

LA COURBE DE RENDEMENT

Les banques centrales et les investisseurs ne sont pas sur la même longueur d'onde

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



FAITS SAILLANTS

- ▶ La Réserve fédérale (Fed) a procédé à une troisième hausse trimestrielle consécutive de ses taux directeurs lors de sa rencontre du 14 juin. Autre signe de sa confiance, elle a précisé la façon dont elle prévoyait commencer bientôt à réduire son bilan.
- ▶ D'autres banques centrales ont aussi adopté un ton plus positif, dont la Banque centrale européenne qui n'envisage plus d'abaisser davantage ses taux.
- ▶ Alors que les doutes sur la solidité de la reprise canadienne semblent se dissiper et que les capacités excédentaires diminuent rapidement, la Banque du Canada se questionne ouvertement à savoir si les deux baisses de taux de 2015 ne doivent pas être renversées. Nous prévoyons maintenant qu'une hausse de 0,25 % des taux directeurs canadiens sera décrétée en octobre 2017, et un geste dès juillet ne peut pas être exclu.
- ▶ Dans ce contexte, il est surprenant de constater que les taux obligataires de long terme ont généralement évolué à la baisse depuis le commencement de 2017, le taux américain de dix ans revenant récemment aux environs de 2,15 %.
- ▶ La Fed a été plus beaucoup plus agressive dans son resserrement monétaire que ce qu'anticipaient les investisseurs au cours des derniers trimestres et tout indique que cette tendance se poursuivra. Nous misons ainsi sur un taux américain de dix ans aux environs de 2,70 % à la fin de 2017 et de 3,35 % à la fin de 2018.

Les choses ont beaucoup changé au cours de la dernière année. Il faut se rappeler la situation en première moitié de 2016 alors que les craintes d'une stagnation séculaire faisaient rage et amenaient de plus en plus de banques centrales à avoir recours à des taux d'intérêt négatifs. Alors que le vote surprise en faveur du *Brexit* s'ajoutait aux inquiétudes, le cycle de resserrement monétaire américain semblait compromis après une seule hausse de 0,25 % en décembre 2015, et plusieurs commençaient à penser que de nouvelles mesures quantitatives seraient nécessaires.

Dans ce contexte, il est remarquable de constater que la Réserve fédérale (Fed) a procédé à une troisième hausse trimestrielle consécutive de ses taux directeurs lors de sa rencontre du 14 juin. Autre signe de sa confiance, elle a précisé la façon dont elle prévoyait commencer à laisser diminuer sa détention de titres obligataires en seconde moitié de 2017, sans toutefois fixer encore une date précise. À notre avis, le scénario le plus probable est que la réduction du bilan débute en octobre prochain (graphique 1 à la page 2).

D'autres banques centrales ont aussi adopté un ton plus positif, dont la Banque centrale européenne qui n'envisage plus d'abaisser davantage ses taux, et plusieurs dirigeants de la Banque d'Angleterre sont en faveur d'un resserrement monétaire immédiat malgré l'incertitude liée à la question du *Brexit*. Le changement de ton des autorités monétaires a été particulièrement spectaculaire au Canada, où les dirigeants de la Banque du Canada se questionnent ouvertement à savoir si les deux baisses de taux de 2015 ne doivent pas être renversées. Alors que les capacités excédentaires de l'économie canadienne disparaissent rapidement, nous anticipons maintenant une

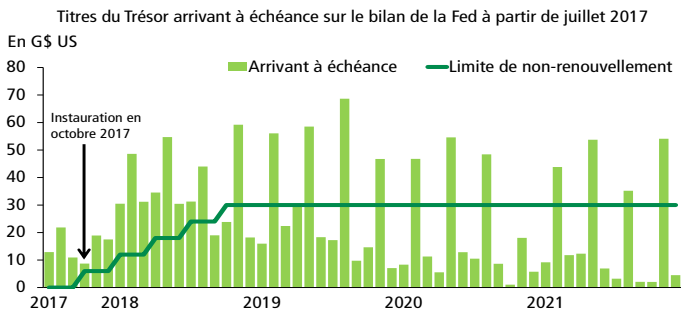
TABLE DES MATIÈRES

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 • 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.

GRAPHIQUE 1 La Fed devrait bientôt commencer à laisser son bilan diminuer graduellement



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

première hausse des taux directeurs canadiens en octobre 2017, et un geste dès juillet ne peut pas être exclu.

Comme nous le notions en mars, ce changement d'attitude généralisé des banques centrales est lié en bonne partie au fait que la remontée des prix du pétrole a permis à l'inflation de revenir plus près des niveaux qu'elles ciblent. La bonne performance de l'économie mondiale, qui devrait afficher sa plus forte croissance en six ans en 2017, et du marché du travail dans plusieurs pays est aussi accueillie très favorablement par les autorités monétaires, tout comme la bonne performance des marchés financiers.

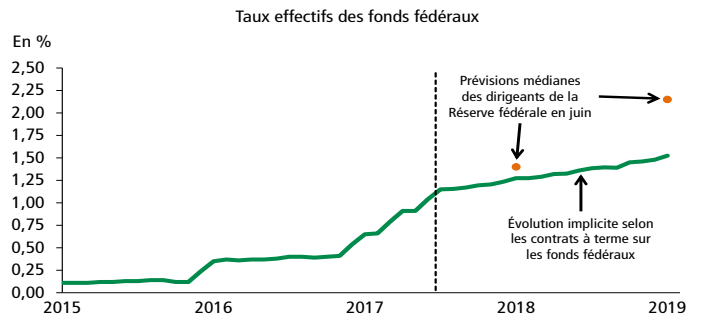
Les investisseurs obligataires sont beaucoup plus sceptiques

La bonne performance de plusieurs places boursières depuis le commencement de l'année cadre assez bien avec l'amélioration des perspectives économiques mondiales. La forte remontée des profits des entreprises au cours de la dernière année contribue aussi certainement à la bonne performance des Bourses.

Dans ce contexte, il est surprenant de constater que les taux obligataires de long terme ont généralement évolué à la baisse depuis le commencement de 2017, le taux américain de dix ans revenant récemment aux environs de 2,15 %. Alors que les taux de court terme suivent une tendance haussière dictée par le resserrement de la politique monétaire, la pente de la courbe de rendement s'est ainsi fortement aplatie. Un tel aplatissement a souvent, par le passé, signalé un ralentissement économique.

Les contrats à terme sur les fonds fédéraux illustrent bien la déconnexion grandissante entre le marché obligataire et la Fed. Alors que les dirigeants de la Fed signalent toujours une hausse supplémentaire de 0,25 % d'ici la fin de l'année et trois hausses supplémentaires l'an prochain, les contrats à terme ne laissent entrevoir que 0,35 % d'augmentation des taux fédéraux d'ici la fin de 2018 (graphique 2). Les capacités excédentaires du marché du travail américain paraissant déjà pratiquement épuisées, il faudrait un ralentissement marqué de l'économie ou de fortes

GRAPHIQUE 2 Les marchés n'anticipent presque plus de resserrement monétaire aux États-Unis



Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

pressions déflationnistes pour convaincre la Fed de ralentir soudainement son resserrement monétaire.

Une seconde moitié d'année à l'image de celle de 2016?

Le scepticisme des investisseurs s'appuie sur quelques éléments. En premier lieu, les difficultés de l'administration Trump à mettre en place d'importantes baisses d'impôts et une nouvelle baisse des cours pétroliers ont fait redescendre les anticipations d'inflation. Les dernières données économiques américaines ont aussi été un peu décevantes, en particulier du côté de l'inflation. Le dernier communiqué de la Fed soulignait ainsi qu'il faudrait surveiller de près la situation des prix. Dans ce contexte, nous prévoyons maintenant que la Fed attendra en décembre prochain avant de remonter ses taux directeurs, préférant plutôt seulement annoncer en septembre le début de la réduction de son bilan.

Il reste que le contexte économique et financier demeure favorable dans l'ensemble et que nous voyons peu de raisons d'anticiper une rechute durable de la croissance économique ou de l'inflation tant au niveau américain que mondial. La Fed a été beaucoup plus agressive dans son resserrement monétaire que ce qu'anticipaient les investisseurs au cours des derniers trimestres, et tout indique que cette tendance se poursuivra. À l'image de l'an dernier, les investisseurs devront tôt au tard revoir leurs anticipations concernant la politique monétaire américaine, ce qui pourrait se traduire par une remontée significative des taux de long terme. Même si la résilience des derniers mois nous amène à être un peu plus conservateurs dans nos scénarios de taux, nous misons ainsi sur un taux américain de dix ans aux environs de 2,70 % à la fin de 2017 et de 3,35 % à la fin de 2018.

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

Réserve fédérale (Fed)

Entre bonne croissance et faible inflation

PRÉVISIONS

Après trois hausses trimestrielles consécutives, une pause devrait avoir lieu d'ici la fin de l'année, probablement en septembre. Le sommet de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait atteindre 1,50 % à la fin de l'année. Pour 2018, trois autres augmentations de 25 points devraient amener le haut de la fourchette à 2,25 % en décembre.

La Fed a maintenant procédé à quatre hausses de taux directeurs durant le présent cycle. Dans ce mouvement, les taux ont augmenté au cours des trois dernières réunions trimestrielles où Janet Yellen a participé à une conférence de presse et où les dirigeants de la Fed ont publié leurs nouvelles prévisions. Cette séquence trimestrielle apparaît dorénavant comme un nouveau rythme de croisière qui pourrait bien correspondre au qualificatif de « graduel » souvent utilisé par la Fed. Est-ce que ce rythme trimestriel est vraiment réaliste? Sans que ce soit impossible, on peut tout de même en douter.

Il est vrai qu'après une piètre performance au premier trimestre (qui n'a ailleurs pas empêché la Fed de resserrer sa politique), l'économie américaine devrait afficher un solide rebond au printemps. La croissance trimestrielle annualisée du PIB réel devrait ainsi passer de 1,2 % à plus de 3,0 %. La consommation réelle devrait notamment se remettre facilement de la croissance anémique de 0,6 % obtenue à l'hiver. Il faut aussi noter la faiblesse du taux de chômage qui a récemment atteint un creux de 16 ans (graphique 3). Ceci dit, plusieurs indicateurs économiques continuent de décevoir; les mises en chantier, la production manufacturière et les ventes au détail ont toutes enregistré des contre-performances en mai.

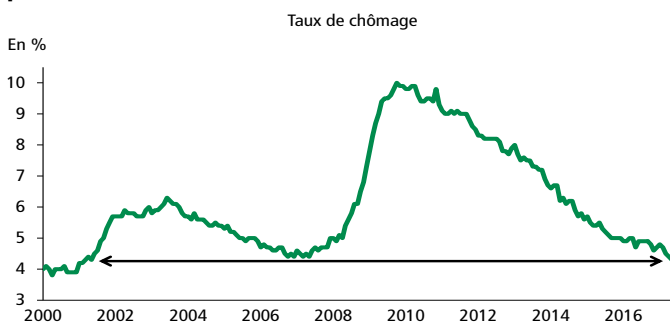
De plus, les pressions inflationnistes semblent plus faibles que préalablement escompté. La variation annuelle de l'indice des

prix à la consommation (IPC) total est passée de 2,7 % en février à 1,8 % en mai. Du même souffle, celle de l'IPC de base qui exclut les aliments et l'énergie a reculé de 2,3 % à 1,7 %. Si on exclut également les logements, l'inflation a subi trois baisses mensuelles consécutives, une première depuis 2008, et sa variation annuelle est tombée à son plus bas taux depuis janvier 2004 (graphique 4). Différents facteurs extraordinaires, comme une chute des prix des services de téléphones portables, ont contribué à cette situation. À court terme, on voit tout de même l'inflation se stabiliser. Toutefois, les hausses prévues sont moins importantes que ce que l'on anticipait encore récemment. Les prévisions concernant les prix du pétrole sont plus faibles et la mise en place de mesures protectionnistes de la part de l'administration Trump semble maintenant moins probable.

Finalement, les dirigeants de la Fed eux-mêmes prévoient une pause trimestrielle dans le resserrement prévu à la fois en 2017 et en 2018. Pour cette année, la pause pourrait avoir lieu en septembre, ce qui permettrait à la Fed de commencer à ce moment son plan de normalisation du bilan dont les détails ont été publiés lors de la dernière rencontre.

GRAPHIQUE 3

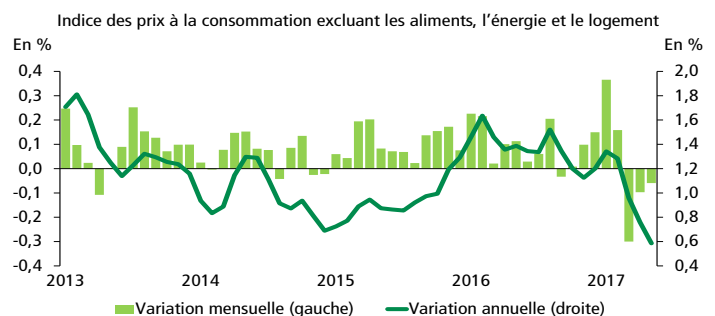
Le taux de chômage américain est passé sous le creux du cycle précédent



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4

L'inflation de base qui exclut le logement est en perte de vitesse aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Banque du Canada (BdC)

Une hausse des taux directeurs devrait être décrétée dès l'automne prochain

PRÉVISIONS

Alors que les doutes sur la solidité de la reprise canadienne semblent se dissiper et que les capacités excédentaires diminuent rapidement, la BdC se questionne ouvertement à savoir si les deux baisses de taux de 2015 ne doivent pas être renversées. Nous prévoyons maintenant qu'une hausse de 0,25 % des taux directeurs canadiens sera décrétée en octobre 2017, et un geste dès juillet ne peut pas être exclu.

La croissance de l'économie canadienne est très forte depuis la mi-2016. Après des gains respectifs de 4,2 % et de 2,7 % (à rythme annualisé) au troisième et au quatrième trimestre de 2016, le PIB réel a bénéficié d'une croissance de 3,7 % au premier trimestre de 2017.

Il s'agit d'un rythme de progression largement au-dessus du potentiel de croissance, qui se situerait selon la BdC entre 1,1 % et 1,5 % en 2016 et entre 1,0 % et 1,6 % en 2017. Dans ces conditions, l'écart négatif entre la production et son plein potentiel qui subsiste depuis la Grande Récession de 2008-2009 s'est résorbé assez rapidement. La moyenne des deux mesures de la BdC est passée de -2,1 % au deuxième trimestre de 2016 à seulement -0,8 % au premier trimestre de 2017 (graphique 5).

Le même phénomène est observé au sein du taux d'utilisation de la capacité industrielle de l'économie canadienne, qui est remonté à 83,3 % au premier trimestre de 2017 selon Statistique Canada. Pour la première fois depuis la Grande Récession, le taux d'utilisation est ainsi passé au-dessus de sa moyenne historique.

Du côté du marché du travail, même si certaines mesures indiquent que la progression des salaires reste relativement faible, la situation pourrait changer. La mesure élargie du taux

de chômage, qui incorpore les chercheurs d'emploi découragés, les travailleurs en attente ainsi que les travailleurs à temps partiel involontaire, a encore diminué en mai pour atteindre son niveau le plus faible depuis octobre 2008 (graphique 6).

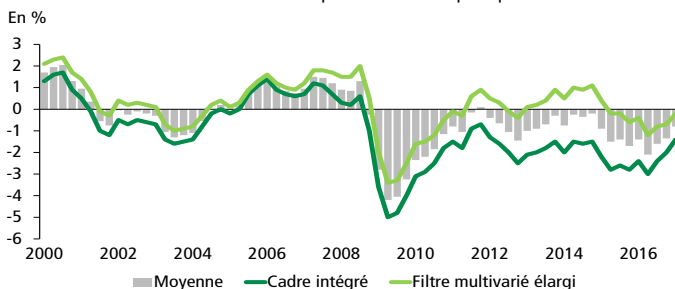
La résorption graduelle des capacités excédentaires de production est une bonne nouvelle pour l'économie canadienne. Elle implique cependant que les pressions haussières sur les prix pourraient devenir un peu plus importantes au cours des prochaines années. Les pressions inflationnistes semblent toutefois encore assez ténues pour l'instant. Les variations annuelles des trois nouveaux indices de référence de la BdC sont d'ailleurs en légère baisse depuis la mi-2016.

Un autre élément positif pour les autorités monétaires est l'atténuation des disparités régionales au pays. D'une part, la progression du PIB réel devrait demeurer assez soutenue cette année en Ontario, en Colombie-Britannique et au Québec. D'autre part, la stabilisation du secteur de l'énergie permettra aux provinces productrices de pétrole, soit l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador de rebondir et ainsi connaître une croissance économique qui se rapprochera de la moyenne nationale en 2017.

GRAPHIQUE 5

La forte croissance des derniers trimestres a contribué à réduire l'écart négatif entre la production et le plein potentiel

Canada – écart entre la production et son plein potentiel

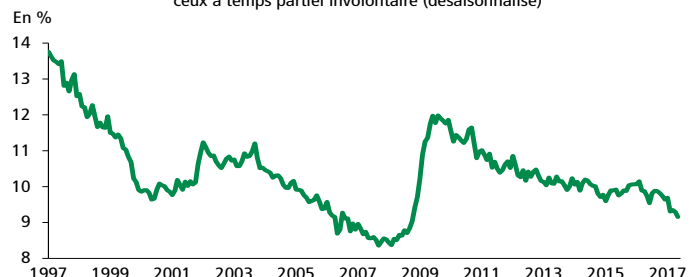


Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6

Les conditions s'améliorent au sein du marché du travail canadien

Taux de chômage incluant les chercheurs découragés, les travailleurs en attente et ceux à temps partiel involontaire (désaisonnalisé)



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Banques centrales d'outre-mer

La BCE est plus optimiste, mais elle demeure prudente dans ses actions

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

La BCE estime que les risques sur l'économie sont maintenant plus équilibrés, et elle a révisé à la hausse ses prévisions de croissance économique. Elle a légèrement modifié son communiqué officiel en juin en excluant d'abaisser davantage ses taux d'intérêt directeurs. Elle a néanmoins conservé un certain degré de prudence en laissant inchangée sa mention indiquant qu'elle pourrait augmenter ses achats nets d'actifs, si nécessaire.

Ce changement de ton de la BCE a été précédé de plusieurs bons résultats sur le plan économique en Europe ainsi que d'une réduction importante des risques politiques, notamment avec l'élection d'Emmanuel Macron en France. Cela dit, l'inflation demeure très faible et la BCE ne prévoit pas une accélération rapide de celle-ci (graphique 7). Elle a d'ailleurs revu à la baisse ses prévisions en juin. Il apparaît probable que les achats d'actifs se poursuivront comme prévu jusqu'à la fin de l'année. Par la suite, il devrait y avoir une phase de réduction progressive des achats. Ce n'est que bien plus tard, probablement pas avant la fin de 2018, que les hausses de taux d'intérêt directeurs débiteront.

BANQUE D'ANGLETERRE (BOE)

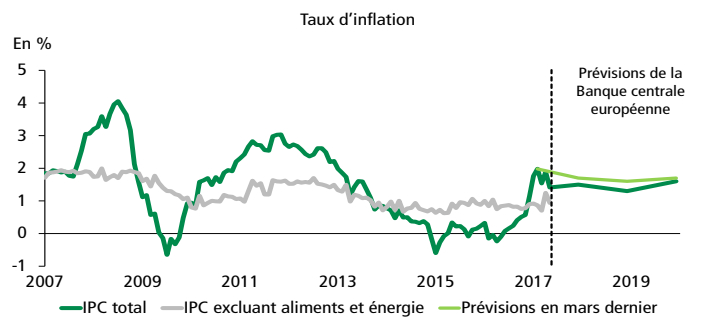
Le taux d'inflation continue de progresser au Royaume-Uni et il avoisine maintenant 3 % (graphique 8). Cela place la BoE dans une position difficile et trois membres du comité de politique monétaire sur huit ont voté en faveur d'une hausse de taux d'intérêt en juin. Il serait toutefois étonnant que la BoE relève les taux au moment où l'économie britannique commence à montrer des signes de faiblesse. Par ailleurs, l'augmentation des prix serait liée en grande partie à la dépréciation de la livre depuis un an. La situation risque donc de se résorber d'elle-même et de peu affecter les anticipations. Enfin, les négociations entourant le *Brexit* s'annoncent plus difficiles avec les conservateurs qui ont récemment perdu leur majorité.

BANQUE DU JAPON (BOJ)

L'économie nippone est sur une bonne lancée depuis plusieurs trimestres (graphique 9). Néanmoins, l'inflation demeure très faible et la BoJ ne donne pas d'indications sur un relâchement prochain de sa détente monétaire. Elle souhaite encore voir l'inflation s'installer durablement autour de 2 % avant de lever le pied de l'accélérateur. Qui plus est, le rythme des achats de titres étant maintenant guidé par l'atteinte d'une cible d'environ 0 % sur le taux obligataire japonais de dix ans, il est possible que la BoJ ait à accélérer ses achats si la tendance mondiale des taux obligataires revient à la hausse.

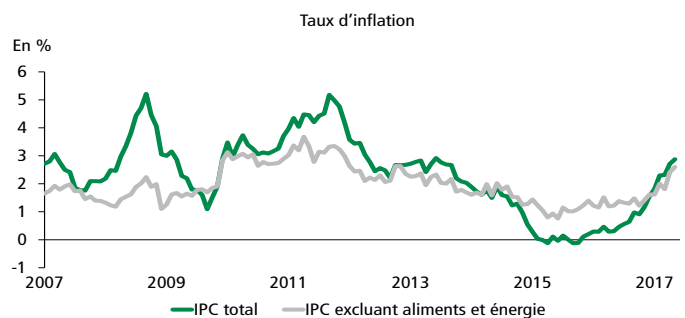
GRAPHIQUE 7

Pas d'amélioration rapide en vue pour l'inflation en zone euro



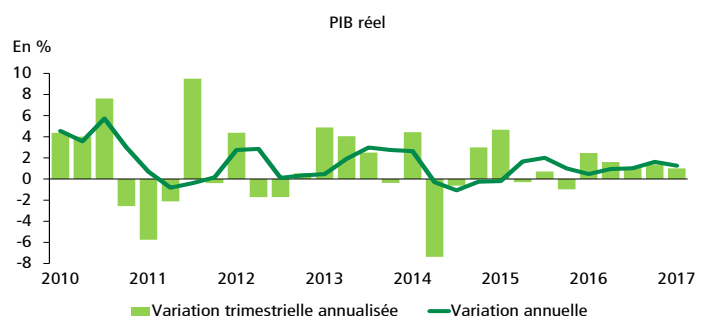
GRAPHIQUE 8

L'inflation s'approche de 3 % au Royaume-Uni



GRAPHIQUE 9

L'économie japonaise se montre plus stable



Marché des titres à revenu fixe

Excès de scepticisme sur les marchés obligataires

PRÉVISIONS

La Réserve fédérale (Fed) a maintenant complété deux des trois hausses de taux qu'elle planifiait effectuer cette année. Nous prévoyons qu'elle effectuera sa troisième hausse en décembre. Elle devrait commencer la réduction de son bilan à l'automne. Ces conditions militent pour que les taux renversent une bonne partie des baisses enregistrées ces derniers mois. Le taux américain de dix ans devrait clôturer l'année à 2,70 %.

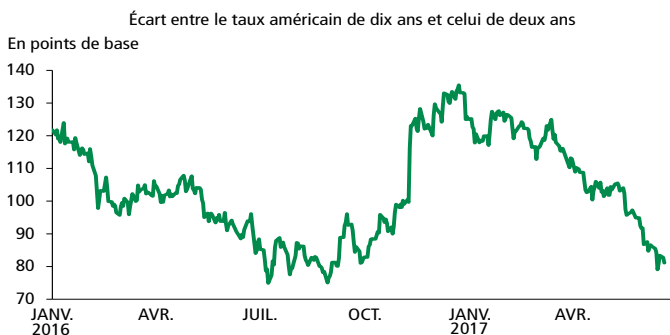
Au Canada, l'économie ne démord pas et la Banque du Canada (BdC) a changé son ton, laissant présager des hausses de taux dans un avenir plus rapproché. Les écarts de taux de court terme pourraient encore se comprimer, mais il semble que la plus grande partie de l'ajustement ait été complétée. La BdC conservera une approche très graduelle et les taux canadiens devraient monter à un rythme semblable aux taux américains en seconde moitié d'année. Le taux de dix ans terminera vraisemblablement l'année à 2,05 %.

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

La chute des taux obligataires de long terme au cours du printemps a été brutale. Après avoir touché 2,65 % le 13 mars dernier, le taux américain de 10 ans est récemment passé sous 2,20 %. Même constat pour les taux de 30 ans, qui s'établissaient autour de 2,80 %, après avoir atteint 3,20 % à la mi-mars. L'histoire a été tout autre pour les taux de court terme. Alors que la Fed a effectué une troisième hausse des taux directeurs en autant de trimestres, les taux de 3 mois et de 2 ans ont été forcés d'augmenter. Par exemple, à 1,35 % en date du 19 juin, le taux de 2 ans était à seulement quelques points de base du sommet du 14 mars. L'aplatissement de la courbe obligataire américaine a donc été spectaculaire (graphique 10). Après avoir atteint 136 points de base à la fin de 2016, l'écart entre les taux de 10 ans et de 2 ans a chuté pour avoisiner 80 points de base actuellement.

GRAPHIQUE 10

Aplatissement marqué de la courbe américaine en 2017



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

L'aplatissement de la courbe en dit long sur les anticipations des investisseurs : le scepticisme demeure clairement au rendez-vous.

Cela se perçoit dans les anticipations des taux directeurs illustrées par la courbe des fonds fédéraux. Celle-ci est actuellement excessivement plate : les marchés à terme sont alignés à un scénario où la prochaine hausse de taux sera décrétée dans seulement environ un an. Avec des anticipations aussi faibles quant à la politique monétaire, il est difficile pour les taux de plus long terme de connaître un élan haussier. L'autre message envoyé par les marchés est que l'inflation demeurera faible. Les mesures de compensation pour l'inflation sur les marchés ont baissé récemment pour une variété de raisons. Le dégonflement des attentes de réformes de politiques américaines à potentiel inflationniste a joué un rôle. Toutefois, les anticipations d'inflation, même sur un horizon aussi long que dix ans, ont aussi tendance à réagir aux toutes dernières données d'inflation : celles-ci ont plutôt déçu aux États-Unis.

Il se pourrait également que les marchés estiment que l'économie et l'inflation toléreront plutôt mal le resserrement que planifie la Fed, aussi graduel qu'il soit. Outre l'inflation, les politiques monétaires toujours résolument accommodantes ailleurs font partie des facteurs gardant les taux obligataires bien ancrés. La Banque centrale européenne continuera d'élargir son bilan pendant environ un an, et il faudra patienter encore plus longtemps avant que son taux sur les dépôts s'extirpe de la zone négative. Pendant ce temps, malgré certains signaux plus positifs sur l'inflation au Japon, la Banque du Japon n'est pas encore à l'aube de sa normalisation.

Malgré ces considérations, nous estimons que le scepticisme est quelque peu exagéré. La croissance mondiale s'améliore de manière tangible. En zone euro, le PIB s'est accéléré pour un quatrième trimestre consécutif en début d'année et les indicateurs de confiance demeurent élevés. La Chine continue de mener à bien son ralentissement et, malgré certaines craintes à cet effet, les mesures de resserrement du crédit décrétées par les autorités ne causent pas de perturbations excessives. Le

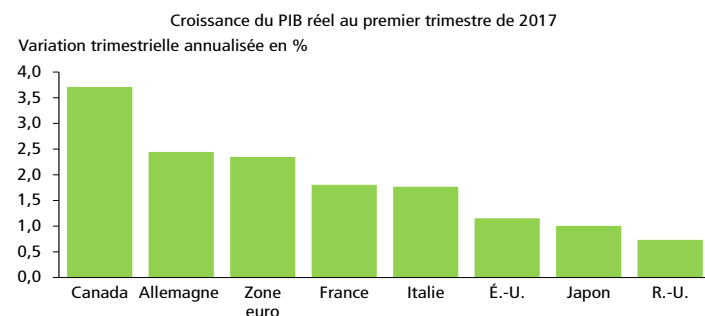
volume de commerce mondial est en hausse, ce qui est de bon augure pour l'investissement. L'affaiblissement du populisme, consacré par le triomphe d'Emmanuel Macron en France, est un autre facteur porteur pour la confiance et les investissements. Dans l'optique où ces conditions se maintiennent et que la croissance mondiale continue de bien se comporter, d'autres banques centrales majeures pointeront éventuellement vers la sortie. S'il est vrai que ce n'est pas demain la veille que cela aura lieu, les investisseurs en obligations de long terme semblent davantage croire que cela ne se produira jamais. Le mouvement d'aplatissement pourrait ainsi tirer à sa fin à mesure que les anticipations se rajustent. Nous tablons sur une remontée des taux de dix ans, qui devraient atteindre 2,70 % à la fin de l'année.

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

Au début du printemps, les perspectives de taux directeurs suscitaient peu de controverse : autant les investisseurs que les prévisionnistes s'attendaient à ce que la BdC patiente jusque vers la mi-2018 avant de décréter une hausse de taux directeurs. Les taux canadiens ont évolué dans une trajectoire sensiblement similaire à celle des taux américains jusqu'à la fin du mois d'avril. À partir de ce moment, les difficultés éprouvées par le prêteur hypothécaire Home Capital ont donné la frousse à plusieurs investisseurs, notamment les investisseurs étrangers, qui ont tracé des parallèles avec les événements qui ont conduit à la crise financière américaine. Le ton hostile employé par Donald Trump envers le Canada, avec notamment la menace de quitter l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), a été un autre facteur d'inquiétude. Les écarts de taux de court terme se sont ainsi élargis plus profondément en territoire négatif, et le dollar canadien s'est déprécié.

Toutefois, au-delà de ces surprises, l'économie et le marché de l'emploi canadiens ont maintenu une cadence élevée. La croissance canadienne a été parmi les meilleures au sein des pays avancés au premier trimestre de l'année (graphique 11). Les entreprises ont continué d'embaucher de manière soutenue et,

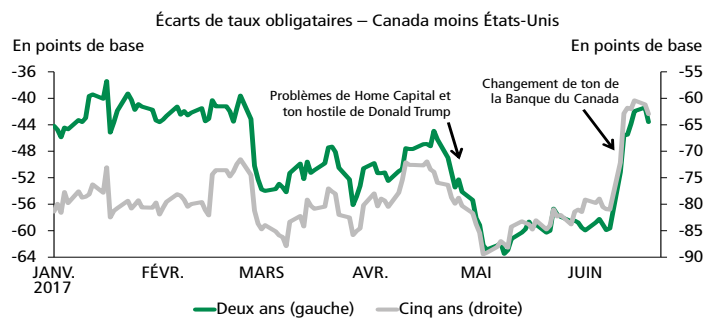
GRAPHIQUE 11 La croissance économique a été particulièrement robuste au Canada



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

plus récemment, des améliorations dans les heures travaillées et les salaires horaires ont été constatées. Par ailleurs, les provinces affligées par le choc des prix du pétrole se sont sorties de leur torpeur, une situation qui a entraîné un changement de ton radical de la BdC. Après avoir devancé la date prévue pour la fermeture de l'écart de production à la première moitié de 2018 (elle prévoyait une fermeture à la mi-année précédemment), elle a déclaré dans son communiqué de mai que l'ajustement au choc pétrolier était pratiquement complété. Puis, en juin, la première sous-gouverneure Carolyn Wilkins a fait fortement réagir en déclarant que la BdC allait évaluer la nécessité de maintenir autant de stimulation monétaire en place. Les taux de court terme ont réagi fortement en hausse (graphique 12) alors que les investisseurs, tout comme les prévisionnistes, anticipent désormais un relèvement des taux directeurs au cours des prochains mois.

GRAPHIQUE 12 Fort rétrécissement des écarts entre les taux canadiens et américains



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Nous avons révisé notre scénario de taux directeurs, qui table maintenant sur un resserrement en octobre prochain. Au moment d'écrire ces lignes, les marchés escomptaient une hausse de taux en septembre. Néanmoins, les probabilités implicites d'une hausse dès juillet sont élevées, ce qui témoigne de la difficulté d'interpréter avec précision les signaux envoyés récemment par la BdC. Le changement de ton du printemps et un message qui s'est voulu de plus en plus insistant depuis la dernière rencontre suggèrent qu'une hausse dès la rencontre du 12 juillet est plausible. En outre, le gouverneur Stephen Poloz a laissé comprendre que les deux baisses de taux décrétées en 2015 avaient complété leur travail. En revanche, l'inflation de référence demeure encore loin de la cible, et les mesures scrutées par la BdC ont eu tendance à baisser depuis la mi-2016. De cet angle, la BdC peut se permettre d'attendre à l'automne, tout en continuant de préparer les marchés davantage en ajustant son communiqué. Nous misons sur ce dernier scénario, tout en reconnaissant que les données des prochaines semaines pourraient faire osciller la balance en faveur d'un scénario de hausse dès juillet.

Cela dit, même si elle débute plus tôt que prévu auparavant, la normalisation des taux canadiens se fera à un rythme très lent, un peu à l'image de la situation américaine. La BdC annoncera une deuxième augmentation seulement au printemps 2018, et la troisième hausse devra patienter à l'automne suivant. Ainsi, la BdC mettra un an à relever son taux directeur de 75 points de base. Par comparaison, la Fed, qui pourtant n'exemplifie pas l'empressement, a mis environ six mois pour effectuer autant de hausses. Les écarts de taux Canada-États-Unis se sont amenuisés récemment, une réaction naturelle au changement des anticipations. Ils pourraient toutefois avoir des difficultés à se comprimer beaucoup plus d'ici la fin de l'année, dans l'optique où la deuxième hausse de taux demeurera lointaine. L'an prochain, notre scénario mise sur trois hausses de la Fed et deux de la BdC, ce qui entraînera un léger élargissement des écarts à deux ans. Pour les obligations de plus long terme, nous prévoyons une trajectoire semblable à celle aux États-Unis, c'est-à-dire à la hausse. Le taux de dix ans devrait terminer l'année légèrement au-dessus de 2 %.

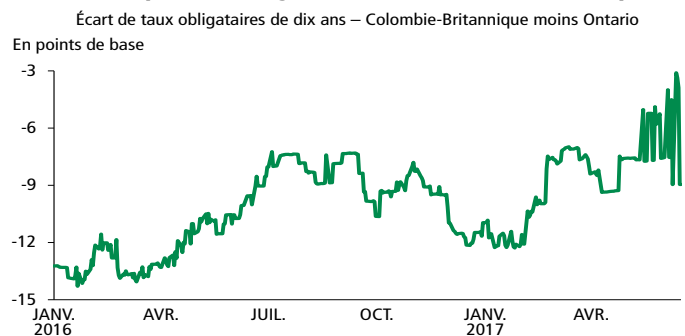
OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

Les écarts de taux des obligations provinciales par rapport aux obligations fédérales ont évolué dans des fourchettes relativement restreintes au cours du printemps. C'est donc dire que les provinces ont vu leurs coûts d'emprunt baisser de façon marquée. Par exemple, le taux obligataire ontarien de dix ans a effacé la presque totalité de la hausse qui avait suivi l'élection de Donald Trump. L'obligation québécoise de dix ans a eu une tendance similaire, et même à vrai dire, légèrement plus prononcée.

Depuis l'automne dernier, le taux obligataire de dix ans pour le Québec évolue en dessous du taux équivalent en Ontario. Dans son budget déposé au printemps, le gouvernement du Québec tablait sur une troisième année consécutive d'équilibre budgétaire en 2017-2018, et de légères diminutions d'impôts ont été consenties. Même si l'Ontario a également atteint l'équilibre budgétaire, cela s'est fait plus tardivement. Pendant ce temps, le programme d'investissement étoffé en Ontario fait en sorte que la dette de la province continue d'augmenter. Par comparaison, la dette du Québec a diminué de 610 M\$ lors du dernier exercice financier, la première baisse depuis 1959. L'accélération de la croissance économique observée ces récents trimestres a pour effet de consolider la situation budgétaire favorable au Québec. Cela a notamment été confirmé par le relèvement de la cote de crédit de la province par Standard & Poor's le 15 juin dernier, de A+ à AA-. C'était le premier rehaussement depuis 2006 et il s'agit de la première fois qu'une agence de notation place la cote du Québec au-dessus de celle de l'Ontario. D'un point de vue fondamental, nous estimons que l'écart de taux du Québec par rapport à l'Ontario demeurera faible au cours des trimestres à venir. Il y aura probablement plus de volatilité vers le début de 2018, alors que, à moins d'un revirement, les deux provinces seront en élection au cours de cette année.

D'ailleurs, s'il est un endroit où des élections ont causé de la volatilité dernièrement, c'est en Colombie-Britannique (graphique 13). Après un suspense de quelques semaines, il a été confirmé que les libéraux de Christy Clarke ont raté par un seul siège la chance de former de nouveau un gouvernement majoritaire. Le Nouveau Parti démocratique et le Parti vert se sont alliés en vue de former le prochain gouvernement. Une réorientation de l'échiquier politique vers la gauche a causé un certain rétrécissement de l'écart négatif de la Colombie-Britannique contre l'Ontario. Il demeure que la province bénéficie des finances publiques les plus en santé au pays, et toute détérioration devrait être, somme toute, assez mineure.

GRAPHIQUE 13 L'incertitude postélectorale a provoqué une volatilité inhabituelle pour les obligations de la Colombie-Britannique



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Au niveau des obligations corporatives, l'histoire a peu changé. Les écarts de taux demeurent extrêmement faibles, en dépit du resserrement monétaire américain. Même chez les obligations à rendement élevé, malgré les soubresauts causés par la faiblesse du prix du pétrole, l'indice de rendement s'affiche en hausse de 5 % depuis le début de l'année. Comme pour les Bourses, les valorisations sont étirées, conséquence d'une quête du rendement toujours aussi intense. À tout le moins, l'amélioration des résultats de profitabilité, dans un contexte de regain de croissance mondiale, devrait aider à parer aux chocs, mais il reste qu'une correction demeure possible.

TABLEAU 1
Taux d'intérêt directeurs

FIN DE PÉRIODE EN %	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25
Canada												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
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
Mars			
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
30	Banque du Mexique	+25 p.b.	6,50
Avril			
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50
12	Banque de Corée	s.q.	1,25
12	Banque du Brésil	-100 p.b.	11,25
12	Banque du Canada	s.q.	0,50
26	Banque du Japon	s.q.	-0,10
27	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
27	Banque de Suède	s.q.	-0,50
Mai			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50
3	Réserve fédérale	s.q.	1,00
4	Banque de Norvège	s.q.	0,50
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	1,75
11	Banque d'Angleterre	s.q.	0,25
18	Banque du Mexique	+25 p.b.	6,75
24	Banque de Corée	s.q.	1,25
24	Banque du Canada	s.q.	0,50
31	Banque du Brésil	-100 p.b.	10,25
Juin			
6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50
8	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
14	Réserve fédérale	+25 p.b.	1,25
15	Banque d'Angleterre	s.q.	0,25
15	Banque du Japon	s.q.	-0,10
15	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
21	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
Juin	
22	Banque de Norvège
22	Banque du Mexique
Juillet	
4	Banque de réserve d'Australie
4	Banque de Suède
12	Banque de Corée
12	Banque du Canada
19	Banque du Japon
20	Banque centrale européenne
26	Banque du Brésil
26	Réserve fédérale
Août	
1	Banque de réserve d'Australie
3	Banque d'Angleterre
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
10	Banque du Mexique
30	Banque de Corée
Septembre	
5	Banque de réserve d'Australie
6	Banque du Brésil
6	Banque du Canada
7	Banque centrale européenne
7	Banque de Suède
14	Banque d'Angleterre
14	Banque nationale suisse
20	Banque du Japon
20	Réserve fédérale
21	Banque de Norvège
27	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
28	Banque du Mexique

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	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux d'intérêt directeur												
Fonds fédéraux	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25
Bons du Trésor												
3 mois	0,21	0,26	0,29	0,51	0,76	1,05	1,15	1,35	1,55	1,60	1,80	2,05
Obligations fédérales												
2 ans	0,75	0,58	0,76	1,17	1,24	1,40	1,50	1,75	1,95	2,00	2,25	2,45
5 ans	1,21	1,00	1,15	1,92	1,92	1,85	1,95	2,30	2,55	2,65	2,90	3,00
10 ans	1,78	1,49	1,61	2,45	2,40	2,25	2,35	2,70	2,95	3,05	3,25	3,35
30 ans	2,62	2,31	2,33	3,06	3,02	2,85	2,95	3,15	3,30	3,35	3,50	3,60
Pentes												
5 ans - 3 mois	1,00	0,74	0,86	1,41	1,16	0,80	0,80	0,95	1,00	1,05	1,10	0,95
10 ans - 2 ans	1,03	0,91	0,85	1,27	1,16	0,85	0,85	0,95	1,00	1,05	1,00	0,90
30 ans - 3 mois	2,41	2,05	2,04	2,55	2,26	1,80	1,80	1,80	1,75	1,75	1,70	1,55

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	T1	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	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
Bons du Trésor												
3 mois	0,44	0,49	0,53	0,46	0,52	0,55	0,70	0,80	0,95	1,05	1,15	1,40
Obligations fédérales												
2 ans	0,54	0,52	0,52	0,75	0,75	0,95	1,00	1,25	1,35	1,45	1,65	1,85
5 ans	0,67	0,57	0,62	1,12	1,12	1,20	1,30	1,65	1,85	2,00	2,20	2,30
10 ans	1,23	1,06	1,00	1,72	1,62	1,60	1,70	2,05	2,30	2,40	2,55	2,65
30 ans	2,00	1,71	1,66	2,31	2,30	2,10	2,20	2,45	2,60	2,70	2,80	2,90
Pentes												
5 ans - 3 mois	0,23	0,08	0,09	0,66	0,60	0,65	0,60	0,85	0,90	0,95	1,05	0,90
10 ans - 2 ans	0,69	0,54	0,47	0,97	0,88	0,65	0,70	0,80	0,95	0,95	0,90	0,80
30 ans - 3 mois	1,56	1,22	1,13	1,85	1,78	1,55	1,50	1,65	1,65	1,65	1,65	1,50
Écarts de taux (Canada-États-Unis)												
3 mois	0,23	0,23	0,24	-0,05	-0,24	-0,50	-0,45	-0,55	-0,60	-0,55	-0,65	-0,65
2 ans	-0,22	-0,06	-0,24	-0,43	-0,49	-0,45	-0,50	-0,50	-0,60	-0,55	-0,60	-0,60
5 ans	-0,54	-0,43	-0,53	-0,80	-0,80	-0,65	-0,65	-0,65	-0,70	-0,65	-0,70	-0,70
10 ans	-0,56	-0,43	-0,61	-0,73	-0,77	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,70	-0,70
30 ans	-0,62	-0,59	-0,67	-0,75	-0,71	-0,75	-0,75	-0,70	-0,70	-0,65	-0,70	-0,70

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques