort bien que les faibles taux ont surtout été favorables aux rachats d'actions ces dernières années. Une baisse d'activité à ce chapitre constitue l'un des risques négatifs pour les marchés boursiers.

GRAPHIQUE 14

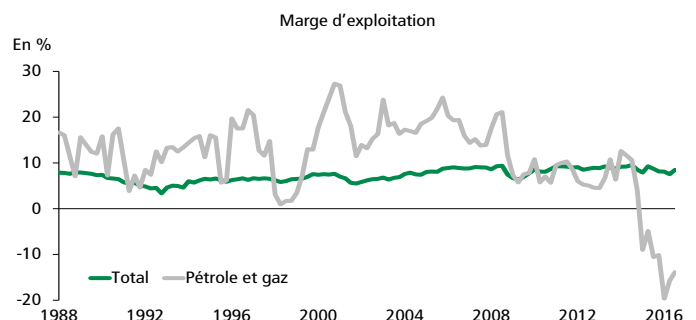
Les écarts provinciaux se compriment



Sources : Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 15

Le secteur énergétique canadien est encore loin de la rentabilité



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

TABLEAU 1
Taux d'intérêt directeurs

FIN DE PÉRIODE EN %	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00
Canada												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Zone euro												
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Royaume-Uni												
Taux de base	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japon												
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	Banques centrales	Décision	Taux
Septembre			
29	Banque du Mexique	+50 p.b.	4,75
Octobre			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50
12	Banque de Corée	s.q.	1,25
19	Banque du Brésil	-25 p.b.	14,00
19	Banque du Canada	s.q.	0,50
20	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
27	Banque de Norvège	s.q.	0,50
27	Banque de Suède	s.q.	-0,50
31	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50
31	Banque du Japon	s.q.	-0,10
Novembre			
2	Réserve fédérale	s.q.	0,50
3	Banque d'Angleterre	s.q.	0,25
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-25 p.b.	1,75
10	Banque de Corée	s.q.	1,25
17	Banque du Mexique	+50 p.b.	5,25
30	Banque du Brésil	-25 p.b.	13,75
Décembre			
5	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50
7	Banque du Canada	s.q.	0,50
8	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
14	Banque de Corée	s.q.	1,25
14	Réserve fédérale	+25 p.b.	0,75
15	Banque d'Angleterre	s.q.	0,25
15	Banque de Norvège	s.q.	0,50
15	Banque du Mexique	+50 p.b.	5,75
15	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
19	Banque du Japon	s.q.	-0,10
21	Banque de Suède	s.q.	-0,50

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

Source : Desjardins, Études économiques

TABLEAU 3
Prochaines rencontres

Date	Banques centrales
Janvier	
10-11	Banque du Brésil
12	Banque de Corée
18	Banque du Canada
19	Banque centrale européenne
30-31	Banque du Japon
31-1	Réserve fédérale
Février	
2	Banque d'Angleterre
7	Banque de réserve d'Australie
8	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
9	Banque du Mexique
14	Banque de Suède
21-22	Banque du Brésil
22	Banque de Corée
Mars	
1	Banque du Canada
7	Banque de réserve d'Australie
9	Banque centrale européenne
14-15	Réserve fédérale
15-16	Banque du Japon
16	Banque d'Angleterre
16	Banque de Norvège
16	Banque nationale suisse
22	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
30	Banque du Mexique
Avril	
4	Banque de réserve d'Australie
11-12	Banque du Brésil
12	Banque de Corée
12	Banque du Canada
26	Banque de Suède

Source : Desjardins, Études économiques

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

FIN DE PÉRIODE EN %	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux d'intérêt directeur												
Fonds fédéraux	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00
Bons du Trésor												
3 mois	0,21	0,26	0,29	0,50	0,60	0,80	0,85	1,05	1,10	1,35	1,60	1,85
Obligations fédérales												
2 ans	0,75	0,58	0,76	1,25	1,20	1,40	1,45	1,60	1,60	1,90	2,15	2,30
5 ans	1,21	1,00	1,15	2,05	1,95	2,05	2,15	2,30	2,30	2,55	2,85	2,90
10 ans	1,78	1,49	1,61	2,55	2,50	2,55	2,65	2,80	2,75	2,95	3,25	3,25
30 ans	2,62	2,31	2,33	3,15	3,10	3,20	3,25	3,35	3,30	3,40	3,55	3,55
Pentes												
5 ans - 3 mois	1,00	0,74	0,86	1,55	1,35	1,25	1,30	1,25	1,20	1,20	1,25	1,05
10 ans - 2 ans	1,03	0,91	0,85	1,30	1,30	1,15	1,20	1,20	1,15	1,05	1,10	0,95
30 ans - 3 mois	2,41	2,05	2,04	2,65	2,50	2,40	2,40	2,30	2,20	2,05	1,95	1,70

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

TABLEAU 5
Canada : marché des titres à revenu fixe

FIN DE PÉRIODE EN %	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux d'intérêt directeur												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Bons du Trésor												
3 mois	0,44	0,49	0,53	0,50	0,50	0,55	0,55	0,55	0,55	0,60	0,65	0,85
Obligations fédérales												
2 ans	0,54	0,52	0,52	0,80	0,70	0,75	0,80	0,85	0,85	1,10	1,25	1,40
5 ans	0,67	0,57	0,62	1,20	1,10	1,20	1,30	1,40	1,40	1,65	1,90	2,00
10 ans	1,23	1,06	1,00	1,80	1,70	1,75	1,85	1,95	1,90	2,10	2,35	2,40
30 ans	2,00	1,71	1,66	2,40	2,35	2,40	2,45	2,55	2,50	2,55	2,65	2,70
Pentes												
5 ans - 3 mois	0,23	0,08	0,09	0,70	0,60	0,65	0,75	0,85	0,85	1,05	1,25	1,15
10 ans - 2 ans	0,69	0,54	0,47	1,00	1,00	1,00	1,05	1,10	1,05	1,00	1,10	1,00
30 ans - 3 mois	1,56	1,22	1,13	1,90	1,85	1,85	1,90	2,00	1,95	1,95	2,00	1,85
Écarts de taux (Canada-États-Unis)												
3 mois	0,23	0,23	0,24	0,00	-0,10	-0,25	-0,30	-0,50	-0,55	-0,75	-0,95	-1,00
2 ans	-0,22	-0,06	-0,24	-0,45	-0,50	-0,65	-0,65	-0,75	-0,75	-0,80	-0,90	-0,90
5 ans	-0,54	-0,43	-0,53	-0,85	-0,85	-0,85	-0,85	-0,90	-0,90	-0,90	-0,95	-0,90
10 ans	-0,56	-0,43	-0,61	-0,75	-0,80	-0,80	-0,80	-0,85	-0,85	-0,85	-0,90	-0,85
30 ans	-0,62	-0,59	-0,67	-0,75	-0,75	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	-0,85	-0,90	-0,85

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques