

L'accroissement de la dette préoccupe les marchés

FAITS SAILLANTS

- Les préoccupations quant au financement des déficits colossaux annoncés par l'ensemble des gouvernements des pays industrialisés incitent le marché obligataire à la prudence.
- Mais quatre points importants devraient maintenir les taux d'intérêt à de faibles niveaux en 2009 :
 1. Une récession sévère et une reprise timide
 2. L'accélération des forces déflationnistes
 3. L'effet non inflationniste de la politique de la Réserve fédérale
 4. La demande importante pour les titres du Trésor
- La Banque centrale européenne devrait passer son tour en février, mais la convergence des taux directeurs des grands pays industrialisés se poursuit.
- L'économie japonaise est mal en point, et une période de légère déflation semble inévitable. La BoJ adopte une stratégie qui diffère de la politique quantitative et elle devrait maintenir son taux directeur à 0,10 % jusqu'à la fin de l'année.

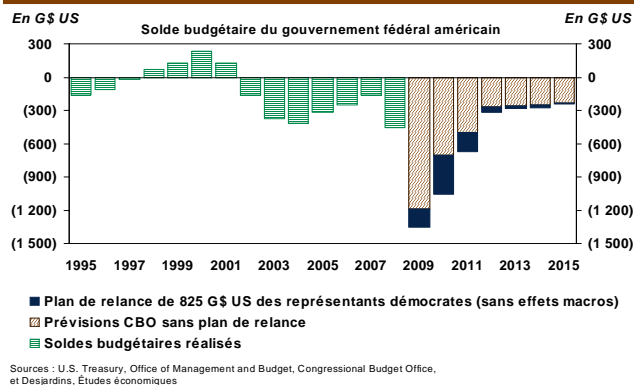
TABLE DES MATIÈRES

Sommaire	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale	7
Banque du Canada	8
Banque centrale européenne	9
Banque d'Angleterre	10
Banque du Japon	11
Tableaux	12
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis	13
Canada	14
Provinces	15
Tableaux	15-16

Sommaire

La situation demeure tendue aux États-Unis. L'optimisme suscité par le changement de garde à Washington a été éphémère, les mauvaises nouvelles émanant du système bancaire ramenant rapidement les marchés financiers au cœur de la tourmente. Les grandes lignes du plan de relance d'Obama ont été dévoilées, et il y a consensus que cela permettra de limiter en partie le ralentissement en cours; cependant, les difficultés à dépenser les 825 G\$ US efficacement suggèrent que les effets se feront surtout sentir en 2010 (graphique 1).

Graphique 1 – La crise, ses effets et la réponse des autorités provoquent une dégradation importante des finances publiques



Entre-temps, le déficit budgétaire américain, jumelé à l'ensemble des efforts de relance des pays industrialisés, représente une somme colossale, et son financement est une préoccupation de taille pour les marchés. La situation est exacerbée par les déboires de certaines grandes banques américaines, mais surtout des banques britanniques, dont les pertes astronomiques témoignent d'une contagion à l'échelle planétaire. Les craintes d'une nationalisation ont eu l'effet d'une onde de choc, entraînant les cours boursiers, et plus particulièrement les indices bancaires, en forte baisse.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Francis Généreux
Économiste principal

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

Martin Lefebvre
Économiste principal

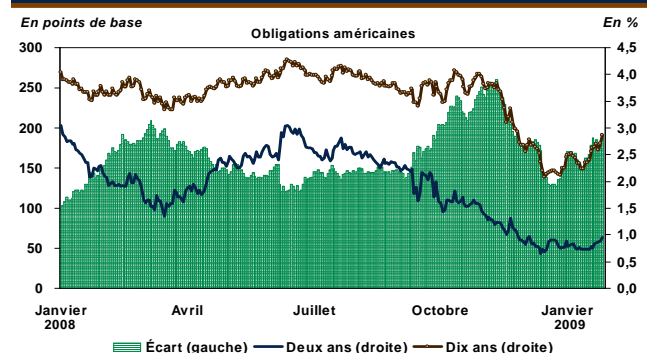
Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Les rumeurs d'un autre plan de sauvetage et la possibilité de la mise sur pied de banques « poubelles » supervisées par le Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ont permis de limiter, pour le moment, un autre déraillement des marchés.

Avec les taux obligataires de deux ans bien ancrés à plus ou moins 0,80 %, la réponse du marché a été de pousser les taux de plus longue échéance à la hausse. Les taux des obligations de dix ans sont ainsi passés d'un creux de 2,00 % à la fin de décembre 2008 jusqu'à plus de 2,70 % au cours de la dernière semaine de janvier (graphique 2).

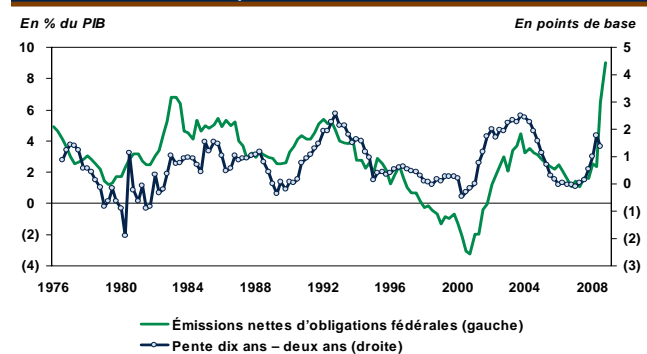
Graphique 2 – La pente s'est accentuée sous l'effet des craintes de financement



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Certes, toutes choses étant égales par ailleurs, la théorie économique suggère qu'un accroissement de l'offre de titres de dette est compatible avec une hausse des taux d'intérêt réels¹. Toutefois, il s'agit là surtout d'une relation de long terme, et il arrive parfois que l'on déroge à la règle. La période actuelle en est un bon exemple. À en juger par la détérioration rapide du déficit budgétaire américain, la pente des taux d'intérêt devrait être beaucoup plus abrupte (graphique 3).

Graphique 3 – Une détérioration de la situation fiscale devrait accentuer la pente de la courbe de rendement



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

¹ Pour une demande donnée, l'accroissement de l'offre de titres de dette doit passer par une diminution du prix, ce qui, inversement, est compatible avec des hausses de taux d'intérêt.

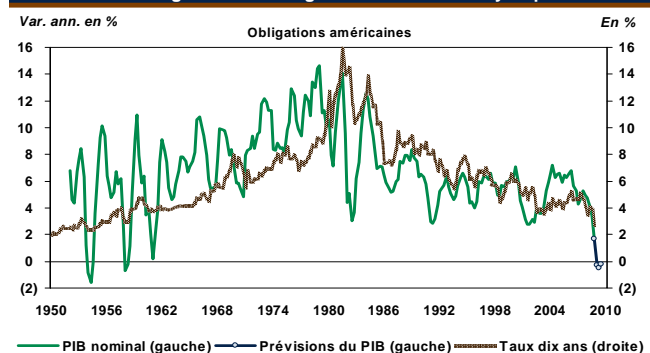
Mais, dans les faits, les choses ne sont pas égales par ailleurs, et la situation critique dans laquelle se trouvent les États-Unis n'est pas compatible, à court terme, avec une hausse des taux d'intérêt.

Le marché obligataire demeure sur ses gardes et préfère négocier à l'intérieur d'une fourchette serrée, mais la possibilité de taux plus faibles demeure probable. En 2009, quatre points importants vont maintenir les taux d'intérêt à de faibles niveaux :

1. Récession sévère, reprise timide
2. Accélération des forces déflationnistes
3. Politique quantitative de la Réserve fédérale (Fed) non inflationniste
4. Demande importante pour les titres du Trésor

Dans ces conditions, le contexte économique et financier demeurera caractérisé par une croissance nominale négative, une situation compatible avec des taux obligataires à des creux historiques (graphique 4).

Graphique 4 – Un PIB nominal négatif pourrait pousser les taux des obligations de long terme à un creux cyclique



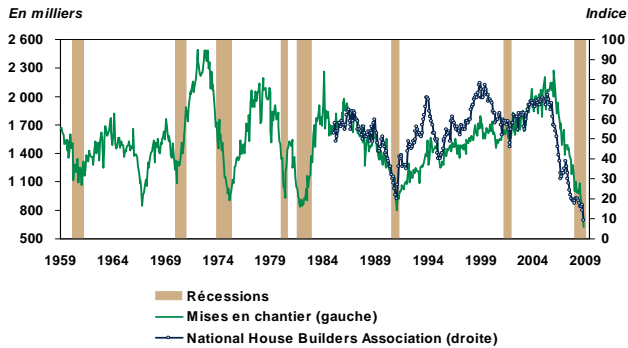
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

RÉCESSION SÉVÈRE, REPRIS TIMIDE

Les données économiques les plus récentes demeurent sombres. La chute du marché immobilier prend des proportions abyssales avec le plus faible niveau de mises en chantier jamais enregistré et un pessimisme inégalé au sein des constructeurs domiciliaires aux États-Unis (graphique 5).

En raison d'une diminution des taux hypothécaires, le marché du refinancement est plus actif, mais rien ne pointe vers une stabilisation imminente du marché immobilier. Le stock de maisons invendues reste trop élevé, et les difficultés économiques et les pertes d'emplois n'aident en rien la cause. Par ailleurs, la confiance est à son plus bas, et la remontée timide de l'indicateur avancé en décembre ne doit pas être vue comme un changement de tendance.

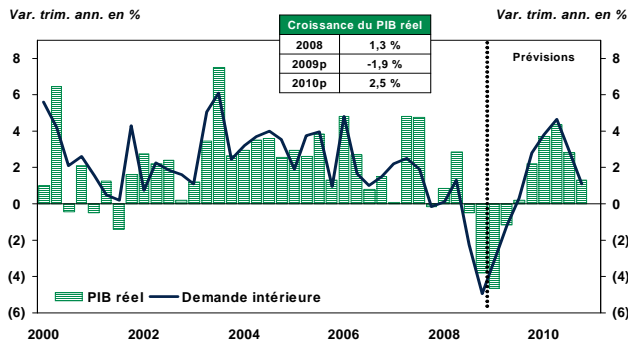
Graphique 5 – Le marché immobilier américain s'enlise



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Avec l'absence des moteurs traditionnels de croissance (construction, consommation et investissement), la reprise économique s'annonce, au mieux, timide (graphique 6).

Graphique 6 – La demande intérieure américaine demeurera faible jusqu'en 2010



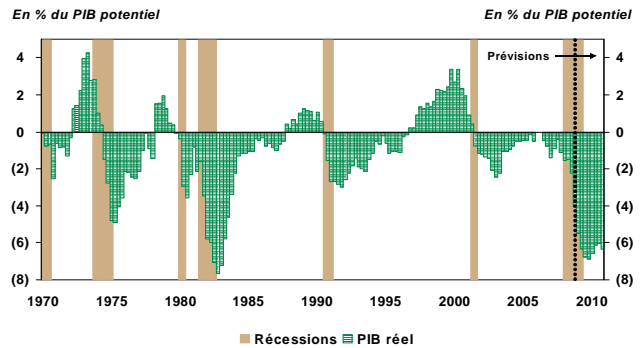
p : prévisions
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

ACCÉLÉRATION DES FORCES DÉFLATIONNISTES

Dans un contexte de capacité de production excédentaire, de *deleveraging* bancaire, d'un retour à l'épargne et de pertes d'emplois massives, la déflation demeurera le thème prédominant en 2009.

Reflète de la correction marquée des prix de l'énergie, la variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation aux États-Unis a déjà chuté à un creux de 0,1 % en décembre 2008, soit le plus faible niveau depuis 1955. Le plus inquiétant, toutefois, est le rythme auquel le niveau d'activité observé s'éloigne du niveau potentiel de l'économie américaine. Après plus d'un an en récession, l'économie évolue maintenant à plus de 4 % sous le niveau potentiel du PIB, et nos prévisions suggèrent que l'écart pourrait rapidement se creuser à près de 6 % et s'y maintenir jusqu'à la fin de 2010 (graphique 7).

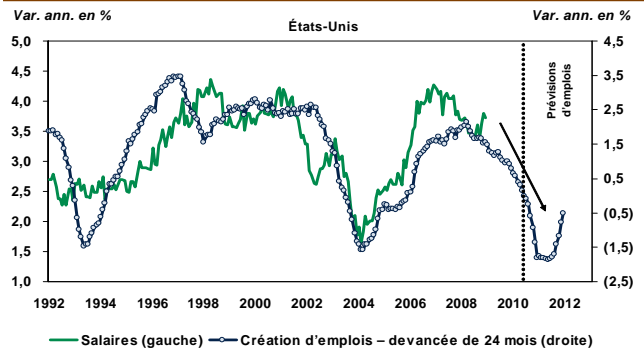
Graphique 7 – L'output gap aux États-Unis prendra des proportions record



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, la croissance des salaires nominaux montre déjà un fort ralentissement, et la détérioration rapide du marché de l'emploi devrait accélérer les pressions baissières (graphique 8).

Graphique 8 – La croissance des salaires est appelée à ralentir davantage



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Ainsi, après les craintes inflationnistes liées à la poussée des prix du pétrole en juillet 2008, la possibilité d'une inflation inférieure à la zone de confort de la Fed sera une source de préoccupation au cours des prochains trimestres :

« In light of the declines in the prices of energy [...] and the prospect for considerable economic slack [...] inflation pressures will remain subdued in the coming quarters. Moreover, the Committee sees some risk that inflation could persist for a time below rates that best foster economic growth and price stability in the longer term. »

POLITIQUE QUANTITATIVE DE LA FED NON INFLATIONNISTE

Pour plusieurs, l'expansion rapide du bilan de la Fed est l'évidence même que la banque recourt à la planche à billets,

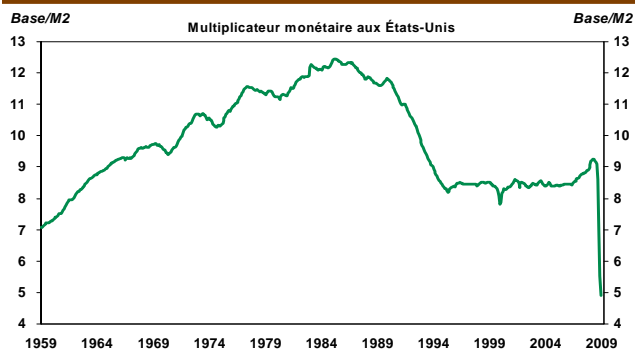
une action inévitablement inflationniste à moyen terme. Dans les faits, rien n'est moins sûr. D'abord, il n'est pas clair dans quelle mesure la Fed utilise la planche à billets pour financer ses interventions de crédit. De son aveu, les différentes facilités de crédit instaurées depuis les derniers mois ont causé un accroissement considérable des réserves excédentaires détenues par les institutions financières. Toutefois, il est difficile de détailler la provenance des fonds utilisés pour financer ses opérations. Il est possible que, par mesure de prudence, les banques préfèrent profiter de la politique de rémunération de la Fed plutôt que de prêter leurs fonds excédentaires à d'autres institutions financières ou à leurs clients. La Fed ne fait alors que jouer son rôle de prêteur de dernier recours en redistribuant les fonds là où elle est susceptible de restaurer le bon fonctionnement des marchés.

À la vitesse à laquelle la Fed accroît son bilan, il est évident qu'elle aura de plus en plus recours à la planche à billets. À cet égard, la Fed a réitéré son intention d'utiliser tous les outils disponibles afin de promouvoir le retour d'une croissance économique durable :

« The focus of the Committee's policy is to support the functioning of financial markets and stimulate the economy through open market operations and other measures that are likely to keep the size of the Federal Reserve's balance sheet at a high level. »

Quoi qu'il en soit, ce qu'il faut garder à l'esprit est que la politique de la Fed, pour le moment, n'est pas inflationniste. L'accroissement drastique de son bilan a eu des répercussions importantes sur la base monétaire (monnaie en circulation et réserves), mais le resserrement des conditions de crédit fait que les banques sont peu enclines à prêter les fonds. Dans ces conditions, le multiplicateur monétaire a fortement diminué au cours des dernières semaines (graphique 9).

Graphique 9 – Le multiplicateur monétaire est en baisse en raison d'une hausse du coefficient de réserve



Sources : Federal Reserve et Desjardins, Études économiques

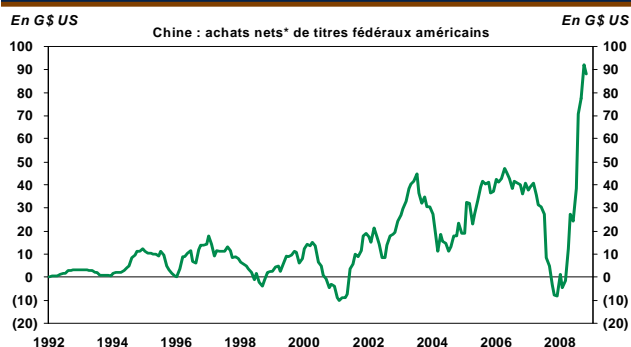
DEMANDE IMPORTANTE POUR LES TITRES DU TRÉSOR

Il faut aussi tenir compte des conditions de financement. À plus long terme, l'endettement du gouvernement risque d'avoir un effet d'éviction sur l'investissement des entreprises, mais, dans l'immédiat, le Trésor se substitue en quelque sorte aux ménages et aux entreprises. Au-delà du resserrement des conditions de crédit, qui rend les taux de détail et les écarts de crédit corporatifs peu attrayants, la situation économique difficile et les forces déflationnistes en vigueur incitent le secteur privé (outre les banques qui recherchent désespérément du capital) à limiter l'endettement. L'exemple le plus concret est la contraction du crédit octroyé aux ménages au cours des mois d'octobre et de novembre 2008.

Dans un contexte où la demande pour les titres sans risques est élevée, le retour à l'épargne des ménages américains suggère que le déficit du gouvernement sera aisément financé par l'économie intérieure.

Par ailleurs, l'amélioration du compte courant indique que les besoins de financement à l'étranger sont moins importants que par le passé². Toutefois, l'accroissement du déficit budgétaire pourrait rapidement inverser la tendance récente. Il faut aussi dire que, dans un contexte où la croissance des dernières années a largement reposé sur la relation entre le consommateur américain et les manufacturiers asiatiques, les pays en émergence tels que la Chine peuvent difficilement se permettre de ne pas soutenir le billet vert. Au cœur de la tourmente, la hausse faramineuse des achats nets de titres du Trésor américain par les autorités chinoises souligne bien cet effet (graphique 10).

Graphique 10 – La demande pour les titres du gouvernement américain est élevée



* Somme sur douze mois.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

² L'identité de la balance des paiements stipule que le solde au compte courant doit équilibrer le solde au compte capital. Par conséquent, le déficit commercial américain doit être financé par des entrées nettes de capitaux étrangers aux États-Unis.

CANADA : UN PLAN BUDGÉTAIRE QUI DEVRAIT MINIMISER LA RÉCESSION

Selon toute vraisemblance, l'économie canadienne aurait entamé une récession au quatrième trimestre de 2008. Cette dernière s'explique par la vive détérioration des conditions économiques au sein des pays industrialisés (en particulier aux États-Unis), par les effets néfastes de la crise financière mondiale, par la baisse de la demande de matières premières ainsi que par un net ralentissement de la consommation et de l'investissement au pays.

Le budget présenté le 27 janvier devrait atteindre, et même dépasser, l'objectif de mettre fin le plus rapidement possible à l'actuelle récession. L'incidence des mesures budgétaires sur la croissance économique sera importante. Selon le ministère des Finances, les différentes mesures du budget 2009 ajouteront 1,4 % à la croissance annuelle du PIB réel d'ici la fin de 2010. Si l'on tient également compte des fonds mobilisés grâce à la participation des provinces et des municipalités, la progression du PIB réel sera plutôt gonflée de 1,9 % à la fin de 2010. Soulignons néanmoins qu'en raison de contraintes multiples, une certaine proportion des sommes annoncées aujourd'hui pourrait en fin de compte ne pas être utilisée.

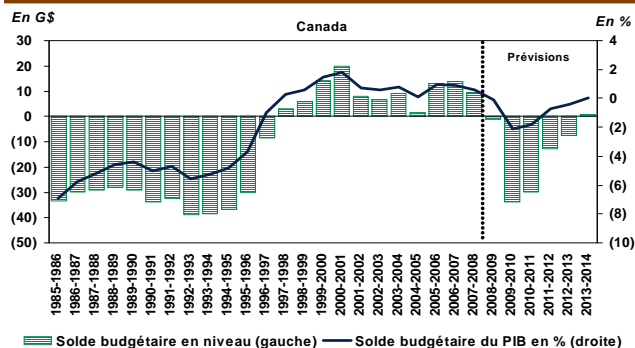
Du côté des hypothèses concernant l'évolution future des taux d'intérêt, le ministère utilise le consensus des prévisionnistes. Ce dernier comporte toutefois des projections légèrement supérieures à nos plus récentes prévisions, en particulier du côté des taux de court terme. Cela pourrait traduire à notre avis une marge de manœuvre additionnelle dans les équilibres budgétaires.

UNE PREMIÈRE AUGMENTATION DE LA DETTE EN 11 ANS

La dette représentant les déficits accumulés du gouvernement fédéral s'élevait à 457,6 G\$ au 31 mars 2008, soit une diminution de 105,2 G\$ par rapport au sommet du 31 mars 1997. Pour la première fois en plus de dix ans, cette tendance à la baisse sera renversée avec une légère augmentation en 2008-2009. Les importants déficits budgétaires prévus pour 2009-2010 et 2010-2011 accentueront l'augmentation de la dette du gouvernement fédéral au cours des prochaines années, et cette dernière pourrait culminer à 542,4 G\$ au 31 mars 2013, soit une hausse cumulative de 84,8 G\$ (graphique 11). Une bonne partie du remboursement effectué au cours de la dernière décennie pourrait donc être effacée.

Cela dit, la situation est moins catastrophique qu'elle ne paraît de prime abord. Premièrement, il est acceptable que les équilibres budgétaires d'un gouvernement se détériorent en période de crise, à condition évidemment qu'il s'agisse d'une situation temporaire, le temps que la croissance économique s'améliore. Cela permet au gouvernement de jouer son rôle

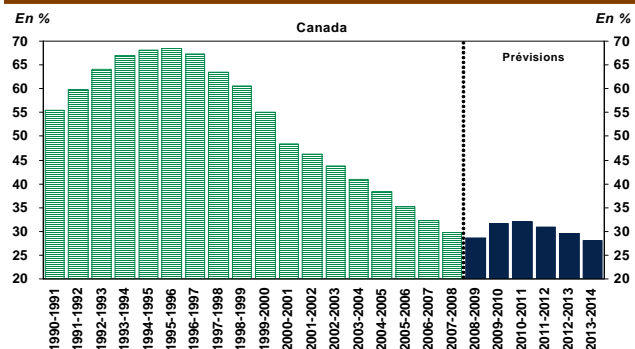
Graphique 11 – Retour temporaire aux déficits budgétaires



Source : Ministère des Finances du Canada

de stabilisateur économique. D'ailleurs, la plupart des pays industrialisés sont actuellement dans la même situation. Deuxièmement, même si la dette du gouvernement augmentera significativement dans les prochaines années, son importance relative demeurera relativement limitée. Ainsi, il est prévu que le ratio de la dette sur le PIB augmentera jusqu'à 32,1 % en 2010-2011 (une légère baisse est prévue par la suite), comparativement à 29,8 % en 2007-2008. Or, ce ratio avait atteint un sommet de 68,4 % en 1995-1996, un niveau qui témoignait d'un endettement beaucoup plus important, toute proportion gardée (graphique 12). De plus, le Canada conservera un écart favorable par rapport à la moyenne des pays du G7 quant à l'importance relative de son endettement public.

Graphique 12 – Ratio de la dette fédérale sur le PIB



Sources : Ministère des Finances du Canada et Desjardins, Études économiques

LES MARCHÉS FINANCIERS ABSORBERONT SANS DIFFICULTÉ CET ENDETTEMENT ADDITIONNEL

Le maintien d'un bilan relativement favorable au chapitre de l'endettement, combiné à l'attrait pour les titres fédéraux jugés sans risque, permettra au gouvernement fédéral de financer sans trop de difficultés ses déficits budgétaires et une hausse de 100 G\$ des besoins financiers du gouvernement (entre autres, pour le rachat des hypothèques auprès

des institutions financières) au cours des deux prochaines années. L'encours des bons du Trésor pourrait ainsi croître de 29 G\$ entre 2008-2009 et 2009-2010. L'encours des obligations négociables devrait augmenter de 54 G\$ durant la même période. Ainsi, la part de la dette à taux fixe diminuera significativement, passant de 63 % en 2007-2008 à 56 % en 2009-2010. Le gouvernement profitera ainsi davantage du niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt de court terme. Cependant, l'augmentation du nombre de titres gouvernementaux de première qualité disponibles sur les marchés financiers pourrait entraîner éventuellement un niveau un peu plus élevé des taux d'intérêt lorsque la reprise économique sera bien enclenchée.

LA BANQUE DU CANADA TROP OPTIMISTE?

À l'instar de la plupart des prévisionnistes, les autorités monétaires sont d'avis que l'économie canadienne a entamé une période de récession au quatrième trimestre de 2008. C'est plutôt pour la reprise économique qui suivra que la Banque du Canada (BdC) se distingue. Avec une hausse moyenne du PIB réel de 3,8 % pour l'ensemble de l'année 2010, le scénario de la BdC est nettement plus optimiste que celui de l'ensemble des prévisionnistes du secteur privé. Selon la BdC, le rétablissement escompté des conditions financières, l'effet stimulant des baisses de taux directeurs et des injections de liquidités, le support provenant d'un plan de relance économique gouvernemental, ainsi que la dépréciation du huard devraient contribuer fortement à la croissance économique à compter de la mi-2009.

La BdC prévoit une importante contribution des dépenses de consommation à la croissance du PIB réel en 2010. Compte tenu du très bas niveau de confiance des ménages actuellement observé au Canada, cela nécessitera un revirement majeur de la situation (graphique 13). Une telle amélioration ne sera pas possible sans un retour à la normale des conditions au sein des marchés financiers. Or, si la situation s'est quel-

que peu améliorée au cours des dernières semaines, il est actuellement difficile d'espérer prochainement un rétablissement complet.

Du point de vue de la gestion de la politique monétaire, les risques restent à notre avis largement orientés à la baisse. Afin de limiter la sévérité de la récession au pays et de ramener l'inflation de base en ligne avec la cible médiane à moyen terme, il semble évident que d'autres baisses de taux seront décrétées au cours des prochains mois. Nous envisageons un taux des fonds à un jour au Canada de 0,50 % dès mars 2009.

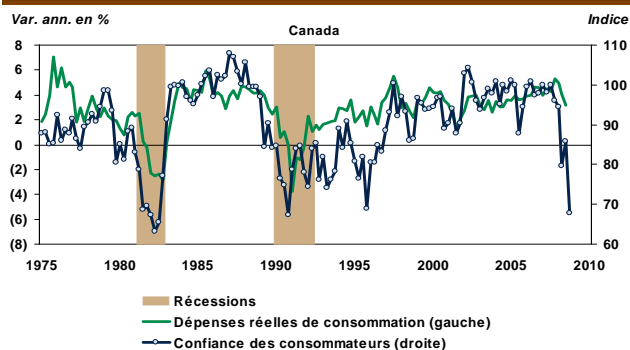
François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre

Économiste principal

Graphique 13 – La baisse de la confiance des ménages freinera la progression des dépenses de consommation



Sources : Conference Board du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

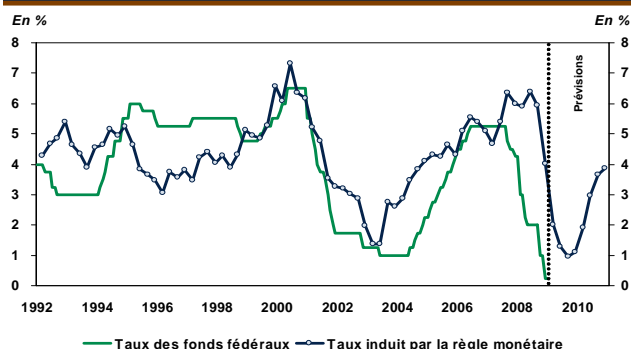
RÉSERVE FÉDÉRALE

Les taux directeurs étant pratiquement nuls, elle poursuit ses autres actions

- C'est sans surprise que les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ont décidé de maintenir le taux d'intérêt cible des fonds fédéraux dans une fourchette de 0,00 % à 0,25 %. Puisque les taux directeurs se situent déjà à un niveau où ils ne peuvent plus descendre, la politique monétaire traditionnelle est mise de côté, mais la Fed ne chôme pas pour autant. Celle-ci continue d'utiliser son bilan afin de fournir des liquidités aux institutions financières et d'aider les marchés les plus fragiles.
- Les actifs de la Fed (et le passif) ont fortement augmenté au cours de l'automne, avec la multiplication des mesures visant à stabiliser le marché du crédit. Dans le communiqué qui accompagnait sa décision du 28 janvier, la Fed a clairement indiqué que son bilan demeurerait à un niveau élevé. Elle devrait aussi poursuivre ses achats de titres d'agence et de titres adossés à des prêts hypothécaires.
- La Fed augmentera bientôt sa présence sur les marchés des titres adossés à des prêts à la consommation ou aux petites entreprises afin d'alléger les pressions qui existent également sur ces marchés. La Fed a aussi réitéré son intention d'acheter, si nécessaire, des titres de long terme du gouvernement afin de conserver les taux de marché à de faibles niveaux.
- Toutes les craintes d'inflation qui se manifestaient à la mi-2008 se sont maintenant dissipées. La variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) était de seulement 0,1 % en décembre, le plus faible taux d'inflation depuis 1955. Elle risque également de passer temporairement en territoire négatif au cours des prochains mois. Évidemment, la principale cause de ce fléchissement est la forte chute des prix de l'énergie. La situation s'est toutefois calmée depuis le début de janvier, notamment du côté des prix de l'essence.
- Du côté de l'inflation de base, il y a aussi une véritable modération. L'IPC qui exclut les aliments et l'énergie a connu en décembre une variation annuelle de seulement 1,8 %. La hausse du chômage, la faible utilisation des capacités de production et la faiblesse généralisée de la demande globale continueront à limiter l'inflation de base. Les dirigeants de la Fed perçoivent même le risque d'une inflation qui demeurerait à des niveaux trop faibles.

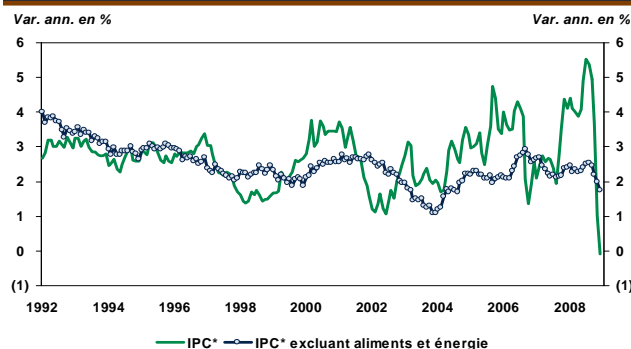
Prévisions : Il est assez clair que la Fed maintiendra au niveau actuel, soit à près de 0 %, la cible des fonds fédéraux, et ce, pour encore longtemps. Étant donné la faiblesse de l'économie et de l'inflation et les risques de détérioration additionnelle, elle poursuivra une politique monétaire accommodante en continuant d'agir directement sur les marchés par le biais de son bilan. Celui-ci restera donc élevé et pourrait encore se gonfler.

États-Unis – Règle monétaire



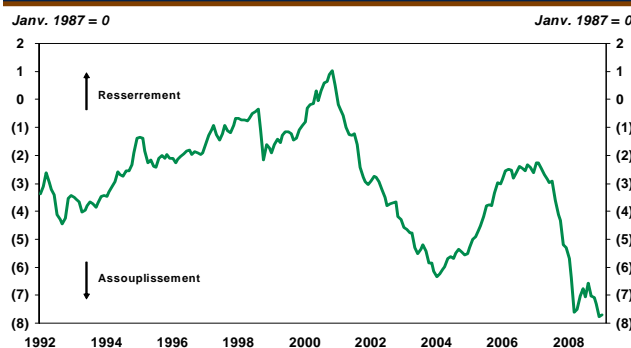
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Taux d'inflation



* Indice des prix à la consommation.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Indice des conditions monétaires



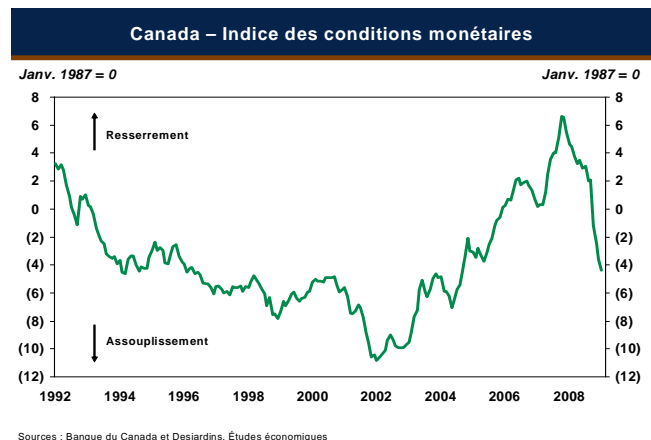
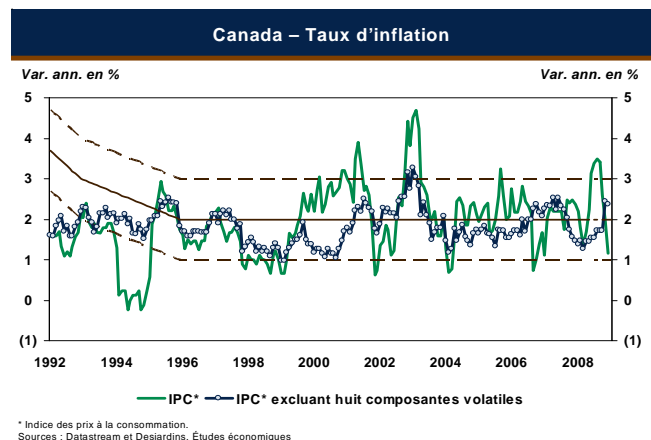
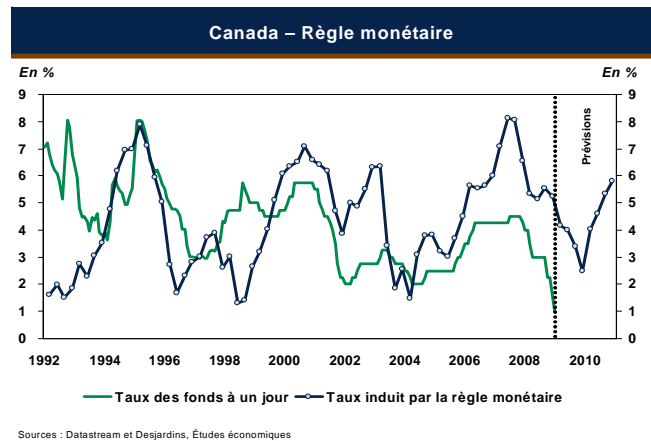
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

L'assouplissement monétaire va se poursuivre au cours des prochains mois

- Tel qu'anticipé par la grande majorité des prévisionnistes, la détérioration continue du contexte économique a poussé la Banque du Canada (BdC) à abaisser son taux directeur à 1,00 % en janvier, le plus faible niveau jamais enregistré au pays. Cela porte à 200 points de base l'assouplissement monétaire depuis octobre dernier.
- Nous en sommes au point où la récession ne peut être évitée, mais l'effet des politiques publiques dictera l'ampleur de la reprise d'ici la fin de l'année. Sur ce point, la BdC semble très optimiste. Certes, l'effort des autorités monétaires (en cours) et gouvernementales (à venir) est sans précédent et devrait éventuellement générer une forte reprise, mais le contexte financier difficile et la détérioration rapide des perspectives économiques appellent à la prudence.
- La confiance des consommateurs approche les creux historiques, le marché de l'emploi se détériore à un rythme rapide et le marché de l'immobilier est en correction dans plusieurs régions du pays. En raison d'effets de richesse négatifs, la situation des ménages canadiens se dégrade, et une période difficile, caractérisée par un resserrement des conditions de crédit, pourrait les forcer à épargner davantage. La récession trouvant maintenant racine à l'échelle de la planète, il est peu probable que la demande pour les matières premières exerce des effets positifs sur l'économie canadienne en 2009.
- Dans ces conditions, l'écart avec le niveau potentiel de production de l'économie canadienne continuera à se creuser et aura comme conséquences l'élimination complète des pressions inflationnistes au pays. Avec le repli marqué des prix du pétrole et les effets du ralentissement économique, il est probable que le glissement annuel de l'inflation totale se maintiendra sous la fourchette cible de la BdC (1 % à 3 %) d'ici la fin de 2010, avec une incursion sous la barre de 0 % en première moitié de 2009.
- Avec une politique monétaire moins efficace que souhaité, en raison des effets de la crise du crédit sur les taux de détail, il y a nécessité d'abaisser davantage la cible du taux directeur afin de maintenir les taux d'intérêt réels le plus bas possible.

Prévisions : À notre avis, les risques restent largement orientés à la baisse. Afin de limiter la sévérité de la récession au pays et de ramener l'inflation de base en ligne avec la cible médiane à moyen terme, il semble évident que d'autres baisses de taux seront décrétées au cours des prochains mois. Nous envisageons maintenant un taux des fonds à un jour de 0,50 % dès mars 2009.



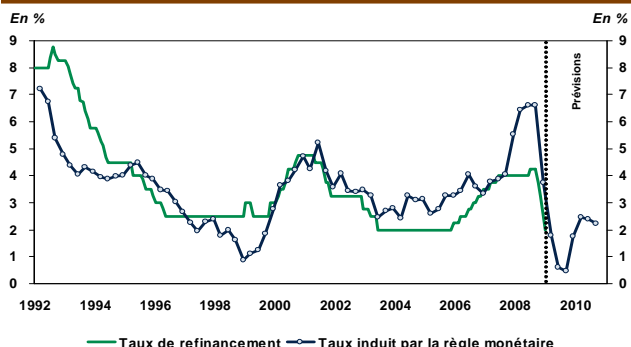
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Pause possible en février, mais l'assouplissement monétaire n'est pas terminé

- Sans surprise, la Banque centrale européenne (BCE) a poursuivi son assouplissement monétaire en janvier en abaissant son taux directeur de 50 points de base, à 2,00 %. Bien qu'il ne s'engage jamais de façon définitive pour les réunions futures, le président Trichet a envoyé un message clair au marché : « *Given that our decision-making meeting in February is only three weeks away, we do not deem it an important meeting for policy-making. The next important meeting will be in March* ». De plus, la BCE juge que les risques à la stabilité des prix sont largement équilibrés à la suite de la dernière baisse de taux. Notre règle monétaire indique toutefois que l'assouplissement devra se poursuivre.
- Les dernières statistiques confirment que la récession, débutée au printemps 2008, sera douloureuse. Rien n'annonce la fin de la contraction de l'activité alors que les indices de confiance des ménages et des entreprises ont chuté à des creux historiques en décembre. Malgré un léger rebond en novembre, les ventes au détail demeurent en recul sur une base annuelle, et la baisse des enregistrements de nouveaux véhicules se poursuit. Les entreprises sont aussi très durement touchées alors que la chute de la production et des nouvelles commandes industrielles s'est accentuée en novembre dernier. En Allemagne, la légère remontée de l'indice IFO en janvier n'est pas suffisante pour laisser entrevoir des jours meilleurs.
- Contrairement à la BCE, nous jugeons que les risques à la stabilité des prix à moyen terme ne sont pas équilibrés. Les risques d'une croissance trop faible des prix prédominent clairement. Le taux annuel d'inflation a déjà chuté à 1,1 % en janvier, selon l'estimation préliminaire, et la correction des prix des matières premières annonce que cette tendance se poursuivra au moins jusqu'à la mi-2009. La forte croissance des salaires observée en zone euro durant une bonne partie de 2008 devrait ralentir fortement maintenant que la récession affecte le marché du travail. Le taux de chômage est ainsi déjà passé de 7,2 % à 8,0 % entre mars et décembre 2008. Si la situation économique ne commence pas bientôt à se stabiliser, les dirigeants de la BCE devront cesser d'affirmer qu'il n'existe pas de risque de déflation en zone euro.

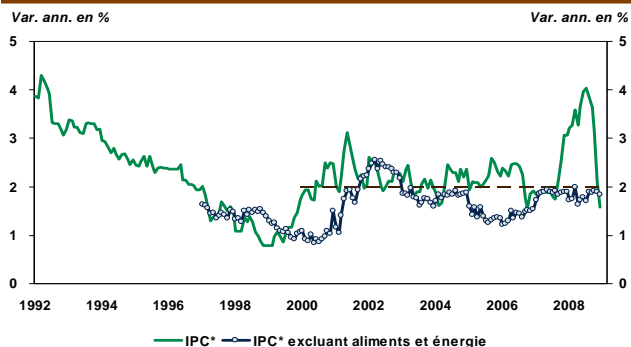
Prévisions : La BCE est actuellement dans une situation difficile. D'un côté, elle ne peut ignorer les difficultés très sérieuses qui frappent l'économie et le système financier européen. D'un autre côté, elle craint d'abaisser son taux directeur trop bas, ce qui pourrait, à son avis, causer des distorsions économiques importantes. Cette dernière inquiétude perdra de l'importance à mesure que les risques de déflation augmenteront. Le dogmatisme de la BCE pourrait l'inciter à prendre une pause en février, mais la dégradation de l'économie eurolandaise devrait éventuellement la forcer à abaisser son taux directeur à 1,00 %.

Zone euro – Règle monétaire



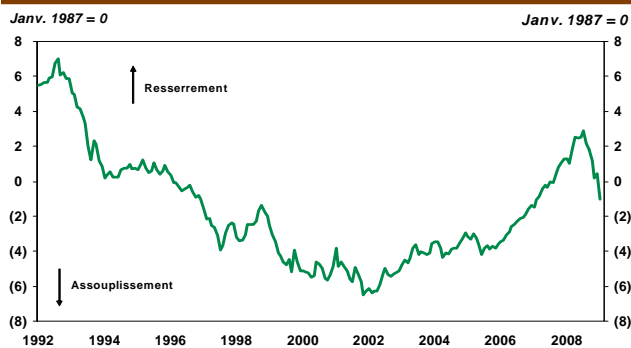
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Zone euro – Taux d'inflation



* Indice des prix à la consommation.
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Zone euro – Indice des conditions monétaires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

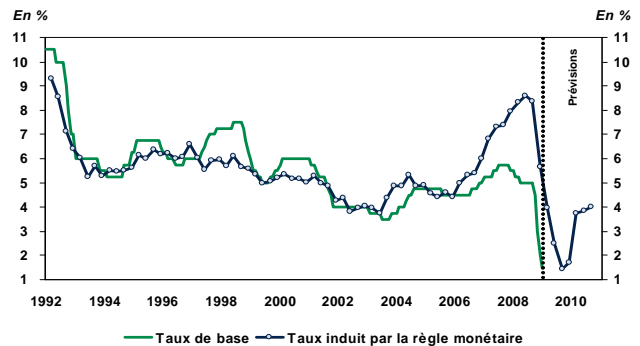
BANQUE D'ANGLETERRE

Vers un taux directeur près de zéro

- La Banque d'Angleterre (BoE) a abaissé son taux directeur de 50 points de base en janvier pour le porter à 1,50 %, le niveau le plus faible depuis la création de la BoE en 1694. La diminution massive de 350 points de base du taux directeur depuis le début du mois d'octobre, combinée à l'effondrement de la livre sterling, a entraîné une baisse importante de l'indice des conditions monétaires. Cela ne semble cependant pas encore suffisant pour stabiliser l'économie britannique.
- Notre scénario de sévère récession au Royaume-Uni se confirme. Le repli, non annualisé, de 1,5 % du PIB réel au quatrième trimestre représente la plus forte contraction de l'activité depuis la dure récession du début des années 80. Le secteur immobilier, la consommation et les services financiers sont particulièrement touchés par la crise. À l'exception d'une remontée surprise, et insoutenable, des ventes au détail en décembre, l'ensemble des statistiques économiques annonce d'autres reculs importants du PIB en première moitié de 2009.
- La santé du secteur financier préoccupe particulièrement les autorités britanniques. Le gouvernement vient ainsi de mettre en place un deuxième plan pour soutenir les banques, entre autres en garantissant certains titres adossés à des créances. Ce plan n'a pas été très bien reçu initialement par le marché boursier puisqu'il tente de forcer les banques participantes à augmenter leurs prêts et que, pour plusieurs, il confirme que d'autres institutions financières britanniques devront être nationalisées. Ces nouvelles mesures, qui permettent aussi à la BoE d'acheter plusieurs types d'actifs financiers, ont cependant le soutien du gouverneur Mervyn King qui juge que : « *the first priority for policy is to fix the banking system so that it can resume its normal lending function* ».
- La modération de l'inflation se poursuit au Royaume-Uni. Un troisième recul mensuel consécutif de l'indice des prix a ainsi fait passer le taux annuel d'inflation à 3,1 % en décembre, comparativement à un sommet de 5,2 % en septembre. En plus de l'effondrement des cours des matières premières, le recul de l'inflation reflète la réduction temporaire de 2,5 % de la taxe de vente. La pression demeurera à la baisse sur les prix au cours des prochains mois, et certains sondages montrent que plusieurs entreprises prévoient geler les salaires, et même les diminuer dans certains cas. Malgré le recul rapide du taux directeur britannique, le gouverneur de la BoE confirmait récemment que : « *there remains a risk that inflation will fall below 2%* ».

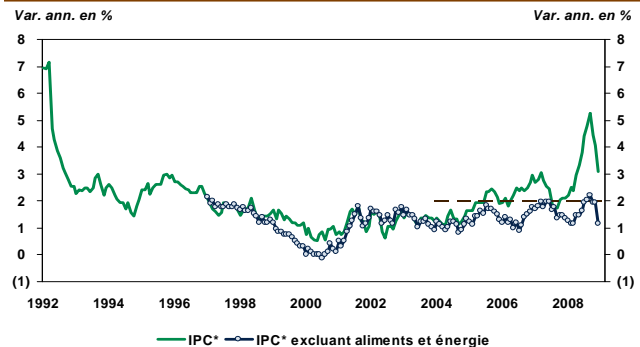
Prévisions : L'assouplissement monétaire se poursuivra au Royaume-Uni alors que la BoE désire continuer à soutenir l'économie et le système financier. À l'image de ce qui se passe aux États-Unis, les autorités monétaires britanniques reconnaissent se préparer à utiliser des mesures non traditionnelles une fois que l'instrument du taux directeur ne pourra plus être utilisé. Ce dernier devrait ainsi être abaissé tout près de zéro au cours des prochains mois.

Royaume-Uni – Règle monétaire



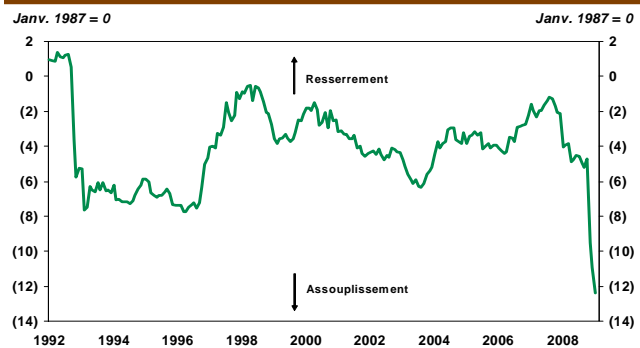
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Royaume-Uni – Taux d'inflation



* Indice des prix à la consommation.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Royaume-Uni – Indice des conditions monétaires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU JAPON

La déflation pointe de nouveau à l'horizon

- Les difficultés économiques s'aggravent au Japon, et les risques de déflation refont surface. La Banque du Japon (BoJ) a décidé d'abaisser de 40 points de base, à 0,10 %, son taux d'intérêt directeur en plus d'adopter des mesures visant à faciliter le financement des entreprises telles que l'achat de papier commercial et l'acceptation d'une plus vaste gamme de titres de dettes d'entreprises comme garantie. Un peu à l'image de la Réserve fédérale, la BoJ se rabat sur l'utilisation de son bilan pour tenter d'endiguer la crise.
- Le Japon est en récession depuis le printemps dernier et devrait demeurer dans cette situation au moins jusqu'à l'été prochain. L'effet combiné de l'appréciation de sa devise et de la baisse de la demande mondiale fait rapidement reculer la valeur des exportations nipponnes. Même les exportations vers l'Asie, qui avait résisté jusqu'à récemment à ce mouvement, n'y échappent plus. La production industrielle est évidemment durement touchée avec une baisse de 9,6 % en décembre seulement. Enfin, les perspectives liées à la consommation et à l'investissement demeurent assombries par la faible confiance des consommateurs et des entreprises.
- Le contexte économique difficile et la baisse des prix de l'énergie et des matières premières favorisent la baisse du taux d'inflation au Japon, qui était de 0,4 % en décembre. Ce taux tombe à 0,0 % si l'on en exclut la variation des prix de l'énergie et des aliments frais. La déflation guette l'économie nipponne à court terme, mais il serait étonnant que la BoJ choisisse de ramener son taux d'intérêt directeur à 0 % pour autant. La stratégie actuelle diffère de la politique quantitative adoptée à la fin des années 90, car elle consiste à octroyer les crédits nécessaires sans fixer de cible précise quant au surplus de liquidités qui pourraient se retrouver sur le marché. Par ailleurs, la récente facilité de dépôt, qui aide à l'expansion du bilan de la banque centrale en engrangeant les réserves excédentaires des institutions financières, pourrait devenir obsolète avec un taux à 0 %.
- Malgré la baisse des taux d'intérêt, l'indice des conditions monétaires a atteint un sommet de 15 ans en raison de la vigueur du yen. Cette situation, caractérisée par le dénouement des positions de portage en raison d'une réappréciation du risque, devrait perdurer pendant quelque temps encore. Tout porte à croire qu'un yen trop fort pourrait justifier une intervention sur le marché des changes.

Prévisions : L'économie japonaise est mal en point, et une période de légère déflation semble inévitable. La BoJ adopte une stratégie qui diffère de la politique quantitative et elle devrait maintenir son taux directeur à 0,10 % jusqu'à la fin de l'année.

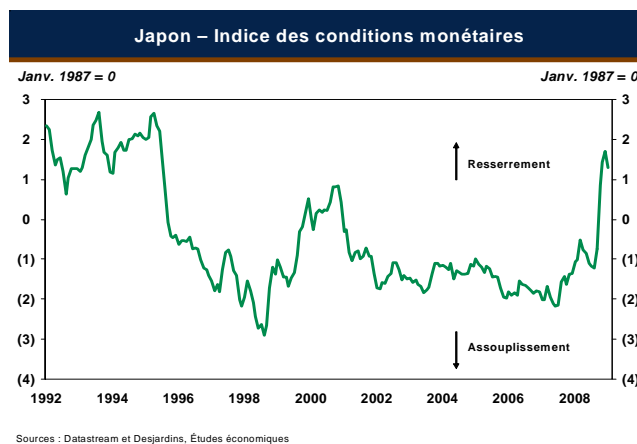
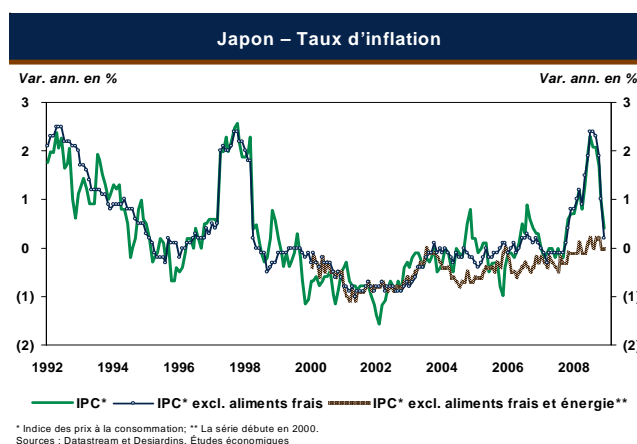
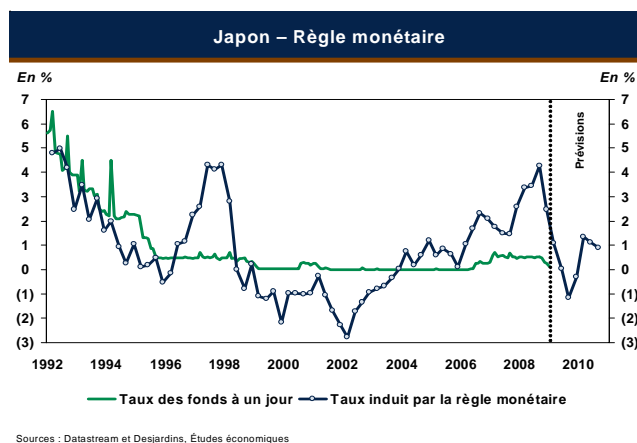


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	2,25	2,00	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Canada												
Taux des fonds à un jour	3,50	3,00	3,00	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,50
Zone euro												
Taux de refinancement	4,00	4,00	4,25	2,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
Royaume-Uni												
Taux de base	5,25	5,00	5,00	2,00	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	1,00
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,30	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Novembre 2008			
6	Banque centrale européenne	-50 p.b.	3,25
6	Banque nationale suisse	-50 p.b.	2,00
20	Banque du Japon	s.q.	0,30
20	Banque nationale suisse	-100 p.b.	1,00
28	Banque du Mexique	s.q.	8,25
Décembre 2008			
1	Banque de réserve d'Australie	-100 p.b.	4,25
1	Banque du Japon	s.q.	0,30
3	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-150 p.b.	5,00
4	Banque d'Angleterre	-100 p.b.	2,00
4	Banque centrale européenne	-75 p.b.	2,50
4	Banque de Suède	-175 p.b.	2,00
9	Banque du Canada	-75 p.b.	1,50
10	Banque du Brésil	s.q.	13,75
11	Banque nationale suisse	-50 p.b.	0,50
16	Réserve fédérale	-100 p.b. / -75 p.b.	0,00 / 0,25
17	Banque de Norvège	-175 p.b.	3,00
18	Banque du Japon	-20 p.b.	0,10
Janvier 2009			
8	Banque d'Angleterre	-50 p.b.	1,50
15	Banque centrale européenne	-50 p.b.	2,00
16	Banque du Mexique	-50 p.b.	7,75
20	Banque du Canada	-50 p.b.	1,00
21	Banque du Brésil	-100 p.b.	12,75
21	Banque du Japon	s.q.	0,10
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-150 p.b.	3,50
28	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
Février 2009			
3	Banque de réserve d'Australie	-100 p.b.	3,25

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Février 2009	
4	Banque de Norvège
5	Banque d'Angleterre
5	Banque centrale européenne
10	Banque de Suède
19	Banque du Japon
20	Banque du Mexique
Mars 2009	
3	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Canada
5	Banque d'Angleterre
5	Banque centrale européenne
11	Banque du Brésil
12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
12	Banque nationale suisse
17	Banque du Japon
17	Réserve fédérale
20	Banque du Mexique
25	Banque de Norvège
Avril 2009	
2	Banque centrale européenne
7	Banque de réserve d'Australie
7	Banque du Japon
9	Banque d'Angleterre
17	Banque du Mexique
20	Banque de Suède
21	Banque du Canada
28	Banque du Japon
29	Banque du Brésil
29	Réserve fédérale

Source : Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

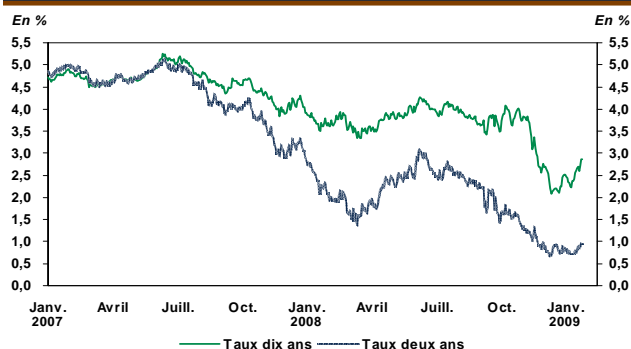
Le financement de la dette préoccupe les marchés

OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

- En dépit des difficultés économiques et financières, le marché obligataire continue à montrer des préoccupations face au financement du déficit budgétaire du gouvernement américain.
- Après s'être maintenue relativement stable en décembre, la partie courte de la courbe de rendement a connu une légère baisse au cours des dernières semaines. Les taux de deux ans sont ainsi passés d'une moyenne de 0,75 % au début de janvier à près de 0,95 % à la fin du mois. Toutefois, cette situation paraît temporaire. En raison des conditions économiques difficiles, la Réserve fédérale (Fed) devrait maintenir son taux d'intérêt directeur à zéro sur une période plus longue qu'anticipé par les marchés, une situation qui mènera ceux-ci à tester prochainement les creux des taux de deux ans de décembre 2008.
- Les craintes des marchés face au financement de la dette des États-Unis ont eu des répercussions baissières sur les plus longues échéances, poussant les taux des obligations de dix ans en hausse d'environ 75 points de base, soit d'un creux de 2,00 % en décembre à près de 2,75 % à la fin de janvier.
- Pour le moment, le marché obligataire est réticent, mais les risques liés au ralentissement économique et l'absence de pressions inflationnistes devraient amener les taux des plus longues échéances à converger vers les creux historiques en première moitié de 2009. La Fed a même réitéré son intention d'acheter, si nécessaire, des titres de long terme du gouvernement afin de conserver les taux de marché à de faibles niveaux.
- L'écart entre les taux de deux ans et les échéances de dix ans s'est accentué au cours des dernières semaines. Après avoir atteint un creux récent d'environ 130 points de base, la hausse plus marquée des taux de dix ans sur les taux de deux ans a ramené l'écart à plus de 175 points de base. À ces niveaux, le contexte économique et financier semble compatible avec un aplatissement de la courbe de rendement.

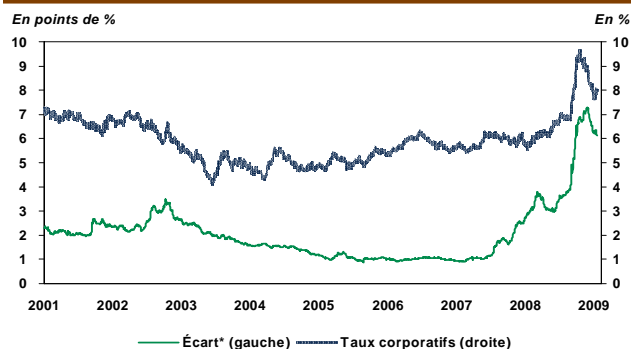
Prévisions : La détérioration des perspectives économiques et les risques de déflation devraient rapidement prendre le dessus sur les préoccupations liées à l'accroissement du déficit budgétaire. Nous continuons à miser sur une convergence des taux obligataires vers des creux historiques en première moitié de 2009.

États-Unis – Titres du Trésor



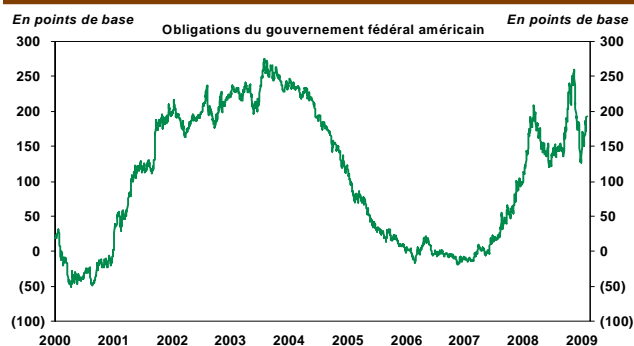
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Obligations corporatives



* Taux corporatifs cinq à dix ans moins obligations fédérales cinq ans.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Pente entre les échéances de dix et de deux ans



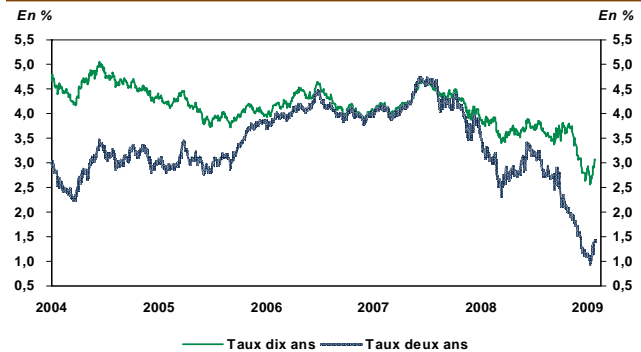
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les obligations fédérales canadiennes ont continué d'enregistrer des gains importants en fin de 2008 et au tout début de la nouvelle année. Ces titres ont profité de l'assombrissement continu des perspectives économiques et de nouvelles tensions financières liées aux difficultés des grandes banques internationales. La courbe canadienne a cependant remonté d'environ 40 points de base au cours des dernières semaines alors que la détérioration des finances publiques un peu partout sur la planète semble inquiéter les investisseurs. Après la performance spectaculaire des derniers mois, une légère correction était aussi pleinement justifiée par des facteurs techniques.
- Anticipant d'autres baisses des taux directeurs canadiens, le rendement des obligations fédérales de deux ans est descendu à un creux de 0,91 % lors de la séance du 15 janvier, avant de remonter à un peu plus de 1,30 % aujourd'hui. Durant la même période, le taux de dix ans est passé de 2,52 % à environ 2,90 %. Après une forte accentuation l'automne dernier, qui l'a amenée au-dessus de 180 points, la pente de la courbe canadienne fluctue ainsi entre 1,55 % et 1,75 % depuis la mi-novembre.
- Maintenant que le taux directeur américain est pratiquement nul, la poursuite de l'assouplissement monétaire au Canada devrait entraîner une diminution des écarts de taux entre les obligations de court terme américaines et canadiennes. Pour les obligations d'une échéance de deux ans, l'écart est ainsi passé de plus de 70 points à la mi-décembre à seulement 21 points le 14 janvier, alors que les difficultés de l'économie canadienne paraissent s'aggraver. Les nouvelles perspectives économiques très optimistes de la Banque du Canada, qui mise sur une croissance de 3,8 % en 2010, ont cependant fait remonter l'écart à plus de 50 points. Il est vrai que la réalisation de ce scénario, peu probable à notre avis, limiterait le besoin de maintenir des taux directeurs très bas très longtemps. L'écart entre les taux de dix ans a aussi quelque peu diminué depuis la mi-décembre. La remontée des taux longs américains a été plus marquée, reflétant peut-être les besoins de financement beaucoup plus importants du gouvernement américain.
- Le budget présenté par le ministre Flaherty le 27 janvier pour stimuler l'économie canadienne a confirmé que le Canada connaîtrait des déficits importants au cours des prochaines années. La dégradation rapide de la situation budgétaire au pays devrait entraîner une hausse d'un peu plus de 50 G\$ de l'encours d'obligations fédérales au cours de la prochaine année financière. Une hausse de l'offre n'est jamais un développement favorable pour le marché obligataire, mais, étant donné l'attrait actuel pour les titres fédéraux et le faible endettement du Canada par rapport aux autres pays du G7, le marché devrait absorber sans difficulté les nouvelles émissions.

Prévisions : La détérioration des perspectives économiques et les risques de déflation devraient rapidement prendre le dessus sur les préoccupations liées à la détérioration des finances publiques. Par conséquent, nous continuons à miser sur une baisse des taux obligataires canadiens au cours des prochains mois, ces taux risquant même de tester les creux de la mi-janvier.

Canada – Obligations fédérales



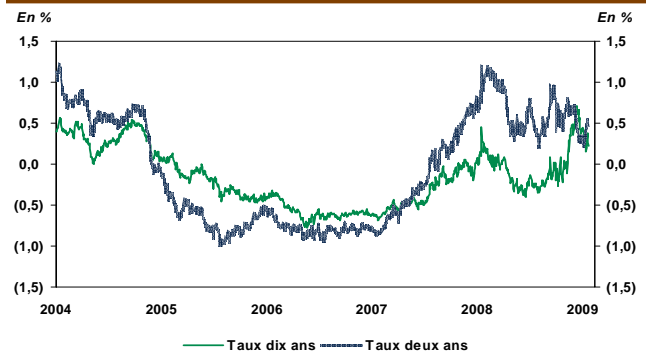
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Pente entre les échéances de dix et de deux ans



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Écart par rapport aux obligations fédérales américaines



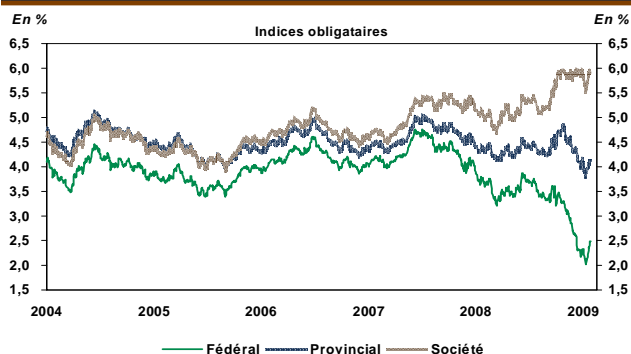
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES

- L'évolution du marché obligataire, marquée par une forte prime pour la liquidité et la sécurité, continue à favoriser les titres fédéraux par rapport à ceux des entreprises. Après avoir diminué quelque peu en début d'année, les taux exigés sur les obligations corporatives sont ainsi remontés récemment près de leur sommet de la mi-décembre. Les écarts entre le taux des obligations fédérales et corporatives demeurent extrêmement élevés, à près de 3,5 %, ce qui se justifie en partie par le contexte économique très défavorable pour les entreprises canadiennes.
- Les obligations provinciales ont bien performé au cours des dernières semaines. Contrairement à ce qui a été observé tout au long de 2008, le recul des taux provinciaux a même été plus prononcé que celui des titres fédéraux. Cela a fait passer, par exemple, l'écart de taux sur une obligation ontarienne de dix ans de 185 points de base à la mi-décembre à environ 160 points aujourd'hui. L'économie ontarienne, particulièrement touchée par la récession, recevra une aide appréciable du gouvernement fédéral pour soutenir le secteur automobile. À l'inverse, le récent budget fédéral semble moins favorable pour le Québec alors qu'il confirme une nouvelle façon de calculer la péréquation qui laissera la province avec un manque à gagner important. Dans l'ensemble, la dégradation de la situation budgétaire des provinces est toutefois, jusqu'à maintenant, moins spectaculaire que celle sur le plan fédéral.

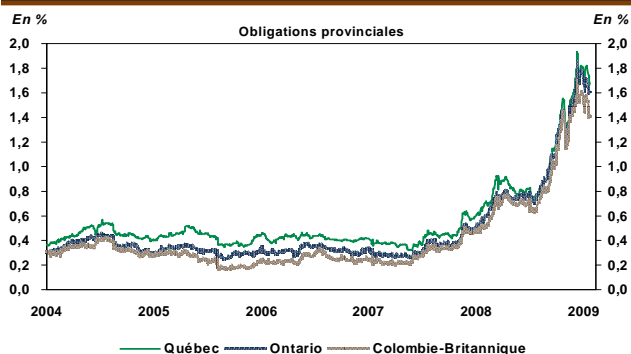
Prévisions : À court terme, les difficultés économiques et financières se poursuivront, ce qui devrait maintenir des primes très élevées sur les obligations corporatives et provinciales par rapport aux titres fédéraux. Les écarts devraient cependant prendre une tendance baissière dès que l'économie montrera des signes de stabilisation.

Évolution des taux obligataires canadiens



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Écart de taux par rapport aux titres fédéraux



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 4
Canada : finances publiques des gouvernements fédéral et provinciaux

	Surplus (déficit) (1) en M\$		Surplus (déficit) budgétaire en % du PIB	Dette totale (2) en % du PIB	Cote de crédit	
	2007-2008	2008p-2009p	2008p-2009p	2007p-2008p	S&P	Moody's
Gouvernement fédéral	9 597	(1 100)	(0,1)	34,9	AAA	Aaa
T.-N.-L.	1 377	544	1,8	35,0	A	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	(37)	(35)	(0,8)	37,6	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	(67)	(170)	(0,5)	34,4	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	87	19	0,1	28,9	AA-	Aa1
Québec	1 695	(278)	(0,1)	55,3	A+	Aa2
Ontario	600	(300)	(0,1)	26,4	AA	Aa1
Manitoba	576	96	0,2	30,4	AA	Aa1
Saskatchewan	1 282	3 020	5,8	26,5	AA+	Aa1
Alberta	4 581	8 533	3,3	0,0	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	2 886	1 770	0,9	17,0	AAA	Aaa

p : prévisions; (1) Incluent des réserves pour éventualités pour certains gouvernements, (2) Ajustés selon Dominion Bond Rating Service.

Sources : Budget du gouvernement fédéral, ministère des Finances du Québec et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 États-Unis : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	2,25	2,00	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Bons du Trésor												
3 mois	1,38	1,90	0,92	0,11	0,10	0,10	0,10	0,20	0,20	0,20	0,30	0,70
Obligations fédérales												
2 ans	1,62	2,61	1,99	0,76	0,60	0,60	0,65	0,70	0,75	0,85	1,00	1,50
5 ans	2,47	3,33	2,98	1,55	1,20	1,20	1,30	1,40	1,60	1,85	2,10	2,60
10 ans	3,43	3,98	3,82	2,25	1,80	1,75	1,95	2,25	2,55	2,80	3,10	3,50
30 ans	4,30	4,53	4,30	2,69	2,60	2,50	2,70	3,00	3,40	3,60	3,80	4,00
Pente												
5 ans - 3 mois	1,09	1,43	2,06	1,44	1,10	1,10	1,20	1,20	1,40	1,65	1,80	1,90
10 ans - 2 ans	1,81	1,36	1,84	1,49	1,20	1,15	1,30	1,55	1,80	1,95	2,10	2,00
30 ans - 3 mois	2,92	2,63	3,38	2,58	2,50	2,40	2,60	2,80	3,20	3,40	3,50	3,30

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 6 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	3,50	3,00	3,00	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,50
Bons du Trésor												
3 mois	1,88	2,50	1,90	0,89	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,90	1,50	1,90
Obligations fédérales												
2 ans	2,63	3,25	2,79	1,09	1,10	1,15	1,25	1,30	1,45	1,75	1,90	2,50
5 ans	2,91	3,46	3,17	1,70	1,65	1,60	1,60	1,70	1,90	2,15	2,50	3,10
10 ans	3,43	3,74	3,76	2,69	2,40	2,35	2,45	2,65	2,75	3,05	3,40	3,85
30 ans	3,94	4,08	4,23	3,46	3,30	3,25	3,40	3,65	3,90	4,00	4,10	4,20
Pente												
5 ans - 3 mois	1,03	0,96	1,27	0,81	1,20	1,15	1,15	1,25	1,45	1,25	1,00	1,20
10 ans - 2 ans	0,80	0,49	0,97	1,60	1,30	1,20	1,20	1,35	1,30	1,30	1,50	1,35
30 ans - 3 mois	2,06	1,58	2,33	2,57	2,85	2,80	2,95	3,20	3,45	3,10	2,60	2,30
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,50	0,60	0,98	0,78	0,35	0,35	0,35	0,25	0,25	0,70	1,20	1,20
2 ans	1,01	0,63	0,80	0,32	0,50	0,55	0,60	0,60	0,70	0,90	0,90	1,00
5 ans	0,44	0,13	0,19	0,15	0,45	0,40	0,30	0,30	0,30	0,30	0,40	0,50
10 ans	0,00	(0,24)	(0,07)	0,44	0,60	0,60	0,50	0,40	0,20	0,25	0,30	0,35
30 ans	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,76	0,70	0,75	0,70	0,65	0,50	0,40	0,30	0,20

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques