

# LA COURBE DE RENDEMENT

## La remontée de l'inflation change la donne

### FAITS SAILLANTS

- ▶ Après avoir attendu un an entre la première et la deuxième hausse de ses taux directeurs, la Réserve fédérale (Fed) a augmenté la cadence en procédant à une deuxième hausse trimestrielle consécutive de 0,25 % à la mi-mars. Les investisseurs ont toutefois été rassurés par le fait que les dirigeants de la Fed n'aient pas signalé un resserrement plus rapide de la politique monétaire au cours des prochains trimestres.
- ▶ Même si la Fed prend une pause dans son resserrement monétaire en juin, une remontée graduelle des taux obligataires devrait amener le taux américain de dix ans aux environs de 3 % à la fin de 2017.
- ▶ La faiblesse persistante de l'inflation dans les économies avancées a fait place à une inflation évoluant très près du niveau ciblé par les banques centrales. La Fed n'est ainsi pas la seule banque centrale à avoir changé de ton au cours des derniers mois. Le changement est particulièrement frappant en Europe.
- ▶ Les conditions économiques canadiennes sont plus favorables, mais les autorités monétaires devraient opter pour la prudence en raison des importantes incertitudes et prolonger le *statu quo* des taux d'intérêt directeurs jusqu'à l'été 2018. L'écart entre les taux de court terme américains et canadiens devrait donc s'accroître davantage dans les trimestres à venir.
- ▶ Les obligations des sociétés continuent de générer de bons rendements, particulièrement les obligations de qualité moindre. La demande soutenue a ramené bon nombre d'émetteurs au marché après une tiède année 2016 à ce chapitre.

Après avoir attendu un an entre la première et la deuxième hausse de ses taux directeurs, la Réserve fédérale (Fed) a augmenté la cadence en procédant à une deuxième hausse trimestrielle consécutive de 0,25 % à la mi-mars. Loin d'être effrayés par ce resserrement monétaire, qui n'était pas attendu il y a à peine quelques semaines, les investisseurs ont été rassurés par le fait que les dirigeants de la Fed n'aient pas signalé un resserrement plus rapide de la politique monétaire au cours des prochains trimestres. Le taux américain de dix ans a ainsi continué d'évoluer aux environs de 2,50 % et le dollar américain a faibli. Est-ce que les marchés ont raison de juger que la Fed demeure hésitante à resserrer sa politique monétaire (*dovish*)?

### Une Fed en mode de resserrement

Nous avons reproché l'an dernier à la Fed de signaler continuellement des ressernements monétaires pour ensuite se trouver une raison ou une autre de maintenir sa politique monétaire inchangée. À notre avis, les actions de la Fed sont beaucoup plus importantes que l'évolution de ses prévisions, et nous ne partageons aucunement l'interprétation que le resserrement monétaire de la mi-mars était *dovish*. Au contraire, un deuxième resserrement monétaire trimestriel consécutif, malgré une progression modeste de l'économie américaine à la fin de 2016, et selon toutes probabilités, au premier trimestre de 2017, est un signal clair que les hésitations de l'an dernier sont chose du passé.

Les communications de la Fed sont aussi assez claires sur ce point. En plus de continuer de noter l'amélioration du marché du travail, le communiqué de mars a été ajusté pour indiquer que l'inflation était maintenant revenue près du niveau ciblé de 2 %. La présidente Janet Yellen a aussi adopté un ton positif dans sa conférence de presse en faisant peu de cas de la faible croissance du PIB réel au tournant de l'année (*GDP is a pretty*

### TABLE DES MATIÈRES

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

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](mailto:desjardins.economie@desjardins.com) • [desjardins.com/economie](http://desjardins.com/economie)

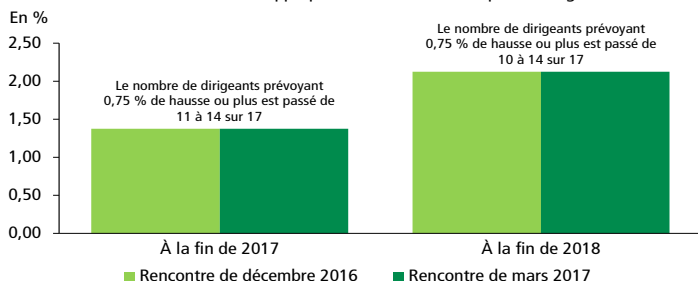
NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations 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 © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

noisy indicator). Son principal message pour le public est que l'économie américaine fait bien et que la Fed a confiance en sa robustesse et en sa résilience face aux chocs. Dans ce contexte, la Fed prévoit continuer de remonter graduellement ses taux directeurs.

Même les fameuses prévisions des dirigeants sur le niveau approprié des taux directeurs en fin d'année ne signalent pas une Fed hésitante (graphique 1). S'il est vrai que les prévisions médianes n'ont pas changé pour la fin de 2017 et de 2018, il faut noter qu'une très forte majorité des dirigeants, soit 14 sur 17, prévoient maintenant qu'il sera approprié d'augmenter annuellement les taux directeurs de 0,75 % ou plus. Tandis que nous partageons le scepticisme des marchés en décembre dernier sur le signal de trois hausses de 0,25 % des taux directeurs américains en 2017, ce scénario est maintenant beaucoup plus crédible alors que la Fed a livré la marchandise en mars.

### GRAPHIQUE 1 Les dirigeants de la Fed signalent toujours trois hausses par année, mais avec plus d'assurance

Estimations médianes du niveau approprié des fonds fédéraux par les dirigeants de la Fed



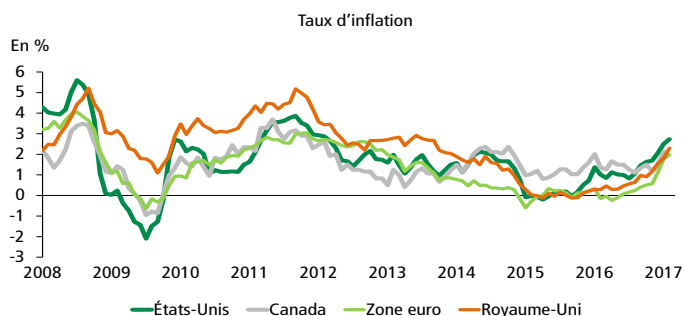
Fed : Réserve fédérale  
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

### D'autres banques centrales changent de ton

L'attitude de la Fed nous semble donc aujourd'hui bien différente de ce à quoi nous avons été habitués au cours des dernières années. La principale raison pourrait bien être le fait que la faiblesse persistante de l'inflation dans les économies avancées a fait place à une inflation évoluant très près du niveau ciblé par les banques centrales (graphique 2). Dans la plupart des cas, la remontée rapide de l'inflation reflète surtout le rebond des prix de l'essence et non de véritables pressions inflationnistes internes. Malgré cela, il semble qu'il était beaucoup plus facile pour les banques centrales de maintenir des politiques monétaires ultra-accommodantes lorsque l'inflation évoluait significativement en dessous de leur cible.

La Fed n'est ainsi pas la seule banque centrale à avoir changé de ton au cours des derniers mois. Le changement est particulièrement frappant en Europe. Alors que la Banque d'Angleterre semblait s'être lancée dans un long programme d'assouplissement monétaire l'été dernier à la suite du vote en faveur du *Brexit*, la poussée de l'inflation l'a

### GRAPHIQUE 2 L'inflation remonte partout



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

rapidement forcée à adopter une position plus neutre, et un dirigeant est même maintenant en faveur d'une hausse des taux directeurs. Même la Banque centrale européenne semble beaucoup plus confiante, au point d'envisager de resserrer sa politique monétaire plus rapidement que ce que laissent entrevoir ses indications prospectives. La Banque du Canada risque aussi de bientôt ajuster quelque peu son ton étant donné la remontée de l'inflation et la bonne performance de l'économie canadienne.

### Attention à la complaisance pour le marché obligataire

Ce changement de ton de plusieurs banques centrales ne veut pas dire qu'elles commenceront bientôt à augmenter à leur tour leurs taux directeurs. Elles risquent cependant d'être beaucoup plus hésitantes à annoncer de nouvelles mesures stimulatrices. Alors que la Fed semble bien déterminée à resserrer sa politique monétaire et que tout indique que les discussions s'accroissent concernant une réduction de sa détention d'obligations, le calme du marché obligataire a de quoi surprendre alors que ses principaux supports des dernières années semblent en voie de disparaître.

La faiblesse récente des prix du pétrole et les signes qu'il faudra attendre longtemps avant que les Américains profitent des baisses d'impôts promises par le nouveau président ont certainement contribué à la résilience du marché obligataire. On ne perçoit toutefois pas pour le moment des signes d'une rechute de la poussée de confiance survenue à la suite de l'élection de Donald Trump. Dans ce contexte, et même si la Fed prend une pause dans son resserrement monétaire en juin, une remontée graduelle des taux obligataires devrait amener le taux américain de dix ans aux environs de 3 % à la fin de 2017. Le maintien d'une fausse perception que la Fed demeure *dovish* pourrait aider le marché obligataire à court terme, mais cela ouvrirait la porte à une correction plus brutale par la suite, à l'image de ce qui s'est passé l'automne dernier.

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

# Réserve fédérale (Fed)

## Une pause en juin?

### PRÉVISIONS

Après l'augmentation de 25 points qui a eu lieu le 15 mars, deux autres hausses de taux directeurs sont prévues en 2017, laissant place à une pause de la part de la Fed en juin. Pour 2018, trois autres augmentations de 25 points sont anticipées.

La Fed a procédé le 15 mars à une troisième hausse de taux du présent cycle de normalisation de la politique monétaire. Ce resserrement fait ainsi suite à la hausse de 25 points de base de décembre 2015 et à celle de décembre dernier. Le sommet de la fourchette cible des fonds fédéraux se situe maintenant à 1,00 %. C'est le niveau qui précédait la dernière baisse de taux directeurs en décembre 2008.

Deux hausses de taux en trois mois suggèrent un rythme plus rapide qui contraste avec le caractère prudent des dirigeants de la Fed. D'ailleurs, ce n'est que tard en février que les marchés ont commencé à envisager cette plus récente augmentation de taux. Malgré l'amélioration de plusieurs indicateurs économiques, il a fallu que les intervenants du marché à terme soient poussés en cette direction par les commentaires publics de nombreux dirigeants de la Fed.

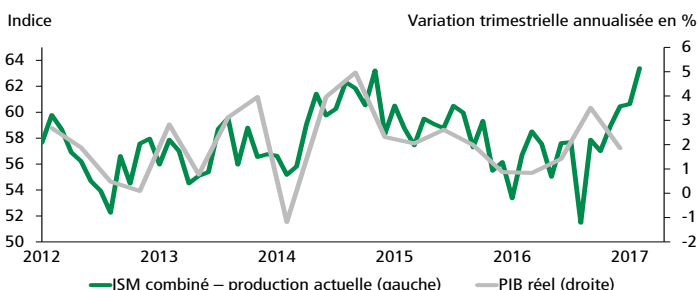
Peut-on maintenant croire que ce nouveau rythme de hausse devienne la norme? Oui et non. La médiane des prévisions des dirigeants de la Fed table sur deux autres hausses de taux de 25 points en 2017 et trois hausses en 2018. C'est donc plus rapide que le rythme précédent d'une hausse par année, mais pas non plus une hausse par trimestre. Il faut donc s'attendre à une pause en 2017 et une autre en 2018. Mais quand?

Les contextes économique et politique peuvent nous donner une idée. On remarque une bonne amélioration de plusieurs

indicateurs depuis l'automne dernier. On pense surtout à la confiance des consommateurs qui suggère une accélération des dépenses des ménages. De leur côté, les indices ISM signalent une progression plus vive des investissements et de la croissance économique en général (graphique 3). Le marché du travail affiche également de bonnes performances. Finalement, on sent que l'inflation prend un peu plus de tonus. Tous ces éléments ont convaincu la Fed d'aller de l'avant avec l'augmentation du taux de mars. Toutefois, malgré ces facteurs encourageants, le PIB réel devrait afficher une croissance modeste en ce début de 2017. Les ventes au détail ont été décevantes (graphique 4), la consommation de services s'annonce très faible à cause de la température, le déficit commercial s'est détérioré et l'on peut s'attendre à une contribution négative des dépenses publiques. De plus, les annonces de baisses d'impôts que l'on pouvait espérer pour la fin du printemps semblent être embourbées dans l'agenda politique de la Maison-Blanche et du Congrès. Donc, une croissance économique plus faible qu'initialement prévu au premier trimestre et un stimulus budgétaire qui devrait se faire sentir en 2018 plutôt qu'en 2017 pourraient faire hésiter la Fed quant à la prochaine hausse de taux. Juin pourrait ainsi être sacrifié pour faire place à de nouvelles hausses en septembre et en décembre. Pour 2018, c'est le mois de mars qui devrait faire office de pause en attendant de voir les effets réels des politiques qui devraient être mises place par l'administration Trump.

### GRAPHIQUE 3

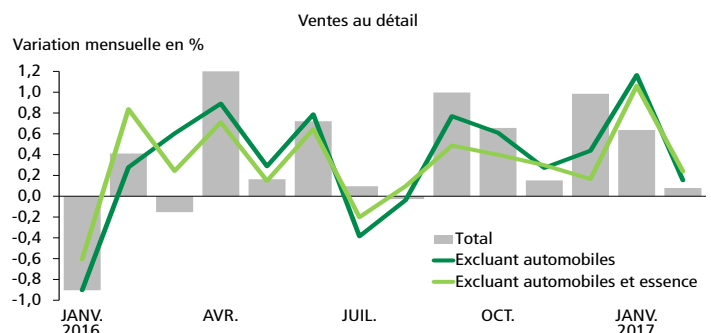
**Les indices ISM suggèrent une bonne croissance économique aux États-Unis**



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

### GRAPHIQUE 4

**La croissance des ventes au détail américaines a été anémique en février**



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

# Banque du Canada (BdC)

## Les conditions économiques s'améliorent, mais le *statu quo* se prolongera

### PRÉVISIONS

Même si les conditions économiques sont plus favorables, les autorités monétaires devraient opter pour la prudence en raison des importantes incertitudes et prolonger le *statu quo* des taux d'intérêt directeurs jusqu'à l'été 2018. L'écart entre les taux de court terme américains et canadiens devrait donc s'accroître davantage dans les trimestres à venir.

Le second semestre de 2016 s'est soldé par une nette accélération de la croissance économique au Canada et les perspectives pour l'année 2017 s'annoncent plutôt bonnes. La progression du PIB réel devrait notamment être assez forte au premier trimestre de 2017. Non seulement l'acquis de croissance est relativement élevé en raison de la hausse soutenue du PIB réel par industrie en novembre et en décembre 2016, mais tout porte à croire que le mois de janvier 2017 sera également assez vigoureux. En outre, les volumes des ventes des manufacturiers, des grossistes et des détaillants ont augmenté significativement durant le mois. Une hausse légèrement inférieure à 3 % est donc prévue pour le premier trimestre.

La croissance du PIB réel devrait également demeurer au-dessus du potentiel de production (évalué à environ 1,5 % par la BdC) pour le reste de 2017. Ainsi, l'ensemble de l'année 2017 pourrait se solder par une hausse du PIB réel de 2,2 %, après des gains de seulement 0,9 % en 2015 et de 1,4 % en 2016. Cela dit, l'économie canadienne devrait encore afficher des capacités excédentaires de production en 2017, ce qui limitera les pressions inflationnistes.

De plus, le marché du travail bénéficie d'une embellie importante alors qu'une création totale de 254 300 emplois est répertoriée depuis août 2016. Une telle hausse durant une si courte période de temps n'avait pas été observée depuis le printemps 2007

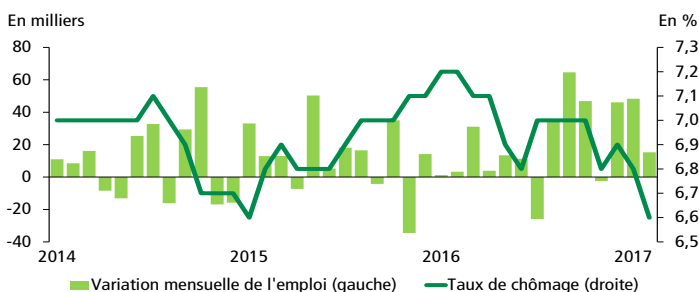
(graphique 5). Le taux de chômage est ainsi passé de 7,2 % au début de 2016 à 6,6 % en février 2017. Cela s'est répercuté sur la confiance des consommateurs, qui a bondi de neuf points en février, ce qui lui a permis de dépasser de façon convaincante la moyenne historique, une première depuis le début de 2015.

L'inflation a aussi progressé significativement dans les derniers mois. La variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation est montée à 2,1 % en janvier dernier, passant ainsi légèrement au-dessus de la cible médiane de la BdC (2 %) pour la première fois depuis l'automne 2014 (graphique 6). Même si des effets temporaires sont en grande partie à l'origine de cette hausse, elle devrait tout de même rassurer les autorités monétaires qui s'étaient montrées préoccupées de la persistance de la faiblesse de l'inflation. D'un autre côté, les trois nouveaux indices de référence démontrent une grande stabilité et demeurent légèrement sous la cible médiane.

Par contre, plusieurs incertitudes entourant les perspectives économiques persistent. En outre, l'avenir incertain de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) avec la remontée du protectionnisme au sud de la frontière suscite beaucoup d'inquiétude et freine la progression des investissements des entreprises. L'impact potentiel sur la compétitivité des entreprises canadiennes des futures mesures fiscales du gouvernement américain est aussi une source de préoccupation.

### GRAPHIQUE 5

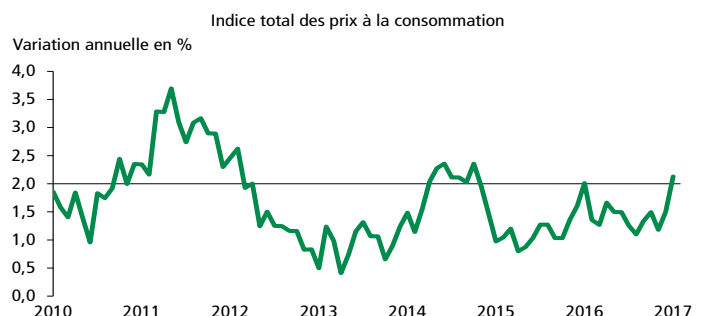
#### Le marché du travail est vigoureux depuis quelques mois



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

### GRAPHIQUE 6

#### L'inflation totale est montée légèrement au-dessus de la cible médiane



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

# Banques centrales d'outre-mer

## Les scénarios d'assouplissement accrus sont moins probables

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Tel qu'il avait été annoncé en décembre, le rythme des achats de titres sera réduit de 80 G€ à 60 G€ par mois en avril. La BCE estime encore qu'elle devra poursuivre ses achats jusqu'à la fin de l'année en cours. Le ton semble néanmoins plus d'optimiste. D'abord, les prévisions pour la croissance économique et l'inflation ont été révisées à la hausse en mars. Par la suite, Mario Draghi a mentionné que les risques baissiers sur l'économie avaient diminué. Finalement, le gouverneur de la banque centrale autrichienne, Ewald Nowotny, a indiqué que la BCE pourrait relever le taux sur les dépôts avant le taux de refinancement, et ce, sans attendre la fin des achats de titres.

Ce changement de ton rend certainement moins probable l'annonce d'autres mesures d'assouplissement. Toutefois, il semble encore trop tôt pour entrevoir un resserrement monétaire en zone euro. L'augmentation récente de l'inflation est loin d'être généralisée. L'inflation tendancielle excluant les aliments et l'énergie se maintient autour de 1 % (graphique 7). Aucune pression inflationniste n'émane du marché de l'emploi et le système financier européen semble encore nécessiter un haut degré d'intervention de la BCE pour demeurer stable.

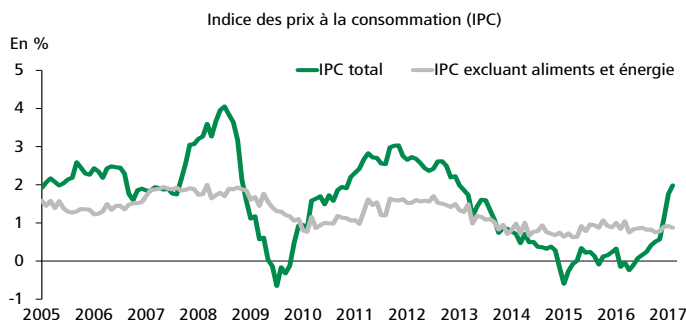
### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

La BoE a presque complété les achats de titres annoncés en août en réponse au *Brexit* (graphique 8). La résilience de l'économie britannique et la remontée de l'inflation compliquent cependant le travail de la BoE. Celle-ci continue de croire que l'économie ralentira. Elle donne ainsi l'impression qu'elle maintiendra un long *statu quo* pour faciliter les ajustements à venir. Elle pourrait même temporairement accepter un taux d'inflation plus élevé. Un membre du comité de politique monétaire a tout de même voté pour une hausse de taux en mars, ce qui alimente les spéculations sur la trajectoire à venir des taux advenant que le ralentissement prévu par la BoE tarde à se concrétiser.

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

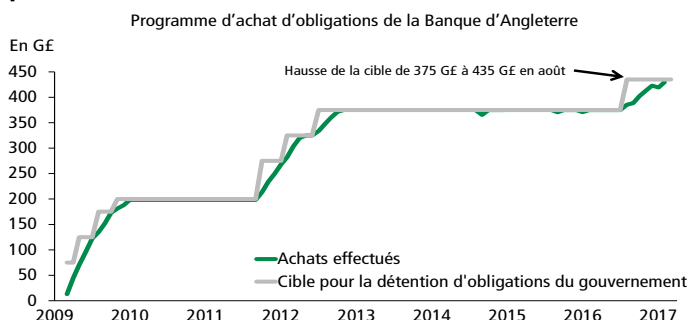
L'inflation demeure très faible au Japon, mais il n'y a pas d'indication que la BoJ pourrait annoncer de nouvelles mesures. Depuis septembre, le rythme des achats de titres est en partie déterminé par l'atteinte d'une cible d'environ 0 % sur le taux obligataire japonais de dix ans. Ce taux se maintient actuellement au-dessus, mais près de cette cible (graphique 9). La pression pourrait s'accroître sur le rythme des achats de titres advenant une nouvelle poussée des taux obligataires un peu partout dans le monde.

**GRAPHIQUE 7**  
L'inflation tendancielle n'a pas rebondi comme l'inflation totale en zone euro



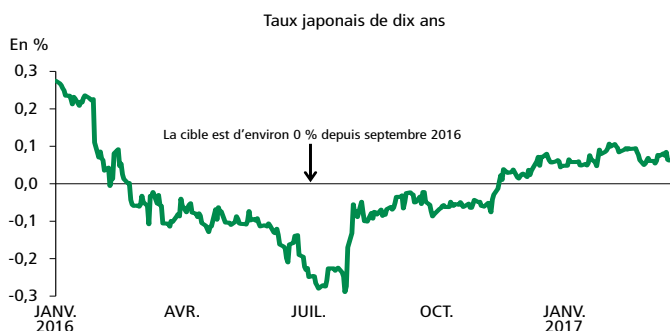
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 8**  
La détention d'obligations du gouvernement britannique est près de sa cible



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 9**  
Le taux obligataire japonais de dix ans se maintient légèrement au-dessus de sa cible



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# Marché des titres à revenu fixe

## Les astres demeurent alignés pour une augmentation des taux

### PRÉVISIONS

Après le resserrement décrété par la Réserve fédérale (Fed) le 15 mars, les marchés demeurent prudents, s'attendant à seulement une autre augmentation cette année. La Fed semble néanmoins de plus en plus disposée à suivre le parcours indiqué en début d'année alors que ses objectifs sont en passe d'être atteints, et nous anticipons trois hausses. Ceci devrait continuer d'entraîner les taux obligataires vers le haut, et nous nous attendons à ce que celui de dix ans termine l'année à 3,00 %.

L'économie canadienne semble profiter d'un bon *momentum* qui fait en sorte que la divergence des économies nord-américaines semble moins prononcée qu'il y a quelques mois. Les marchés estiment toutefois que la Banque du Canada (BdC) devrait rester patiente jusqu'en 2018, point de vue que nous partageons. Afin de maintenir les taux de court terme relativement ancrés, le discours de la BdC mettra l'accent sur les risques aux échanges internationaux, le temps d'obtenir davantage de précisions à ce sujet plus tard dans l'année. Dans ce contexte, même si le taux de dix ans devrait franchir les 2 % vers l'été, les augmentations de taux prévues au Canada à toutes les échéances sont inférieures à celles aux États-Unis.

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

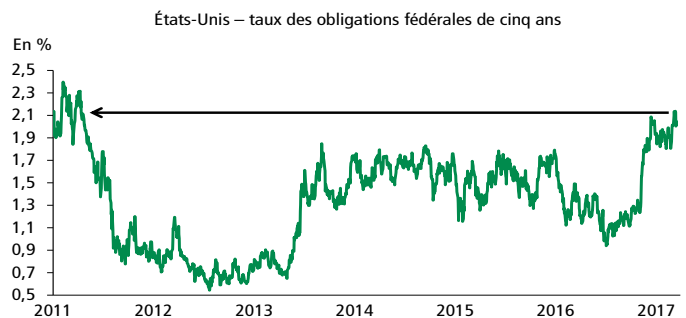
Au début de l'année, après la montée fulgurante des taux obligataires qui a suivi l'élection présidentielle aux États-Unis, la prudence semblait plutôt de mise. Le peu de certitudes sur plusieurs variables critiques des politiques économique et budgétaire de Donald Trump laissait même penser qu'un léger recul des taux pourrait survenir. Durant le premier trimestre, les détails des politiques de Donald Trump en matière de fiscalité, d'investissements publics, de réglementation et de commerce international n'ont filtré qu'au compte-gouttes. Néanmoins, le secrétaire au Trésor, Steven Mnuchin, a laissé entendre que le gouvernement avait du pain sur la planche, à un point tel qu'il faudrait patienter à l'année prochaine avant que les effets économiques soient palpables. Or, ces commentaires relativement sobres n'ont pas renversé le mouvement des marchés fondé sur l'optimisme. Au contraire, les taux obligataires pourraient clôturer le premier trimestre en légère hausse par rapport au 30 décembre.

Si le nouveau gouvernement américain a eu peu de viande à offrir aux investisseurs, en revanche, la Fed s'est appliquée à restaurer la crédibilité de ses signaux. Son travail a été facilité par des indicateurs économiques particulièrement robustes au chapitre de la confiance et du marché du travail. Au début du mois de mars, les grosses peintures de la Fed ont insisté quant à l'imminence d'un relèvement des taux, ce à quoi les investisseurs demeuraient sceptiques, ayant en mémoire les nombreuses hausses de taux signalées durant les deux dernières années, et qui se sont finalement comptabilisées à seulement deux. Devant la persistance des dirigeants et avec des données continuant à surprendre, le réveil des marchés s'est finalement effectué, propulsant notamment les taux des parties courte et médiane de la courbe américaine. Entre autres, le 14 mars, veille de la décision de la Fed, le taux de cinq ans avait connu une

escalade de 33 points de base en seulement deux semaines. Il se situait alors à 2,13 %, soit le plus haut niveau depuis 2011 (graphique 10).

### GRAPHIQUE 10

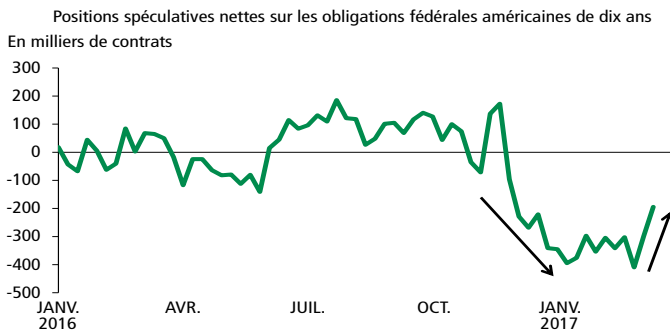
**Plus haut niveau depuis environ six ans pour le taux de cinq ans**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La Fed a bel et bien décrété une hausse de taux le 15 mars, mais les taux obligataires à toutes les échéances ont réagi à la baisse. Certains investisseurs s'attendaient à un signal plus *hawkish* pour la suite des choses. C'était vraisemblablement le cas de ceux qui s'étaient investis massivement en position à découvert sur les obligations américaines (graphique 11 à la page 7). Une Fed insistant sur la gradualité de sa campagne de resserrement en a incité plusieurs à clore ces positions.

Pour la suite des choses, nous prévoyons deux autres augmentations de taux directs durant l'année, ce qui devrait amener le taux de dix ans à terminer l'année à 3,00 %. Un mouvement baissier persistant des taux nous semble être

**GRAPHIQUE 11**
**Les spéculateurs ont démesurément misé contre les obligations en début d'année**


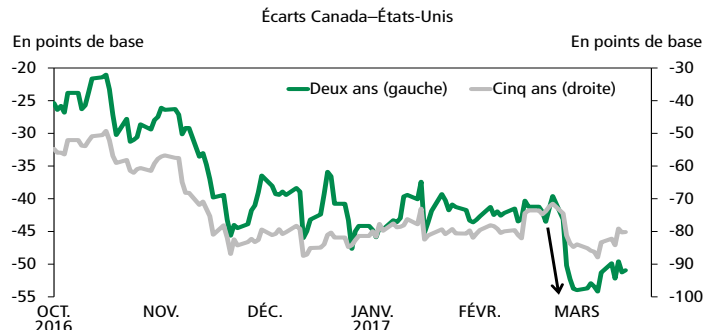
Sources : Commodity Futures Trading Commission et Desjardins, Études économiques

davantage plausible dans un scénario de grande aversion pour le risque au niveau mondial, que dans un scénario de déception face aux politiques de Donald Trump. Les retards dans l'élaboration et la mise en branle du programme économique n'indiquent pas nécessairement que les réformes promises seront abandonnées. Le contrôle des deux chambres du Congrès par les républicains pourrait faire en sorte que les marchés continuent d'accorder le bénéfice du doute au gouvernement. En d'autres mots, ils continueront vraisemblablement d'escompter des politiques stimulant la croissance, l'inflation et les profits d'entreprises à moyen terme, tous des éléments qui sont compatibles avec une tendance haussière et non baissière des taux obligataires.

**OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES**

Les taux canadiens n'avaient pas augmenté aussi rapidement qu'aux États-Unis l'automne dernier, mais ils ont affiché la même stabilité dans les premiers mois de 2017. En janvier et en février, le taux canadien de dix ans est demeuré dans une fourchette de 1,60 % à 1,80 %. La nouvelle poussée des taux américains en mars n'a pas véritablement été répliquée au Canada, avec pour conséquence que les écarts à toutes les échéances se sont creusés plus profondément en zone négative (graphique 12). Combiné à la faiblesse renouvelée du prix du pétrole, cela a contribué à peser sur le dollar canadien, lui qui avait surpris de par sa vigueur à la fin de 2016.

La BdC saluera sans doute ce dénouement, elle qui a estimé que la remontée de la devise et des taux en début d'année était incompatible avec la conjoncture canadienne, qui était alors jugée fragile. Or, cette évaluation est sujette à révision, car les indicateurs économiques ont été nettement au-delà des attentes récemment. Non seulement la croissance du PIB réel s'est affichée à 1,1 point de pourcentage au-dessus de la dernière prévision de la BdC au quatrième trimestre de 2016, mais le premier trimestre de 2017 s'oriente vers un autre gain non négligeable : nous prévoyons actuellement une croissance de 2,7 % pour le premier trimestre de l'année, soit une légère

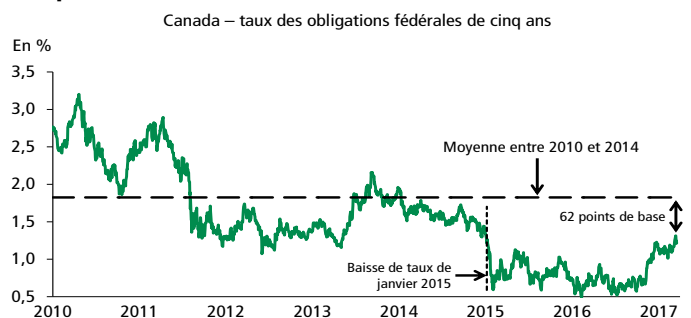
**GRAPHIQUE 12**
**Nouveau creusement des écarts de taux nord-américains**


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

accélération par rapport au trimestre précédent. Les tendances sont bonnes à plusieurs autres niveaux, par exemple, la fabrication, l'emploi à temps plein et l'habitation.

L'enjeu central pour les investisseurs se situe au niveau des signaux qu'enverra la BdC. Se permettra-t-on un peu plus d'optimisme ou continuera-t-on plutôt de mettre la loupe sur les facteurs plus inquiétants? Puisqu'on peut s'attendre aux deux éventualités, tout dépendra de l'emphase et du choix de mots employés par les dirigeants dans leurs prochaines allocutions, en marge de la prochaine rencontre qui se tiendra le 12 avril prochain. À notre avis, la menace protectionniste aux États-Unis demeure assez sérieuse pour que la BdC continue de miser sur un ton prudent. Les marchés n'escomptent pas une hausse de la BdC avant l'an prochain, et si elle devait ouvrir la porte à un relèvement plus hâtif, cela créerait un effet de resserrement qui n'est probablement pas désiré à ce stade-ci.

Le taux de cinq ans, qui revêt une grande importance dans l'économie et le système financier canadiens, se situe encore à 1,21 %, mais il n'est pas difficile d'imaginer une situation où une posture un peu moins *dovish* de la BdC l'envoierait à la moyenne de 1,83 % qu'il maintenait entre le début de 2010 et à la baisse de taux de janvier 2015 (graphique 13). En ce sens,

**GRAPHIQUE 13**
**Un ton plus hawkish de la Banque du Canada risquerait d'effacer complètement l'effet restant des baisses de taux de 2015**


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

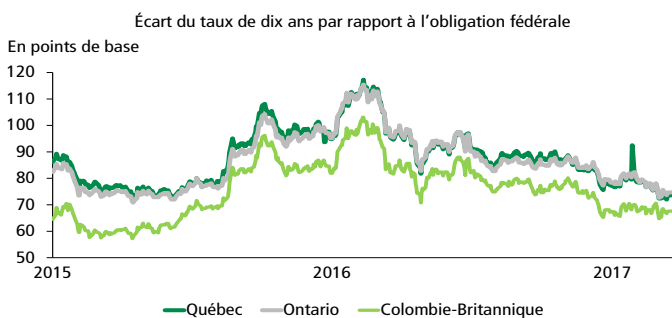
un simple ajustement du discours pourrait exercer le même effet qu'un renversement des baisses de taux de 2015. Étant donné l'important potentiel perturbateur des décisions qui seront prises au sud de la frontière en matière de commerce international, on peut douter que la BdC soit prête à laisser s'enclencher le mécanisme des anticipations. Puisque le flou à ce sujet ne se dissipera pas avant au moins deux trimestres, nous estimons que la BdC continuera d'être claire en mentionnant qu'une hausse de taux demeure encore lointaine au pays. Pour mieux faire passer le message, il n'est pas impossible que Stephen Poloz continue d'indiquer qu'une baisse de taux demeure une possibilité, dans l'éventualité où certains risques négatifs se matérialiseraient.

### OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

Les taux des obligations fédérales qui montent et un appétit élevé pour les classes d'actifs plus risquées, les écarts de taux des grandes provinces sont soumises à des pressions baissières de manière constante. L'écart du taux des obligations de l'Ontario de 10 ans par rapport au taux fédéral à la même échéance est descendu à seulement 75 points de base, plus bas niveau depuis l'été 2015. Les obligations du Québec se comportent remarquablement bien. L'écart du taux de 30 ans contre celui de l'Ontario est récemment passé en territoire négatif, du jamais vu. Pendant ce temps, la Colombie-Britannique continue de bénéficier des plus bas coûts d'emprunt parmi les provinces, forte de ses finances publiques enviables qui lui valent la cote AAA (graphique 14).

#### GRAPHIQUE 14

**Les écarts de taux provinciaux demeurent à des niveaux assez bas**



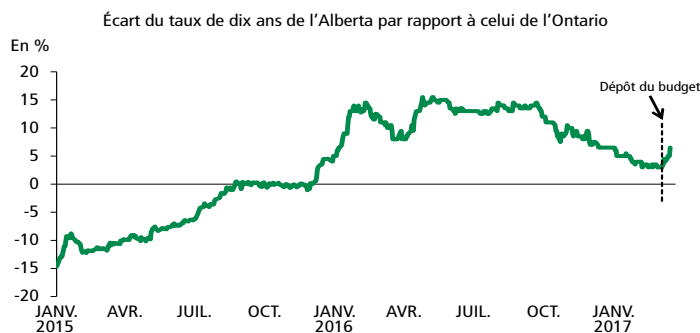
Sources : Bloomberg, Valeurs mobilières Desjardins et Desjardins, Études économiques

La situation est beaucoup plus laborieuse du côté des provinces productrices de matières premières. Même si d'un point de vue économique le pire est passé, les dommages sont encore visibles. Le gouvernement de l'Alberta a annoncé en mars un déficit de l'ordre de 10,3 G\$ CAN pour l'exercice financier 2017-2018, soit une amélioration d'à peine 500 M\$ CAN par rapport à l'exercice qui s'achève. Les hypothèses contenues dans son budget ont fait quelque peu sourciller alors que la province mise sur un prix du baril de pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*) évoluant

à une moyenne de 55 \$ US en 2017. Sans être démesurément optimiste, on ne peut dire qu'il s'agit d'une hypothèse conservatrice. Récemment, le prix du pétrole est passé sous 50 \$ US, témoignant de la volatilité qui pourrait compromettre la projection du gouvernement. Selon ses analyses de sensibilité, un prix du pétrole *WTI* de seulement 1 \$ US inférieur au scénario causerait un manque à gagner de 310 M\$ CAN au gouvernement, soit plus de la moitié de la provision pour éventualités fixée à 500 M\$ CAN. Pour les trois prochaines années, les déficits prévus totalisent 27,2 M\$ CAN et les agences de notation de crédit semblent voir d'un mauvais œil l'absence d'une stratégie détaillée de consolidation budgétaire. Un élargissement des écarts de l'Alberta a été noté depuis le dépôt du budget (graphique 15).

#### GRAPHIQUE 15

**L'écart de taux albertain s'est élargi après le dépôt du budget**



Sources : Bloomberg, Valeurs mobilières Desjardins et Desjardins, Études économiques

Les obligations des sociétés continuent de générer de bons rendements, particulièrement les obligations de qualité moindre. La demande soutenue a ramené bon nombre d'émetteurs au marché après une tiède année 2016 à ce chapitre. Toutefois, cette classe d'actifs a fortement bénéficié de la montée d'optimisme suivant l'élection de Donald Trump. Entre autres, les obligations dans les secteurs pouvant profiter des mesures de la nouvelle administration, comme les matériaux, l'énergie et le secteur financier, ont été prisées. Il reste qu'un resserrement monétaire est souvent défavorable aux obligations de sociétés, particulièrement celles de moins bonne qualité. Il se pourrait donc que le vent tourne, surtout si les marchés en viennent à épouser l'hypothèse de deux nouvelles hausses de la Fed cette année. Pour l'instant, seulement une autre hausse est anticipée sur les marchés à terme.



**TABLEAU 1**  
**Taux d'intérêt directeurs**

FIN DE PÉRIODE EN %	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>États-Unis</b>												
Fonds fédéraux	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25
<b>Canada</b>												
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	0,75	0,75
<b>Zone euro</b>												
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
<b>Royaume-Uni</b>												
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
<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	Banques centrales	Décision	Taux
<b>Décembre</b>			
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
<b>Janvier</b>			
11	Banque du Brésil	-75 p.b.	13,00
12	Banque de Corée	s.q.	1,25
18	Banque du Canada	s.q.	0,50
19	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
30	Banque du Japon	s.q.	-0,10
<b>Février</b>			
1	Réserve fédérale	s.q.	0,75
2	Banque d'Angleterre	s.q.	0,25
6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50
8	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	1,75
9	Banque du Mexique	+50 p.b.	6,25
15	Banque de Suède	s.q.	-0,50
22	Banque de Corée	s.q.	1,25
22	Banque du Brésil	-75 p.b.	12,25
<b>Mars</b>			
1	Banque du Canada	s.q.	0,50
6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50
9	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
15	Réserve fédérale	s.q.	0,75
15	Banque du Japon	s.q.	-0,10
16	Banque d'Angleterre	s.q.	0,25
16	Banque de Norvège	s.q.	0,50
16	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
22	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	1,75

s.q. : *statu quo* ; p.b. : points de base  
 Source : Desjardins, Études économiques

**TABLEAU 3**  
**Prochaines rencontres**

Date	Banques centrales
<b>Mars</b>	
30	Banque du Mexique
<b>Avril</b>	
4	Banque de réserve d'Australie
12	Banque de Corée
12	Banque du Brésil
12	Banque du Canada
26	Banque du Japon
27	Banque centrale européenne
27	Banque de Suède
<b>Mai</b>	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Réserve fédérale
4	Banque de Norvège
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
11	Banque d'Angleterre
18	Banque du Mexique
24	Banque de Corée
1	Banque du Canada
31	Banque du Brésil
<b>Juin</b>	
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque centrale européenne
14	Réserve fédérale
15	Banque d'Angleterre
15	Banque du Japon
15	Banque nationale suisse
21	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
22	Banque de Norvège
22	Banque du Mexique
<b>Juillet</b>	
4	Banque de réserve d'Australie

Source : Desjardins, Études économiques

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

FIN DE PÉRIODE EN %	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux d'intérêt directeur</b>												
Fonds fédéraux	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,21	0,26	0,29	0,51	0,75	0,85	1,05	1,30	1,35	1,60	1,85	2,05
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,75	0,58	0,76	1,17	1,35	1,50	1,65	1,80	1,80	2,10	2,30	2,45
5 ans	1,21	1,00	1,15	1,92	2,00	2,20	2,40	2,50	2,50	2,80	3,00	3,05
10 ans	1,78	1,49	1,61	2,45	2,50	2,70	2,90	3,00	3,00	3,20	3,35	3,40
30 ans	2,62	2,31	2,33	3,06	3,10	3,25	3,35	3,40	3,40	3,50	3,60	3,65
<b>Pentes</b>												
5 ans - 3 mois	1,00	0,74	0,86	1,41	1,25	1,35	1,35	1,20	1,15	1,20	1,15	1,00
10 ans - 2 ans	1,03	0,91	0,85	1,27	1,15	1,20	1,25	1,20	1,20	1,10	1,05	0,95
30 ans - 3 mois	2,41	2,05	2,04	2,55	2,35	2,40	2,30	2,10	2,05	1,90	1,75	1,60

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	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux d'intérêt directeur</b>												
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	0,75	0,75
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,44	0,49	0,53	0,46	0,50	0,55	0,55	0,55	0,60	0,70	0,85	0,95
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,54	0,52	0,52	0,75	0,80	0,90	0,95	1,00	1,00	1,15	1,35	1,45
5 ans	0,67	0,57	0,62	1,12	1,20	1,30	1,45	1,50	1,50	1,75	1,95	2,10
10 ans	1,23	1,06	1,00	1,72	1,75	1,90	2,00	2,05	2,05	2,20	2,40	2,50
30 ans	2,00	1,71	1,66	2,31	2,40	2,55	2,60	2,60	2,60	2,65	2,70	2,75
<b>Pentes</b>												
5 ans - 3 mois	0,23	0,08	0,09	0,66	0,70	0,75	0,90	0,95	0,90	1,05	1,10	1,15
10 ans - 2 ans	0,69	0,54	0,47	0,97	0,95	1,00	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
30 ans - 3 mois	1,56	1,22	1,13	1,85	1,90	2,00	2,05	2,05	2,00	1,95	1,85	1,80
<b>Écarts de taux (Canada-États-Unis)</b>												
3 mois	0,23	0,23	0,24	-0,05	-0,25	-0,30	-0,50	-0,75	-0,75	-0,90	-1,00	-1,10
2 ans	-0,22	-0,06	-0,24	-0,43	-0,55	-0,60	-0,70	-0,80	-0,80	-0,95	-0,95	-1,00
5 ans	-0,54	-0,43	-0,53	-0,80	-0,80	-0,90	-0,95	-1,00	-1,00	-1,05	-1,05	-0,95
10 ans	-0,56	-0,43	-0,61	-0,73	-0,75	-0,80	-0,90	-0,95	-0,95	-1,00	-0,95	-0,90
30 ans	-0,62	-0,59	-0,67	-0,75	-0,70	-0,70	-0,75	-0,80	-0,80	-0,85	-0,90	-0,90

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques