

La résilience du marché obligataire pourra-t-elle se poursuivre en 2015?

FAITS SAILLANTS

- Les statistiques économiques nord-américaines ont été particulièrement encourageantes au cours des dernières semaines. Les taux obligataires demeurent cependant très faibles.
- La baisse récente des taux de long terme s'explique surtout par la diminution des anticipations d'inflation résultant de la chute spectaculaire des prix du pétrole et de l'essence. Elle s'inscrit aussi dans la tendance baissière des taux obligataires observée tout au long de 2014.
- Les difficultés des économies d'outre-mer expliquent en partie la bonne performance du marché obligataire en 2014. La faiblesse des taux obligataires nord-américains reflète aussi le fait que les investisseurs misent sur le maintien de taux directeurs extrêmement faibles.
- La chute des prix de l'essence est un important stimulus pour l'économie américaine. Dans ce contexte, il semble toujours approprié de miser sur un resserrement monétaire débutant en juin 2015.
- Même si les récents développements sont plus positifs sur la scène économique canadienne, les incertitudes demeurent importantes avec notamment la baisse des prix des matières premières.

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

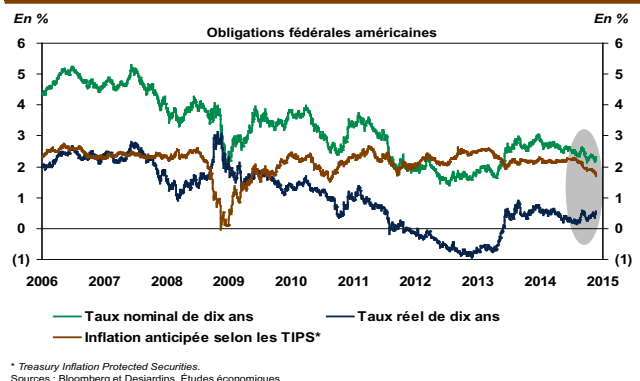
Éditorial

Les statistiques économiques nord-américaines ont été particulièrement encourageantes au cours des dernières semaines. Les PIB américain et canadien ont progressé respectivement de 3,9 % et 2,8 % au troisième trimestre, d'excellents résultats qui font suite à un deuxième trimestre encore plus fort. Le marché du travail affiche aussi une belle performance, particulièrement aux États-Unis, où 321 000 emplois ont été créés en novembre. Ces données encourageantes ont fait augmenter le taux américain de deux ans qui a récemment atteint 0,67 %, son plus haut niveau depuis le printemps 2011. Le taux américain de dix ans demeure cependant très faible, à moins de 2,30 %, alors que son homologue canadien est redescendu en dessous de 1,90 %.

UNE ANNÉE FRUSTRANTE POUR LES PRÉVISIONNISTES

La faiblesse récente des taux de long terme s'explique surtout par la diminution des anticipations d'inflation résultant de la chute spectaculaire des prix du pétrole et de l'essence (graphique 1). Elle s'inscrit aussi dans la tendance baissière des taux obligataires observée tout au long de 2014,

Graphique 1 – La baisse du taux américain de dix ans depuis la mi-2014 provient du recul de l'inflation anticipée



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

Hendrix Vachon
Économiste senior

que la plupart des prévisionnistes, dont nous, n'avaient pas anticipée.

Dans le premier numéro de 2014 de *La Courbe de rendement*, nous notions les perspectives encourageantes pour l'économie américaine et que le scénario le plus probable pour la fin de 2014 était que : « la Réserve fédérale (Fed) ait terminé son programme d'assouplissement quantitatif, que les craintes de déflation aient diminué et que les investisseurs commencent à se préparer pour un relèvement des taux directeurs au cours de la seconde moitié de 2015 ».

Ce scénario s'est révélé assez proche de la réalité alors que l'inflation a rapidement remonté en première moitié de 2014, que la Fed a récemment mis fin à son troisième programme d'assouplissement quantitatif et que les dirigeants de la Fed signalent maintenant leur intention d'amorcer un resserrement monétaire vers la mi-2015. Sur plusieurs points, la performance de l'économie américaine a même dépassé nos attentes relativement optimistes. Malgré tout cela, les taux de long terme ont fortement diminué cette année plutôt que d'augmenter comme nous l'anticipions.

LES DIFFICULTÉS DES ÉCONOMIES D'OUTRE-MER ONT FAVORISÉ LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les difficultés des économies d'outre-mer expliquent en partie la bonne performance du marché obligataire en 2014. Tant l'économie de la zone euro que celle du Japon ont grandement déçu au cours des derniers trimestres, ce qui a forcé la Banque centrale européenne et la Banque du Japon à accentuer leurs mesures d'assouplissement monétaire. Tout indique que ces banques centrales achèteront des actifs financiers pour encore plusieurs trimestres, ce qui pourrait continuer d'apporter du soutien au marché obligataire. Les pays émergents ont aussi connu leur part de difficulté en 2014, ce qui a contribué à maintenir une bonne demande pour les valeurs refuges.

À notre avis, les problèmes sérieux de plusieurs économies étrangères ne sont toutefois pas suffisants pour expliquer la performance remarquable des marchés obligataires nord-américains en 2014. D'autres facteurs, dont les questions réglementaires qui incitent plusieurs institutions financières à détenir plus d'obligations fédérales, peuvent aussi avoir favorisé les obligations sans toutefois justifier des taux aussi bas que ceux observés actuellement.

La faiblesse des taux obligataires nord-américains reflète aussi le fait que les investisseurs misent sur le maintien de taux directeurs extrêmement faibles. Les contrats à terme sur les fonds fédéraux laissent ainsi entrevoir seulement une augmentation de 0,50 % des taux directeurs américains en 2015 alors que la prévision médiane des dirigeants de la

Fed signale une hausse d'environ 1,25 %. Les marchés semblent aussi complaisants en sous-estimant les probabilités de resserrement monétaire au Canada.

LA CHUTE DES PRIX DE L'ESSENCE NE DEVRAIT PAS RETARDER LE RELÈVEMENT DES FONDS FÉDÉRAUX

Les prix de l'essence ont chuté de façon spectaculaire au cours des derniers mois, suivant la tendance des cours pétroliers. Comme l'essence représente un peu plus de 5 % du panier de consommation des ménages américains, la chute de 25 % des prix à la pompe pourrait faire temporairement diminuer le taux d'inflation d'un peu plus de 1 %. L'effet pourrait être encore plus important puisque les prix d'autres biens, par exemple ceux du transport aérien et de certains types de chauffage, devraient aussi diminuer. Les banquiers centraux, qui savent que leurs actions prennent plusieurs mois avant d'avoir des effets sur l'économie et l'inflation, ont toutefois l'habitude d'ignorer les mouvements temporaires de l'inflation qui sont causés par des facteurs externes.

La chute des prix de l'essence est aussi un important stimulus pour l'économie américaine. La baisse d'environ 1 \$ US le gallon observée depuis la mi-2014 représente ainsi des économies annuelles potentielles d'environ 130 G\$ US, soit 0,7 % du PIB, pour l'ensemble des utilisateurs d'essence aux États-Unis (ménages, entreprises et administrations publiques). Dans ce contexte, il semble toujours approprié de miser sur un resserrement monétaire débutant en juin 2015 aux États-Unis.

Si la Fed passe de la parole aux actes vers la mi-2015, cela devrait entraîner un réaligement des attentes des investisseurs concernant les taux directeurs pour les prochaines années en une hausse généralisée des taux obligataires. Comme au printemps 2013, cet ajustement pourrait se faire de façon violente. Plusieurs facteurs qui ont favorisé les obligations en 2014 devraient toutefois être encore présents en 2015, par exemple la faiblesse des économies d'outre-mer et de l'inflation, et nous préférons à ce stade miser sur des hausses graduelles et relativement limitées des taux obligataires.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

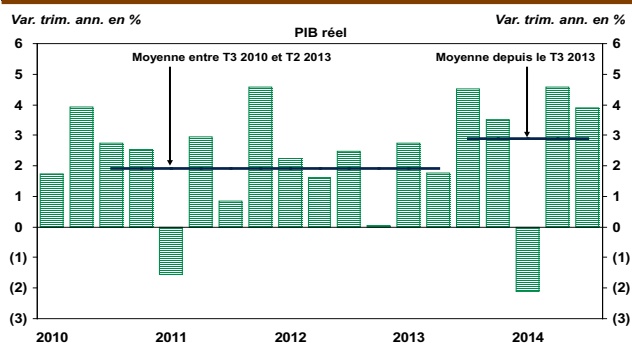
RÉSERVE FÉDÉRALE

Bientôt la fin de la mention « période considérable »?

- Il semble que la croissance économique plus vigoureuse que l'on observe aux États-Unis soit enfin durable. Entre 2010 et la première moitié de 2013, le PIB réel américain a progressé d'environ 2 % en moyenne. Depuis, le gain trimestriel annualisé moyen est passé à 3,0 % (graphique 2). Une progression un peu plus faible est attendue pour le quatrième trimestre de 2014, mais la tendance semble être là pour rester. De plus, les chiffres de l'emploi continuent de dépasser les attentes avec, notamment, un gain de 321 000 postes en novembre (graphique 3). La tendance haussière de la confiance des ménages et la très bonne tenue des indices ISM signalent que ces bons résultats économiques se poursuivront. La Réserve fédérale (Fed) sera encouragée par de tels développements. Pour le moment, c'est plutôt l'évolution des prix et des salaires qui demeure décevante.
- La chute des cours pétroliers risque de ne pas aider les indices de prix à se relever rapidement. Toutefois, cette nouvelle situation demeure bien plus positive que négative pour l'économie américaine. Les prix de l'essence ont diminué de près de 25 % depuis la mi-2014. Un tel recul engendre une considérable marge de manœuvre pour les ménages américains. La consommation devrait donc s'accélérer davantage. Les investissements liés à la production pétrolière, notamment du côté du pétrole de schiste, sont appelés à ralentir, mais cet effet négatif n'est pas du tout du même ordre de grandeur que le bénéfice qu'en tirent les ménages et les entreprises consommatrices d'énergie. Du côté des indices de prix, leur croissance devrait s'avérer bien plus faible que ce que l'on pouvait récemment croire. Le glissement annuel de l'indice total des prix à la consommation risque même de passer sous la barre de 1 % (graphique 4). De plus, les anticipations inflationnistes du marché et des ménages ont clairement été influencées à la baisse par les prix du pétrole.
- Est-ce que la Fed devrait changer de ton à cause de ces perturbations? Certains commentaires de dirigeants suggèrent que la Fed, encouragée par la tenue du marché du travail et de l'économie, ne devrait pas trop s'écarter de ce qu'elle prévoyait déjà en septembre et qui était compatible avec une hausse de taux d'intérêt en juin prochain. Pour clairement marquer le pas, il faudra cependant qu'elle lance un signal dès la réunion du 17 décembre. En ce sens, un ajustement important à la mention de période considérable entre la fin du programme d'achat de titres (qui a eu lieu en novembre) et le début du relèvement des taux est maintenant nécessaire.

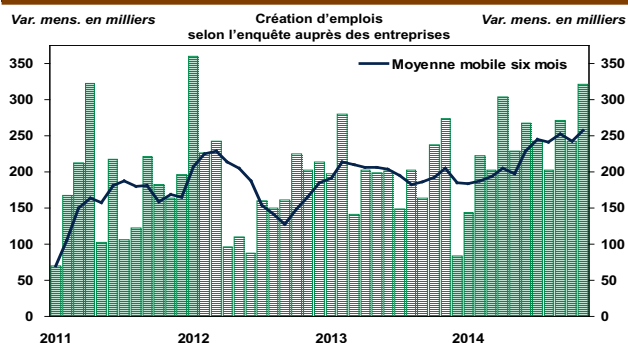
Prévisions : La Fed devrait amorcer le relèvement des taux directeurs en juin 2015. Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 1,25 % à la fin de l'an prochain.

Graphique 2 – L'économie prend nettement du mieux aux États-Unis



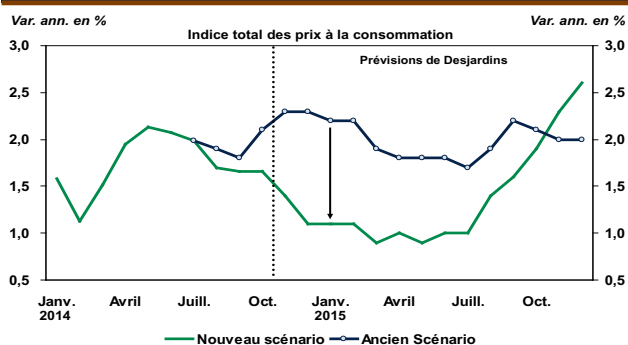
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – La croissance du marché du travail américain est forte



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – La baisse des prix de l'essence laisse entrevoir une inflation bien plus faible aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

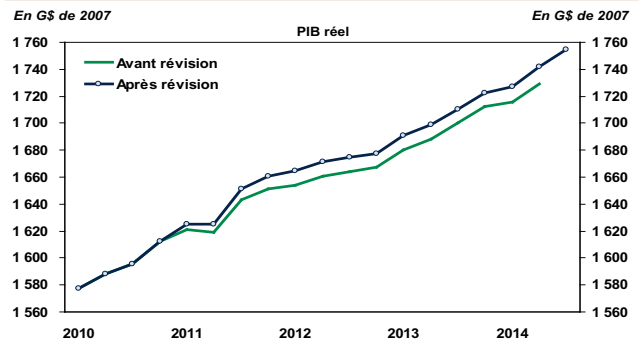
BANQUE DU CANADA

Les capacités excédentaires de production se résorbent rapidement

- Les dernières semaines ont été marquées par deux nouvelles surprises concernant les conditions économiques canadiennes. D'une part, Statistique Canada a révisé à la hausse la croissance du PIB réel pour 2011 et 2012 ainsi que pour les deux premiers trimestres de 2014. D'autre part, la progression du PIB réel a nettement dépassé les attentes au troisième trimestre avec un gain de 2,8 % (graphique 5).
- Non seulement les exportations ont poursuivi leur ascension, mais des signes plus positifs sont observés au sein de l'investissement non résidentiel. De plus, les dépenses de consommation des ménages restent vigoureuses. L'investissement résidentiel a aussi continué à augmenter, en particulier dans certaines régions, ce qui alimente les inquiétudes concernant l'endettement élevé des ménages. La Banque du Canada (BdC) a d'ailleurs indiqué dans son dernier communiqué que « les déséquilibres dans le secteur des ménages font peser un risque important sur la stabilité financière ».
- Avec la révision à la hausse de la croissance économique des dernières années et la progression assez rapide des récents trimestres, tout porte à croire que les capacités excédentaires de production sont pratiquement résorbées au pays. Il faudra cependant attendre la prochaine publication du *Rapport sur la politique monétaire*, en janvier 2015, pour avoir la plus récente estimation de la BdC concernant l'écart entre la production et son plein potentiel.
- La tendance à la baisse du taux de chômage observée depuis quelques mois vient confirmer la meilleure utilisation des capacités de production au sein de l'économie canadienne. À 6,6 % en novembre dernier, le taux de chômage est nettement sous le niveau répertorié il y a quelques mois alors qu'il s'élevait à 7,1 % en juin. Si l'on ajoute les chercheurs d'emploi découragés, le groupe en attente et les travailleurs à temps partiel involontaires, cette mesure alternative du taux de chômage a atteint 9,6 % en novembre (une fois corrigée des effets saisonniers), comparativement à 10,2 % en juin dernier (graphique 6).
- Malgré des pressions à la baisse en provenance de l'essence, le taux annuel d'inflation totale est passé de 2,0 % en septembre à 2,4 % en octobre. La variation annuelle de l'indice de référence est montée à 2,3 %. La réduction des prix de l'essence survenue au cours des dernières semaines, combinée à certains effets de base, devrait toutefois favoriser un retour sous la cible médiane d'ici quelques mois (graphique 7).

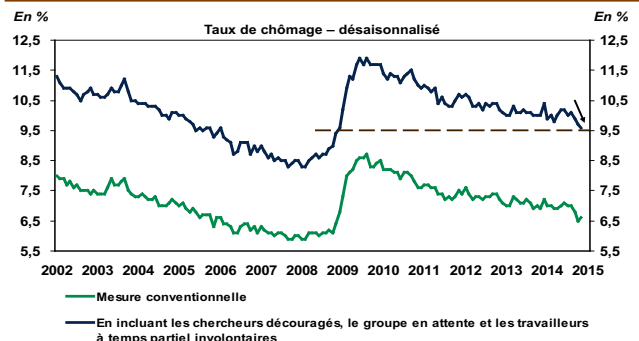
Prévisions : Même si les récents développements sont plus positifs sur la scène économique, les incertitudes demeurent importantes avec notamment la baisse des prix des matières premières. Ainsi, la BdC devrait patienter jusqu'à l'automne 2015 avant d'introduire une première hausse du taux cible des fonds à un jour.

Graphique 5 – La croissance de l'économie canadienne a été révisée à la hausse



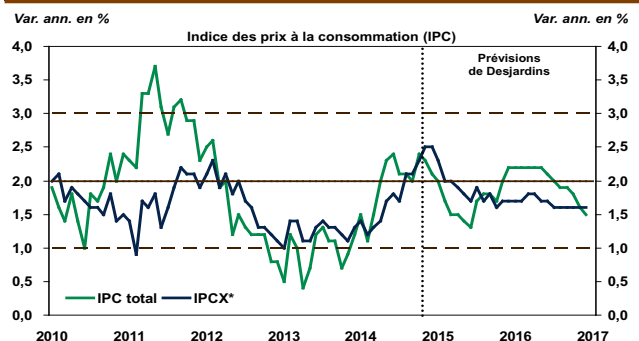
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Les mesures alternatives du taux de chômage s'améliorent aussi



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – L'inflation devrait redescendre sous la cible médiane au Canada



* Indice de référence de la Banque du Canada.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

La Banque centrale européenne prépare de nouvelles actions

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Le président Mario Draghi a attisé les attentes de nouveaux assouplissements monétaires en disant en novembre que la BCE mettrait « tout en œuvre pour faire remonter aussi rapidement que possible l'inflation et les anticipations d'inflation ». Malgré cela, la BCE n'a pas annoncé de changement à sa politique monétaire en décembre. Elle a toutefois clairement indiqué qu'elle envisageait de modifier au commencement de 2015 la taille, le rythme et la composition de ses programmes d'achats d'actifs financiers. Alors qu'elle a récemment revu à la baisse ses prévisions d'inflation (graphique 8) et de croissance économique, il semble presque inévitable que la BCE passe à l'action lors de sa rencontre du 22 janvier prochain. La grande question est de savoir si la BCE commencera à acquérir des obligations gouvernementales ou si elle n'annoncera qu'un élargissement de l'éventail de titres privés qu'elle achète, par exemple en se tournant vers les obligations corporatives. Rappelons que les rencontres de la BCE n'auront plus lieu chaque mois, mais seulement aux six semaines, à partir de 2015.

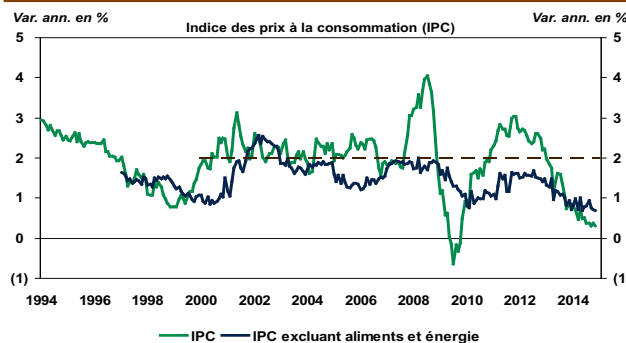
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Étant donné la faiblesse récente de l'inflation (graphique 9) et les difficultés économiques de la zone euro, le gouverneur Mark Carney a clairement signalé qu'il envisageait un resserrement monétaire plus tardif de la politique monétaire britannique. Il semble ainsi maintenant probable que la BoE attende au troisième trimestre de 2015 avant de relever son taux directeur, soit légèrement après la Réserve fédérale. Certains investisseurs misent même sur des hausses de taux débutant seulement en 2016 au Royaume-Uni, ce qui a amplifié le recul de la livre. Les perspectives économiques demeurent toutefois assez favorables dans ce pays et la marge de manœuvre de la BoE n'est pas très grande, d'autant plus que les salaires semblent commencer à s'accélérer.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

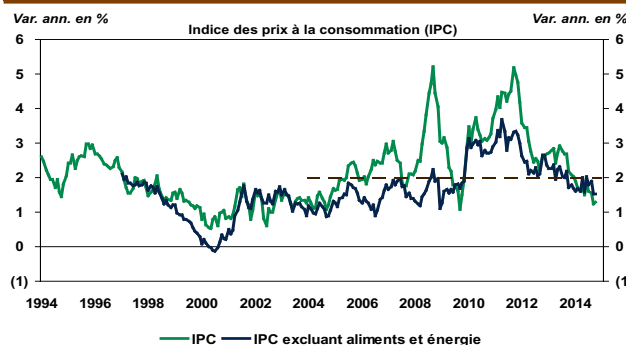
- La BoJ a annoncé une expansion de 10 000 G¥ pour ses achats de titres en octobre en réponse à des signaux moins favorables pour l'atteinte de sa cible d'inflation de 2 %. Depuis cette annonce, nous avons appris que l'économie japonaise est retombée en récession alors que le troisième trimestre de 2014 a constitué un deuxième repli consécutif du PIB réel. Les résultats du troisième trimestre ont de plus été révisés à la baisse en décembre. Le manque de *momentum* de l'économie japonaise laisse croire que l'expansion du bilan de la BoJ durera plusieurs trimestres encore, et que d'autres annonces pourraient être nécessaires. Même si l'inflation demeure pour l'instant au-dessus de 2 % (graphique 10), la tendance est revenue à la baisse et un important effet de base lié à la hausse de la taxe de vente prendra fin en avril prochain.

Graphique 8 – Taux d'inflation en zone euro



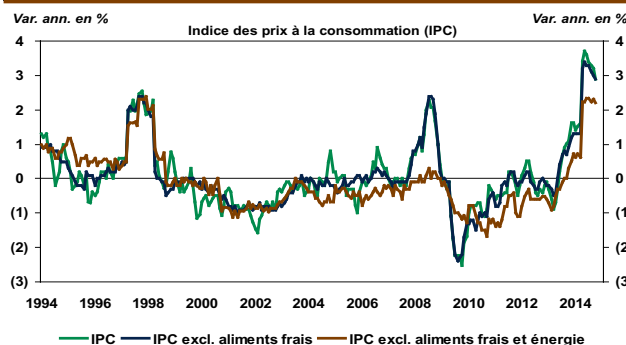
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

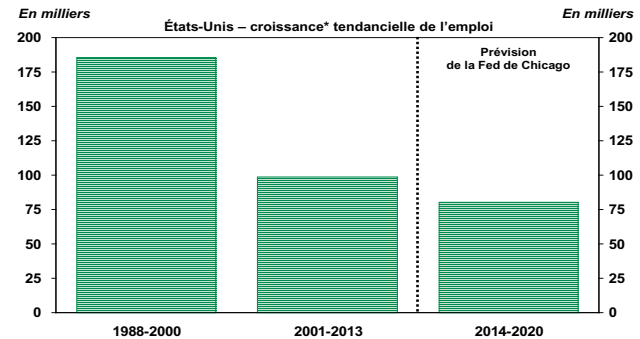
Les vents contraires modéreront la remontée des taux en 2015

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- En cette fin d'année 2014, le contexte fondamental américain pourrait difficilement se montrer plus convaincant. Les embauches se sont accélérées à 321 000 en novembre, et la moyenne sur six mois s'établit désormais à 258 000, un rythme inégalé depuis la reprise. Dans une étude en 2013, la Fed de Chicago postulait que le nouveau contexte démographique impliquait qu'il ne suffisait désormais que de 80 000 emplois mensuels pour entraîner le taux de chômage en baisse (graphique 11). Dans cette optique, avec une création d'emplois plus de trois fois supérieure à ce seuil, le fait que le taux de chômage a chuté de 1,2 % au cours de la dernière année n'est pas surprenant. Or, il y a un an, personne n'aurait osé avancer un tel scénario pour l'emploi américain, tout en maintenant que le taux obligataire de dix ans se situerait aux alentours de 2,3 % en décembre (rappelez-vous qu'il a terminé l'année 2013 à près de 3 %).
- La baisse des anticipations d'inflation, qu'a entraîné la dégringolade des prix du pétrole, ne justifie pas à pleine mesure les niveaux actuels des taux, surtout lorsqu'on considère que ces derniers sont en baisse depuis le début de l'année, tandis que la chute du prix du pétrole s'est amorcée au cours de l'été (graphique 12). Même s'il est vrai que ces derniers mois, les anticipations implicites d'inflation représentent le facteur dominant, on constate que les taux des obligations à rendement indexé ont aussi eu tendance à baisser (graphique 13). Normalement, ce phénomène s'observe en situation de ramollissement de la croissance, tout le contraire du contexte actuel. Ceci suggère que les autres forces en présence (réglementation, effet des politiques monétaires non conventionnelles en Europe et au Japon) ont une influence considérable.
- Il s'agit d'une donnée que nous intégrons davantage dans nos hypothèses concernant l'année 2015. Les taux de 10 ans et de 30 ans pourraient ne réagir que faiblement au resserrement prévu en mi-2015 par rapport à la norme. Les prix des denrées énergétiques plus faibles et un dollar américain plus robuste limiteront vraisemblablement le potentiel de remontée des anticipations d'inflation. Les estimations plus conservatrices de taux directeurs à long terme fournies par les dirigeants de la Fed plus tôt cette année pourraient aussi demeurer à l'esprit des marchés et constituer un autre facteur limitatif pour la remontée des taux longs.

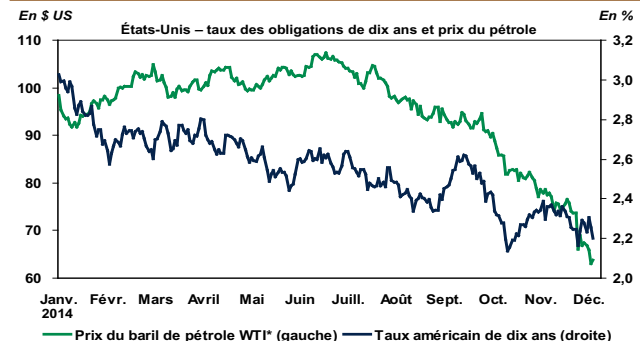
Prévisions : La ténacité des pressions baissières sur les taux en 2014 nous amène à réviser nos attentes pour 2015. Le taux de 10 ans repassera le cap des 3,00 % en mi-année seulement, pour clôturer à 3,20 %. Les taux de courte échéance progresseront légèrement moins rapidement par rapport à notre ancien scénario, mais nos ajustements sont moins importants que dans le cas des obligations de 10 et de 30 ans. Ce faisant, nous prévoyons une poursuite de l'aplatissement de la courbe en 2015.

Graphique 11 – La création d'emplois a été impressionnante en 2014 par rapport à certaines estimations de la nouvelle norme



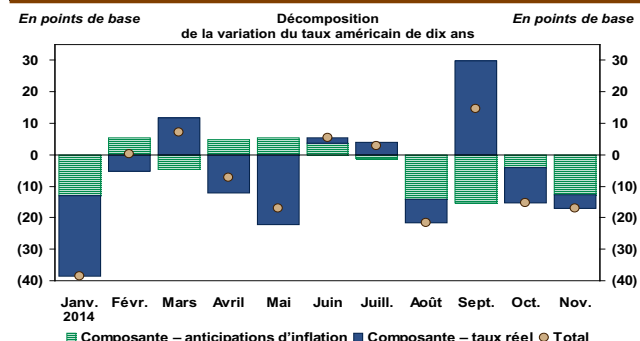
* Moyenne de la création mensuelle d'emplois.
Sources : Réserve fédérale de Chicago et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – La tendance baissière des taux précède celle du prix du pétrole



* West Texas Intermediate.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – La baisse des anticipations d'inflation a été le facteur dominant, mais les taux réels ont aussi diminué

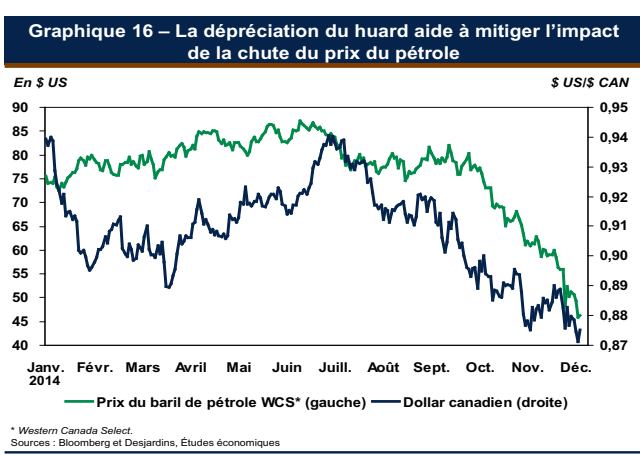
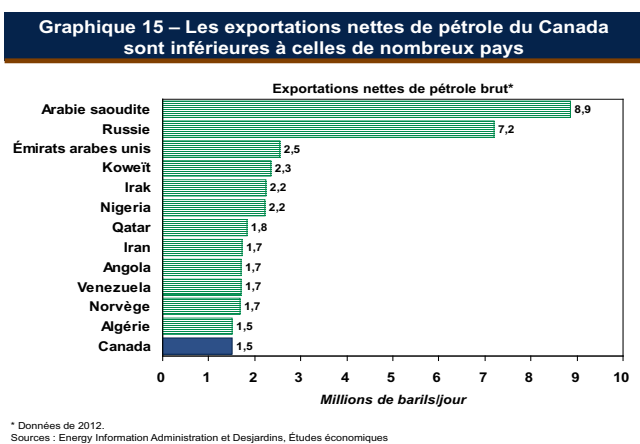
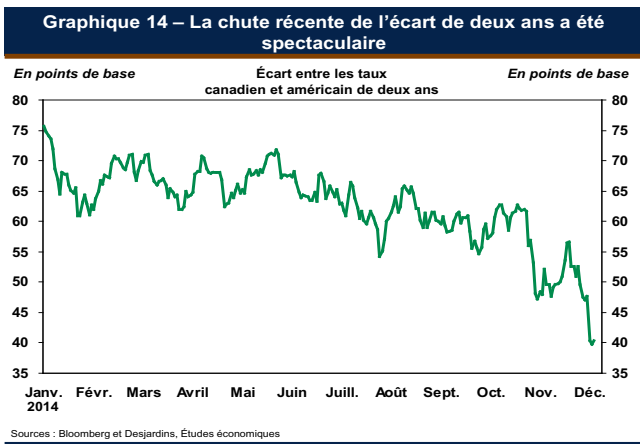


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les pressions ayant favorisé les obligations américaines en 2014 n'ont pas négligé les obligations canadiennes. Bien au contraire, celles-ci ont largement surclassé les obligations américaines durant la majeure partie de l'année (à l'exception de l'échéance de 30 ans). Au cours des récentes semaines, l'écart des taux de 2 ans s'est affaïssé aux environs de 40 points de base, un rétrécissement de plus de 35 points de base par rapport aux niveaux de début d'année (graphique 14). Le taux canadien de 5 ans demeure à plus de 10 points de base sous le taux américain à échéance équivalente, tandis que le taux canadien de 10 ans se transige environ 35 points de base sous le taux américain de 10 ans.
- La performance des dernières semaines est étonnante si l'on considère le fait que l'inflation demeure au-dessus de la cible de la Banque du Canada (BdC) et que le Canada se démarque parmi les pays développés à ce chapitre. Une création mensuelle moyenne relativement robuste de 21 300 emplois a été répertoriée entre juin et novembre, et le taux de chômage ne se situe qu'à 6,6 %. La croissance a dépassé les attentes au troisième trimestre, après avoir été révisée en hausse pour le deuxième, et le ton de la BdC a évolué pour mettre l'accent sur l'endettement des ménages. Malgré cela, les marchés tablaient tout récemment sur un premier relèvement des taux seulement en 2016.
- La baisse des prix du pétrole pourrait en avoir convaincu certains que l'impact négatif sur l'économie canadienne maintiendrait la BdC sur les lignes de côté pour encore plus longtemps, mais le Canada ne devrait pas être aussi lourdement touché que certains producteurs des pays émergents, par exemple (graphique 15). La devise plus faible (graphique 16) aidera, entre autres, à prémunir le Canada contre un choc trop brutal. Nous continuons de tabler sur un premier resserrement monétaire en fin 2015, mais s'il n'en était pas du risque négatif posé par les prix du pétrole, le risque d'un ajustement plus précoce gagnerait en importance.

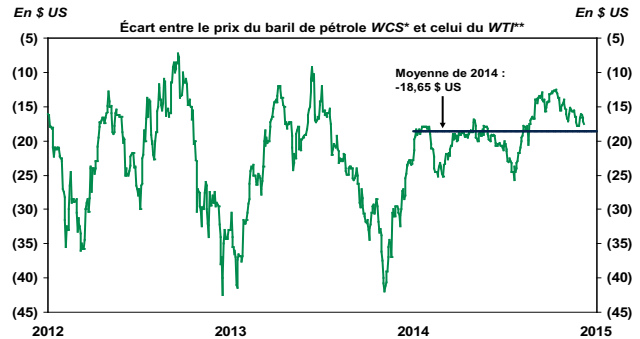
Prévisions : Les incertitudes sur l'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'économie canadienne devraient demeurer vives dans les prochains mois, limitant la remontée des taux de court terme. Toutefois, en supposant que l'économie canadienne démontre qu'elle absorbe le choc sans trop de heurts, les anticipations de resserrement au Canada devraient s'intensifier, surtout à partir du moment où la Fed amorcera son resserrement en juin. On s'attend à ce que le taux de dix ans clôture l'année 2015 à 2,80 %, une révision en baisse de 20 points par rapport à notre scénario précédent, conformément aux ajustements apportés à nos prévisions pour les taux américains.



OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

- Après avoir dépassé les 70 points de base en octobre, l'écart entre le taux obligataire de l'Alberta et celui de l'obligation fédérale de dix ans a reculé légèrement sous ce niveau, même si les prix du pétrole ont continué de chuter. Il faut dire que le gouvernement de l'Alberta a surpris certains investisseurs craignant le pire, lors de sa mise à jour récente, en tablant sur un surplus de 933 M\$ pour l'exercice financier en cours. Il s'agit d'une projection légèrement inférieure à celle du budget déposé au printemps. L'écart plus faible entre le prix du pétrole canadien et celui du *West Texas Intermédiaire (WTI)* par rapport aux hypothèses que tenait la province dans son budget explique en partie ce résultat (graphique 17). Selon le gouvernement, chaque pourcentage de diminution de l'écart équivaut à 274 M\$ en revenus supplémentaires. Les écarts entre les taux albertains et ceux du gouvernement fédéral ne retourneront probablement pas aux niveaux de septembre, mais la province ne semble pas non plus à l'aube d'une catastrophe. Le scénario économique le plus probable est celui d'un rapprochement de la croissance albertaine à la moyenne nationale l'an prochain, après des années de performance largement supérieure.
- Des doutes avaient aussi momentanément été soulevés concernant la Colombie-Britannique, mais, dans ce cas, des revenus évoluant au-delà des attentes ont amené le gouvernement à relever de 178 M\$ sa prévision de surplus budgétaire par rapport à la mise à jour effectuée au premier trimestre de son exercice financier. Là également, les écarts de taux ont évolué en baisse ces dernières semaines. Au centre du pays, l'écart de taux Québec-Ontario de 30 ans a recommencé à baisser à partir du début du mois de novembre (graphique 18). Même si le gouvernement du Québec a révisé de 215 M\$ à la baisse sa projection de revenus autonomes pour l'exercice 2014-2015, il a annoncé une variété de mesures afin de respecter sa cible de déficit de 2,35 G\$, ce que les marchés semblent voir d'un œil relativement favorable.
- La situation demeure tendue dans certains segments du marché obligataire corporatif. Même si la volatilité s'est estompée sur les marchés boursiers américains depuis octobre, les obligations corporatives de rendement élevé (*high yield*) continuent de subir des pressions négatives. Au cours des dernières années, aux États-Unis, plusieurs sociétés pétrolières ont émis des titres de dette dans ce secteur du marché, si bien que le poids des entreprises exposées à la chute de prix dans les indices obligataires de rendement élevé est aujourd'hui relativement important (graphique 19). Il y a un risque que les prix plus faibles du pétrole compromettent la profitabilité de certains producteurs plus fragiles et entraînent des défauts. En toute vraisemblance, il s'agirait d'un phénomène isolé. L'accélération de la croissance américaine et l'effet positif des prix de l'essence plus bas sur la consommation constitueront des éléments favorables pour une majorité d'entreprises, et une escalade généralisée des faillites semble peu probable dans ce contexte. Néanmoins, tant que les prix du pétrole ne seront pas stabilisés, la pression haussière sur les taux des obligations corporatives à rendement élevé demeurera intense.

Graphique 17 – L'écart entre le prix du pétrole canadien et celui du pétrole américain demeure relativement serré



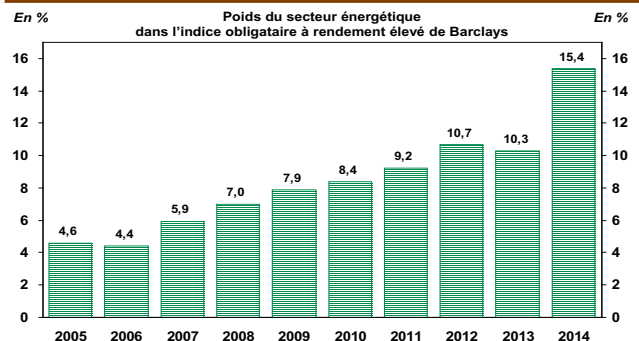
* Western Canada Select; ** West Texas Intermediate.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 18 – Nouveau rétrécissement de l'écart de taux Québec-Ontario



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 19 – Le secteur énergétique occupe une part plus importante dans certains indices de rendement élevé



Sources : Barclays et Desjardins, Études économiques

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
États-Unis												
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
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	1,00	1,50
Zone euro												
Taux de refinancement	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,15	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Royaume-Uni												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00
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
Octobre 2014			
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
Novembre 2014			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
18-19	Banque du Japon	---	---
Décembre 2014			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
3	Banque du Brésil	+50 p.b.	11,75
3	Banque du Canada	s.q.	1,00
4	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
5	Banque du Mexique	s.q.	3,00
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	3,50
11	Banque de Norvège	-25 p.b.	1,25
11	Banque nationale suisse	s.q.	0,00

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

Date	Banque centrale
Décembre 2014	
16	Banque de Suède
17	Réserve fédérale
18-19	Banque du Japon
Janvier 2015	
5	Banque du Mexique
8	Banque d'Angleterre
15	Banque de Corée
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
Février 2015	
3	Banque de réserve d'Australie
5	Banque d'Angleterre
11	Banque de Suède
17	Banque de Corée
17-18	Banque du Japon
Mars 2015	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque du Brésil
4	Banque du Canada
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
12	Banque de Corée
12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
16-17	Banque du Japon
18	Réserve fédérale

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

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

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques