

2015 s'annonce difficile pour les banques centrales

FAITS SAILLANTS

- La forte tendance baissière des taux obligataires observés tout au long de 2014 s'est poursuivie au cours des dernières semaines, amenant certains taux à de nouveaux creux historiques.
- La Banque nationale suisse et la Banque du Canada ont surpris les marchés en modifiant soudainement leur politique monétaire.
- Puisque le climat d'incertitude et le bas niveau des prix de l'énergie se poursuivront vraisemblablement encore un certain temps, les autorités monétaires canadiennes voudront probablement décréter une deuxième réduction de 0,25 % leurs taux directeurs lors de leur prochaine rencontre du 4 mars.
- Le programme d'achat de titres souverains annoncé par la Banque centrale européenne répond aux attentes des investisseurs. Sans être une panacée pour l'économie européenne, il permettra tout de même de maintenir les taux d'intérêt et l'euro à de faibles niveaux.
- Aux États-Unis, la porte demeure ouverte pour des hausses des taux directeurs américains vers la mi-2015. Étant donné le contexte international et la faible croissance des salaires, nous avons cependant repoussé la première hausse de taux à septembre 2015.

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

La forte tendance baissière des taux obligataires observés tout au long de 2014 s'est poursuivie au cours des dernières semaines, amenant certains taux à de nouveaux creux historiques. Comme à la fin de 2014, le marché obligataire a été grandement favorisé par la poursuite de la correction des prix du pétrole qui a entraîné une dégradation marquée des perspectives d'inflation et rendait presque inévitable l'annonce d'un programme d'achat de titres souverains par la Banque centrale européenne (BCE).

Le recul des taux s'est aussi appuyé sur une poussée d'inquiétude alors que les commentateurs et les investisseurs semblaient donner plus de poids aux effets négatifs de l'effondrement des prix du pétrole plutôt qu'aux effets positifs. Quelques données américaines décevantes, dont un ralentissement de la croissance des salaires et des ventes au détail en décembre a contribué à ce sentiment négatif. La poussée de la confiance des consommateurs américains, à son plus haut niveau depuis 2004, a cependant montré que les ménages avaient une perception beaucoup plus positive de la situation actuelle (graphique 1 à la page 2).

GESTES SOUDAINS DE LA BANQUE NATIONALE SUISSE ET DE LA BANQUE DU CANADA

Dans ce contexte, on aurait pu penser que les autorités financières tenteraient de calmer la situation. Certains dirigeants, particulièrement du côté de la Réserve fédérale (Fed), ont souligné que la chute des prix du pétrole était une bonne nouvelle pour l'économie américaine et qu'une chute temporaire de l'inflation causée par un effondrement des prix de l'énergie n'était pas un développement inquiétant qui ouvrait la porte à une véritable déflation, soit une baisse durable et généralisée des prix.

Les actes ont cependant plus d'importance que les paroles et certaines actions ont récemment nourri le sentiment d'inquiétude des investisseurs. Pour une rare fois, la Banque nationale suisse (BNS) a retenu toute l'attention le 15 janvier en abandonnant soudainement son cours plancher de

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

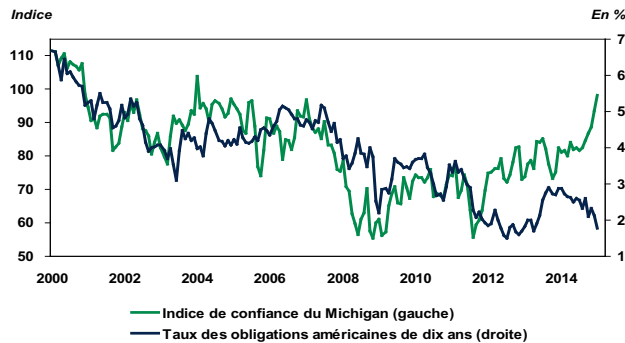
Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

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

Hendrix Vachon
Économiste senior

Graphique 1 – Contrairement aux investisseurs, les ménages américains débordent de confiance



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

1,20 franc/€. Quelques jours avant, les dirigeants de la BNS affirmaient encore que ce cours plancher était un aspect fondamental de leur politique monétaire et qu'ils le défendraient avec toute leur détermination. La BNS a tenté de justifier sa volte-face en disant que la dépréciation de l'euro par rapport aux autres devises avait réduit la surévaluation du franc. Il semble toutefois évident que se sont les pressions baissières sur l'euro qui ont décidé la BNS à jeter l'éponge puisqu'elles la forçaient à gonfler ses réserves. La poussée spectaculaire du franc qui a suivi risque d'être extrêmement douloureuse pour l'économie suisse et elle a déstabilisé les marchés financiers, entre autres en poussant vers la faillite certains joueurs qui avaient misé sur la détermination de la BNS. Cet épisode risque d'augmenter le scepticisme des investisseurs envers l'ensemble des banques centrales et il a déjà augmenté la pression sur d'autres banques centrales, par exemple celle du Danemark, qui contrôlent la valeur de leur devise.

Après l'épisode suisse, la question était de savoir qu'elle serait la prochaine banque centrale à causer une surprise. La réponse est venue rapidement alors que la Banque du Canada (BdC) a abaissé subitement son taux directeur le 21 janvier, jugeant qu'elle devait répondre immédiatement à la baisse spectaculaire des prix du pétrole. Lors des rencontres précédentes, la BdC avait plutôt mis l'accent sur les risques accrus causés par l'endettement élevé des ménages canadiens. Un changement de ton semblait inévitable et la BdC aurait pu clairement ouvrir la porte à des baisses de taux lors de la rencontre de mars si elle était inquiète. Une action aussi soudaine est toutefois surprenante, surtout que les prévisions économiques officielles de la BdC continuent d'être relativement favorables.

LES POLITIQUES MONÉTAIRES EUROLANDAISE ET JAPONAISE APPROCHENT DE LEURS LIMITES

La BCE a utilisé une tactique bien différente en signalant clairement au cours des derniers mois les conditions qui

l'amèneraient à assouplir davantage sa politique monétaire. À la suite d'une dégradation supplémentaire des perspectives d'inflation, elle a ainsi annoncé le 22 janvier une augmentation notable de ses programmes d'achat de titres financiers, qui incluront maintenant des titres gouvernementaux. Si ce programme répond aux attentes des investisseurs, il ne représente pas une panacée pour l'économie européenne alors que le niveau des taux souverains en Europe n'est plus un obstacle à la croissance depuis déjà plusieurs trimestres. Le principal risque pour la BCE est qu'elle ne pourra pas en faire beaucoup plus si les perspectives économiques demeurent décevantes. Sa position pourrait ainsi ressembler à celle de la Banque du Japon qui a été extrêmement agressive au cours des derniers trimestres sans avoir d'effet durable sur la performance économique japonaise. Heureusement, tant du côté eurolandais que japonais, on peut espérer qu'une baisse importante de la devise et des coûts des importations énergétiques favorisera une légère accélération de la croissance économique cette année.

LA FED DEVRAIT GARDER LE CAP

Alors que l'inquiétude est de mise un peu partout sur la planète, la situation demeure bien plus favorable aux États-Unis. Dans ce contexte, la porte demeure ouverte pour des hausses des taux directeurs américains vers la mi-2015. Voyant la situation ailleurs dans le monde et sur les marchés financiers, les dirigeants de la Fed pourraient être tentés de maintenir leurs taux directeurs au plancher tout au long de 2015, surtout que l'inflation sera temporairement très faible. Il y aurait cependant un risque important à cette stratégie : elle nourrirait le sentiment de plusieurs investisseurs voulant que l'économie mondiale est entrée dans une longue phase de stagnation et que les taux directeurs ne remonteront jamais. Une telle perception, qui semble en partie déjà reflétée dans le niveau extrêmement bas des taux obligataires, serait beaucoup plus dangereuse pour les anticipations d'inflation à moyen terme que la baisse actuellement des cours pétroliers.

Les dirigeants de la Fed semblent conscients de ce risque et nous misons toujours sur un resserrement monétaire cette année. Étant donné le contexte international et la faible croissance des salaires, nous avons cependant repoussé la première hausse de taux à septembre 2015. Cela laisse entrevoir que les taux obligataires demeureront très bas pour encore un certain temps, mais que le taux américain de dix ans pourrait terminer l'année aux environs de 2,50 %.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

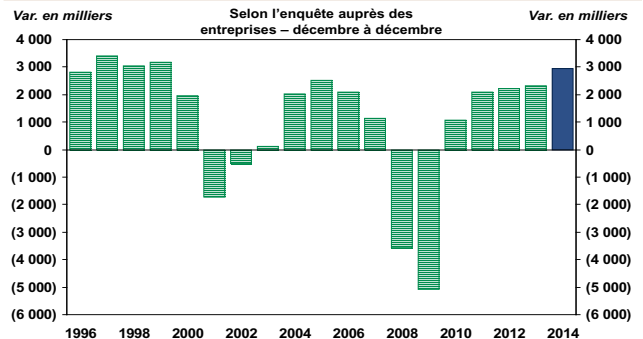
RÉSERVE FÉDÉRALE

La Réserve fédérale restera « patiente » pour une bonne partie de 2015

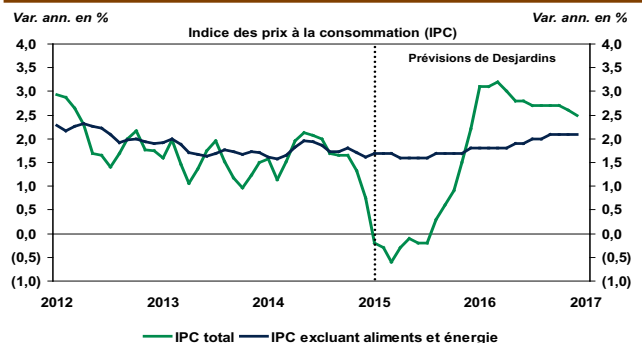
- Alors que plusieurs banques centrales semblent décidées à faire des coups d'éclat, la Réserve fédérale (Fed) mise sur la patience. C'est le terme qu'elle a utilisé en décembre pour remplacer son indication prospective qui tablait sur une période considérable entre la fin des achats de titres obligataires et le relèvement des taux directeurs. La politique quantitative s'est terminée à l'automne et Janet Yellen et ses collègues se devaient d'utiliser un message plus approprié aux circonstances. Cette patience donne à la Fed une marge de manœuvre face aux développements de la conjoncture. Elle lui permet de prendre le temps de bien juger de l'évolution de la croissance économique et de l'emploi d'une part, et de celle des prix d'autre part.
- Du côté des bonnes nouvelles, la hausse annualisée du PIB réel devrait approcher 3 % au dernier trimestre de 2014, et ce, après des gains très forts de 4,6 % au printemps et de 5,0 % à l'été. De plus, l'économie américaine devrait être aidée en 2015 par la baisse des prix de l'essence et l'on voit déjà une impressionnante amélioration de la confiance des ménages. Au niveau de l'emploi, les États-Unis ont connu leur meilleure année depuis 1999 (graphique 2), et 2015 s'annonce aussi très bonne.
- La situation est un peu plus inquiétante du côté de l'inflation. Celle-ci est lourdement affectée par la baisse des prix de l'essence. La moyenne nationale du prix à la pompe est passée sous les 2 \$ US à la mi-janvier. La progression sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation n'était que de 0,8 % en décembre et elle devrait tourner au négatif dès janvier et y rester jusqu'à l'été (graphique 3). L'inflation de base qui exclut les aliments et l'énergie devrait cependant demeurer plus stable, ce qui confortera la Fed dans sa « patience ». Le compte rendu de la réunion de décembre suggérerait d'ailleurs que si l'inflation de base ne bouge pas trop et que la Fed continuait de croire que la variation des prix se rapprochera de la cible de 2 %, la baisse de l'indice total n'empêcherait pas une éventuelle hausse de taux directeur.
- Un facteur qui lie le marché du travail et l'inflation se montre toutefois particulièrement décevant : la faible croissance des salaires. La variation annuelle du salaire horaire moyen est retombée en décembre à son plus bas taux depuis novembre 2012. Il est difficile de croire que dans l'absence d'une accélération des salaires en cours d'année, la Fed puisse commencer la normalisation de ses taux directeurs (graphique 4). Dans ces circonstances, on peut penser que la « patience » de la Fed durera un peu plus longtemps que ce que nous prévoyions dans nos précédents scénarios. La remontée des taux sera aussi plus modérée.

Prévisions : La Fed devrait amorcer le relèvement des taux directeurs en septembre 2015. Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 1,00 % à la fin de l'année.

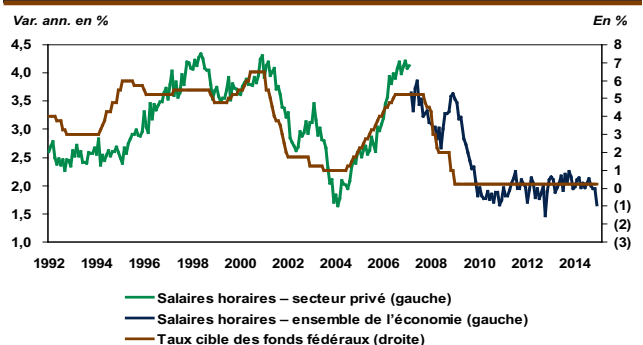
Graphique 2 – 2014 a été une excellente année pour la croissance de l'emploi aux États-Unis



Graphique 3 – L'inflation passera en territoire négatif pendant plusieurs mois aux États-Unis



Graphique 4 – Sans une plus forte croissance des salaires, la Réserve fédérale hésitera à commencer les hausses de taux directeurs



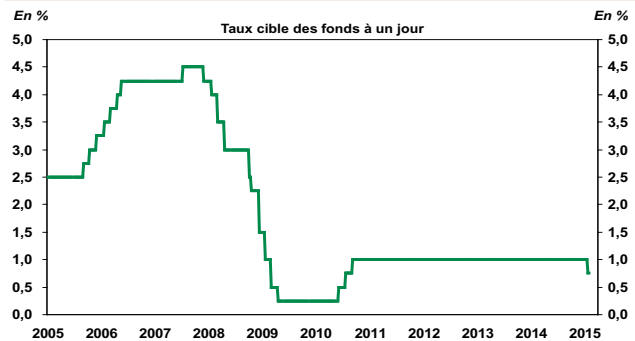
BANQUE DU CANADA

Une autre baisse des taux directeurs pourrait être décrétée

- La Banque du Canada (BdC) a causé toute une surprise le 21 janvier dernier en annonçant une réduction de 25 points de base de ses taux d'intérêt directeurs (graphique 5). Non seulement tous les prévisionnistes consultés par la firme Bloomberg s'attendaient à un autre *statu quo*, mais les anticipations des marchés financiers n'entrevoyaient pas une telle décision.
- Les autorités monétaires ont justifié cette réduction par la nécessité de stimuler la croissance économique au pays dans un contexte où la baisse prononcée des prix du pétrole assombrit significativement les perspectives du PIB réel canadien.
- Les incertitudes demeurent nombreuses. D'une part, la baisse des prix du pétrole pourrait se prolonger, voire s'intensifier, dans les mois à venir. D'autre part, les effets positifs de la baisse des prix du pétrole, de l'amélioration de la demande américaine et de la dépréciation du huard sur les dépenses de consommation et les exportations hors produits de base pourraient être moins élevés que prévu. Les risques sur la croissance économique et l'inflation semblent donc être davantage orientés à la baisse.
- Notre scénario table néanmoins sur une stabilisation des prix de l'énergie à court terme, suivie d'une certaine remontée à compter de la mi-2015. Ainsi, après un premier semestre de croissance décevante, la progression du PIB réel canadien devrait s'accélérer en seconde moitié de 2015 (graphique 6). Cela dit, notre prévision pour l'ensemble de l'année a récemment été révisée à la baisse, soit à 2,2 %. Il s'agit d'un pronostic similaire à celui de la BdC, qui anticipe une croissance de 2,1 % en 2015.
- La BdC estime que la marge de capacités excédentaires de production se situait entre 0,25 % et 1,25 % au quatrième trimestre de 2014. Un retour au plein potentiel est attendu vers la fin de 2016.
- Comme prévu, une importante diminution des prix de l'essence ainsi que des effets saisonniers négatifs a entraîné une baisse de 0,7 % de l'indice total des prix à la consommation (IPC) en novembre. Ainsi, la variation annuelle de l'IPC total est passée de 2,0 % à 1,5 % (graphique 7).

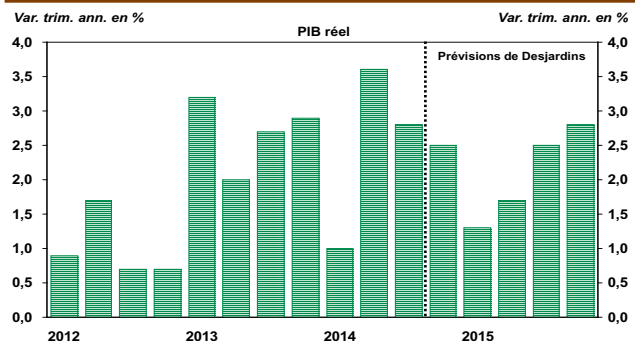
Prévisions : Puisque le climat d'incertitude et le bas niveau des prix de l'énergie se poursuivront vraisemblablement encore un certain temps, les autorités monétaires voudront probablement décréter une deuxième réduction de 0,25 % de leurs taux directeurs lors de leur prochaine rencontre du 4 mars. La marge de manœuvre pour réduire davantage les taux directeurs est toutefois assez mince, notamment en raison des déséquilibres dans le secteur des ménages. Ainsi, les autorités monétaires reprendront vraisemblablement leur *statu quo* dès le mois d'avril, et ce, au moins jusqu'en 2016.

Graphique 5 – Première modification aux taux d'intérêt directeurs depuis plus de quatre ans



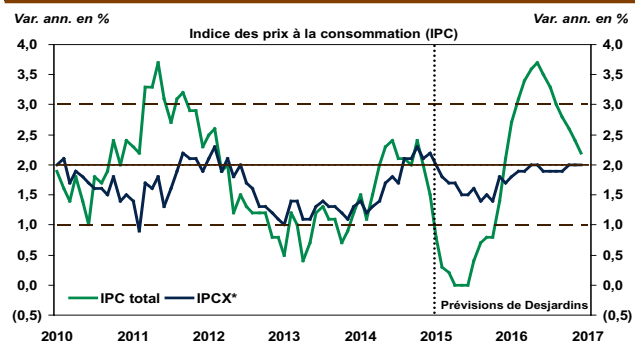
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – La croissance économique canadienne sera affectée par la baisse des prix du pétrole



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Les soubresauts des prix de l'essence se répercuteront sur l'inflation canadienne



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

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

La Banque centrale européenne achètera des obligations souveraines

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Des achats d'obligations souveraines ont été annoncés à la rencontre de politique monétaire du 22 janvier. La mesure débutera officiellement en mars et devrait s'échelonner jusqu'en septembre 2016 au rythme de 60 G€ par mois, ce qui inclura les achats déjà planifiés d'obligations sécurisées et de titres d'agences. Au total, les achats de titres permettront à la BCE de gonfler son bilan d'environ 1 100 G€, ce qui le ramènera un peu au-dessus du sommet atteint en 2012 (graphique 8). Cette prévision n'inclut pas une contribution probable des opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO), lesquelles pourraient connaître une hausse de popularité en raison du taux de financement qui a été revu à la baisse par la BCE.
- Ces mesures ont un effet très visible sur les différents taux d'intérêt de marché européen ainsi que sur l'euro. Les attentes avant la décision de janvier étaient toutefois très élevées et, par conséquent, plusieurs variables financières incorporent déjà l'effet d'un programme d'achat de titres souverains avant son annonce officielle. Cela permettra tout de même de consolider les mouvements récents, ce qui est positif pour la suite des choses en zone euro. La BCE devrait se mettre en mode observation pour plusieurs mois, le temps d'évaluer les progrès de l'économie et de l'inflation.

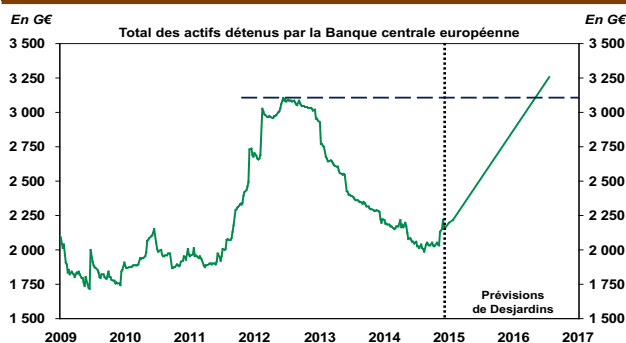
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- La situation économique au Royaume-Uni demeure nettement meilleure qu'en zone euro, mais cela n'a pas empêché les anticipations de resserrement monétaire de diminuer. Des inquiétudes sont soulevées en lien avec les difficultés économiques eurolandaises et le taux d'inflation britannique n'échappe pas à la tendance baissière observée dans plusieurs pays (graphique 9). La baisse des anticipations de resserrement monétaire reflète aussi le ton plus prudent de la BoE. Le compte rendu de la rencontre de janvier montre que les deux dissidents qui votaient pour des hausses de taux d'intérêt ont rejoint le consensus sur le *statu quo*. Il semble maintenant plus probable que la BoE attendra la fin de 2015 pour amorcer son resserrement monétaire.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

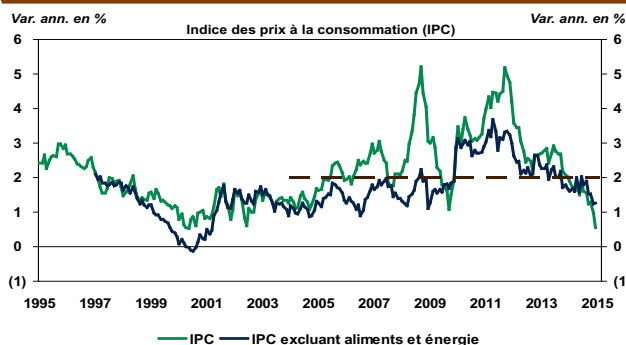
- La BoJ a annoncé d'autres mesures plus marginales à sa rencontre du 21 janvier. Elle a prolongé d'un an des programmes de prêts aux institutions financières et fait passer l'encours maximal de ses prêts de 7 000 G¥ à 10 000 G¥. Même si la BoJ est un peu plus optimiste sur la croissance économique nipponne, elle pourrait encore devoir prolonger ou bonifier ses mesures d'assouplissement d'ici la fin de l'année. Le taux d'inflation, qui se situe au-dessus de 2 % (graphique 10), devrait fortement chuter en avril lorsque l'effet de base de la hausse de la taxe de vente prendra fin.

Graphique 8 – La taille du bilan de la Banque centrale européenne dépassera le sommet atteint en 2012



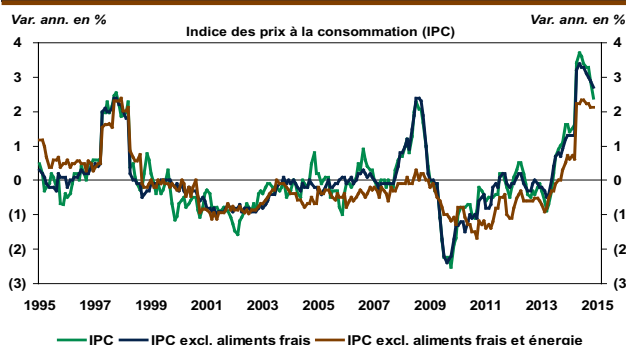
Sources : Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La baisse du taux d'inflation se poursuit au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Le taux d'inflation japonais demeure pour l'instant au-dessus de 2 %



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

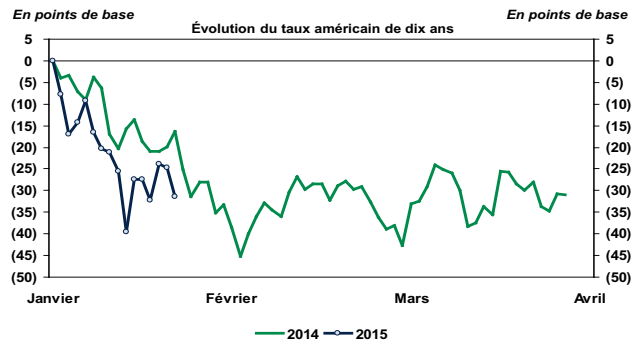
Les taux ont formé de nouveaux creux presque partout

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Poursuivant sur leur tendance baissière de 2014, les taux obligataires américains ont commencé l'année en forte baisse, sur fond de recrudescence de l'aversion pour le risque. L'évolution des taux ressemble beaucoup à celle qui avait été observée à pareille date l'an dernier (graphique 11). Comme au début de 2014, ce sont surtout les taux réels qui guident la tendance (graphique 12). Le *momentum* de l'économie américaine demeure toutefois sain, et ce sont surtout des facteurs externes qui ont influencé les taux aux États-Unis. On constate d'ailleurs que la faiblesse des taux en Amérique du Nord n'est d'aucune commune mesure avec la situation des pays développés où les banques centrales élargissent leur bilan. Un coup d'œil aux taux obligataires dans les pays du G7 montre que les taux de dix ans de l'Allemagne, de la France et du Japon crouillent à moins de 0,75 % (graphique 13). L'Italie fait exception, en vertu de sa cote de crédit peu reluisante (BBB- auprès de Standard & Poor's) et de son imposante dette, mais on se souviendra qu'il y a précisément deux ans, son taux de dix ans se situait au-dessus de 4,0 %.
- Nous avons récemment modifié nos scénarios pour intégrer une remontée beaucoup plus conservatrice des taux de long terme. Aux échéances de plus court terme, il pourrait y avoir des renversements un peu plus violents. Les contrats à terme sur fonds fédéraux indiquent que les investisseurs n'anticipent plus qu'une seule hausse des taux, vers la fin de l'année, alors que les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ne semblent pas prêts à déroger de leur signal portant sur la mi-2015.
- Le président de la Fed de San Francisco, John Williams, a soutenu en janvier qu'il s'attendait à ce que vers le milieu de cette année, la Fed en soit venue au point de délibérer au sujet de hausses de taux. Les propos de John Williams revêtent une certaine importance, car ses opinions reflètent souvent l'état d'esprit d'une majorité de décideurs au sein de la Fed. De notre côté, même si nous anticipons désormais que la Fed commencera son processus de normalisation monétaire en septembre, nous restons d'avis que les commentaires récents de dirigeants influents n'appuient pas le scénario sur lequel les marchés tablent.

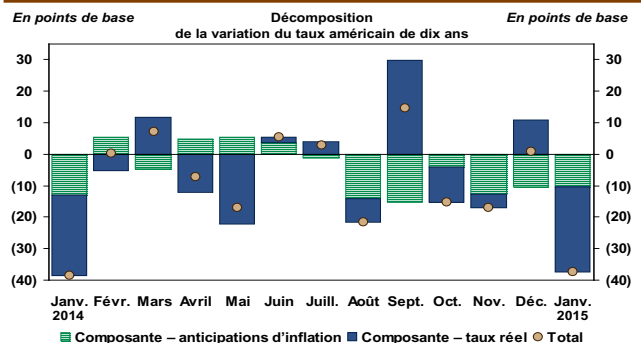
Prévisions : Nous avons décalé de deux rencontres notre cible pour la première hausse de taux directeurs de la Fed, à septembre 2015. Notre cible de fin d'année pour le taux de dix ans s'établit à 2,50 %, une révision importante par rapport aux 3,20 % que nous prévoyions en décembre. La remontée des taux devrait être guidée par une stabilisation, suivie d'une légère progression des prix du pétrole en 2015. Cela devrait favoriser un raffermissement important des anticipations d'inflation à l'échelle du globe.

Graphique 11 – Un début d'année qui ressemble étrangement à l'an dernier pour les marchés obligataires



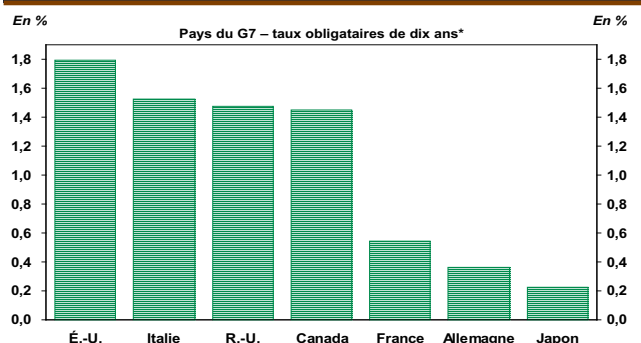
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – Autant la composante réelle que les anticipations implicites d'inflation ont chuté



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Malgré leurs bas niveaux, les taux américains demeurent les plus élevés du G7



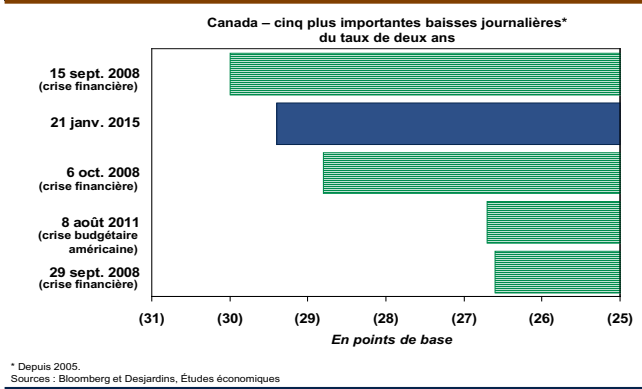
* Au 23 janvier 2015.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

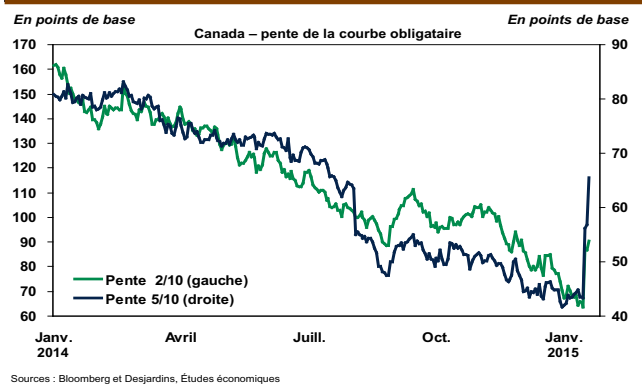
- La réduction surprise du taux directeur décrétée par la Banque du Canada (BdC) la semaine dernière a été suivie d'une réaction particulièrement violente des taux obligataires de court terme, et pour cause. La BdC a rarement posé un tel geste sans avertissement depuis 2000. La dernière occasion remonte à octobre 2008, peu après la faillite de Lehman Brothers, dans une action concertée à l'international. Illustrant le parallèle, la baisse du taux canadien de deux ans survenue le 21 janvier a été d'une ampleur similaire à cet épisode (graphique 14). Le taux canadien de deux ans se situe désormais seulement quelques points de base au-dessus du taux américain.
- Les investisseurs positionnés en vue d'une pentification de la courbe ont eu la main heureuse. L'écart 2/10 a bondi à 96 points de base, plus haut niveau depuis novembre dernier. L'écart 5/10 a atteint un sommet depuis juillet (graphique 15). Reste maintenant à savoir si la tendance peut se maintenir. Nous croyons que oui. La BdC a rarement effectué un tel geste sans donner de suite, et il est peu probable que l'incertitude sur l'impact du choc pétrolier se soit entièrement dissipée d'ici la prochaine réunion de politique monétaire.
- Selon notre scénario, le prix du pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*) n'atteindra pas les 60 \$ US sur lesquels la prévision de la BdC est basée avant l'été. C'est donc dire que la BdC pourrait effectuer d'autres révisions en baisse à son scénario. La saison des budgets des gouvernements fédéral et provinciaux battra son plein dans quelques semaines, et il n'est pas exclu que certains ministères des Finances annoncent de mauvaises nouvelles. La BdC n'a pas modifié ses attentes concernant la contribution des dépenses gouvernementales à la croissance en janvier (graphique 16), mais de nouvelles données moins favorables pourraient exiger un ajustement.

Prévisions : La BdC décrètera vraisemblablement une nouvelle baisse de taux et, à court terme, les investisseurs devraient continuer de privilégier les positionnements de pentification. Les taux sur l'ensemble de la courbe canadienne devraient demeurer sous les taux américains. Une remontée graduelle est néanmoins prévue à partir du deuxième trimestre. Les effets de la devise plus faible et l'impact de l'assouplissement monétaire devraient favoriser un redressement de la croissance en seconde moitié d'année, tandis que les effets négatifs de la baisse des investissements commenceront à s'estomper. Le taux de dix ans ne devrait toutefois pas franchir de nouveau le cap des 2,0 % avant le deuxième trimestre de l'an prochain.

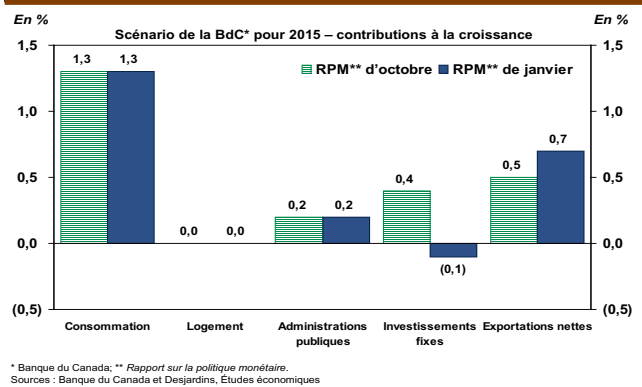
Graphique 14 – La réaction du taux canadien de deux ans a été d'une ampleur rappelant un contexte de crise



Graphique 15 – Forte pentification de la courbe canadienne suivant le geste inattendu de la Banque du Canada



Graphique 16 – Les révisions en baisse du scénario de la BdC* ont uniquement porté sur les investissements



OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

- Au milieu de décembre, il n'était pas encore l'heure de paniquer concernant les perspectives de l'Alberta, mais il faut admettre que les événements se sont bousculés à un rythme effréné depuis. Le prix du baril de pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*), qui se situait à 60 \$ US le 10 décembre, a dégringolé pour évoluer dans un couloir de 45 \$ US à 50 \$ US. Au début de janvier, le premier ministre albertain, Jim Prentice, a annoncé que la province faisait face à un déficit d'environ 500 M\$ CAN pour l'année en cours, un changement radical par rapport au surplus de 933 M\$ CAN que contenait la mise à jour budgétaire présentée à peine quelques semaines plus tôt. Le premier ministre a aussi indiqué que la province pourrait demeurer en déficit jusqu'en 2018. Les obligations albertaines ont été prises à partie dans ce contexte, et les écarts par rapport à l'Ontario et la Colombie-Britannique se sont considérablement élargis (graphique 17).
- Même si nous entrevoyons une certaine stabilisation des prix du pétrole, cela ne sera pas suffisant pour réparer les dommages aux finances publiques infligés par la récente chute vertigineuse. Rappelons que les revenus de redevances comptent pour environ 21 % des recettes de l'état (24 % en excluant les transferts fédéraux). En plus de l'effet de redevances plus modestes, les revenus seront tirés vers le bas par le ralentissement économique. Nous anticipons une croissance du PIB réel de l'ordre de seulement 1,5 % en Alberta en 2015, suivant une progression de 3,8 % en 2014 (graphique 18). Hormis la Grande Récession de 2008-2009, il s'agirait de la plus faible croissance pour la province depuis 1999, et les risques sont orientés à la baisse.
- La consolation, s'il en est une, réside dans le fait que la province dispose d'une importante flexibilité d'un point de vue budgétaire. En outre, les taux d'imposition sur les revenus des particuliers et des entreprises sont parmi les plus bas au pays et la province ne prélève pas de taxes à la consommation à l'heure actuelle. Il s'agit donc de leviers sur lesquels le gouvernement pourrait appuyer pour éventuellement revenir à l'équilibre. Le fonds pour éventualités, qui s'établissait à 4,7 G\$ à la fin du dernier exercice financier, pourrait aussi l'aider à absorber ce nouveau choc. Étant donné le contexte d'incertitude, le moment est toutefois précoce pour miser sur une surperformance des obligations albertaines.
- Du côté des obligations des sociétés, si les tensions demeurent vives pour les titres à rendement élevé, celles à faible risque (*investment grade*) demeurent en demande et les émetteurs en profitent. Les activités de financement ont atteint un record l'an dernier (graphique 19), et la faiblesse des taux obligataires souverains risque de continuer d'attirer les investisseurs vers les obligations corporatives. Ceci s'applique également au marché canadien. Les émissions ont été relativement rares au Canada depuis le début de l'année en raison de l'environnement volatil. Toutefois, les émetteurs pourront compter sur un accueil chaleureux des investisseurs friands de rendement, particulièrement après une baisse des taux directeurs au pays.

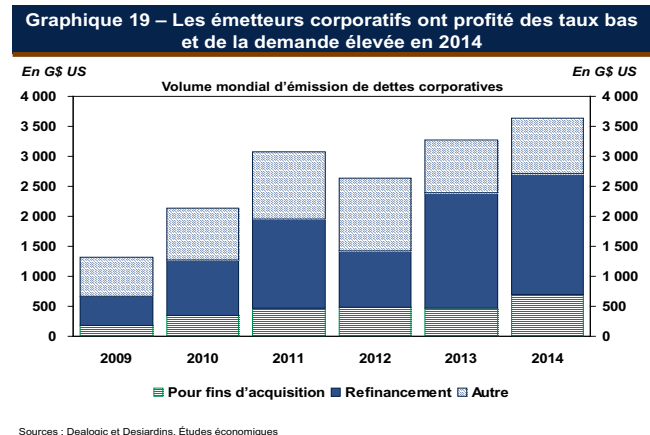
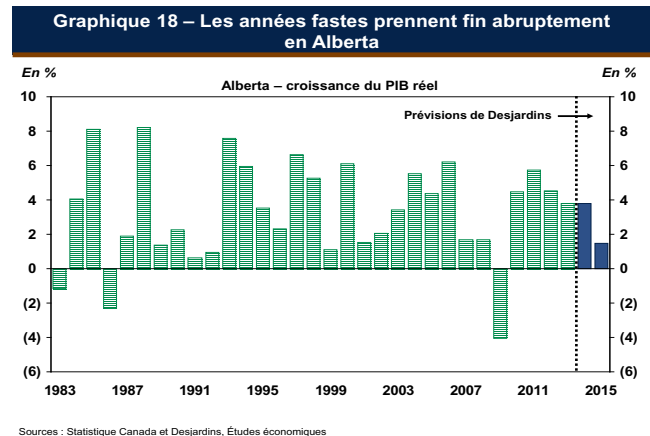
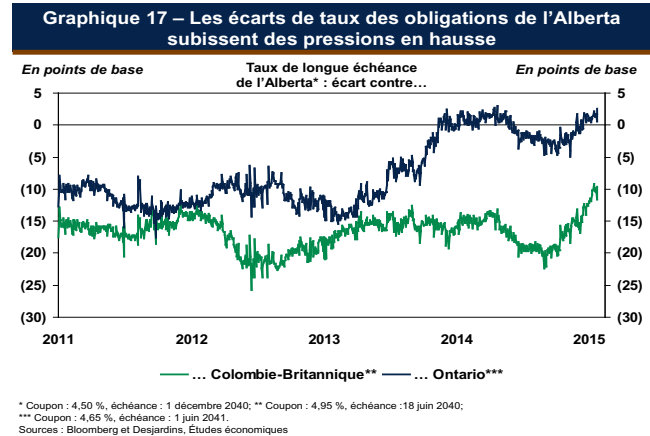


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2014				2015				2016			
	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	0,50	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
Canada												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,00	1,25
Zone euro												
Taux de refinancement	0,25	0,15	0,05	0,05	0,05	0,05	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	0,75	1,00	1,00	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
Octobre 2014			
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
16	Banque de Suède	s.q.	0,00
17	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
18	Banque nationale suisse	-25 p.b.	(0,25)
18-19	Banque du Japon	---	---
Janvier 2015			
8	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
14	Banque de Corée	s.q.	2,00
15	Banque nationale suisse	-50 p.b.	(0,75)
20-21	Banque du Japon	---	---
21	Banque du Brésil	+50 p.b.	12,25
21	Banque du Canada	-25 p.b.	0,75
22	Banque centrale européenne	s.q.	0,05

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

Date	Banque centrale
Janvier 2015	
28	Réserve fédérale
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
29	Banque du Mexique
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
19	Banque de Norvège
19	Banque nationale suisse
26	Banque du Mexique
Avril 2015	
7	Banque de réserve d'Australie
7-8	Banque du Japon
9	Banque d'Angleterre
9	Banque de Corée
15	Banque centrale européenne
15	Banque du Canada

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2014				2015				2016			
	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	0,50	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
Bons du Trésor												
3 mois	0,05	0,04	0,02	0,04	0,05	0,10	0,55	0,85	0,90	1,00	1,30	1,60
Obligations fédérales												
2 ans	0,39	0,42	0,56	0,63	0,65	0,80	1,10	1,30	1,40	1,55	1,70	1,80
5 ans	1,71	1,60	1,77	1,64	1,50	1,65	1,90	2,00	2,05	2,15	2,30	2,40
10 ans	2,73	2,52	2,51	2,17	2,00	2,15	2,35	2,50	2,55	2,65	2,80	3,00
30 ans	3,56	3,34	3,21	2,75	2,60	2,75	2,90	3,00	3,05	3,10	3,20	3,35
Pente												
5 ans - 3 mois	1,66	1,56	1,75	1,60	1,45	1,55	1,35	1,15	1,15	1,15	1,00	0,80
10 ans - 2 ans	2,34	2,09	1,95	1,54	1,35	1,35	1,25	1,20	1,15	1,10	1,10	1,20
30 ans - 3 mois	3,51	3,30	3,19	2,71	2,55	2,65	2,35	2,15	2,15	2,10	1,90	1,75

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2014				2015				2016			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	1,00	1,00	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,00	1,25
Bons du Trésor												
3 mois	0,89	0,94	0,92	0,92	0,40	0,40	0,40	0,40	0,60	1,00	1,10	1,40
Obligations fédérales												
2 ans	1,07	1,10	1,12	1,01	0,45	0,60	0,70	0,80	0,90	1,25	1,40	1,55
5 ans	1,71	1,53	1,63	1,34	0,75	0,95	1,25	1,40	1,55	1,70	1,80	1,90
10 ans	2,46	2,24	2,15	1,79	1,30	1,45	1,70	1,90	2,00	2,20	2,30	2,40
30 ans	2,96	2,78	2,67	2,34	2,00	2,15	2,30	2,40	2,50	2,60	2,65	2,80
Pente												
5 ans - 3 mois	0,82	0,59	0,71	0,42	0,35	0,55	0,85	1,00	0,95	0,70	0,70	0,50
10 ans - 2 ans	1,39	1,14	1,03	0,78	0,85	0,85	1,00	1,10	1,10	0,95	0,90	0,85
30 ans - 3 mois	2,07	1,84	1,75	1,42	1,60	1,75	1,90	2,00	1,90	1,60	1,55	1,40
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,84	0,90	0,90	0,88	0,35	0,30	(0,15)	(0,45)	(0,30)	0,00	(0,20)	(0,20)
2 ans	0,68	0,68	0,56	0,38	(0,20)	(0,20)	(0,40)	(0,50)	(0,50)	(0,30)	(0,30)	(0,25)
5 ans	(0,00)	(0,07)	(0,14)	(0,30)	(0,75)	(0,70)	(0,65)	(0,60)	(0,50)	(0,45)	(0,50)	(0,50)
10 ans	(0,27)	(0,28)	(0,36)	(0,38)	(0,70)	(0,70)	(0,65)	(0,60)	(0,55)	(0,45)	(0,50)	(0,60)
30 ans	(0,60)	(0,56)	(0,54)	(0,41)	(0,60)	(0,60)	(0,60)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	(0,55)	(0,55)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques