

LA COURBE DE RENDEMENT

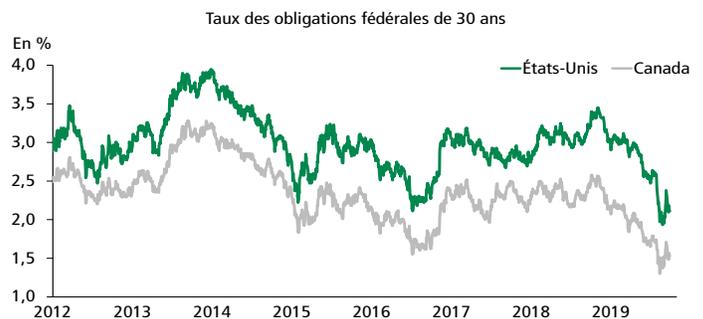
Les nombreuses incertitudes devraient maintenir un environnement de taux très bas

FAITS SAILLANTS

- ▶ Dans ce que Jerome Powell a appelé un ajustement de mi-cycle, la Réserve fédérale (Fed) a déjà diminué ses taux directeurs de 25 points à deux reprises. Une autre baisse est prévue d'ici la fin de 2019. On s'attend à ce que les taux demeurent inchangés au cours de 2020. Il faut dire que la guerre commerciale rend la tâche actuelle de la Fed particulièrement ardue.
- ▶ Au Canada, la résilience de l'économie, la diminution des taux hypothécaires et l'endettement élevé des ménages sont autant de facteurs militant pour un maintien du statu quo de la Banque du Canada, mais cette dernière guettera attentivement les développements entourant les tensions commerciales.
- ▶ L'évolution que nous anticipons de l'inflation et des politiques monétaires devrait justifier une certaine remontée des taux obligataires en Amérique du Nord au cours des prochains mois. Il y a toutefois de bonnes raisons de penser que l'augmentation sera limitée et que l'environnement de très bas taux d'intérêt perdurera. En effet, tout indique que l'incertitude demeurera très élevée alors que les tensions commerciales et les craintes de récession risquent de rester très présentes.

Les marchés obligataires ont été particulièrement volatils au cours des derniers mois. La relance des hostilités commerciales entre la Chine et les États-Unis au début d'août a entraîné une forte baisse des taux obligataires, qui s'est accélérée lorsque l'inversion de la courbe de rendement américaine a fait bondir les craintes de récession. La chute a été particulièrement marquée dans la partie longue de la courbe et les taux des obligations fédérales canadiennes et américaines de 30 ans ont même atteint des creux historiques à la mi-août (graphique 1). La tendance s'est renversée de façon tout aussi spectaculaire au commencement du mois de septembre grâce à des signes d'apaisement des tensions commerciales et à certaines données économiques rassurantes. La remontée des taux obligataires a été particulièrement marquée du côté canadien, où les anticipations d'assouplissement monétaire ont diminué aussi rapidement qu'elles avaient augmenté au début du mois d'août.

GRAPHIQUE 1
Les taux obligataires de long terme sont tombés à un nouveau creux à la mi-août



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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.....	9	Calendrier des banques centrales.....	10
Banque du Canada.....	4						
Banques centrales d'outre-mer.....	5						

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Benoit P. Durocher, économiste principal
Francis Généreux, économiste principal • Jimmy Jean, Stratège macroéconomique • Hendrix Vachon, économiste principal

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 © 2019, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

Des pressions baissières sur les taux sont réapparues au cours des derniers jours, reflétant entre autres l'intention des démocrates d'enclencher une procédure de destitution contre Donald Trump.

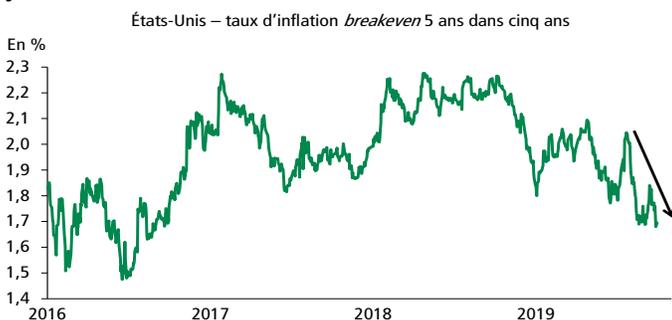
La chute des taux en août semblait exagérée

Il serait surprenant que la forte tendance baissière des taux obligataires se poursuive au cours des prochains mois, surtout que nos scénarios économiques ne misent pas sur une véritable récession en Amérique du Nord. Les effets négatifs du conflit commercial sino-américain sont de plus en plus évidents, en particulier sur les investissements des entreprises et sur le secteur manufacturier. Jusqu'à maintenant, ils ont toutefois été en bonne partie compensés par la résilience des ménages et des services. Il est probable que ces secteurs résilients commencent à être plus touchés au cours des prochains trimestres alors que les nouveaux tarifs américains visent davantage les biens de consommation en provenance de la Chine. Dans un contexte où le marché du travail demeure solide et où la baisse des taux obligataires semble déjà avoir relancé le marché immobilier des deux côtés de la frontière, une croissance économique modérée au Canada et aux États-Unis reste toutefois bien plus probable qu'une récession à court terme.

Si les investisseurs peuvent sembler surestimer les probabilités d'une récession, ils semblent négliger les risques d'une accélération de l'inflation. La chute spectaculaire des taux obligataires de long terme des deux premières semaines d'août reflétait ainsi une chute marquée de la compensation pour l'inflation (graphique 2), telle que calculée par l'écart entre les obligations normales et les obligations à rendement réel. Cette évolution est difficilement justifiable dans un contexte où les dernières statistiques concernant les salaires et l'inflation ont été relativement robustes (graphique 5 à la page 3).

GRAPHIQUE 2

La récente baisse de la compensation pour l'inflation est-elle justifiée?



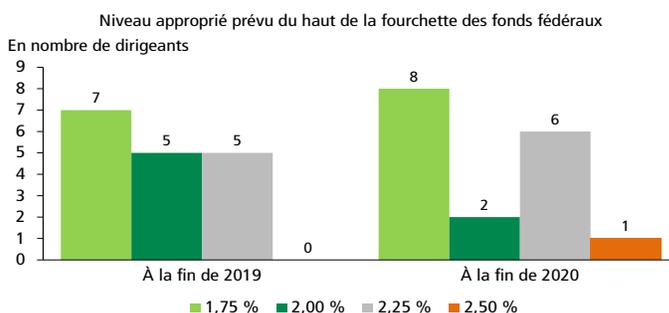
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La chute des taux obligataires depuis l'automne 2018 reflète aussi l'évolution des politiques monétaires. La Réserve fédérale (Fed) a effectué un virage à 180 degrés en abaissant ses taux directeurs à deux reprises et plusieurs autres banques centrales,

dont la Banque centrale européenne, sont aussi retombées en mode assouplissement. On sent toutefois que l'ajustement des politiques monétaires tire à sa fin. Du côté de l'Europe et du Japon, il serait difficile d'en faire beaucoup plus. Du côté américain, la Fed se montre de plus en plus divisée et les dernières prévisions des dirigeants signalent peu d'appétit pour des baisses de taux supplémentaires (graphique 3). Finalement, la situation économique canadienne ne semble pas nécessiter une action de la Banque du Canada puisque la chute des taux obligataires paraît déjà avoir un effet stimulateur important.

GRAPHIQUE 3

Les avis sont très partagés à la Réserve fédérale



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Le potentiel d'augmentation des taux semble limité

L'évolution que nous anticipons de l'inflation et des politiques monétaires devrait justifier une certaine remontée des taux obligataires en Amérique du Nord au cours des prochains mois. Il y a toutefois de bonnes raisons de penser que l'augmentation sera limitée et que l'environnement de très bas taux d'intérêt perdurera. Premièrement, tout indique que l'incertitude demeurera très élevée alors que les tensions commerciales et les craintes de récession risquent de rester très présentes. Les tensions politiques majeures du côté des États-Unis et du Royaume-Uni risquent aussi de continuer de créer des remous et de gonfler la demande pour les valeurs refuges. De plus, les efforts que la Fed devra continuer de déployer pour assurer le bon fonctionnement du marché monétaire risquent bien d'être perçus, à tort ou à raison, comme une nouvelle forme d'assouplissement quantitatif favorable au marché obligataire. Finalement, le maintien d'un environnement de taux négatifs du côté de la zone euro et du Japon continuera de favoriser les obligations nord-américaines. Après la chute importante des derniers trimestres, nous misons ainsi sur une période de consolidation des taux obligataires un peu au-dessus des creux atteints récemment, mais avec une forte volatilité.

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

Réserve fédérale (Fed)

La guerre commerciale complique la tâche de la Fed

PRÉVISIONS

Dans ce que Jerome Powell a appelé un ajustement de mi-cycle, la Fed a déjà diminué ses taux directeurs de 25 points à deux reprises. Une autre baisse est prévue d'ici la fin de 2019. On s'attend à ce que les taux demeurent inchangés au cours de 2020.

Il y a un an, les dirigeants de la Fed entrevoyaient trois hausses de taux directeurs en 2019 pour faire suite à la normalisation de sa politique monétaire entamée en 2015. Jusqu'à maintenant au cours de la présente année, on a plutôt eu droit à deux diminutions de 25 points de base dans ce que Jerome Powell, le président de la Fed, a décrit comme un ajustement de mi-cycle. La croissance moins vigoureuse de l'économie américaine, les difficultés de l'économie mondiale, la guerre commerciale, une inflation obstinément basse par rapport aux cibles et la volatilité des marchés financiers sont toutes des éléments qui ont incité la Fed à faire demi-tour. Certains ajouteront que les pressions du président Donald Trump ne sont pas non plus étrangères à ce changement. L'idée principale de la Fed est que la baisse des taux, y compris celle des rendements obligataires, soutiendra la croissance économique. On peut déjà en voir un certain effet dans l'amélioration récente de plusieurs éléments du marché de l'habitation¹. Le travail n'est cependant pas encore fini puisque d'autres indicateurs suggèrent que la croissance économique restera lente et pourrait se détériorer davantage (graphique 4).

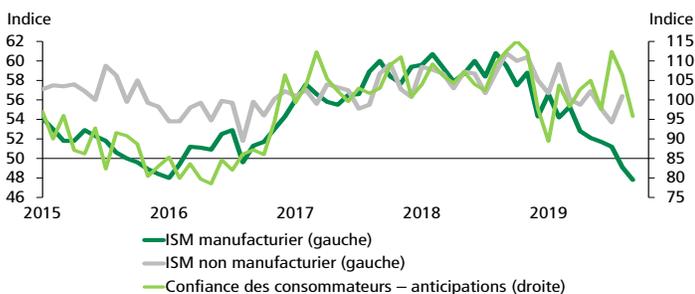
Les plus récentes prévisions des dirigeants de la Fed n'indiquent pas clairement que la baisse des taux se poursuivra. La médiane des prévisions concernant les taux directeurs à la fin de 2019 ne signale pas de changement de taux d'ici là. C'est le même

constat pour 2020. On sent aussi qu'il y a une certaine division au sein de la Fed : 7 dirigeants sur 17 voient une autre baisse en 2019, mais 5 dirigeants jugent que la diminution effectuée le 18 septembre était déjà un geste de trop.

Il faut dire que la guerre commerciale rend la tâche actuelle de la Fed particulièrement ardue. D'un côté, on voit les effets négatifs des hausses de tarifs et de l'incertitude sur l'économie, sur la confiance et sur les marchés financiers. D'ailleurs, une récente étude de la Fed estime que l'incertitude engendrée par la politique commerciale enlève environ 1 % à la croissance du PIB réel américain². À la fin d'août, Jerome Powell a indiqué dans un discours que la politique commerciale représentait un nouveau défi pour la Fed et qu'ils ne peuvent s'inspirer d'antécédents pour y trouver des réponses préétablies. Cela est d'autant plus compliqué pour la Fed que l'on sent maintenant que les hausses passées de tarifs commencent à affecter l'inflation de base aux États-Unis (graphique 5). Les nouvelles augmentations des tarifs américains envers la Chine, qui touchent davantage les biens de consommation, pourraient alimenter encore plus les hausses de prix. Dans ce contexte, les dirigeants de la Fed termineront probablement leur ajustement de mi-cycle en 2019 et laisseront les taux inchangés en 2020.

GRAPHIQUE 4

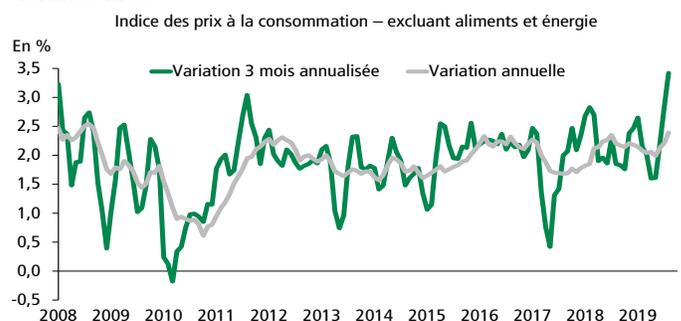
La confiance des entreprises et des ménages américains s'est récemment détériorée



Sources : Institute for Supply Management, Conference Board et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 5

L'inflation de base américaine s'est accélérée au cours des derniers mois



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

¹ [La baisse des taux d'intérêt commence à stimuler le marché américain de l'habitation](#), Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, 17 septembre 2019, 7 p.

² Dario CALDARA et collab., [Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity?](#), Board of Governors of the Federal Reserve System, *Economic Research - FEDS Notes*, 4 septembre 2019.

Banque du Canada (BdC)

Un assouplissement monétaire ne semble pas nécessaire pour le moment

PRÉVISIONS

Contrairement à plusieurs autres banques centrales, la BdC n'a apporté aucun changement à sa politique monétaire depuis maintenant près d'un an. Il faut dire que les dernières statistiques économiques canadiennes ont été relativement favorables, notamment en ce qui concerne le marché du travail et l'immobilier. Même si la BdC n'a pas posé de gestes, la forte baisse des taux obligataires depuis l'automne 2018 représente un assouplissement notable des conditions financières qui compense en partie l'environnement international plus difficile. La BdC suivra de près l'évolution de la situation mondiale et son incidence sur les perspectives canadiennes, mais le statu quo risque de se prolonger au cours des prochains trimestres.

Après deux trimestres de quasi-stagnation, la croissance économique canadienne a été très forte au deuxième trimestre, à 3,7 % à rythme trimestriel annualisé, alors qu'un retour graduel à la normale dans le secteur de l'énergie a entraîné un rebond important des exportations. La demande intérieure est toutefois retournée dans le rouge avec un recul de 0,7 %. Les principales difficultés proviennent des investissements non résidentiels des entreprises, qui ont chuté de 16,2 % au cours du printemps. Les contraintes de transport pour le pétrole et le gaz freinent le développement de nouvelles capacités de production au sein du secteur de l'énergie et l'accentuation des tensions commerciales dans le monde semble affecter de plus en plus la confiance des entreprises canadiennes.

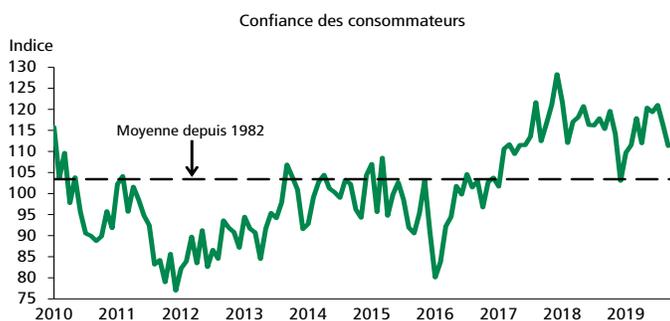
Les nouvelles sont toutefois plus encourageantes du côté des ménages. Après plusieurs mois de recul, le marché de l'habitation a récemment connu un revirement avec le retour d'une tendance haussière dans la majorité des régions. Non seulement les taux hypothécaires sont devenus plus attractifs, mais la demande est forte un peu partout au pays. De plus, les dépenses de consommation poursuivent leur ascension alors que la confiance des ménages est relativement élevée (graphique 6).

Il faut dire que le marché du travail demeure très vigoureux au pays, ce qui favorise à la fois le marché de l'habitation et les dépenses de consommation. On note même une croissance plus rapide des salaires depuis peu. Si jamais cette tendance devait se poursuivre, cela pourrait éventuellement exercer des pressions à la hausse sur l'inflation. Pour l'instant, cette dernière est toutefois relativement stable et tout porte à croire que le taux annuel d'inflation totale demeurera aux alentours de la cible médiane (2 %) dans les trimestres à venir.

La relance du marché de l'habitation risque toutefois de s'appuyer sur une nouvelle progression de l'endettement des ménages canadiens. Déjà, on note une augmentation au deuxième trimestre de 2019 qui a porté le ratio d'endettement des ménages à un nouveau sommet historique. Le service de la dette a aussi atteint un niveau record alors que près de 15 % du revenu disponible des ménages canadiens est utilisé pour payer les intérêts et rembourser le capital sur leurs emprunts (graphique 7). Dans ce contexte, on peut penser que la BdC voudra éviter de mettre de l'huile sur le feu en abaissant ses taux d'intérêt directs.

GRAPHIQUE 6

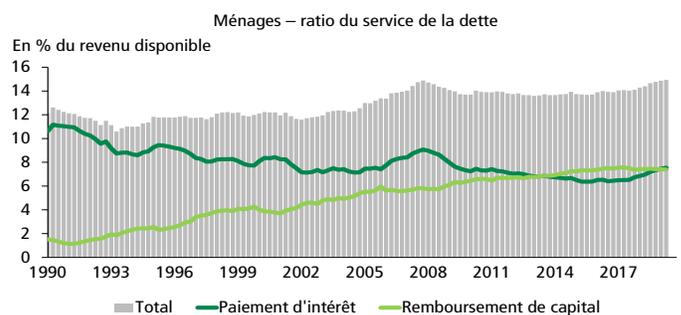
La confiance des ménages canadiens est élevée



Sources : Conference Board du Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 7

Malgré les bas taux d'intérêt, le service de la dette des ménages canadiens est très élevé



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Banques centrales d'outre-mer

L'assouplissement monétaire se généralise

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

La BCE a récemment réduit le taux d'intérêt de sa facilité de dépôt de 10 points de base, l'amenant à un nouveau creux de -0,50 %. Elle reprendra aussi ses achats d'actifs à hauteur de 20 G€ par mois. Cette nouvelle détente monétaire sera maintenue pour une durée indéterminée. La BCE indique qu'aucune hausse de taux d'intérêt ou réduction des achats d'actifs n'aura lieu avant que la tendance future de l'inflation converge de manière très convaincante vers sa cible. Cela signifie que l'on pourrait attendre plusieurs années encore avant de voir le début d'un resserrement monétaire en zone euro. On ne peut pas exclure non plus que le taux sur les dépôts soit encore réduit au cours des prochains trimestres ou que le programme d'achats soit bonifié. Au bout du compte, il faut s'attendre à une période prolongée où plusieurs taux obligataires évolueront en territoire négatif. De plus en plus de taux sur l'épargne, et peut-être même sur le crédit, pourraient aussi passer sous la barre du 0 % (graphique 8).

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

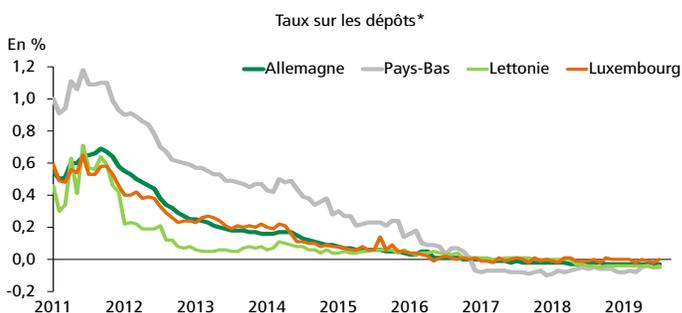
L'incertitude entourant le *Brexit* continue de donner des maux de tête à la BoE. Cependant, il devient de plus en plus clair qu'une baisse des taux directeurs pourrait être décrétée, peu importe l'issue. L'économie montre déjà des signes de ralentissement et l'inflation s'est installée sur une tendance baissière (graphique 9). La faiblesse de la livre et les pressions inflationnistes que cela génère ne semblent plus suffisantes pour convaincre la BoE d'attendre avant de décréter une baisse de taux. Cela dit, advenant un *Brexit* sans entente et une augmentation importante du prix de certains biens importés, il est probable que la BoE doive limiter ses mesures d'assouplissement.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

L'économie japonaise montre des signes d'essoufflement et l'inflation a recommencé à fléchir. La BoJ s'est récemment montrée ouverte à accroître le degré de détente monétaire. Le principal taux directeur de la BoJ se situe actuellement à -0,10 % et pourrait être abaissé. Il y a aussi la possibilité que les achats d'actif soient accélérés ou que la cible sur le taux d'intérêt de 10 ans soit réduite. Actuellement, la BoJ cible un taux de 10 ans à 0 % en s'engageant à acheter des actifs pour environ 85 000 G¥ sur une base annuelle. Cela dit, le taux japonais de 10 ans s'est installé en territoire négatif récemment, ce qui a réduit le besoin d'acheter des actifs (graphique 10). Paradoxalement, si la cible sur le taux de 10 ans n'est pas réduite, la BoJ pourrait même devoir vendre des actifs.

GRAPHIQUE 8

Certains déposants doivent déjà payer de l'intérêt en zone euro

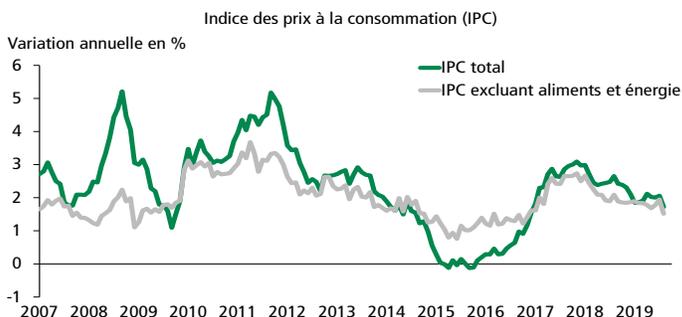


* Taux sur les dépôts à vue des entreprises.

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

GRAPHIQUE 9

L'inflation est sur une tendance baissière au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 10

Le taux japonais de 10 ans se situe sous sa cible



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Marché des titres à revenu fixe

Incertitude, tensions, désaccords : un cocktail qui continuera de peser sur les taux

PRÉVISIONS

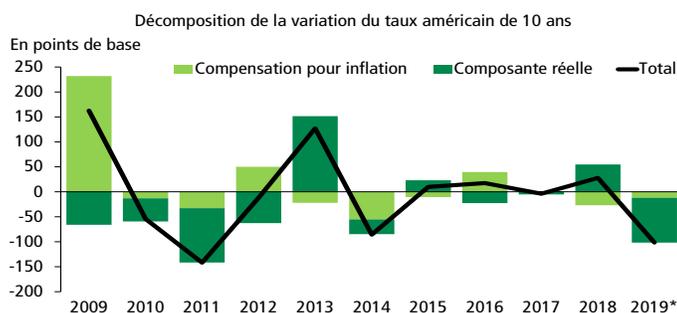
La Réserve fédérale (Fed) décrètera une nouvelle baisse cette année, complétant ainsi son ajustement de milieu de cycle. L'incertitude ne se dissipera pas pour autant et les marchés continueront de miser sur des gestes supplémentaires alors que les craintes de récession demeureront à l'avant-plan. Nous tablons sur un sentier de taux obligataires plutôt plat, en moyenne, mais il faut s'attendre à ce que la volatilité demeure élevée.

Au Canada, la résilience de l'économie, la diminution des taux hypothécaires et l'endettement élevé des ménages sont autant de facteurs militent pour un maintien du statu quo de la Banque du Canada (BdC), mais cette dernière guettera attentivement les développements entourant les tensions commerciales, ainsi que leurs répercussions sur l'économie nord-américaine. Étant donné les pressions baissières sur les taux de long terme émanant du contexte mondial, l'inversion de la courbe canadienne est appelée à persister.

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

La chute de 52 points de base du taux de 10 ans survenue au mois d'août a situé ce mois au 3^e rang des baisses mensuelles les plus importantes depuis 2010. Malgré un fort rebond durant une partie du mois de septembre, au moment d'écrire ces lignes, le taux de 10 ans affichait une diminution de plus de 100 points de base depuis le début de l'année. Si l'année se terminait maintenant, il s'agirait de la plus forte baisse annuelle depuis 2011, une année qui fut marquée par une forte poussée d'aversion pour le risque liée aux tensions budgétaires américaines. Comme en 2011, c'est la composante réelle des taux qui a largement mené la charge (graphique 11), illustrant l'ampleur des craintes sur la durée de vie restante du cycle d'expansion, craintes qui sont amplifiées par l'escalade des tensions commerciales, par la contraction du volume de commerce mondial et par le ralentissement de l'activité

GRAPHIQUE 11
Une des plus fortes chutes du taux réel au cours du cycle actuel



* En date du 25 septembre.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

manufacturière. Dans un contexte qui restera tendu, nous nous attendons à ce que les épisodes de remontées de taux soient relativement brefs, à l'image du début de septembre.

Nous misons sur un taux américain de 10 ans qui terminera l'année 2019 à 1,65 %, soit très près des niveaux actuels. En 2020, nous prévoyons que le taux se maintiendra dans une fourchette de 1,60 % à 1,75 %. Cette prévision s'appuie sur un scénario de ralentissement économique mondial³ et suppose que l'incertitude demeurera élevée au moins jusqu'à la prochaine élection présidentielle américaine. Pour l'économie américaine, cela se traduira par une croissance du PIB réel de seulement 1,6 % en 2020, en baisse par rapport à la croissance prévue de 2,3 % cette année.

Ayant exprimé sa volonté d'agir pour prolonger le cycle d'expansion, la Fed devrait abaisser ses taux directeurs de 25 points de base supplémentaires, vraisemblablement en décembre prochain. Elle devrait aussi annoncer une reprise de l'expansion de son bilan, les tumultes récents sur les marchés de financement de court terme suggérant qu'il y a lieu d'augmenter le niveau de réserves un peu plus tôt que prévu. Nous continuons toutefois de croire que la Fed limitera son « ajustement de milieu de cycle » à une diminution totale de 75 points de base, pour autant que les signes de récession ne s'accroissent pas. Or, les marchés escomptent près de trois autres baisses de taux d'ici la fin de 2020. À la lumière des avis de plus en plus partagés au sein du comité de politique monétaire de la Fed, ce scénario semble être plus conforme à une situation où les indices de

³ *La croissance économique s'affaiblira davantage*, Desjardins, Études économiques, Prévisions économiques et financières, 23 septembre 2019, 16 p.

récession iraient en augmentant, ce qui persuaderait un plus grand nombre de dirigeants de la nécessité d'assouplir davantage la politique.

Jusqu'à maintenant, certains indicateurs, comme la pente de la courbe de rendement, qui est maintenant fermement inversée sur certaines échéances, ou encore les nouvelles commandes manufacturières en déclin, sont parmi ceux qui ont eu tendance à signaler un risque de récession accru.

Toutefois, la pente n'est pas inversée pour les mêmes raisons que dans le passé, c'est-à-dire une politique monétaire résolument restrictive qui entraîne les taux de la portion courte significativement au-dessus du taux neutre. L'inversion est plutôt causée par la faiblesse des taux de plus long terme, qui ont été influencés vers le bas par les vagues successives d'assouplissements quantitatifs des grandes banques centrales, de même que par les taux négatifs qui sévissent⁴ en Europe et au Japon et exercent un effet d'attraction vers le bas des taux dans les autres marchés. On ajoute également les exigences réglementaires forçant les institutions financières à être bien nanties en actifs sûrs. Ces éléments font que la prime du terme a récemment atteint des records de faiblesse, une situation qui augmente la probabilité d'une inversion de la courbe, indépendamment du risque de récession⁵ (graphique 12). Il faut aussi dire que, même s'il est vrai qu'une courbe inversée a été le présage d'une récession dans le passé, les délais entre l'inversion initiale de la courbe 2/10 et le début d'une récession ont considérablement varié, allant de huit mois à près de trois ans. Au cours des trois derniers cycles, le délai médian a été de 24 mois. À l'heure actuelle, la courbe 2/10 est en territoire positif, mais elle s'est brièvement inversée en août. Étant donné les facteurs évoqués ci-haut et l'imprécision de la pente de la courbe comme

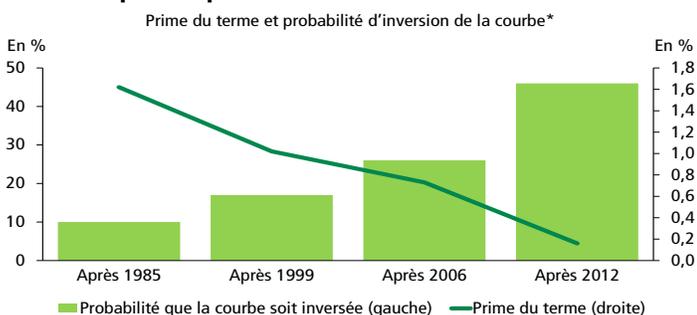
signal, celle-ci doit être davantage vue comme un élément devant être corroboré par d'autres signaux, et non comme une preuve absolue.

Là-dessus, les autres signaux négatifs les plus clairs proviennent de l'activité manufacturière. La baisse des indicateurs de nouvelles commandes dans plusieurs pays est à surveiller en ce qu'elle signale une diminution de l'activité en aval et des pertes d'emplois potentielles. Dans le cas des États-Unis, le fait demeure que le secteur manufacturier, en termes de valeur ajoutée, ne représente plus que 11 % du PIB et 8 % des emplois. La question est davantage de savoir si la faiblesse de l'activité manufacturière américaine est susceptible d'entraîner des secteurs avec un poids plus important, notamment les services, qui jusqu'à maintenant font preuve de résilience.

On peut dresser un certain parallèle avec la situation de 2016, année où les États-Unis ont enregistré un rythme de croissance décevant de 1,6 %. L'économie subissait encore les contrecoups de la forte chute du prix du pétrole, qui avait entraîné des contractions majeures de l'investissement dans le secteur énergétique. L'activité manufacturière en avait souffert et l'indice ISM manufacturier était entré en contraction au quatrième trimestre de 2015. Malgré cela, il n'y avait pas eu de licenciements massifs, de remontée du chômage ou de contraction de la consommation des ménages. Les portefeuilles de ces derniers avaient même bénéficié d'un certain répit avec la diminution des prix de l'essence. Dans le cas actuel, la source de répit pourrait bien être la politique monétaire plus accommodante, qui a notamment causé une forte vague de refinancements hypothécaires et contribué à revigorer les ventes de propriétés⁶ cette année.

Chose certaine, même si les signaux demeurent conflictuels, les craintes ne risquent pas de disparaître de sitôt, d'autant plus que l'incertitude entourant les conflits commerciaux continuera vraisemblablement à les alimenter. L'implication pour les marchés obligataires sera des attentes de détente monétaire qui pourront parfois s'avérer exagérées, ainsi qu'une prime du terme qui demeurera particulièrement déprimée.

GRAPHIQUE 12
Une prime du terme très basse a pour effet de rendre les inversions plus fréquentes



* Selon une courbe simulée par la Réserve fédérale de Richmond.
Sources : Réserve fédérale de Richmond et Desjardins, Études économiques

⁴ *Cinq ans de taux négatifs en Europe et c'est loin d'être terminé!*, Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, 10 septembre 2019, 5 p.

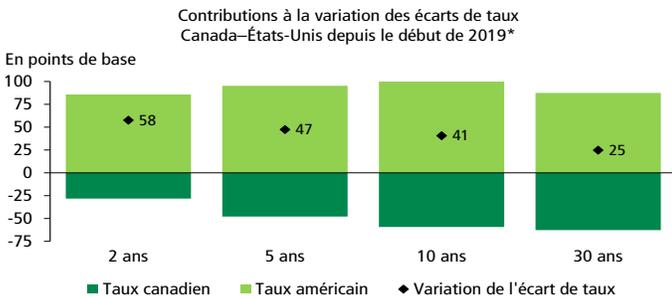
⁵ Renee HALTOM et collab., *Have Yield Curve Inversions Become More Likely?*, Réserve fédérale de Richmond, *Economic Brief*, No. 18-12, décembre 2018, 5 p.

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

Le rajustement des anticipations de politique monétaire aux États-Unis a été derrière l'augmentation spectaculaire des écarts de taux Canada-États-Unis, qui s'est observée dans la plupart des échéances, mais surtout dans celles de court terme (graphique 13 à la page 8). Cela ne signifie pas que les taux canadiens n'ont pas baissé : au moment d'écrire ces lignes, le taux de 10 ans affichait une diminution d'environ 60 points de base depuis le début de l'année. Les taux ont simplement moins diminué qu'aux

⁶ *La baisse des taux d'intérêt commence à stimuler le marché américain de l'habitation*, op. cit.

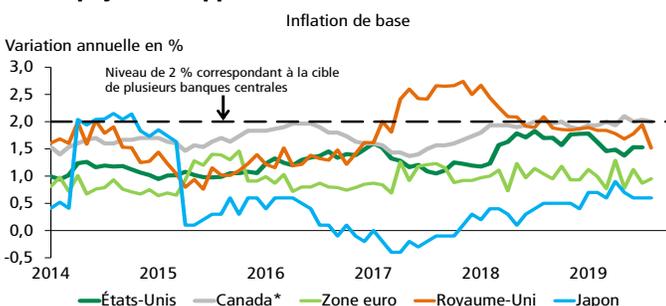
GRAPHIQUE 13
Le mouvement des écarts de taux a surtout été causé par les taux américains



* En date du 30 septembre 2019.
 Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

États-Unis, avec comme principale raison le statu quo de la BdC. On doit se rappeler qu'à pareille date l'an dernier, la Fed signalait trois hausses de taux pour 2019, une hypothèse à laquelle les marchés adhéraient. Or, elle a jusqu'à maintenant livré deux baisses et, selon nous, elle en annoncera une troisième en décembre. En octobre 2018, la BdC signalait elle aussi davantage de hausses de taux, mais plutôt que d'abaisser ses taux directeurs à l'image de la Fed, elle les a maintenus inchangés. Dans la foulée de l'escalade des tensions tarifaires entre la Chine et les États-Unis au mois d'août, les investisseurs s'étaient convaincus que la BdC emboîterait le pas à la Fed et escomptaient alors plus d'une baisse de taux au Canada. L'annonce du 4 septembre et le discours d'un sous-gouverneur, Lawrence Schembri, ont plutôt démontré une BdC qui semblait croire, même si les tensions internationales étaient le plus grand facteur de risque baissier, qu'il ne fallait pas perdre de vue la vigueur du marché de l'emploi et l'augmentation des pressions salariales qui en résulte, de même qu'une inflation qui, contrairement à plusieurs autres régions du monde, oscille autour de la cible de 2 % depuis quelque temps (graphique 14). La BdC a aussi fait allusion à la baisse importante des taux hypothécaires, fruit de la chute des taux obligataires, qui a occasionné une reprise des ventes de propriétés. Ces messages ont été compris par les investisseurs, et

GRAPHIQUE 14
Le comportement de l'inflation au Canada se distingue des autres pays développés



* Moyenne des trois mesures de l'inflation fondamentale de la Banque du Canada.
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

les marchés n'escomptent plus qu'une faible probabilité de baisse de taux dans un horizon de court terme.

Notre scénario de base pour la politique monétaire canadienne continue de tabler sur un statu quo prolongé. D'un côté, le ralentissement et l'incertitude mondiale ont rendu quelque peu aberrante l'idée de ramener les taux directeurs vers la zone de neutralité, estimée à une fourchette de 2,25 % à 3,25 % par la BdC. L'économie canadienne devrait connaître une croissance légèrement en dessous du potentiel en 2020 selon notre plus récent scénario. De l'autre côté, la baisse des taux qui s'opère déjà dans l'économie (notamment via le marché hypothécaire) donne à la BdC la possibilité de préserver ses précieuses munitions pour parer à un scénario où la menace d'une récession aux États-Unis (et au Canada) se ferait plus sérieuse. Par ailleurs, alors qu'on apprenait récemment que le service de la dette des ménages⁷ avait franchi un nouveau record au deuxième trimestre, il fait peu de doute qu'une détente monétaire viendrait au coût de risques accrus pour la stabilité financière. Côté devise, la divergence des politiques monétaires aurait pu causer une appréciation substantielle du dollar canadien et constituer un motif pour baisser les taux dans le but de mitiger cette divergence. Or, la caractéristique de valeur refuge du dollar américain a eu pour effet de garder le dollar canadien dans une fourchette plutôt stable, une situation qui persistera encore un certain temps, selon notre plus récent scénario⁸.

Mis ensemble, ces facteurs tendent à suggérer que Stephen Poloz et ses acolytes ne laisseront pas leurs décisions être simplement influencées par celles d'autres banques centrales, mais qu'ils devront être mis devant des arguments sensiblement convaincants avant de songer à diminuer les taux. Même si les risques font que la probabilité de baisses de taux n'est pas nulle, nous jugeons qu'une détérioration plus marquée de la conjoncture sera nécessaire par rapport à notre scénario de base.

Cela implique que les écarts entre les taux canadiens et américains pourraient encore se comprimer quelque peu, notamment dans les échéances de 2 ans et de 5 ans, même si la majeure partie de l'ajustement est derrière. Pour le taux de 10 ans, qui est beaucoup plus influencé par la dynamique de marché mondial, nous prévoyons une fin d'année à 1,35 % et une fourchette de 1,45 % à 1,65 % en 2020. Cette configuration implique que l'inversion de la courbe canadienne persistera au moins jusqu'à la mi-2020.

⁷ *Canada : l'endettement des ménages atteint un nouveau sommet historique*, Desjardins, Études économiques, *Nouvelles économiques*, 13 septembre 2019, 1 p.

⁸ *Le dollar américain devrait terminer l'année en force sur fond d'inquiétude persistante concernant l'économie mondiale*, Desjardins, Études économiques, *Prévisions des devises*, 25 septembre 2019, 3 p.

TABLEAU 1
Taux d'intérêt directeurs

FIN DE PÉRIODE EN %	2018				2019				2020			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Canada												
Taux des fonds à un jour	1,25	1,25	1,50	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
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	0,00
Royaume-Uni												
Taux de base	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50
Japon												
Principal taux directeur	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

TABLEAU 2
Marché des titres à revenu fixe

FIN DE PÉRIODE EN %	2018				2019				2020			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
ÉTATS-UNIS												
Bons du Trésor												
3 mois	1,73	1,93	2,19	2,45	2,40	2,12	1,88	1,60	1,60	1,65	1,65	1,60
Obligations fédérales												
2 ans	2,27	2,53	2,82	2,51	2,29	1,76	1,66	1,55	1,55	1,60	1,65	1,55
5 ans	2,55	2,73	2,95	2,49	2,23	1,76	1,54	1,55	1,55	1,55	1,65	1,50
10 ans	2,75	2,86	3,06	2,69	2,41	2,00	1,67	1,65	1,65	1,70	1,75	1,60
30 ans	2,97	2,99	3,21	3,02	2,82	2,53	2,11	2,10	2,10	2,15	2,20	2,05
Pentes												
5 ans - 3 mois	0,82	0,80	0,76	0,04	-0,17	-0,36	-0,34	-0,05	-0,05	-0,10	0,00	-0,10
10 ans - 2 ans	0,47	0,33	0,24	0,18	0,13	0,24	0,01	0,10	0,10	0,10	0,10	0,05
30 ans - 3 mois	1,24	1,06	1,02	0,57	0,42	0,41	0,23	0,50	0,50	0,50	0,55	0,45
CANADA												
Bons du Trésor												
3 mois	1,10	1,26	1,59	1,64	1,67	1,66	1,65	1,65	1,70	1,70	1,70	1,65
Obligations fédérales												
2 ans	1,77	1,91	2,21	1,86	1,55	1,47	1,58	1,55	1,55	1,55	1,60	1,50
5 ans	1,96	2,06	2,33	1,88	1,52	1,39	1,40	1,40	1,45	1,50	1,60	1,50
10 ans	2,09	2,17	2,42	1,96	1,62	1,46	1,37	1,35	1,45	1,55	1,65	1,50
30 ans	2,23	2,20	2,41	2,18	1,90	1,68	1,53	1,50	1,60	1,70	1,80	1,65
Pentes												
5 ans - 3 mois	0,86	0,80	0,74	0,24	-0,15	-0,27	-0,25	-0,25	-0,25	-0,20	-0,10	-0,15
10 ans - 2 ans	0,32	0,26	0,21	0,10	0,07	-0,01	-0,21	-0,20	-0,10	0,00	0,05	0,00
30 ans - 3 mois	1,13	0,94	0,82	0,54	0,23	0,02	-0,12	-0,15	-0,10	0,00	0,10	0,00
Écarts de taux (Canada-États-Unis)												
3 mois	-0,63	-0,67	-0,60	-0,81	-0,73	-0,46	-0,23	0,05	0,10	0,05	0,05	0,05
2 ans	-0,50	-0,62	-0,61	-0,65	-0,74	-0,29	-0,08	0,00	0,00	-0,05	-0,05	-0,05
5 ans	-0,59	-0,67	-0,62	-0,61	-0,71	-0,37	-0,14	-0,15	-0,10	-0,05	-0,05	0,00
10 ans	-0,66	-0,69	-0,64	-0,73	-0,79	-0,54	-0,30	-0,30	-0,20	-0,15	-0,10	-0,10
30 ans	-0,74	-0,79	-0,80	-0,84	-0,92	-0,85	-0,58	-0,60	-0,50	-0,45	-0,40	-0,40

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Calendrier 2019 des réunions des banques centrales

Date	Banques centrales	Décision	Taux	Date	Banques centrales	Décision	Taux
Janvier				Juillet			
9	Banque du Canada*	s.q.	1,75	2	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	1,00
22	Banque du Japon	s.q.	-0,10	3	Banque de Suède	s.q.	-0,25
23	Banque de Corée	s.q.	1,75	10	Banque du Canada*	s.q.	1,75
24	Banque centrale européenne	s.q.	0,00	17	Banque de Corée	-25 p.b.	1,50
24	Banque de Norvège	s.q.	0,75	25	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
30	Réserve fédérale	s.q.	2,50	29	Banque du Japon	s.q.	-0,10
Février				31	Banque du Brésil	-50 p.b.	6,00
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50	31	Réserve fédérale	-25 p.b.	2,25
6	Banque du Brésil	s.q.	6,50	Août			
7	Banque d'Angleterre	s.q.	0,75	1	Banque d'Angleterre	s.q.	0,75
7	Banque du Mexique	s.q.	8,25	6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,00
12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	1,75	6	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-50 p.b.	1,00
13	Banque de Suède	s.q.	-0,25	15	Banque de Norvège	s.q.	1,25
27	Banque de Corée	s.q.	1,75	15	Banque du Mexique	-25 p.b.	8,00
Mars				29	Banque de Corée	s.q.	1,50
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50	Septembre			
6	Banque du Canada	s.q.	1,75	3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,00
7	Banque centrale européenne	s.q.	0,00	4	Banque du Canada	s.q.	1,75
14	Banque du Japon	s.q.	-0,10	5	Banque de Suède	s.q.	-0,25
20	Banque du Brésil	s.q.	6,50	12	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
20	Réserve fédérale	s.q.	2,50	18	Banque du Brésil	-50 p.b.	5,50
21	Banque d'Angleterre	s.q.	0,75	18	Banque du Japon	s.q.	-0,10
21	Banque de Norvège	+25 p.b.	1,00	18	Réserve fédérale	-25 p.b.	2,00
21	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75	19	Banque d'Angleterre	s.q.	0,75
26	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	1,75	19	Banque de Norvège	+25 p.b.	1,50
28	Banque du Mexique	s.q.	8,25	19	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
Avril				24	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	1,00
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50	26	Banque du Mexique	-25 p.b.	7,75
10	Banque centrale européenne	s.q.	0,00	Octobre			
17	Banque de Corée	s.q.	1,75	1	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	0,75
24	Banque du Canada*	s.q.	1,75	15	Banque de Corée		
24	Banque du Japon	s.q.	-0,10	24	Banque centrale européenne		
25	Banque de Suède	s.q.	-0,25	24	Banque de Norvège		
Mai				24	Banque de Suède		
1	Réserve fédérale	s.q.	2,50	30	Banque du Brésil		
2	Banque d'Angleterre	s.q.	0,75	30	Banque du Canada*		
7	Banque de réserve d'Australie	s.q.	1,50	30	Banque du Japon		
7	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-25 p.b.	1,50	30	Réserve fédérale		
8	Banque du Brésil	s.q.	6,50	Novembre			
16	Banque du Mexique	s.q.	8,25	5	Banque de réserve d'Australie		
29	Banque du Canada	s.q.	1,75	7	Banque d'Angleterre		
30	Banque de Corée	s.q.	1,75	12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande		
Juin				14	Banque du Mexique		
4	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	1,25	28	Banque de Corée		
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,00	Décembre			
13	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75	3	Banque de réserve d'Australie		
19	Banque du Brésil	s.q.	6,50	4	Banque du Canada		
19	Banque du Japon	s.q.	-0,10	11	Banque du Brésil		
19	Réserve fédérale	s.q.	2,50	11	Réserve fédérale		
20	Banque d'Angleterre	s.q.	0,75	12	Banque centrale européenne		
20	Banque de Norvège	+25 p.b.	1,25	12	Banque nationale suisse		
25	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	1,50	18	Banque du Japon		
27	Banque du Mexique	s.q.	8,25	19	Banque d'Angleterre		
				19	Banque de Norvège		
				19	Banque de Suède		
				19	Banque du Mexique		

NOTE AUX LECTEURS : Certaines banques peuvent décider de modifier les taux entre les réunions prévues. Les simplifications s.q. et p.b. correspondent respectivement à *statu quo* et points de base. * Signale la publication du Rapport sur la politique monétaire.