

Le retour d'incertitudes favorise le marché obligataire

FAITS SAILLANTS

- Après une année 2013 difficile, les marchés obligataires nord-américains continuent de bien faire au cours des premiers mois de 2014, malgré la réduction des achats d'obligations de la Réserve fédérale américaine.
- Une poussée d'inquiétude concernant les pays émergents et des données américaines très décevantes expliquent le regain d'intérêt de plusieurs investisseurs pour les titres obligataires.
- Il est clair qu'une grande partie du changement soudain de la conjoncture américaine provient des conditions météorologiques. Janet Yellen et ses collègues devront se demander si la météo est la seule coupable ou si un ressac de la croissance n'est pas en train de revenir hanter l'économie américaine.
- Le maintien d'une inflation assez faible et les importants risques à la baisse qui sont encore présents inciteront la Banque du Canada à attendre jusqu'à l'automne 2015 avant de décréter une hausse du taux cible des fonds à un jour.

TABLE DES MATIÈRES

Éditorial	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale américaine	3
Banque du Canada	4
Banques centrales d'outre-mer	5
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis	6
Canada	7
Provinces	8
Tableaux	9-10

Éditorial

Après une année 2013 difficile, les marchés obligataires nord-américains continuent de bien faire au cours des premiers mois de 2014. Le taux de dix ans américain, qui avait atteint le niveau des 3,00 % à la fin de 2013, évolue ainsi présentement aux environs de 2,65 %. Étant donné les commentaires *dovish* de la Banque du Canada (BdC), les obligations canadiennes ont encore mieux fait avec un recul d'environ 40 points de base du taux dix ans jusqu'aux environs de 2,45 %. Ces mouvements ont de quoi réjouir les investisseurs qui ont misé sur le marché obligataire, alors qu'au Canada, l'indice DEX Univers affiche un rendement de plus de 2,50 % depuis le commencement de 2014.

Cette bonne performance du marché obligataire est particulièrement impressionnante dans un contexte où la Réserve fédérale américaine (Fed) à amorcer une diminution de ses achats d'obligations en décembre dernier. Rappelons qu'au printemps dernier, les premiers indices que la Fed pourrait commencer à ralentir ses interventions avaient fait bondir les taux obligataires de long terme de plus de 1 %, ce qui avait rapidement inquiété les autorités monétaires américaines. À l'inverse, les marchés ont accueilli avec un grand calme la décision récente de la Fed de passer de la parole aux actes. Le recul récent des taux s'est ainsi fait malgré une diminution de 20 G\$ US par mois des achats mensuels d'obligations de la Fed entre décembre et février.

MERCI AUX PAYS ÉMERGENTS ET À LA TEMPÉRATURE

Certains développements inquiétants pour l'économie mondiale expliquent le regain d'intérêt de plusieurs investisseurs pour les titres obligataires. Des troubles politiques importants dans certains pays émergents (Turquie, Ukraine, Thaïlande, etc.) sont venus s'ajouter au ralentissement économique observé dans plusieurs grands pays (Brésil, Inde et, dans une moindre mesure, la Chine). Alors que certains signes de contagion sont apparus à la fin du mois de janvier,

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

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

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

les craintes d'une nouvelle crise similaire à la crise asiatique de 1997-1998 sont apparues, entraînant une poussée des tensions sur les marchés financiers internationaux et une forte demande pour les valeurs refuges. Ces craintes se sont toutefois calmées au cours des dernières semaines alors que la présence de taux de change flottants dans plusieurs pays émergents et d'importantes réserves de change limitent le risque d'une crise financière majeure.

Les événements récents dans les pays émergents et le besoin de ces pays de relever leurs taux d'intérêt pour soutenir leur devise et éviter une fuite de capitaux confirment toutefois que l'accélération de l'économie mondiale ne pourrait repousser sur ces pays cette année. Le raffermissement de la croissance dans les pays avancés, les États-Unis en tête, devient ainsi crucial pour la tendance que prendront les marchés financiers en 2014. Dans ce contexte, les obligations ont profité de la publication de statistiques économiques américaines très décevantes au cours des dernières semaines. Déjà, la faiblesse de la création d'emplois publiée au début janvier avait surpris, mais les choses ont empiré en février alors que presque toutes les statistiques économiques américaines ont été bien en dessous des attentes.

En temps normal, des données aussi décevantes auraient pu entraîner une réaction encore plus favorable pour le marché obligataire. Cependant, pour le moment, tant les investisseurs que les banquiers centraux restent relativement calmes alors que tout indique que la température très défavorable depuis le début de l'hiver explique en bonne partie ce passage à vide de l'économie américaine. De plus, un certain ressac de l'économie américaine était prévisible après la seconde moitié de 2013 étonnamment forte. L'entente pour repousser d'un an le plafond sur la dette fédérale, qui est venu enlever le dernier obstacle politique à une accélération de l'économie américaine, permet aussi de demeurer assez optimiste. Malgré tout, les risques à la baisse pour l'économie américaine ont clairement augmenté au cours des dernières semaines et, si les données continuaient de décevoir, la Fed pourrait décider bientôt de prendre une pause dans la réduction de ses achats d'obligations.

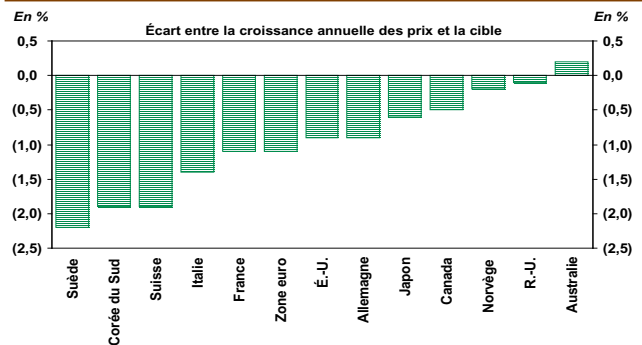
LE PRINTEMPS RISQUE DE FAIRE L'ANNÉE 2014

En ce moment, plusieurs grandes banques centrales doivent revoir leur stratégie. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, tout indique que les seuils de taux de chômage fixés pour recommencer à envisager une hausse des taux directeurs seront atteints prochainement, et les banques centrales doivent modifier leur façon de signaler aux marchés que leurs taux directeurs demeureront encore longtemps au plancher. Au Japon et en zone euro, les faibles perspectives de croissance et d'inflation forcent les banques centrales à demeurer en mode assouplissement et même à envisager de nouvelles

mesures. À la BdC, l'arrivée d'un nouveau gouverneur qui semble moins confiant dans les modèles économétriques et le départ d'importants sous-gouverneurs créent aussi certaines incertitudes sur l'évolution de la politique monétaire.

Même si les cadres de politiques monétaires semblent évoluer sans cesse depuis la dernière crise, les décisions des grandes banques centrales à moyen terme continueront de refléter essentiellement les perspectives concernant l'économie et l'inflation. Pour le moment, la faiblesse généralisée de l'inflation dans les économies avancées (graphique 1) donne une grande marge de manœuvre aux banques centrales qui peuvent maintenir des taux d'intérêt très expansionnistes. Rien n'annonce ainsi des resserrements monétaires cette année. Alors que l'inflation devrait remonter progressivement vers les niveaux ciblés par les banques centrales, des hausses de taux deviendront toutefois envisageables en 2015 dans les pays où la croissance économique atteindra un rythme satisfaisant.

Graphique 1 – Dans plusieurs pays industrialisés, l'inflation est bien en dessous des niveaux souhaités par les banques centrales



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

Nos scénarios de taux obligataires ont été revus à la baisse pour les prochains mois alors que les investisseurs attendront une confirmation d'un rebond printanier de l'activité économique américaine avant d'exiger des rendements significativement plus élevés. Nos cibles pour la fin d'année sont maintenues, mais, comme pour nos scénarios économiques, les risques à la baisse ont clairement augmenté alors qu'un prolongement du passage à vide de l'économie américaine forcerait la Fed à prolonger son programme d'achat d'obligations et pourrait maintenir plusieurs mois les taux de dix ans en dessous de 3 %.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE

Les mauvaises nouvelles économiques feront-elles hésiter la Fed?

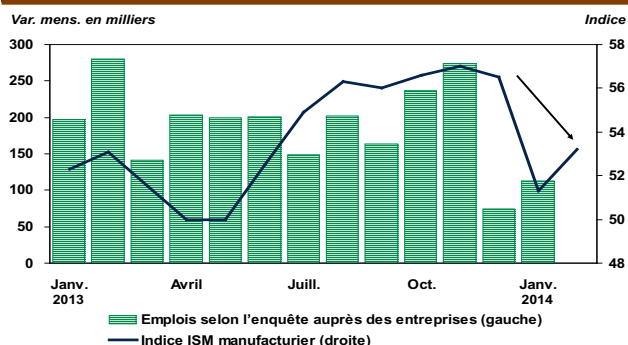
- Certaines données économiques affichaient déjà des signes de faiblesse lorsque les dirigeants de la Réserve fédérale américaine (Fed) se sont rencontrés pour la dernière réunion sous l'égide de Ben Bernanke à la fin de janvier. Comme les mauvaises nouvelles étaient alors encore peu nombreuses et que le climat de confiance profitait de l'entente budgétaire à Washington, la Fed a décidé de continuer la réduction des achats de titres au même rythme qu'entamé en décembre. Le montant d'achat est donc passé à 65 G\$ US. Lors d'un témoignage devant un comité du Congrès, la nouvelle présidente de la Fed, Janet Yellen, a réitéré que la diminution des achats se poursuivrait à la même cadence si la situation économique ne change pas trop.
- Les indicateurs économiques décevants ont, depuis, continué à s'accumuler et l'indice qui répertorie les surprises entre les attentes consensuelles et les résultats publiés est presque en chute libre (graphique 2). Il est clair qu'une grande partie du changement soudain de la conjoncture provient des conditions météorologiques. Un froid intense s'est installé dans le Nord-Est et le Midwest et les températures sont aussi tombées bien en deçà des normales sur une grande partie du sud des États-Unis. À cela se sont ajoutées des précipitations importantes. Au même moment, une sécheresse sévit en Californie. L'économie américaine semble réagir à ces intempéries : les ventes au détail, les mises en chantier, la création d'emplois, les indices manufacturiers, les nouvelles commandes, la production industrielle et la revente de maisons ont tous récemment diminué.
- Janet Yellen et ses collègues devront se demander si la météo est la seule coupable ou si un ressac de la croissance n'est pas en train de revenir hanter l'économie américaine. Les prochains indicateurs seront donc déterminants, mais malheureusement les conditions météorologiques semblent avoir été encore difficiles en février. L'indice ISM manufacturier est demeuré relativement faible et il ne faut pas s'attendre à de grands rebonds de l'emploi (graphique 3). La Fed devrait tout de même espérer un retour rapide à une croissance plus vive, et elle peut trouver un certain réconfort dans les quelques données qui ne montrent pas trop de faiblesse, comme la confiance des consommateurs, les prix des maisons existantes et les ventes de maisons neuves (graphique 4). Nos propres scénarios de croissance du PIB réel ont été revus à la baisse pour le premier trimestre, mais on s'attend à une progression plus vigoureuse dès le printemps.

Prévisions : La Fed devrait conserver le même rythme de réductions des achats de titres, soit de 10 G\$ US à chaque réunion, mais les risques d'une pause en mars ou en avril ont pris de l'ampleur. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant septembre 2015.

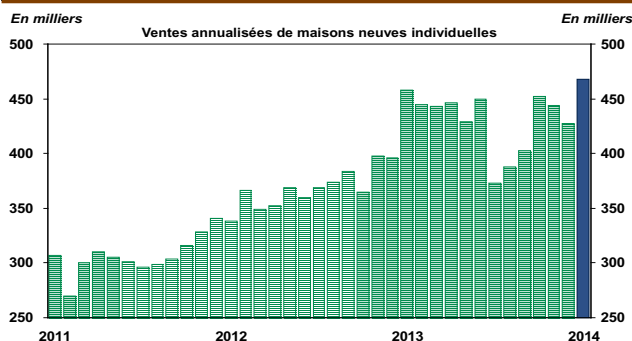
Graphique 2 – Les mauvaises nouvelles économiques se font plus nombreuses aux États-Unis



Graphique 3 – La création d'emplois et l'indice ISM manufacturier ont reculé aux États-Unis



Graphique 4 – Les ventes de maisons neuves ont été l'une des rares bonnes nouvelles publiées depuis le début de 2014



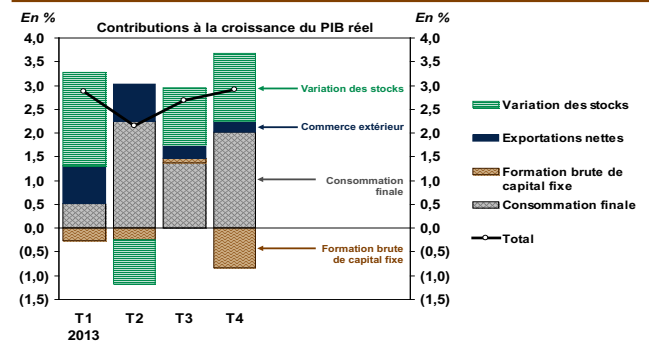
BANQUE DU CANADA

Les risques demeurent élevés malgré la récente remontée de l'inflation

- Le PIB réel a augmenté de 2,9 % (à rythme annualisé) au quatrième trimestre de 2013. Les résultats sont toutefois décevants à certains égards. L'essentiel de la croissance du quatrième trimestre repose sur la consommation et les stocks (graphique 5). Une telle performance du côté de la consommation pourrait difficilement être répétée dans les trimestres à venir, puisque les ménages sont de plus en plus incités à la prudence étant donné leur niveau élevé d'endettement. En ce qui concerne les stocks, la hausse observée au quatrième trimestre est l'une des plus élevées depuis 1981. Dans ces conditions, une contribution négative des stocks est fort probable dans les trimestres à venir.
- L'évolution de l'économie canadienne a été décevante en décembre alors que la plupart des indicateurs économiques ont reculé de façon significative. En outre, le PIB réel par industrie a diminué de 0,5 % durant le mois. Il est toutefois probable que l'essentiel de cette faiblesse soit attribuable aux conditions climatiques particulièrement difficiles observées dans certaines régions du pays en décembre. L'économie canadienne devrait donc reprendre du poil de la bête dès le début de 2014.
- La hausse du PIB réel au quatrième trimestre a permis une résorption additionnelle de l'écart négatif entre la production et son plein potentiel. Le retour au plein potentiel n'est cependant pas attendu avant la fin de 2015, ce qui devrait porter à six le nombre d'années totales avec des capacités excédentaires de production. Ainsi, les pressions haussières sur les prix sont très faibles.
- La variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation est passée de 1,2 % en décembre 2013 à 1,5 % en janvier 2014, ce qui a quelque peu dissipé les préoccupations à propos d'une trop faible progression des prix. D'importantes forces désinflationnistes demeurent néanmoins à l'œuvre, si bien que le taux annuel d'inflation totale pourrait prochainement redescendre aux alentours de la cible inférieure (1 %). En plus d'une offre excédentaire significative au sein de l'économie canadienne, la vive concurrence dans le commerce de détail continue de favoriser une croissance assez faible des prix à la consommation. La prudence demeure donc de mise à l'égard de l'inflation. La BdC a d'ailleurs mentionné dans son dernier *Rapport sur la politique monétaire* que « le degré d'incertitude entourant la prévision d'inflation et, en particulier, l'éventail des résultats plus faibles que projeté sont des considérations majeures pour la politique monétaire à mettre en œuvre, compte tenu du bas niveau de l'inflation et de la récente série de surprises à la baisse. »

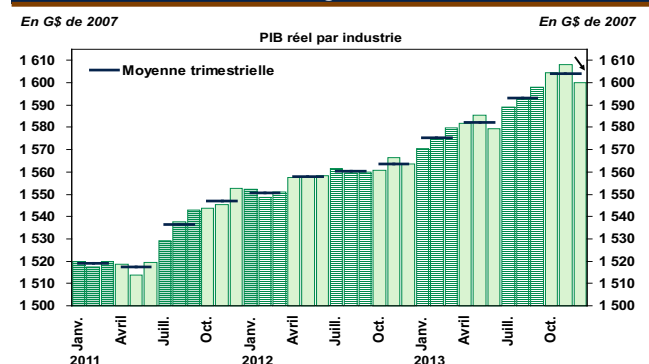
Prévisions : Le maintien d'une inflation assez faible et les importants risques à la baisse qui sont encore présents inciteront la BdC à attendre jusqu'à l'automne 2015 avant de décréter une hausse du taux cible des fonds à un jour.

Graphique 5 – La consommation et les stocks ont fortement contribué à la croissance au quatrième trimestre de 2013



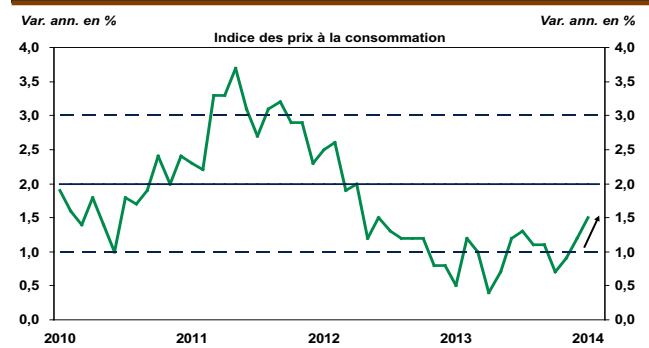
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Le quatrième trimestre de 2013 s'est terminé sur une note négative au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – L'inflation totale a quelque peu remonté depuis décembre dernier au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

La Banque d'Angleterre se distance du taux de chômage

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La BCE n'a pas modifié sa politique monétaire en février, mais a laissé la porte ouverte pour une action en mars. Mario Draghi a rappelé que les prévisions officielles de la BCE seront mises à jour, et qu'une révision à la baisse du scénario d'inflation justifierait un nouvel assouplissement. Bien que la croissance économique ait été légèrement plus forte que prévu au dernier trimestre de 2013, cela n'a pas empêché à l'inflation d'évoluer en deçà des attentes et d'atteindre un creux cyclique à 0,7 %. Les taux directeurs sont déjà très faibles en zone euro, mais il reste encore un peu de place pour les baisser. La BCE songe notamment à un taux d'intérêt négatif pour sa facilité de dépôt. D'autres outils non traditionnels pourraient aussi être utilisés pour essayer de stimuler le crédit.

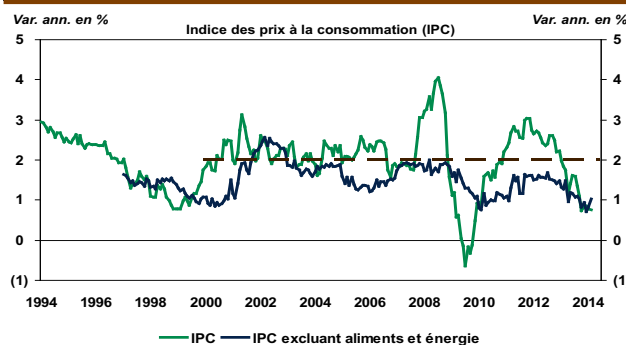
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- La BoE a pris un pari risqué en août dernier en orientant sa politique monétaire sur l'évolution du taux de chômage. Elle voyait en cet indicateur une façon de communiquer plus efficacement son intention de maintenir ses taux d'intérêt directeurs bas pour une période prolongée. Or, le taux de chômage a baissé beaucoup plus vite que prévu, ce qui a relevé les anticipations de resserrement monétaire et forcé la BoE à revoir son message en février. Une fois que le taux de chômage atteindra 7 %, la BoE basera ses décisions sur plusieurs variables permettant de juger de l'évolution des capacités excédentaires dans l'économie, de la solidité de la reprise économique et des pressions inflationnistes. Malgré la vigueur de l'économie britannique, la BoE estime qu'il reste encore beaucoup de capacité excédentaire et que l'inflation est peu menaçante à moyen terme. Plusieurs investisseurs misent tout de même encore sur un resserrement d'ici la fin de l'année. Le peu d'empressement montré par la BoE nous pousse plutôt à miser sur une première hausse de taux au deuxième trimestre de 2015.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

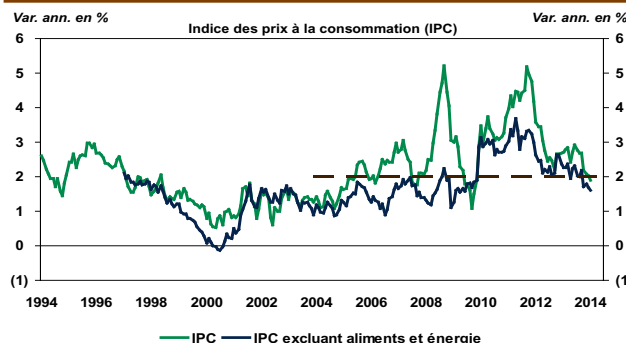
- La BoJ a annoncé en février le prolongement de trois programmes de prêts aux banques qui arrivaient à terme. Elle a aussi annoncé certaines bonifications. Notamment, les banques pourront recevoir deux fois plus de fonds auprès de la banque centrale lorsqu'elles augmentent leur volume de crédit. Le programme d'achat de titres n'a cependant pas été modifié. À 1,4 %, l'inflation totale se rapproche de la cible, mais le chemin à parcourir reste grand lorsqu'on exclut les prix des aliments frais et de l'énergie. Il est probable que la BoJ devra prolonger ses achats de titres jusqu'en 2015 pour atteindre durablement sa cible d'inflation. Si l'économie vacille après l'augmentation de la taxe de vente en avril, la BoJ pourrait aussi devoir accroître le rythme de ses achats.

Graphique 8 – Taux d'inflation en zone euro



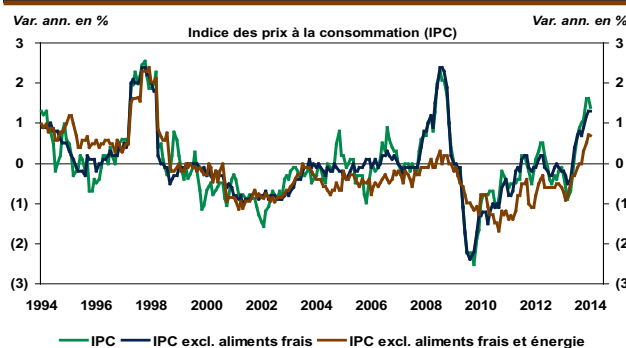
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Taux d'inflation au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Taux d'inflation au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

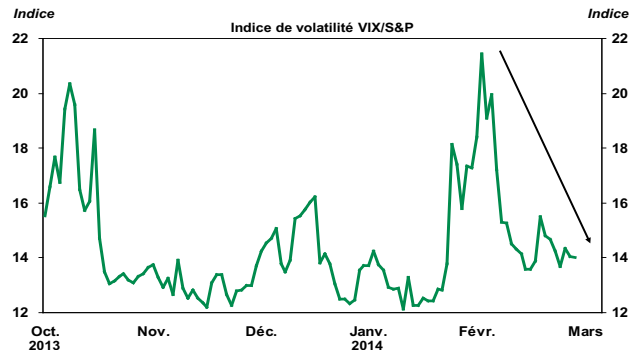
Santé de l'économie américaine : les marchés attendent d'avoir l'heure juste

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Après une poussée surprenante au mois de janvier, le marché obligataire s'est montré un peu plus stable en février. Le taux de dix ans, qui avait touché un creux de 2,58 % le 3 février, s'est redressé en début de mois pour ensuite évoluer de manière relativement serrée autour du niveau de 2,75 % jusqu'à ce que les tensions en Ukraine occasionnent une nouvelle chute en fin de mois. Certaines des forces qui avaient entraîné les taux en baisse en janvier ont perdu de la vigueur. L'intervention musclée des banques centrales de certains pays émergents pour soutenir leurs devises a réduit quelque peu l'aversion pour le risque (graphique 11). Le rebond du S&P 500 qui s'en est suivi a d'ailleurs contribué à briser l'élan du marché obligataire. On peut même croire que les taux auraient remonté plus rapidement, si ce n'était d'une salve de données économiques décevantes aux États-Unis (graphique 12).
- Il fait peu de doute que l'hiver rigoureux aux États-Unis brouille passablement le tableau, alors que plusieurs des rapports accompagnant des données décevantes ont identifié la mauvaise température comme facteur aggravant. Généralement, les périodes d'interférence dans les données causées par le climat sont suivies de rebonds lors du retour à la normale, mais il continuera de régner une incertitude à court terme qui offrira un soutien aux obligations. La difficulté à pouvoir discerner le bruit causé par la météo d'une tendance qui pourrait s'être essouffée après une performance intéressante en seconde moitié de 2013 limitera la prise de risque.
- Les dirigeants de la Réserve fédérale américaine (Fed) continuent de se montrer sereins par rapport aux mauvaises nouvelles, mais il reste, qu'autant au niveau du marché de l'emploi que de l'inflation, rien ne milite pour qu'ils adoptent un biais plus *hawkish* de sitôt. Le risque dominant est celui d'un ralentissement prolongé qui inciterait la Fed à réagir, par exemple en annonçant une pause dans la réduction de ses achats mensuels de titres. Le signalement d'une Fed plus préoccupée par l'état de santé de l'économie entraînerait un mouvement à la baisse des taux, d'autant plus que la faiblesse de l'inflation se montre persistante (graphique 13).

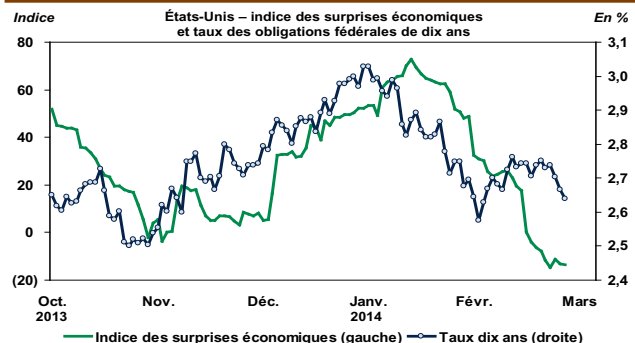
Prévisions : Nous apportons quelques révisions à la baisse pour les taux obligataires pour l'horizon immédiat. Le cap des 3,0 % devrait mettre plus de temps à être franchi par rapport à notre ancien scénario, mais nous conservons notre cible de 3,6 % pour la fin d'année, tout en reconnaissant les risques à la baisse. Dans l'hypothèse centrale d'un malaise relativement passager, la détermination des dirigeants de la Fed à normaliser la politique monétaire et l'horizon vraisemblablement inchangé pour la première hausse des taux directs devraient favoriser la reprise d'une trajectoire haussière pour les taux obligataires.

Graphique 11 – Les tensions financières du mois de janvier se sont rapidement apaisées



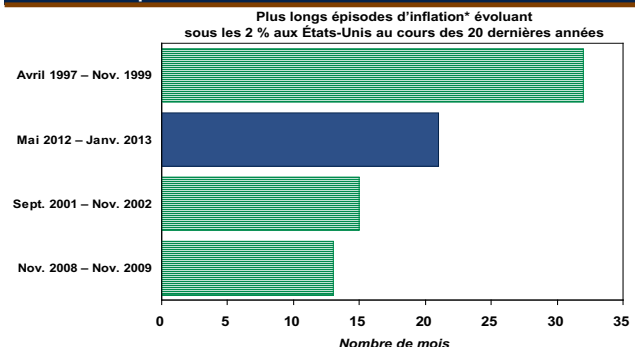
Sources : Chicago Board of Trade et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – Les mauvaises nouvelles économiques ont limité l'ampleur de la remontée des taux en février



Sources : Bloomberg, Citigroup et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – La faiblesse de l'inflation est plus persistante que durant les deux dernières récessions



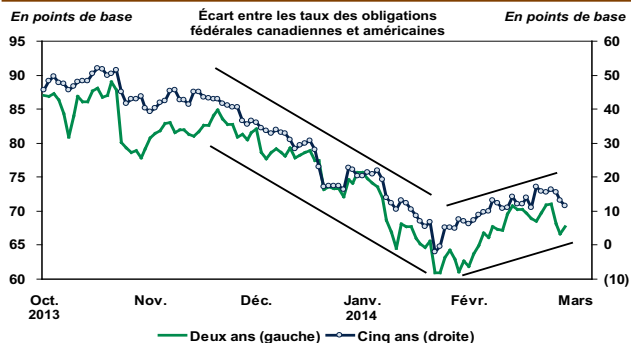
* Selon le déflateur des dépenses de consommation.
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Nous avons maintenu l'hypothèse que les anticipations de baisses de taux au Canada s'estomperaient au fur et à mesure que l'inflation montrerait des signes plus convaincants. Cette dynamique a commencé à se matérialiser, et les écarts de taux obligataires envers ceux prévalant aux États-Unis se sont élargis dans la partie courte de la courbe, renversant ainsi une partie du rétrécissement survenu brièvement au cours de l'automne. L'écart de deux ans a récemment regagné les 70 points de base après avoir chuté sous ce niveau en début d'année. L'écart de taux de cinq ans se situe dans une fourchette de 10 à 15 points de base après un bref passage en territoire négatif en janvier. Par ailleurs, les courbes 2/10, 2/5 et 5/10 se sont légèrement pentifiées (graphique 14).
- La dernière lecture de l'indice des prix à la consommation offre un peu de réconfort à la Banque du Canada (BdC). À 1,5 % en variation annuelle en janvier, l'inflation a atteint un sommet de 18 mois. Bien que l'inflation à l'échelle du pays soit toujours en dessous de la cible officielle de la BdC, le fait que cinq provinces affichent un rythme d'inflation au-dessus de cette cible aide à apaiser les craintes de déflation et, ce faisant, la probabilité qu'une baisse de taux soit décrétée (graphique 15).
- Malgré tout, il faut garder à l'esprit que l'inflation pourrait chuter de nouveau en février en raison d'un effet de base. De plus, le scénario de prévisions de la BdC repose sur une reprise des exportations nettes, et la BdC mentionne clairement que la devise plus faible devrait encourager ce scénario. Même si la BdC assure ne pas chercher à influencer le cours de la devise de manière implicite, on peut imaginer qu'elle s'inscrive à l'encontre d'une réappréciation trop rapide du huard (graphique 16) en conservant un biais *dovish* dans la mesure du possible. Dans un scénario d'inflation convergeant plus lentement vers la cible que ce que nous prévoyons, la BdC pourrait envoyer des signaux laissant croire qu'elle commencera son resserrement sensiblement plus tard que la Fed. Une telle posture pourrait aussi être envisagée dans le cas où l'inflation adoptait la trajectoire escomptée, mais que la reprise des exportations tardait à se manifester. Rappelons que selon Stephen Poloz, des ventes et une profitabilité plus élevées pour les exportateurs constituent le premier pas vers l'objectif d'une croissance mieux équilibrée.

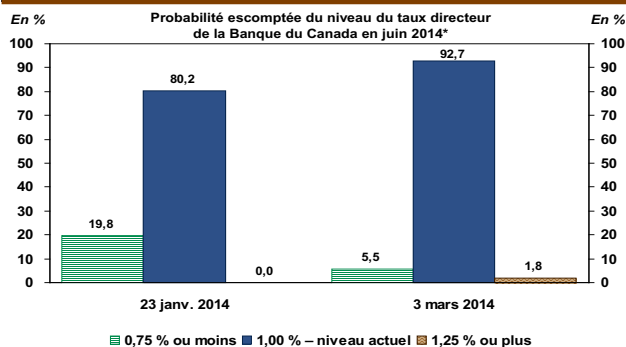
Prévisions : On s'attend désormais à ce que le niveau de 3,0 % soit franchi en milieu de 2014 pour le taux de dix ans. Par contre, sous l'hypothèse d'une amélioration de la tenue des données économiques, nous conservons notre cible de 3,3 % pour la fin de cette année. Les taux aux échéances courtes pourraient encore faire l'objet de quelques pressions haussières, mais les anticipations de baisses de taux s'étant passablement résorbées, ces mouvements risquent d'être d'ampleur relativement faible et d'accompagner des déplacements similaires dans la partie plus longue, faisant en sorte que le potentiel d'aplatissement de la courbe semble limité. Nous tablons plutôt sur une légère pentification d'ici la fin de 2014, d'autant plus que la BdC ne semble pas prête à abandonner son discours légèrement *dovish*.

Graphique 14 – Les écarts des taux de court terme se sont légèrement élargis en février



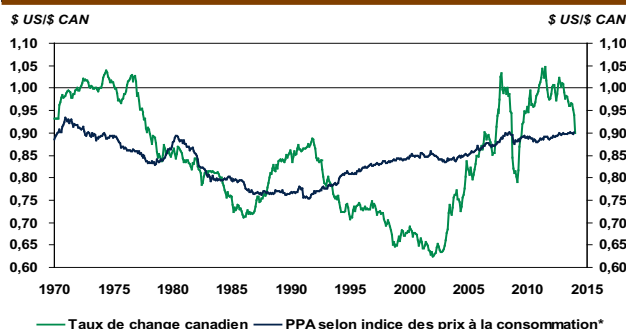
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 15 – Le scénario d'une baisse de taux directeurs d'ici la mi-année a perdu en crédibilité



* Selon les swaps trois mois indexés sur le taux à un jour.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – La Banque du Canada préférera vraisemblablement que la devise demeure près de sa valeur d'équilibre

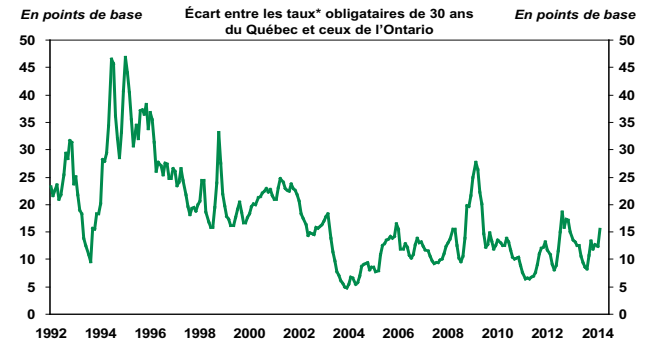


* Estimation basée sur une période de référence débutant en 1970, soit le moment où le dollar canadien a commencé à flotter librement.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

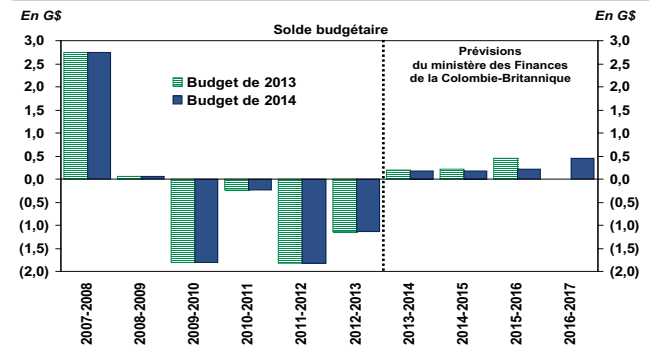
- Les obligations de la province de Québec ont connu d'autres moments plus difficiles récemment. L'écart à l'échéance de 30 ans par rapport à l'obligation de référence du gouvernement fédéral s'est de nouveau élargi à partir de la mi-février, et il se situait quelque peu sous 105 points de base en fin de mois. Le gouvernement a présenté son budget pour l'exercice financier 2014-2015 qui a révélé peu de surprises. Le gouvernement s'attend à ce que les émissions totales, estimées à 19,3 G\$ en 2013-2014, diminuent à 15,4 G\$ au cours de l'exercice subséquent. En outre, le gouvernement a effectué 4,1 G\$ de financement par anticipation en 2013-2014, allégeant les besoins d'emprunter en 2014-2015. Davantage que le budget, qui a reçu l'aval prudent des agences de notation, c'est la perspective d'une élection au printemps qui semble être derrière l'élargissement des écarts, de même que les sondages d'intentions de vote qui indiquent un résultat plutôt serré. Si une campagne électorale devait être décrétée, il se pourrait que les écarts s'élargissent quelque peu jusqu'au scrutin. Lors des dernières élections provinciales, en 2012, l'écart était monté à 18 points. Il se situait sous les 16 points récemment (graphique 17).
- Les obligations de l'Ontario et de la Colombie-Britannique ont connu un meilleur mois de février, profitant d'une certaine baisse de l'aversion pour le risque. Les écarts de taux par rapport à l'obligation fédérale canadienne de 30 ans se sont approchés de leurs creux de janvier avant de s'élargir quelque peu par la suite. Le gouvernement de la Colombie-Britannique a présenté son budget estimant un surplus en 2013-2014, qui devrait être maintenu en 2014-2015 (graphique 18), de même qu'une baisse des nouveaux emprunts au cours du prochain exercice, qui devrait se poursuivre durant les deux exercices subséquents. Avec un budget équilibré, une cote de crédit AAA et une croissance qui pourrait bénéficier de l'essor de l'industrie du gaz naturel liquéfié dans les prochaines années, la performance des obligations de la province pourrait encore dépasser celle des provinces centrales, qui elles, continuent de faire face à des défis budgétaires de taille.
- Au niveau des sociétés, les écarts continuent de fluctuer près de creux historiques. Tout indique que les investisseurs continuent de pondérer généreusement la classe d'actifs dans leurs portefeuilles (graphique 19), tandis que la demande en provenance de l'étranger a été généralement solide au cours de la dernière année. Peu d'émetteurs se sont présentés aux marchés en février, même s'il faut dire que plusieurs avaient bonifié par anticipation leurs emprunts vers la fin de 2013. Les émissions (provenant surtout des secteurs financier et immobilier) ont généralement fait l'objet d'une bonne demande. Avec l'augmentation prévue des taux du gouvernement fédéral et la demande robuste pour les obligations des sociétés, les écarts pourraient faire l'objet d'autres pressions à la baisse, qui seront toutefois partiellement mitigées par une augmentation des activités d'émissions au printemps.

Graphique 17 – Les obligations du Québec ont moins bien performé par rapport à celles de l'Ontario récemment



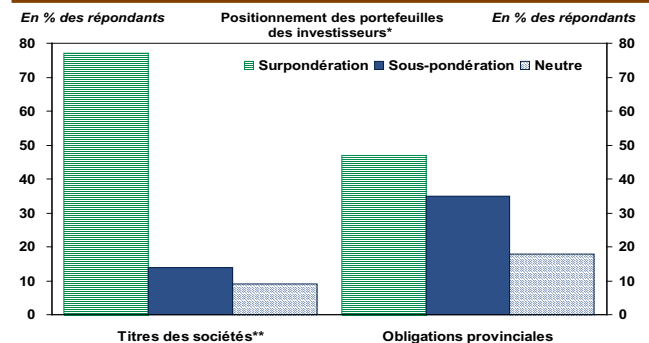
* À maturité constante, moyenne mensuelle.
Sources : Desjardins, Marchés de Capitaux et Desjardins, Études économiques

Graphique 18 – Retour à l'équilibre budgétaire comme le gouvernement l'avait prévu en Colombie-Britannique



Sources : Ministère des Finances de la Colombie-Britannique et Desjardins, Études économiques

Graphique 19 – Les titres des sociétés ont toujours la cote auprès des investisseurs



* Enquête institutionnelle menée par Desjardins, Marchés des Capitaux, résultats pour janvier 2014; ** Billets de dépôt de cinq ans.
Sources : Desjardins, Marchés des Capitaux et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
Canada												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
Zone euro												
Taux de refinancement	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Royaume-Uni												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Décembre 2013			
4	Banque du Canada	s.q.	1,00
5	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
5	Banque de Norvège	s.q.	1,50
6	Banque du Mexique	s.q.	3,50
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
12	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
17	Banque de Suède	-25 p.b.	0,75
18	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
20	Banque du Japon	s.q.	0,10
Janvier 2014			
9	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
15	Banque du Brésil	+50 p.b.	10,50
21-22	Banque du Japon	---	---
22	Banque du Canada	s.q.	1,00
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
29	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
31	Banque du Mexique	s.q.	3,50
Février 2014			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
13	Banque de Suède	s.q.	0,75
17-18	Banque du Japon	---	---
26	Banque du Brésil	+25 p.b.	10,75
Mars 2014			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Mars 2014	
5	Banque du Canada
6	Banque centrale européenne
6	Banque d'Angleterre
10-11	Banque du Japon
12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
19	Réserve fédérale américaine
20	Banque nationale suisse
21	Banque du Mexique
27	Banque de Norvège
31	Banque de réserve d'Australie
Avril 2014	
2	Banque du Brésil
3	Banque centrale européenne
7-8	Banque du Japon
9	Banque de Suède
10	Banque d'Angleterre
16	Banque du Canada
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
25	Banque du Mexique
30	Banque du Japon
30	Réserve fédérale américaine
Mai 2014	
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque centrale européenne
8	Banque d'Angleterre
8	Banque de Norvège
20-21	Banque du Japon
28	Banque du Brésil

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

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
Bons du Trésor												
3 mois	0,07	0,04	0,02	0,07	0,10	0,15	0,20	0,25	0,25	0,30	0,65	1,15
Obligations fédérales												
2 ans	0,25	0,34	0,32	0,36	0,40	0,60	0,80	1,05	1,30	1,65	1,95	2,30
5 ans	0,74	1,36	1,36	1,71	1,65	1,85	2,05	2,25	2,50	2,70	2,90	3,10
10 ans	1,85	2,48	2,62	3,01	2,90	3,10	3,35	3,60	3,70	3,75	3,80	3,85
30 ans	3,11	3,50	3,69	3,94	3,85	4,00	4,05	4,15	4,20	4,25	4,30	4,35
Pente												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,55	1,70	1,85	2,00	2,25	2,40	2,25	1,95
10 ans - 2 ans	1,60	2,14	2,30	2,65	2,50	2,50	2,55	2,55	2,40	2,10	1,85	1,55
30 ans - 3 mois	3,04	3,46	3,67	3,87	3,75	3,85	3,85	3,90	3,95	3,95	3,65	3,20

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
Bons du Trésor												
3 mois	0,97	1,02	0,98	0,91	0,90	0,95	1,00	1,00	1,00	1,05	1,40	1,85
Obligations fédérales												
2 ans	1,00	1,22	1,19	1,14	1,05	1,15	1,35	1,55	1,75	2,05	2,30	2,55
5 ans	1,30	1,80	1,86	1,96	1,75	2,00	2,20	2,40	2,60	2,80	3,00	3,20
10 ans	1,76	2,44	2,54	2,78	2,65	2,85	3,10	3,30	3,40	3,45	3,50	3,55
30 ans	2,51	2,90	3,07	3,24	3,15	3,35	3,45	3,60	3,70	3,75	3,80	3,85
Pente												
5 ans - 3 mois	0,33	0,78	0,88	1,05	0,85	1,05	1,20	1,40	1,60	1,75	1,60	1,35
10 ans - 2 ans	0,76	1,22	1,35	1,64	1,60	1,70	1,75	1,75	1,65	1,40	1,20	1,00
30 ans - 3 mois	1,54	1,88	2,09	2,33	2,25	2,40	2,45	2,60	2,70	2,70	2,40	2,00
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,90	0,98	0,96	0,84	0,80	0,80	0,80	0,75	0,75	0,75	0,75	0,70
2 ans	0,75	0,88	0,87	0,78	0,65	0,55	0,55	0,50	0,45	0,40	0,35	0,25
5 ans	0,56	0,44	0,50	0,25	0,10	0,15	0,15	0,15	0,10	0,10	0,10	0,10
10 ans	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,23)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
30 ans	(0,60)	(0,60)	(0,62)	(0,70)	(0,70)	(0,65)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,50)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques