

## Les politiques monétaires seront de plus en plus désynchronisées

### FAITS SAILLANTS

- Un vent de panique a soufflé sur les marchés au début du mois d'octobre. Par la suite, la Bourse américaine a connu un rebond remarquable, alors que la remontée des taux obligataires a été plus limitée et que les cours pétroliers sont demeurés au plancher.
- Les cours pétroliers plus faibles compliqueront la tâche des banques centrales qui sont déjà aux prises avec une inflation trop faible, en particulier la Banque centrale européenne.
- Malgré tout, la Réserve fédérale a mis fin à son troisième programme d'assouplissement quantitatif, et le ton assez optimiste de son communiqué nous incite toujours à miser sur un relèvement graduel de ses taux directeurs à partir de la mi-2015.
- Malgré certains signes plus positifs, notamment du côté du commerce extérieur, les incertitudes entourant les perspectives économiques canadiennes demeurent importantes.
- La Banque du Japon a surpris les investisseurs le 31 octobre dernier en augmentant le rythme d'expansion de la base monétaire à 80 000 G¥ par année via l'achat d'actifs.

### TABLE DES MATIÈRES

Éditorial .....	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale .....	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

Le mois d'octobre n'aura pas été de tout repos pour les investisseurs. Une certaine nervosité sur les marchés s'est transformée en un véritable vent de panique à partir du 9 octobre, alimenté entre autres par les craintes d'une troisième récession en zone euro et d'une épidémie d'Ebola aux États-Unis. En l'espace de quelques séances, plusieurs places boursières ont reculé de plus de 5 % et le taux américain de dix ans a temporairement chuté en dessous de 1,90 %, un niveau que nous n'imaginions pas revoir dans le cycle économique actuel. La tendance baissière déjà observée des cours pétroliers s'est aussi transformée en chute spectaculaire qui les a amenés à des creux de plus de cinq ans.

Comme c'est souvent le cas, la confiance s'est ressaisie presque aussi rapidement qu'elle s'était effondrée. Des données économiques, des résultats d'entreprise assez encourageants et des commentaires de quelques dirigeants de la Réserve fédérale (Fed), qui semblaient ouvrir la porte à un prolongement des mesures quantitatives, ont aidé à rassurer les investisseurs. La Bourse américaine a connu un rebond particulièrement remarquable pour atteindre un nouveau sommet, alors que la remontée des taux obligataires a été plus limitée et que les cours pétroliers sont demeurés au plancher (graphique 1 à la page 2).

### QU'EST-CE QUI A CHANGÉ?

Maintenant que les esprits se sont calmés, il faut se demander si quelque chose a véritablement changé au cours des derniers mois, qui nous inciterait à modifier nos prévisions de taux d'intérêt. Un premier changement notable est que tout indique que les cours pétroliers demeureront à un niveau plus faible que ce qui était précédemment anticipé.

Les principales raisons fondamentales derrière la faiblesse des cours pétroliers sont connues depuis plusieurs mois, soit la poussée spectaculaire de la production nord-américaine et la faiblesse récente de la croissance de la demande

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

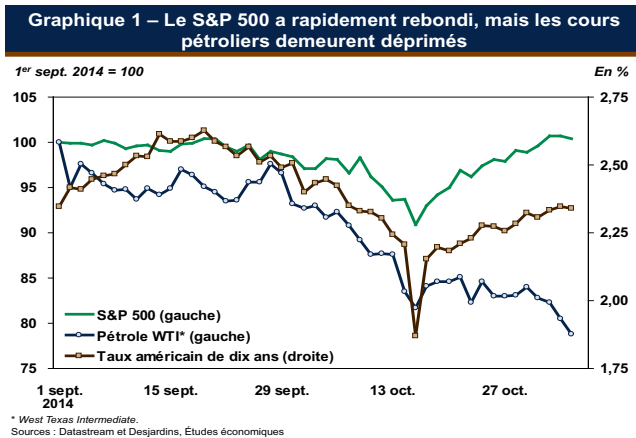
**Benoît P. Durocher**  
Économiste principal

**Francis Généreux**  
Économiste principal

**Jimmy Jean**  
Économiste principal

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior



mondiale, particulièrement en Chine. Récemment, la plus grande surprise a été la réaction de l'Arabie saoudite à la chute des prix alors que ce pays a préféré abaisser ses prix pour protéger ses parts de marché plutôt que de couper sa production unilatéralement pour rééquilibrer le marché mondial du brut.

Pour certains, l'Arabie saoudite vise maintenant à faire chuter les cours pétroliers pour nuire à d'autres pays producteurs, dont l'Iran, et pour freiner le développement du pétrole non conventionnel en Amérique du Nord. D'autres vont même jusqu'à voir un complot entre les États-Unis et l'Arabie saoudite pour s'attaquer à la Russie. Cette dernière théorie nous paraît très peu probable étant donné les tensions importantes entre l'administration Obama et les dirigeants saoudiens. À notre avis, rien n'indique un changement majeur de la politique saoudienne. Ce pays vise toujours idéalement un baril de pétrole évoluant près des 100 \$ US le baril. Si l'Arabie saoudite n'a pas réagi immédiatement à la baisse récente des prix, c'est probablement parce qu'elle espérait que les prix remonteraient d'eux-mêmes lorsque les marchés se calmeraient. Elle préférerait aussi probablement agir de façon conjointe avec le reste de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) s'il fallait réellement réduire la production. Dans ce contexte, nous misons sur une certaine remontée des cours pétroliers au cours des prochains trimestres, d'autant plus que l'économie mondiale s'accélénera quelque peu.

Malgré notre scénario de remontée des cours pétroliers, les prix du brut demeureront à des niveaux moins élevés que ce que presque tout le monde anticipait il y a quelques mois. Cela compliquera la tâche des banques centrales qui sont déjà aux prises avec une inflation trop faible, en particulier la Banque centrale européenne (BCE). Cette diminution des pressions inflationnistes n'est pas non plus une bonne nouvelle pour la Banque du Japon (BoJ) qui vient à nouveau d'accroître ses achats de titres. Les principales

conséquences des événements d'octobre sont ainsi un pétrole plus bas, des pressions inflationnistes plus faibles à court terme et la confirmation que les politiques monétaires européennes et japonaises demeureront très expansionnistes pour encore plusieurs mois.

### LA RÉSERVE FÉDÉRALE GARDE LE CAP

Le communiqué du 29 octobre a toutefois confirmé que la Fed n'était pas trop inquiète des derniers développements. Il faut dire que les données américaines demeurent encourageantes dans l'ensemble et que la chute importante des prix de l'essence est une excellente nouvelle pour l'économie américaine. La Fed a ainsi mis fin à son troisième programme d'assouplissement quantitatif, et le ton assez optimiste de son communiqué nous incite toujours à miser sur un relèvement graduel de ses taux directeurs à partir de la mi-2015, malgré un environnement international qui demeurera assez difficile.

Cette divergence grandissante entre les politiques monétaires sera certainement un thème à surveiller pour les investisseurs au cours des prochains trimestres. Alors que la Fed, la Banque d'Angleterre et, un peu moins rapidement, la Banque du Canada devraient de plus en plus envisager un resserrement monétaire, tout indique que la BCE et la BoJ devront continuer longtemps leurs mesures non conventionnelles. À l'inverse, les banques centrales du Brésil et de la Russie ont récemment dû augmenter leurs taux directeurs pour soutenir leur devise et lutter contre l'inflation. Le maintien d'un contexte international difficile et incertain devrait maintenir une bonne demande pour les titres obligataires nord-américains et ainsi limiter l'augmentation des taux de long terme.

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou, CFA**

Économiste principal

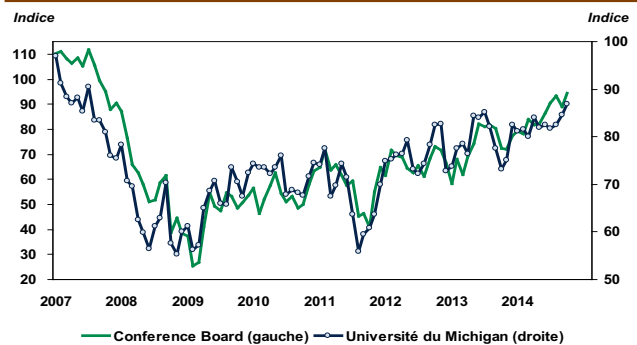
# RÉSERVE FÉDÉRALE

## La bonne croissance économique permet à la Réserve fédérale de mettre fin au QE3

- L'économie américaine a continué sur sa bonne lancée au troisième trimestre de 2014 avec un gain de 3,5 % du PIB réel, soit un peu plus que prévu par le consensus. Cette bonne croissance, qui est sans doute réconfortante pour les membres du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed), a été accompagnée par une forte progression du marché du travail. Plusieurs éléments pointent sur une poursuite des bonnes nouvelles économiques aux États-Unis. Malgré les craintes liées à des facteurs géopolitiques, à l'Ebola et aux fluctuations des marchés financiers, la confiance des ménages s'est récemment améliorée (graphique 2). Cette bonne humeur a été aidée par l'importante diminution des prix de l'essence. Ceux-ci se situent en moyenne sous les 3,00 \$ US le gallon pour la première fois depuis janvier 2011 (graphique 3). Au début de l'été, le prix du gallon d'essence dépassait 3,60 \$ US.
- Le recul des prix de l'énergie a aussi des conséquences sur l'inflation et sur les anticipations inflationnistes. Les prix de l'essence ont l'habitude de diminuer en seconde moitié d'année, mais la baisse est actuellement bien plus prononcée que la normale. La croissance des prix à la consommation est donc tirée vers le bas par l'essence. D'autres composantes, comme le coût des logements et celui des aliments, contrebalancent cette contrainte, mais, au total, le résultat est plutôt désinflationniste. Cet effet est pleinement escompté par les marchés financiers : les anticipations inflationnistes calculées implicitement par les titres à rendement réel sont nettement en baisse. Toutefois, conformément à leur habitude, les enquêtes auprès des ménages sont beaucoup plus stables en ce qui a trait aux anticipations inflationnistes (graphique 4). La Fed a fait état de cette disparité dans le communiqué issu de la réunion qui s'est terminée le 29 octobre. En ne se montrant pas trop inquiète du mouvement baissier des anticipations inflationnistes de marché et en regardant plutôt l'ensemble du portrait qui se dessine devant elle, la Fed se donne une plus grande marge de manœuvre. Elle a ainsi décidé, comme prévu, de mettre fin à son programme d'achat de titres obligataires. Elle a pu aussi se montrer un peu plus *hawkish* que ce que certains observateurs croyaient.

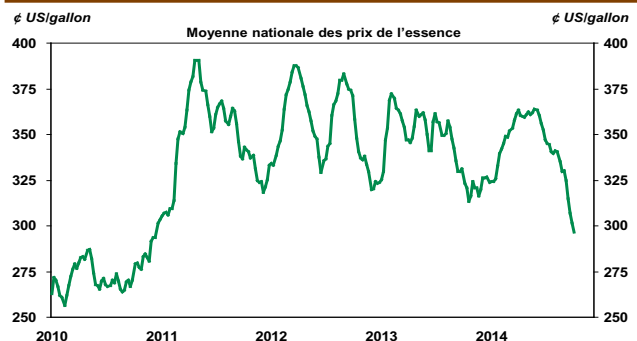
**Prévisions :** En octobre, la Fed n'a pas changé significativement la phrase de son communiqué indiquant que l'actuelle fourchette des fonds fédéraux sera vraisemblablement appropriée pour une période considérable après la fin du programme d'achat de titres. Cette indication prospective devrait toutefois être modifiée en décembre, lorsque les nouvelles prévisions de ses dirigeants seront publiées et que la présidente Yellen pourra expliciter davantage le raisonnement de la Fed en conférence de presse. Cela serait compatible avec un premier relèvement des taux directeurs en juin 2015. Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 1,25 % à la fin de l'an prochain

Graphique 2 – La confiance des ménages américains s'améliore



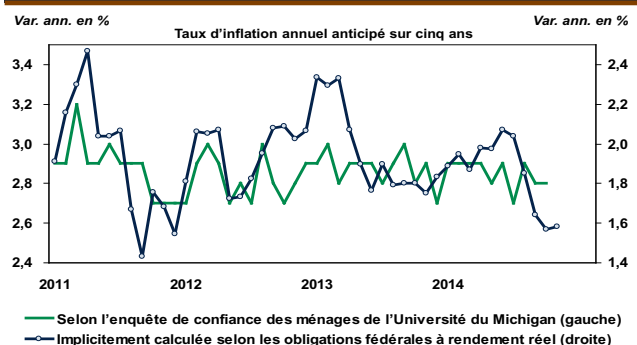
Sources : Conférence Board, Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – Les prix de l'essence connaissent une baisse marquée



Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les anticipations inflationnistes des ménages demeurent relativement stables



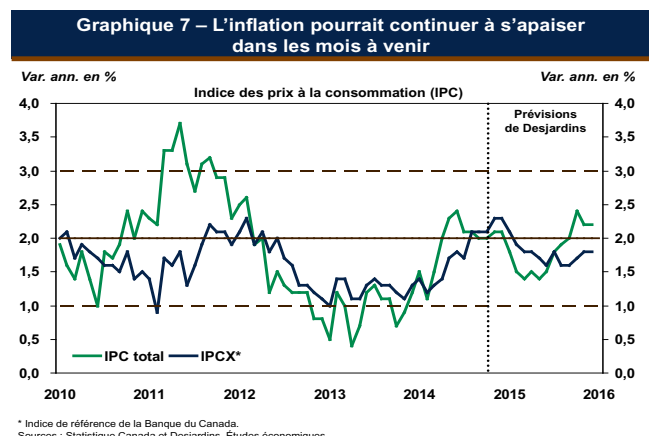
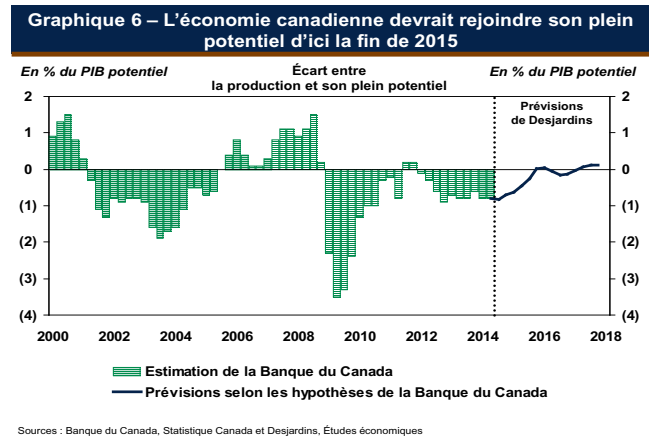
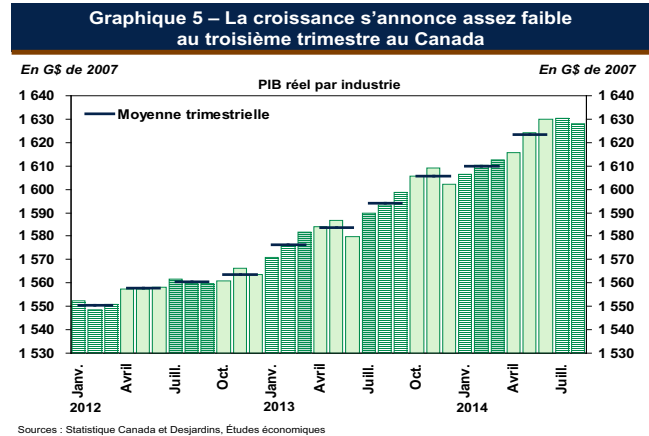
Sources : Université du Michigan, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

# BANQUE DU CANADA

## Les perspectives économiques sont encore imprégnées d'incertitude

- Les plus récents résultats de l'économie canadienne sont plutôt décevants. Après avoir connu un printemps vigoureux avec des hausses du PIB réel par industrie de 0,5 % en mai et de 0,3 % en juin, les deux premiers mois de l'été ont été témoins d'une stagnation de la croissance (graphique 5). Dans ces conditions, notre prévision d'une hausse du PIB réel de 2,5 % pour l'ensemble du troisième trimestre est devenue trop optimiste. Il faut maintenant s'attendre à ce que la croissance avoisine 1,5 % à l'été, ce qui constitue une déception par rapport aux attentes initiales. Cela met en lumière le climat d'incertitude qui entoure les perspectives économiques canadiennes.
- Dans son dernier *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada (BdC) a d'ailleurs accordé une importance particulière à la nature incertaine des conditions économiques et des différentes projections. Cela dit, on sent de façon générale que les autorités monétaires sont un peu plus optimistes concernant les perspectives de croissance. En outre, la BdC dénote que l'évolution des exportations canadiennes est encourageante.
- Selon nos plus récentes estimations, l'écart négatif entre la production et son plein potentiel pourrait se résorber vers la fin de 2015 (graphique 6). Il s'agit d'un pronostic un peu plus optimiste que celui de la BdC, qui juge que l'économie canadienne ne retournera à son plein potentiel qu'en seconde moitié de 2016.
- Le taux annuel d'inflation totale a légèrement diminué au cours des derniers mois, passant de 2,4 % en juin à 2,0 % en septembre. La combinaison d'effets arithmétiques et de la baisse des prix de l'énergie devrait contribuer à réduire encore quelque peu l'inflation dans les mois à venir (graphique 7).
- Selon la BdC, les déséquilibres dans le secteur des ménages pourraient s'accroître davantage en raison de la vitalité du marché de l'habitation dans certaines régions du pays et de la récente vigueur des dépenses de consommation. En tenant également compte de certains développements favorables sur la scène économique nord-américaine, cela a sans doute influencé la BdC à retirer la mention concernant sa neutralité à l'égard du moment et de la direction du prochain changement des taux d'intérêt directeurs. On peut donc croire que les autorités monétaires écartent maintenant la possibilité de devoir abaisser le taux cible des fonds à un jour.

**Prévisions :** Malgré certains signes plus positifs, notamment du côté du commerce extérieur, les incertitudes entourant les perspectives économiques demeurent importantes. Dans ces conditions, la BdC maintiendra le *statu quo* au chapitre de sa politique monétaire pour encore plusieurs trimestres. Une première hausse du taux cible des fonds à un jour devrait être décrétée à l'automne 2015.





# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## L'inflation diminue partout

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Certains investisseurs espéraient que la BCE ouvre la porte à des achats massifs d'obligations souveraines en octobre. Ils sont finalement restés sur leur appétit, d'autant plus que la BCE a fourni moins de détails qu'espéré sur ses programmes d'achat d'actifs annoncés en septembre. On ne connaît notamment pas la quantité précise d'actifs qui seront achetés. Ces achats devront pourtant être considérables afin d'accélérer la croissance économique et de relever le taux d'inflation qui se situe actuellement à 0,4 % (graphique 8). Les programmes en place et la dépréciation de l'euro devraient aider, mais d'autres mesures d'assouplissement monétaire seront vraisemblablement nécessaires. Des achats de titres corporatifs pourraient être considérés prochainement, mais la dissension entre les dirigeants de la BCE semble encore trop forte pour aller de l'avant avec des achats d'obligations souveraines.

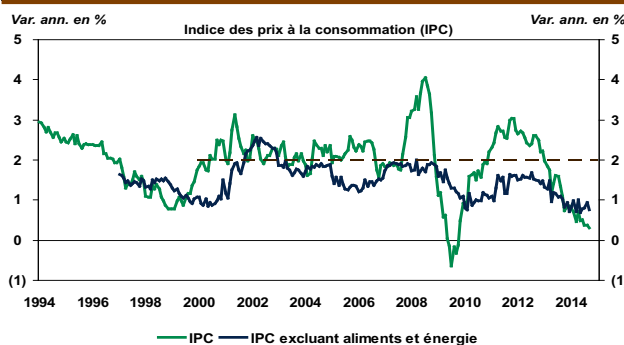
### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Plusieurs indicateurs signalent encore une conjoncture favorable au Royaume-Uni. Le terrain n'est cependant pas encore pleinement dégagé pour relever les taux d'intérêt directeurs. Le compte rendu de la réunion de politique monétaire d'octobre a mis en relief des inquiétudes sur la croissance économique européenne, ainsi que sur la progression future des exportations et du marché immobilier résidentiel au Royaume-Uni. Qui plus est, la récente baisse du taux d'inflation à 1,2 % réduit l'urgence d'intervenir (graphique 9). La baisse de l'inflation s'explique principalement par la diminution des prix des matières premières et par la vigueur passée de la livre. Malgré la dépréciation de la livre depuis l'été, la devise affichait encore un gain en septembre par rapport à l'année précédente. La situation sera toutefois différente au cours des prochains mois si la livre ne reprend pas une tendance haussière. Nous avons reporté tout de même le début du resserrement monétaire de la BoE au deuxième trimestre de 2015.

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

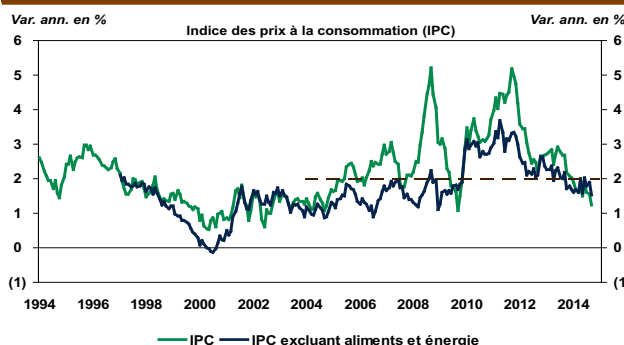
- La BoJ a surpris les investisseurs le 31 octobre dernier en augmentant le rythme d'expansion de la base monétaire à 80 000 G¥ par année via l'achat d'actifs. Il s'agit d'une bonification se situant entre 10 000 G¥ et 20 000 G¥. La BoJ achètera aussi des actifs de plus longue échéance, celle-ci se situera entre sept et dix ans. L'économie nippone a durement chuté à la suite de l'augmentation de la taxe de vente en avril et, malgré quelques signes de rebond, le doute s'est installé quant aux perspectives à plus long terme. Par ces actions, la BoJ veut aussi s'assurer d'atteindre durablement un taux d'inflation de 2 %. Actuellement, si l'inflation se situe autour des 3 %, c'est principalement en raison de l'effet de l'augmentation de la taxe de vente (graphique 10).

Graphique 8 – Taux d'inflation en zone euro



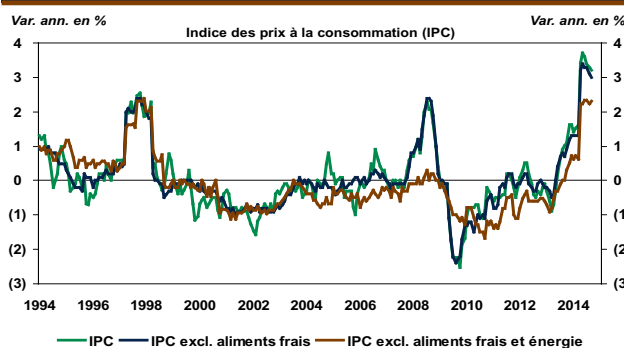
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

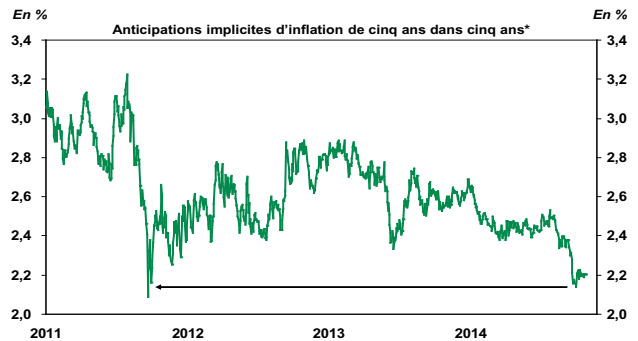
## Les taux restent bas après les turbulences d'octobre

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- La spectaculaire recrudescence d'aversion au risque observée durant la première moitié du mois d'octobre a puisé sa source dans une suite de statistiques déconcertantes en provenance d'Allemagne, de même que dans le signal d'alarme du Fonds monétaire international à propos de l'économie européenne. La dégringolade des cours pétroliers a constitué un vecteur additionnel, entraînant les anticipations d'inflation en forte baisse sur les marchés financiers. Ces anticipations ont même atteint des creux datant de trois ans (graphique 11). Dans la foulée, le taux de dix ans américain est passé sous les 2,00 %, allant même jusqu'à toucher un creux journalier de 1,86 % le 15 octobre. Les taux aux échéances plus rapprochées se sont également affaiblis, certains croyant que les événements mondiaux se traduiraient en un resserrement plus tardif aux États-Unis. Des données plus rassurantes concernant non seulement le contexte macroéconomique américain, mais aussi celui de l'Allemagne et de la Chine, auront permis aux marchés de retrouver leurs esprits en seconde moitié du mois.
- Il s'est toutefois créé un schisme important entre les Bourses et les marchés obligataires depuis la mi-octobre : alors que le S&P 500 avait retrouvé son niveau du 30 septembre, le taux obligataire de dix ans demeure quelque 16 points de base sous son niveau d'alors. Même le taux de cinq ans s'inscrit encore quelque 18 points sous les niveaux du 30 septembre, en dépit d'une Réserve fédérale (Fed) cachant de moins en moins son optimisme sur l'évolution du marché du travail dans son communiqué d'octobre.
- Le scepticisme affiché par les marchés obligataires quant aux perspectives d'inflation pourrait s'avérer tenace. Il faut reconnaître que l'inflation progresse sous les cibles d'un bon nombre de banques centrales (graphique 12). Aux États-Unis, la devise plus forte, les prix de l'énergie en baisse et la croissance toujours aussi molle des salaires réels (graphique 13) vont dans le sens contraire d'une revitalisation des forces inflationnistes à court terme. La Fed semble néanmoins garder le cap sur un début de normalisation des taux à la mi-2015, surtout compte tenu du fait que d'autres mesures d'anticipation d'inflation sont loin de refléter les inquiétudes des marchés financiers.

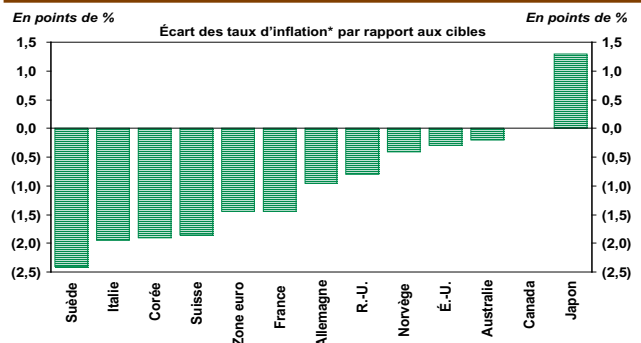
**Prévisions :** Le mouvement brusque des dernières semaines et les inquiétudes sur l'économie mondiale qui risquent de persister un certain temps militent en faveur d'une révision en baisse de nos prévisions de taux obligataires. Si notre degré de conviction quant à un premier resserrement monétaire en juin 2015 ne change pas, l'expérience de 2014 suggère que les taux de long terme peuvent demeurer faibles, même en contexte d'amélioration économique et de réduction de la détente monétaire.

**Graphique 11 – Les anticipations d'inflation ont rejoint les niveaux qui ont suivi la décade des États-Unis en 2011**



\* Déterminées à partir des contrats à terme sur les titres du Trésor indexés à l'inflation.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 12 – L'inflation reste inférieure aux cibles des banques centrales dans un bon nombre de pays**



\* En variation annuelle, en date de septembre.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – Malgré la reprise des embauches aux États-Unis, la progression des salaires tarde à se raffermir**



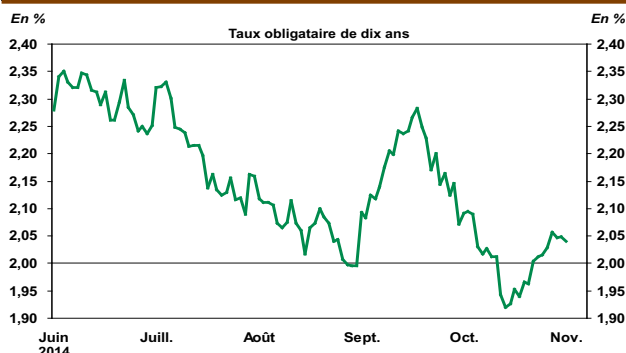
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

## OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Le regain d'aversion pour le risque mondial a marqué une pause dans la longue baisse des écarts de taux Canada-États-Unis. Les obligations américaines ont typiquement le dessus sur les obligations canadiennes en pareil contexte et le mois d'octobre n'a pas fait exception à la règle. C'est ainsi que l'écart des taux de cinq ans est brièvement remonté au-dessus de zéro, lui qui avait terminé le mois de septembre à -13 points de base. Celui de dix ans, qui a atteint les -45 points de base à quelques reprises au cours de l'été, a clôturé le mois d'octobre à -28 points. Fait tout de même marquant, le taux de dix ans a passé une longue semaine sous le niveau de 2 % en octobre (graphique 14).
- Comme aux États-Unis et en Europe, les anticipations d'inflation se sont quelque peu ramollies en octobre au Canada, quoique sensiblement moins abruptement (graphique 15). Le Canada est l'un des rares pays ne souffrant pas d'une inflation sous la cible de la Banque du Canada (BdC). La BdC s'est d'ailleurs fait beaucoup plus discrète que dans un passé pas si lointain à propos des risques à la baisse sur l'inflation. Ces facteurs expliquent, entre autres, pourquoi les anticipations de baisses de taux, qui avaient commencé à se former dans la tourmente du début d'octobre, se sont rapidement estompées.
- Il demeure que les marchés n'anticipent pas de resserrement avant le début de 2016. La BdC dispose d'une marge de manœuvre supplémentaire par rapport à la Fed, ayant déjà relevé les taux à trois reprises depuis la crise. De plus, elle voudra attendre d'avoir des signes concrets de rééquilibrage de la croissance. Pour l'heure, les investissements des entreprises manquent à l'appel (graphique 16), tandis que la vigueur récente des dépenses de consommation s'est appuyée en partie sur une hausse de l'endettement. La croissance qui s'annonce plus faible que prévu pour le troisième trimestre constitue un autre facteur permettant à la BdC de demeurer patiente. Dans ce contexte, nous estimons que les écarts de taux seront appelés à évoluer de nouveau à la baisse dans les prochains trimestres.

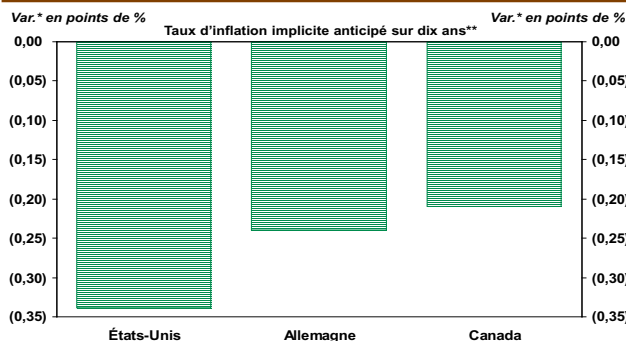
**Prévisions :** Comme c'est le cas pour les États-Unis, nous révisons en baisse nos cibles de taux obligataires, sans toutefois modifier notre point de vue concernant la politique monétaire. La BdC devrait hausser ses taux directeurs en octobre 2015, soit quelques mois après la Fed. Les anticipations de marché concernant les banques centrales risquent de se devancer davantage aux États-Unis qu'au Canada, ce qui maintiendra la pression baissière sur les écarts des taux aux échéances courtes.

**Graphique 14 – Le taux canadien de dix ans a de nouveau plongé sous les 2 % au milieu d'octobre**



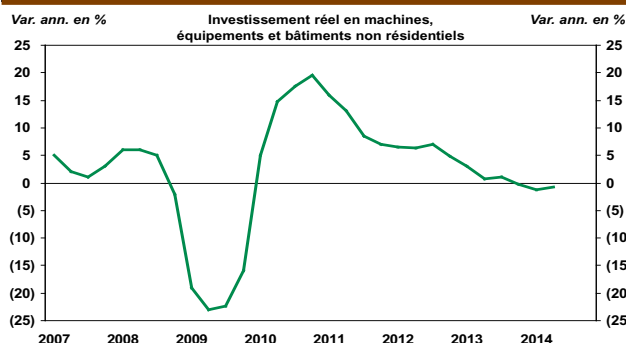
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 15 – Les anticipations d'inflation se sont repliées un peu moins fortement au Canada depuis l'été dernier**



\* Depuis le 31 juillet; \*\* Selon les écarts entre le rendement des obligations nominales et celles des obligations indexées.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

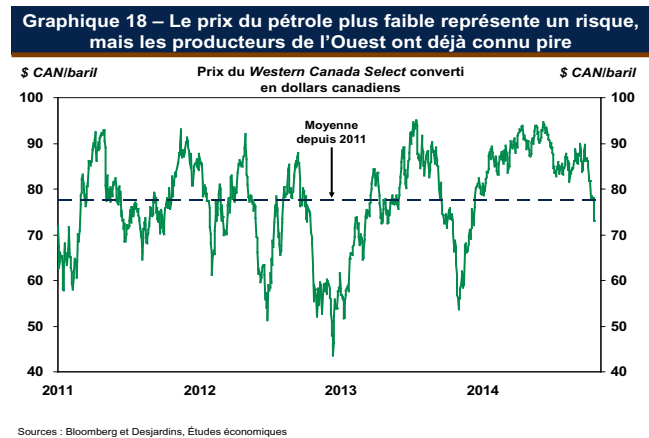
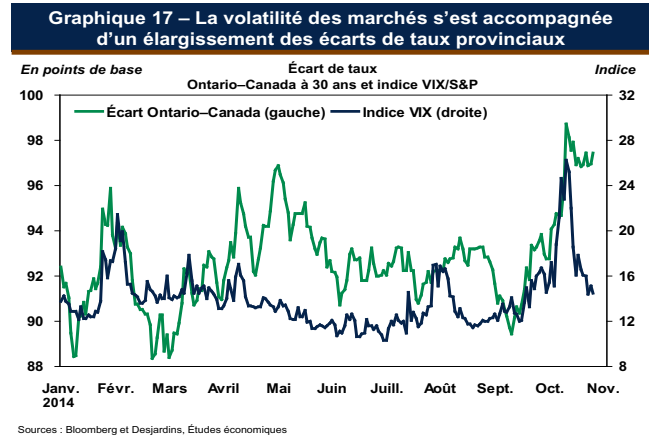
**Graphique 16 – Les entreprises canadiennes hésitent toujours à investir**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES**

- Les écarts ont souvent tendance à s'élargir lorsque les indices de volatilité s'écartent de leur moyenne, et c'est la situation qui s'est observée au cours du mois dernier (graphique 17). On note toutefois que les écarts ne se sont que très peu résorbés dans la phase d'accalmie. Cela reflète évidemment en partie les taux des obligations fédérales, qui sont demeurés très faibles. La période de haute volatilité a aussi considérablement freiné les élans des émetteurs : entre le 8 et le 20 octobre, aucune province ne s'est risquée à se financer étant donné les conditions de marché défavorables. L'accalmie subséquente aura permis à la province de l'Ontario d'émettre pour 800 M\$ additionnels d'obligations échéant en 2045 et pour 750 M\$ additionnels de titres échéant en 2024. La province de Québec, qui avait passé un mois sans effectuer d'émissions au Canada, a pour sa part offert 500 M\$ additionnels d'obligations avec échéance de 2024. Elle a également émis avec succès sur le marché suisse, à hauteur de 375 millions de francs. Le Québec a désormais réalisé 77,5 % de son plan de financement pour l'exercice financier en cours. L'Ontario (62,4 %), l'Alberta (51,5 %) et la Colombie-Britannique (51,5 %) ont davantage de rattrapage à effectuer. Dans les deux derniers cas, toutefois, il s'agit de sommes relativement faibles, la plupart des provinces de l'Ouest ayant atteint l'équilibre budgétaire.
- D'un point de vue fondamental, les marchés ont démontré quelque peu d'inquiétude envers la situation budgétaire albertaine. Le prix du baril de pétrole *West Texas Intermediate* (WTI) a chuté d'environ 15 \$ depuis la fin septembre, pour s'établir aux environs de 80 \$, un niveau qui pourrait compromettre certains projets d'investissement dans les sables bitumineux advenant qu'il soit maintenu. S'il s'agit d'un risque à surveiller pour les revenus de la province, l'affaiblissement de la devise canadienne pourrait limiter l'effet négatif sur la profitabilité des pétrolières. Lorsque converti en dollars canadiens, le prix du pétrole *Western Canada Select* (WCS) ne se situe pas largement sous sa moyenne des trois dernières années (graphique 18). L'écart de prix entre le WTI et le WCS, qui demeure beaucoup mieux contenu que ces dernières années constitue un autre facteur permettant de ne pas exagérer dans le pessimisme pour le moment.
- Les taux pour les obligations corporatives de rendement élevé ont poursuivi sur leur tendance haussière entamée au cours de l'été. Les taux ont récemment culminé aux niveaux les plus élevés depuis un an, dans la foulée des turbulences de marché, avant de se résorber quelque peu dans les dernières semaines (graphique 19). La période de dévoilement des résultats d'entreprise aux États-Unis aura été favorable à ce dénouement, au même titre que des données économiques encourageantes. Pour l'heure, les investisseurs semblent vouloir jouer de prudence. La faiblesse remarquable des taux des obligations fédérales, en dépit d'une Fed qui garde le cap sur un début de normalisation de sa politique monétaire à la mi-2015, pourrait néanmoins relancer la quête de rendement à court terme. Rappelons qu'il s'agit d'un des facteurs ayant avantage les obligations à rendement élevé plus tôt cette année.





**Tableau 1**  
**Taux d'intérêt directeurs**

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>États-Unis</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	1,25
<b>Canada</b>												
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	1,00	1,50
<b>Zone euro</b>												
Taux de refinancement	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,15	0,05	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
<b>Royaume-Uni</b>												
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
<b>Japon</b>												
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
<b>Septembre 2014</b>			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
3	Banque du Brésil	s.q.	11,00
3	Banque du Canada	s.q.	1,00
3-4	Banque du Japon	---	---
4	Banque centrale européenne	-10 p.b.	0,05
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
4	Banque de Suède	s.q.	0,25
5	Banque du Mexique	s.q.	3,00
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	3,50
17	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
18	Banque de Norvège	s.q.	1,50
18	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
<b>Octobre 2014</b>			
2	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
6-7	Banque du Japon	---	---
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
22	Banque du Canada	s.q.	1,00
23	Banque de Norvège	s.q.	1,50
28	Banque de Suède	-25 p.b.	0,00
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	3,50
29	Banque du Brésil	+25 p.b.	11,25
29	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
31	Banque du Japon	---	---
31	Banque du Mexique	s.q.	3,00
<b>Novembre 2014</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50

s.q. : statu quo ; p.b. : points de base  
Source : Desjardins, Études économiques
**Tableau 3**  
**Calendrier à venir**

Date	Banque centrale
<b>Novembre 2014</b>	
6	Banque centrale européenne
6	Banque d'Angleterre
18-19	Banque du Japon
<b>Décembre 2014</b>	
1	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Brésil
3	Banque du Canada
4	Banque centrale européenne
4	Banque d'Angleterre
5	Banque du Mexique
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
11	Banque de Norvège
11	Banque nationale suisse
16	Banque de Suède
17	Réserve fédérale
18-19	Banque du Japon
<b>Janvier 2015</b>	
8	Banque d'Angleterre
20-21	Banque du Japon
21	Banque du Brésil
21	Banque du Canada
22	Banque centrale européenne
28	Réserve fédérale
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
<b>Février 2015</b>	
3	Banque de réserve d'Australie
5	Banque d'Angleterre
11	Banque de Suède
17-18	Banque du Japon

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	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	1,25
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,07	0,04	0,02	0,07	0,05	0,04	0,02	0,05	0,25	0,60	1,10	1,35
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,25	0,34	0,32	0,36	0,39	0,42	0,56	0,65	1,15	1,60	1,90	2,15
5 ans	0,74	1,36	1,36	1,71	1,71	1,60	1,77	1,75	2,05	2,35	2,55	2,75
10 ans	1,85	2,48	2,62	3,01	2,73	2,52	2,51	2,50	2,80	3,10	3,30	3,40
30 ans	3,11	3,50	3,69	3,94	3,56	3,34	3,21	3,20	3,40	3,55	3,70	3,85
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,66	1,56	1,75	1,70	1,80	1,75	1,45	1,40
10 ans - 2 ans	1,60	2,14	2,30	2,65	2,34	2,09	1,95	1,85	1,65	1,50	1,40	1,25
30 ans - 3 mois	3,04	3,46	3,67	3,87	3,51	3,30	3,19	3,15	3,15	2,95	2,60	2,50

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	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,97	1,02	0,98	0,91	0,89	0,94	0,92	0,95	1,00	1,00	1,20	1,50
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,00	1,22	1,19	1,14	1,07	1,10	1,12	1,10	1,35	1,60	1,80	2,00
5 ans	1,30	1,80	1,86	1,96	1,71	1,53	1,63	1,65	1,90	2,20	2,40	2,55
10 ans	1,76	2,44	2,54	2,78	2,46	2,24	2,15	2,20	2,40	2,70	2,90	3,00
30 ans	2,51	2,90	3,07	3,24	2,96	2,78	2,67	2,70	2,85	3,00	3,15	3,30
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,33	0,78	0,88	1,05	0,82	0,59	0,71	0,70	0,90	1,20	1,20	1,05
10 ans - 2 ans	0,76	1,22	1,35	1,64	1,39	1,14	1,03	1,10	1,05	1,10	1,10	1,00
30 ans - 3 mois	1,54	1,88	2,09	2,33	2,07	1,84	1,75	1,75	1,85	2,00	1,95	1,80
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,90	0,98	0,96	0,84	0,84	0,90	0,90	0,90	0,75	0,40	0,10	0,15
2 ans	0,75	0,88	0,87	0,78	0,68	0,68	0,56	0,45	0,20	0,00	(0,10)	(0,15)
5 ans	0,56	0,44	0,50	0,25	(0,00)	(0,07)	(0,14)	(0,10)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,20)
10 ans	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,23)	(0,27)	(0,28)	(0,36)	(0,30)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
30 ans	(0,60)	(0,60)	(0,62)	(0,70)	(0,60)	(0,56)	(0,54)	(0,50)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,55)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques