

Toute l'attention se tourne maintenant vers les États-Unis

FAITS SAILLANTS

- La vague de pessimisme qui a frappé les marchés financiers au commencement de 2015 a fait place à un retour au calme. Cela s'est traduit par une remontée des taux obligataires américains.
- Alors que les économies d'outre-mer envoient des signaux un peu plus positifs, quelques données américaines ont été décevantes au cours des dernières semaines. Cela amène un questionnement sur l'opportunité d'amorcer prochainement un resserrement monétaire aux États-Unis.
- La Réserve fédérale devrait toutefois passer à l'action au troisième trimestre ce qui, combiné à une économie mondiale plus solide qu'en 2014, devrait amener le taux américain de dix ans aux environs de 2,50 % à la fin de 2015.
- Même si les derniers commentaires du gouverneur Poloz soulèvent un doute, la Banque du Canada voudra probablement décréter une autre baisse d'assurance de ses taux d'intérêt directeurs lors de sa rencontre du mois de mars.
- En zone euro, les prochaines rencontres de politique monétaire risquent d'être plus monotones alors que la Banque centrale européenne voudra laisser le temps à ses mesures déployées de faire effet.

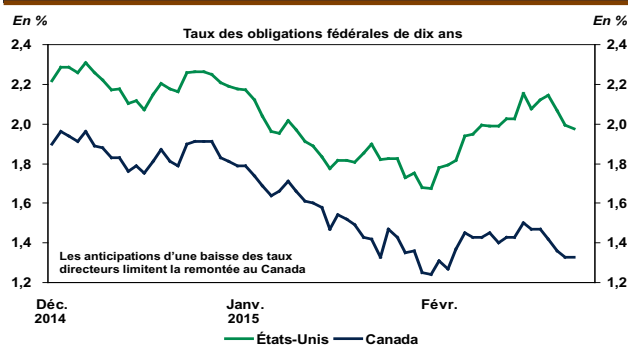
TABLE DES MATIÈRES

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 vague de pessimisme qui a frappé les marchés financiers au commencement de 2015 a fait place à un retour au calme depuis le début du mois de février. Cela a permis aux cours pétroliers de se stabiliser aux environs de 50 \$ US le baril et aux Bourses américaines d'atteindre récemment de nouveaux sommets. Ce regain d'optimisme s'est aussi traduit par une remontée significative des taux obligataires alors que le taux américain de dix ans est passé de 1,65 % à la fin janvier à environ 2,00 % (graphique 1).

Graphique 1 – Les taux obligataires américains ont effacé en bonne partie l'important recul enregistré en janvier



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Cette remontée des taux de long terme s'est faite malgré un contexte géopolitique qui demeure difficile. Les affrontements se sont accentués en Ukraine malgré une nouvelle entente de cessez-le-feu. La situation demeure aussi tendue entre le nouveau gouvernement grec et ses partenaires européens et l'extension pour quatre mois du programme d'aide à la Grèce laisse entrevoir d'autres négociations difficiles à la fin du printemps. Les menaces et les actes terroristes continuent aussi de faire les manchettes.

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

QUELQUES SIGNES ENCOURAGEANTS DU CÔTÉ DES ÉCONOMIES D'OUTRE-MER

Si le climat géopolitique demeure préoccupant, les nouvelles économiques sont un peu plus encourageantes. Vers la mi-2014, il existait des craintes sérieuses de voir le Japon et la zone euro retomber en récession. L'économie japonaise a effectivement reculé au printemps et à l'été 2014, à la suite de la hausse de la taxe de vente, mais elle a renoué avec la croissance au quatrième trimestre. Profitant de la baisse du yen et des cours pétroliers, l'économie japonaise devrait progresser d'un peu plus de 1 % pour l'ensemble de 2015, surtout que le gouvernement japonais a décidé de reporter à 2017 une seconde hausse de la taxe de vente.

L'économie eurolandaise montre aussi des signes encourageants, profitant elle aussi de l'évolution de sa devise et des prix de l'or noir. Le PIB réel de la zone euro a progressé de 1,4 %, à rythme annualisé, au dernier trimestre de 2014 et la progression de près de 2,8 % de l'économie allemande semble confirmer que le passage à vide de cette économie est terminé. Même si les problèmes économiques de la zone euro demeurent nombreux alors que, par exemple, la déflation continue de s'accroître et que l'Italie demeure en récession, la remontée de certains indicateurs de confiance et d'activité est assez encourageante pour les prochains trimestres.

QUELQUES DOUTES AUX ÉTATS-UNIS

Alors que les économies d'outre-mer envoient des signaux un peu plus positifs, quelques données américaines ont été décevantes au cours des dernières semaines. Cela se traduit par une évolution très contrastée des indices de surprises économiques des deux côtés de l'Atlantique (graphique 2). Après deux trimestres très vigoureux, l'économie américaine a ralenti un peu plus que prévu à la fin de 2014 et le recul de l'ISM manufacturier et des nouvelles commandes de biens durables soulève quelques inquiétudes du côté des entreprises. Cela, conjugué à la chute spectaculaire

de l'inflation, amène un questionnement sur l'opportunité d'amorcer prochainement un resserrement monétaire aux États-Unis. Par conséquent, les taux obligataires de court terme ont moins augmenté que les taux de long terme récemment, d'autant plus que le compte rendu de la dernière rencontre de la Réserve fédérale (Fed) a révélé que plusieurs dirigeants estimaient que la balance des risques les portait à envisager de garder le taux directeur à zéro plus longtemps.

LA FIN DE LA DIVERGENCE?

Est-ce que le thème de la divergence entre la vigueur de l'économie américaine et la faiblesse du reste de la planète, qui a fait couler beaucoup d'encre en 2014, doit être abandonné à la lecture des dernières données économiques? La réponse simple est non, quoique cette divergence semble avoir cessé de se creuser. La situation économique américaine demeure bien plus favorable que celle de l'Europe et du Japon. Il faudra surveiller d'un peu plus près la situation des entreprises américaines au cours des prochains mois pour voir si la faiblesse récente reflète des problèmes temporaires (température hivernale difficile, ajustement dans le secteur de l'énergie, conflit de travail dans les ports de la côte Ouest) ou quelque chose de plus fondamental. Quoi qu'il en soit, tout indique que l'économie américaine pourra continuer de s'appuyer sur une consommation vigoureuse soutenue par l'excellente performance du marché du travail et par la faiblesse des prix de l'essence. Nous prévoyons ainsi que l'économie américaine progressera de 3,2 % en 2015, un résultat qui fera l'envie des autres économies avancées.

LA REMONTÉE DES TAUX OBLIGATAIRES POURRAIT SE POURSUIVRE, SURTOUT AU SECOND SEMESTRE

Même si les perspectives américaines demeurent favorables, les dirigeants de la Fed semblent vouloir être patients avant d'amorcer un resserrement monétaire. Cela devrait limiter les pressions haussières sur les taux obligataires au cours des prochains mois, surtout si des craintes de voir la Grèce quitter la zone euro refont surface. La Fed devrait toutefois passer à l'action au troisième trimestre, ce qui, combiné à une économie mondiale plus solide qu'en 2014, devrait amener le taux américain de dix ans aux environs de 2,50 % à la fin de 2015. Le moment exact où la Fed amorcera son resserrement monétaire et l'évolution de son discours d'ici là risquent d'avoir une influence majeure sur le marché obligataire au cours des prochains trimestres.

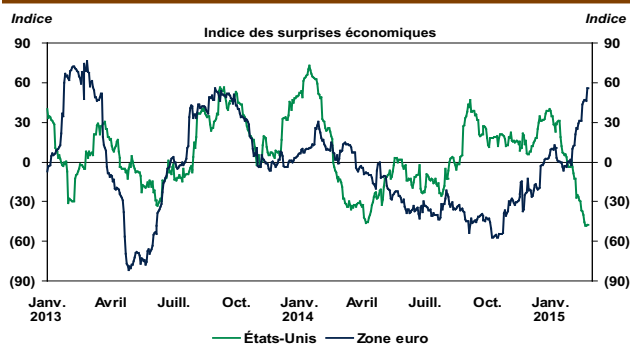
François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA

Économiste principal

Graphique 2 – Depuis le début de 2015, les bonnes nouvelles économiques sont davantage venues de la zone euro



Sources : Bloomberg, Citigroup et Desjardins, Études économiques

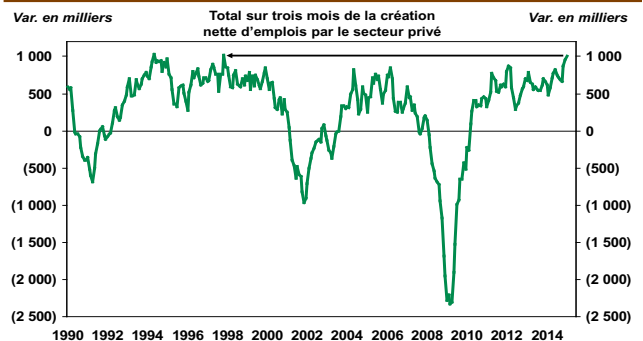
RÉSERVE FÉDÉRALE

La Réserve fédérale ne semble pas encore assez convaincue pour délester la « patience »

- Dans son témoignage semi-annuel devant un comité du Congrès, la présidente de la Réserve fédérale (Fed), Janet Yellen, a dressé un portrait assez positif de l'évolution de l'économie américaine depuis la mi-2014. Il est vrai que de grands pas ont été accomplis. La croissance a été très forte au cours de l'été et le ralentissement du PIB réel enregistré au quatrième trimestre représente surtout un essoufflement après de très bons résultats. Cette décélération ne se perçoit pas du côté du marché du travail. Sur les trois mois qui se sont terminés en janvier, le secteur privé a créé plus d'un million d'emplois, une première depuis 1997 (graphique 3). On observe aussi une amélioration des indicateurs qui témoignaient d'une trop grande sous-utilisation du bassin de main-d'œuvre. Même les salaires ont fait du progrès en janvier après un mois de décembre plutôt décevant à cet effet.
- Toutes les craintes ne sont toutefois pas dissipées, et la croissance au premier trimestre ne s'annonce pas aussi forte que l'on pouvait récemment l'espérer. L'économie profitera de la baisse des prix de l'essence, mais on remarque que la confiance des ménages a de la difficulté à demeurer aux hauts niveaux qu'elle a enregistrés en janvier (graphique 4). Les ventes au détail ont été décevantes en décembre et en janvier, et le marché de l'habitation tarde encore à s'accélérer. De plus, un peu à l'image de l'an dernier, les conditions météorologiques semblent particulièrement ardues pour plusieurs régions des États-Unis.
- L'inflation s'éloigne toujours de la cible de 2 % de la Fed (graphique 5). La chute des prix de l'essence devrait amener la variation annuelle des prix à la consommation en territoire négatif au moins jusqu'à l'été. L'inflation de base se montrera sans doute plus stable, mais, comme l'a noté Janet Yellen, elle peut subir les pressions baissières provenant du recul des prix des biens importés (effet de la hausse du dollar) et des prix de l'énergie.
- Dans ces circonstances et malgré la bonne tenue du marché du travail, il est trop tôt pour que la Fed soit assez convaincue pour amorcer rapidement le relèvement des taux directeurs. Elle se dit patiente depuis le mois de décembre; cette patience implique un *statu quo* des taux pour au moins deux réunions. L'enlever signifierait que la Fed va, à chacune de ses réunions, envisager d'augmenter les taux. Dans les circonstances, la Fed pourrait encore utiliser cette notion de patience lors de sa réunion de mars puisque Janet Yellen, lors de son témoignage devant le Congrès, a encore insisté sur le fait qu'encore trop d'Américains restaient chômeurs, que la croissance des salaires demeurait trop faible et que l'inflation était trop basse.

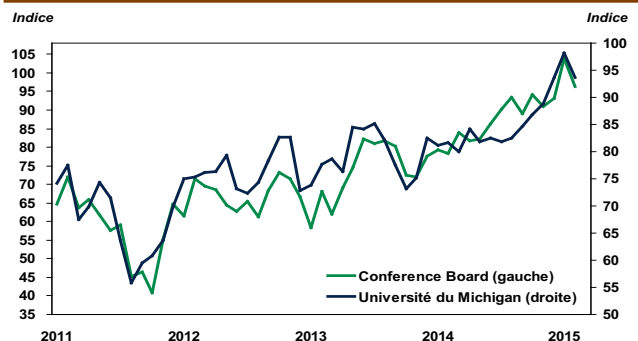
Prévisions : La Fed devrait amorcer le relèvement des taux directeurs en septembre 2015. Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 1,00 % à la fin de l'année, puis à 1,75 % à la fin de 2016.

Graphique 3 – Les embauches par le secteur privé américain n'ont pas été aussi nombreuses depuis 1997



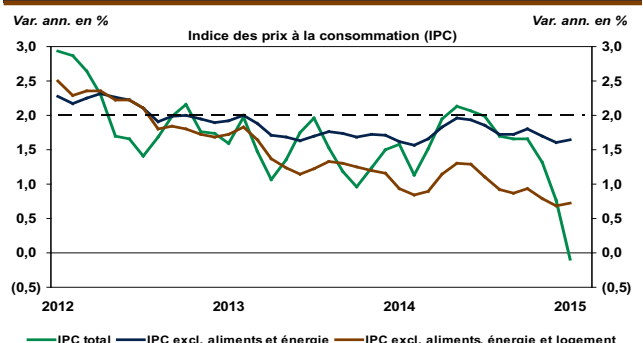
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Après avoir récemment bondi, la confiance des ménages a reculé en février aux États-Unis



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

Graphique 5 – L'inflation s'éloigne de la cible de la Réserve fédérale



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

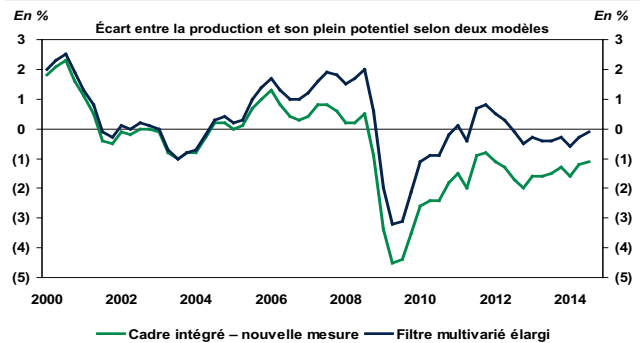
BANQUE DU CANADA

Les autorités monétaires demeurent préoccupées

- Les effets négatifs de la baisse des prix du pétrole sur l'économie canadienne demeurent au centre des préoccupations de la Banque du Canada (BdC). Dans son discours du 10 février, la première sous-gouverneure de la BdC, Carolyn Wilkins, a réitéré que « la chute récente des prix du pétrole a d'importantes répercussions sur la poursuite de la reprise. Le Canada étant un exportateur net d'énergie, le niveau des prix du pétrole a des implications à la fois pour le rythme de la croissance et pour sa répartition. »
- Dans un discours prononcé le 19 février, la sous-gouverneure, Agathe Côté, a indiqué que la baisse de 25 points de base des taux d'intérêt directeurs décrétée par la BdC en janvier dernier était une « mesure de politique [qui] vise à offrir **une assurance contre les risques** liés au profil d'évolution de l'inflation et ceux pesant sur la stabilité financière, à favoriser l'ajustement sectoriel nécessaire au renforcement des investissements et de la croissance, et à permettre à l'économie canadienne de renouer avec son plein potentiel et à l'inflation de retourner à la cible vers la fin de 2016. »
- La BdC a introduit une nouvelle mesure de l'écart entre la production et son plein potentiel en utilisant un cadre intégré, établi en fonction de la tendance de l'emploi et celle de la productivité du travail. Selon cette nouvelle mesure, la production actuelle de l'économie canadienne afficherait une sous-utilisation d'environ 1 %. Il s'agit d'un constat assez différent de l'ancienne mesure qui indique plutôt que l'économie canadienne évoluerait actuellement presque à son plein potentiel (graphique 6).
- Selon toute vraisemblance, la croissance de l'économie canadienne sera assez faible en première moitié de 2015 alors que les effets de la baisse des prix du pétrole se feront particulièrement sentir (graphique 7). Dans ces conditions, l'atteinte de la pleine utilisation des capacités de production pourrait prendre un peu plus de temps.
- Le taux annuel d'inflation totale est descendu à 1,0 % en janvier en raison de la baisse des prix de l'essence et il devrait passer bientôt sous la cible inférieure (1 %). Il faudra vraisemblablement patienter à l'automne prochain avant que l'inflation revienne à l'intérieur de la fourchette cible de la BdC (graphique 8). L'inflation de référence devrait se maintenir aux alentours de la cible médiane (2 %) au cours des prochains mois, ce qui procurera une certaine marge de manœuvre dans la gestion de la politique monétaire.

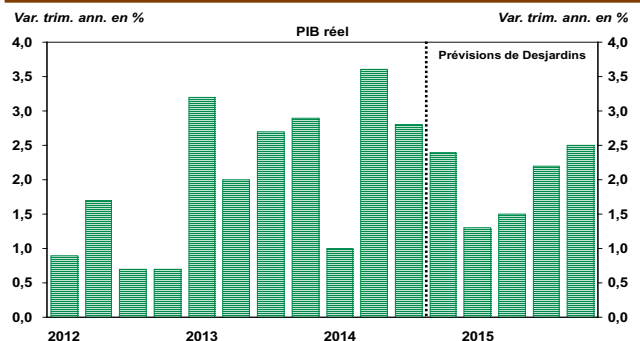
Prévisions : Même si le discours du 24 février du gouverneur Poloz soulèvent un doute, la BdC voudra probablement décréter une autre baisse d'assurance de ses taux d'intérêt directeurs lors de sa rencontre du mois de mars. Une période de stabilité de plusieurs mois suivra par la suite.

Graphique 6 – L'économie canadienne affiche encore des capacités excédentaires de production



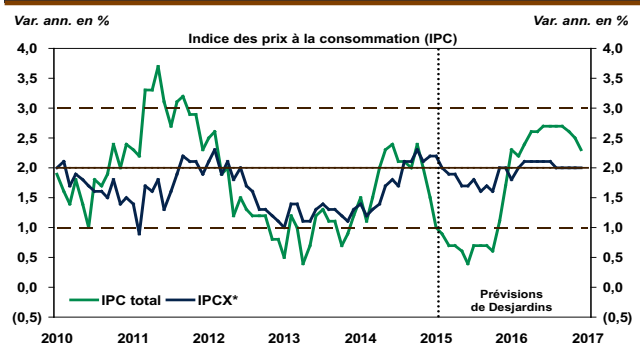
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – La baisse des prix du pétrole freinera la croissance de l'économie canadienne en première moitié de 2015



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Les soubresauts des prix de l'essence influencent l'inflation canadienne



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

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

Pas de nouvelles mesures attendues pour les prochains mois

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Les prochaines rencontres de politique monétaire risquent d'être plus monotones alors que la BCE voudra probablement laisser le temps à ses mesures déployées de faire effet. On peut déjà constater que les décisions prises par la BCE depuis juin 2014 ont fait déprécier l'euro et diminuer différents taux d'intérêt de marché. Il reste à voir si l'économie réelle répondra positivement à cet environnement macroéconomique favorable. Les récentes données laissent déjà voir une certaine amélioration.
- La BCE publie maintenant un compte rendu de ses rencontres de politique monétaire, ce qui permet d'obtenir un peu plus de détails sur les discussions qui ont lieu entre les dirigeants. La décision d'acheter des obligations souveraines n'a pas été unanime et certains auraient préféré acheter des obligations corporatives. Cependant, il semble que la BCE cherchait une façon rapide d'accroître la taille de son bilan, car les mesures précédemment annoncées tardaient à livrer la marchandise de ce côté. La BCE vise d'augmenter son bilan d'environ 1 100 G€ d'ici septembre 2016 uniquement avec ses achats de titres, ce qui renversera la tendance des dernières années (graphique 9).

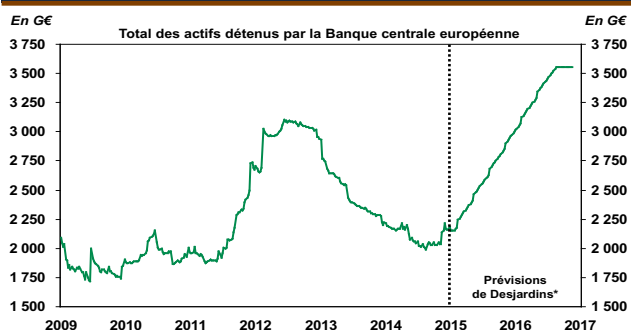
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- L'inflation a fortement baissé au Royaume-Uni (graphique 10), ce qui réduit les chances de resserrement monétaire en 2015. Cependant, la BoE demeure très confiante envers l'économie britannique et a revu à la hausse ses prévisions de croissance du PIB réel. La baisse des prix du pétrole apparaît comme un point favorable pour l'économie mondiale, tout comme les mesures d'assouplissement monétaire annoncées dans plusieurs pays au cours des derniers mois. On ne semble également pas croire à une faiblesse prolongée de l'inflation. Celle-ci pourrait rapidement remonter lorsque des effets temporaires liés au pétrole et à l'appréciation passée de la devise se seront dissipés. Le compte rendu de la rencontre de février montre que l'unanimité sur le *statu quo* monétaire est fragile. Deux membres du comité de politique monétaire semblent près de voter en faveur d'une hausse de taux d'intérêt.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

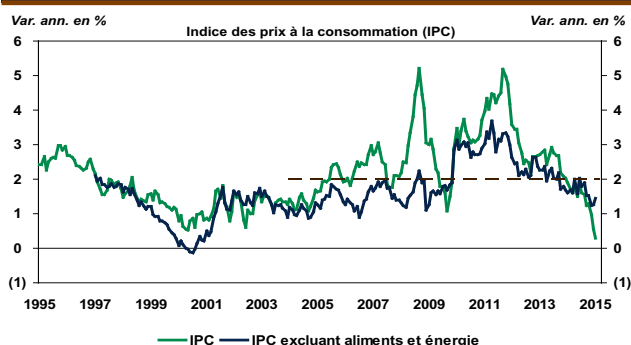
- La BoJ n'a rien annoncé de nouveau en février. Une porte pourrait s'ouvrir au printemps lorsque l'effet de la hausse de la taxe de vente sur l'inflation disparaîtra. L'inflation totale devrait alors tomber nettement sous la cible de 2 % (graphique 11). La BoJ se montre toutefois plus optimiste envers l'économie nipponne. La dépréciation du yen et la baisse des prix du pétrole sont deux éléments particulièrement favorables. Cela pourrait suffire à faire patienter la BoJ plus longtemps avant d'annoncer d'autres mesures d'assouplissement monétaire.

Graphique 9 – La taille du bilan de la Banque centrale européenne croîtra plus rapidement à partir de mars 2015



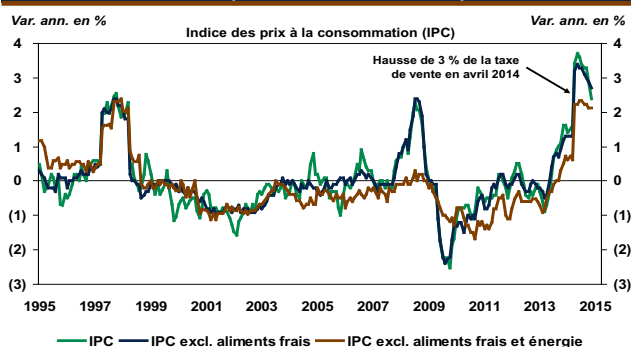
* Inclut des achats de titres de 60 G€ par mois jusqu'en septembre 2016 ainsi qu'un montant hypothétique de 250 G€ réparti entre les six tranches restantes du TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations).
 Sources : Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – L'inflation a atteint 0,3 % en janvier au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – L'effet sur l'inflation de la hausse de la taxe de vente prendra bientôt fin au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

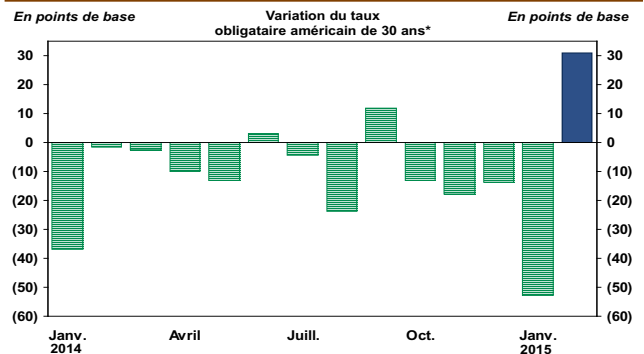
Les taux obligataires se redressent quelque peu

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Si la cascade de baisses de taux directeurs a sans l'ombre d'un doute volé la vedette en janvier, les négociations entre la Grèce et ses bailleurs de fonds européens ont pris le devant de la scène en février. À cela se sont jumelées les tractations ardues entourant un cessez-le-feu en Ukraine. Or, un coup d'œil aux mouvements des taux obligataires aux États-Unis ne laisserait pas croire en un contexte mondial aussi tendu. Après avoir touché un creux de 1,64 % le 30 janvier, le taux américain de dix ans est remonté rapidement pour franchir momentanément le cap de 2 % en milieu de mois. Février pourrait ainsi constituer l'un des rares mois d'augmentation des taux obligataires depuis le début de l'an dernier (graphique 12). La pentification de la courbe depuis la mi-janvier contraste aussi nettement avec la tendance récente (graphique 13).
- La stabilisation des prix du pétrole pourrait avoir un important rôle à jouer derrière la remontée des taux. La grande dégringolade a résolument pris fin à la mi-janvier et depuis, le prix du baril de pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*) fluctue aux alentours de 50 \$ US. La remontée des anticipations implicites d'inflation depuis le début de l'année pourrait être le reflet d'une diminution de l'incertitude quant à la trajectoire des cours pétroliers (graphique 14). Les taux réels se sont aussi redressés, même s'ils demeurent négatifs à l'horizon de cinq ans et moins.
- Au-delà de ces ajustements, les marchés continuent de s'attendre à une Réserve fédérale (Fed) qui jouera de prudence et qui étirera sa patience jusqu'à l'automne prochain. Le compte rendu de la réunion de janvier a laissé entrevoir une certaine nervosité des dirigeants du comité de politique monétaire quant à la réaction des marchés lorsqu'elle retirerait sa mention de patience de son communiqué. De toute évidence, l'escalade rapide des taux de l'été 2013 n'a pas été oubliée, et la Fed semble vouloir éviter une répétition de ce scénario. Des signes plus convaincants de remontée des salaires font aussi partie de la liste à cocher des dirigeants qui, par ailleurs, surveillent de près le contexte économique et politique mondial. Dans cette optique, nous continuons de prévoir que la Fed attendra à septembre 2015 avant de hausser ses taux directeurs.

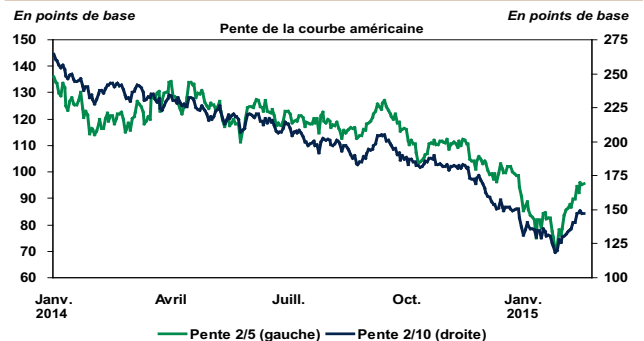
Prévisions : Nos scénarios font l'objet de peu de changements, hormis quelques ajustements entourant les prévisions à très court terme. La stabilisation en cours des prix du pétrole devrait être suivie d'une remontée graduelle, ce qui permettra de redresser les anticipations d'inflation. La Fed continuera de jouer de prudence, tandis que les turbulences mondiales et les taux faibles dans la plupart des autres pays développés maintiendront l'attrait des obligations américaines. Le tout milite pour une remontée très progressive des taux obligataires.

Graphique 12 – Rare remontée des taux en février



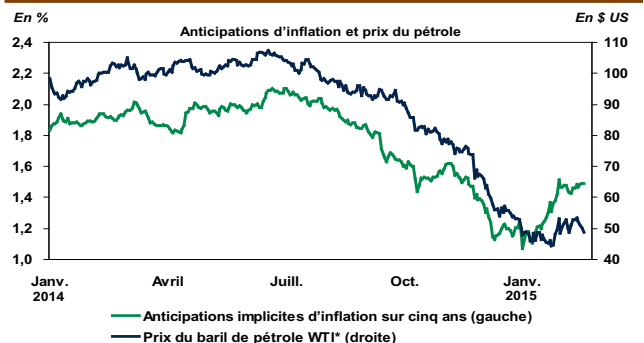
* En date du 26 février 2015.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Revirement vers le haut sur la courbe américaine



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – L'arrêt de la glissade du pétrole pourrait avoir aidé au redressement des anticipations d'inflation



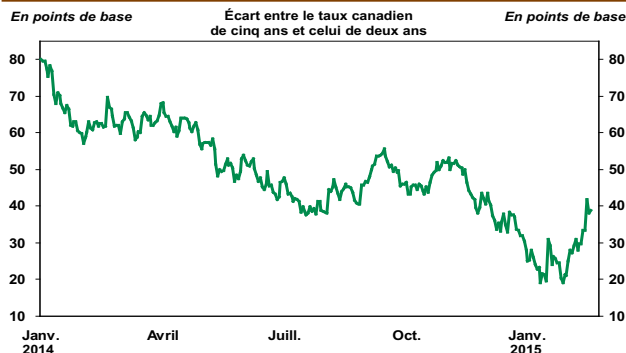
* West Texas Intermediate.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Près d'une quinzaine de banques centrales ont annoncé des gestes de détente monétaire depuis le début de l'année, et la Banque du Canada (BdC) a fait partie du lot. Le mois dernier, nous suggérions que la courbe pourrait continuer de se pentifier. Cela a été le cas, alors que la pente 2/10 a rejoint les 100 points de base. La pente 2/5 ne se situait qu'à environ 20 points de base au début de février, et elle a récemment touché les 40 points de base (graphique 15). Encore en début de mois, les marchés semblaient indécis quant à l'éventualité d'autres baisses de taux, mais certaines allocutions des dirigeants de la BdC ont convaincu les investisseurs.
- À la réunion du G20, le gouverneur, Stephen Poloz, s'était farouchement défendu de chercher délibérément à déprécier la devise et il a justifié la baisse de taux sur la prémisse que le choc des prix du pétrole pourrait se traduire en l'effacement d'une année complète de croissance des revenus. La première sous-gouverneure, Carolyn Wilkins, a qualifié l'impact de la récente chute des prix du pétrole de « sérieux contretemps », justifiant le geste décrété par la BdC. La sous-gouverneure, Agathe Côté, a pour sa part mentionné que le choc dans le secteur énergétique se serait traduit en une inflation sous-jacente plus faible d'un demi-point sur l'horizon des prévisions allant jusqu'à la fin de 2016, en supposant l'absence d'une intervention par la BdC.
- À la lumière de ces commentaires, les marchés se sont mis à escompter une nouvelle baisse de taux avec beaucoup de conviction. Même que le débat portait plutôt sur la question de savoir si la BdC pourrait annoncer une troisième baisse de taux au cours des prochains trimestres. Le gouverneur, Stephen Poloz, a calmé les ardeurs dans son discours du 24 février, en laissant croire qu'une seule baisse de taux pourrait offrir l'assurance nécessaire (graphique 16). Toutefois, on peut se permettre d'être sceptique, d'autant plus que les taux de détail ne reflètent qu'en partie la réduction des taux directeurs. Nous choisissons de maintenir nos scénarios de politique monétaire intacts (graphique 17).

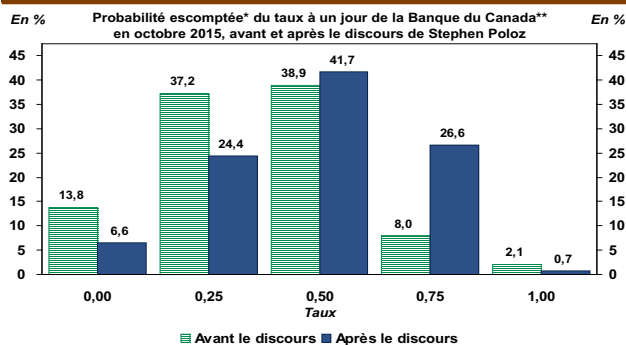
Prévisions : Nous rehaussons nos cibles de fin de trimestre, particulièrement pour les taux de cinq ans, pour tenir compte de leur récente remontée. Nous continuons d'anticiper une fin d'année à 1,90 % pour le taux obligataire de dix ans. Les écarts Canada-États-Unis aux échéances courtes continueront de se creuser au fur et à mesure que la Fed se rapprochera de son resserrement monétaire. En outre, l'écart à deux ans, actuellement à -14 points de base, pourrait terminer l'année à -50 points.

Graphique 15 – La pente de la courbe canadienne s'est accentuée récemment



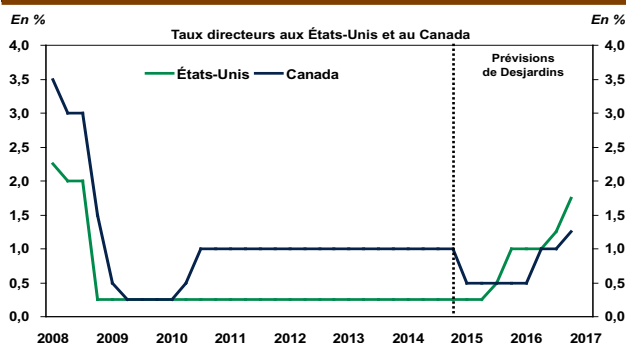
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – Les anticipations des marchés se sont fortement ajustées après le discours de Stephen Poloz



* Selon les swaps indexés au taux à un jour; ** En date du 24 février 2015.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 17 – Une nouvelle baisse de taux demeure probable au Canada

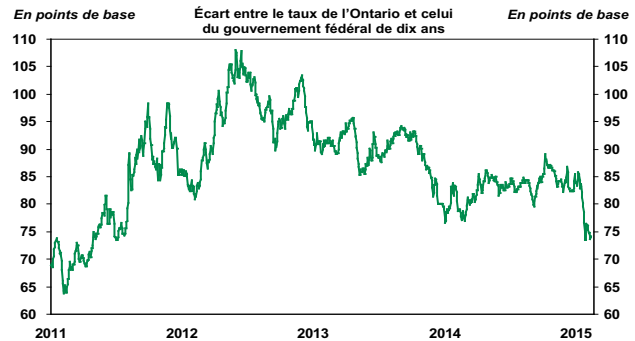


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

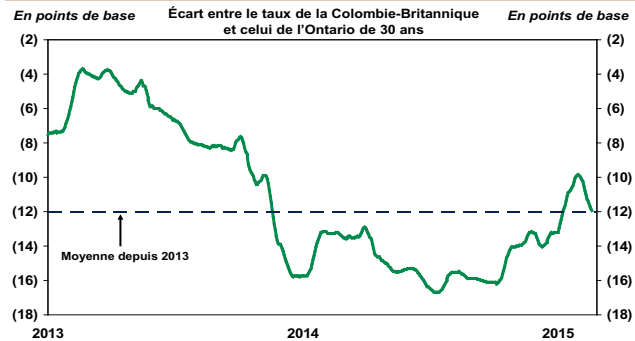
- La remontée des taux des obligations fédérales depuis la fin de janvier a occasionné un rétrécissement important des écarts de taux des provinces. L'écart de taux de l'obligation ontarienne de dix ans par rapport à l'obligation fédérale équivalente évolue aux alentours de 75 points de base, nettement sous la moyenne de 83 points de base en 2014. En fait, l'écart se situe au niveau le plus faible depuis 2011 (graphique 18). Les constats sont similaires pour le Québec et la Colombie-Britannique. Par rapport à la province de l'Ontario, les écarts de taux des obligations du Québec sont demeurés à de très faibles niveaux. Par contraste, les écarts de taux pour les obligations de la Colombie-Britannique ont conservé une trajectoire haussière jusqu'au dépôt du budget de la province à la mi-février. Avec une cible de surplus budgétaire révisée de près du double pour l'exercice financier qui s'achève, ainsi qu'une augmentation prévue de la dette de seulement 6,6 G\$ au cours des trois prochaines années (principalement pour le financement d'investissements en immobilisations), les obligations de la Colombie-Britannique semblent être revenues dans les bonnes faveurs des investisseurs et les écarts sont quelque peu retombés. En fin de compte, à -12 points de base pour l'écart sur l'horizon de trente ans, la différence des coûts d'emprunt de la Colombie-Britannique par rapport à l'Ontario se situe dans la moyenne des trois dernières années (graphique 19).
- Du côté de l'Alberta, le gouvernement envisage des compressions de 5 % des dépenses budgétaires pour pallier la chute prévue des revenus de redevances. Malgré cela, des déficits sont anticipés pour les trois prochaines années, alors que la lente remontée prévue des prix du pétrole implique que le gouvernement devra se débrouiller avec des revenus significativement amputés par rapport aux dernières années. Les écarts des taux albertains de long terme par rapport à ceux de l'Ontario ont tout de même cessé d'augmenter : les mauvaises nouvelles semblent avoir été escomptées et le prix du pétrole évolue de manière un peu plus stable depuis le début de l'année. Hormis d'autres surprises lors du dévoilement du budget dans les prochaines semaines, les écarts de l'Alberta devraient continuer de se maintenir près des niveaux actuels.
- Du côté des obligations des sociétés, la réduction de la volatilité boursière enregistrée depuis la fin du mois de janvier a encouragé un rétrécissement des écarts (graphique 20). Il en résulte que les entreprises bénéficient toujours de conditions d'emprunt extrêmement avantageuses. Par exemple, les rendements à maturité des titres émis par certaines grandes entreprises européennes, comme Électricité de France, Nestlé et Royal Dutch Shell, sont passés brièvement en territoire négatif récemment. Cela témoigne d'un environnement encore marqué par la recherche frénétique de rendement à l'échelle planétaire. Cette situation ne risque pas de changer à court terme, alors que les mesures d'assouplissement quantitatif en Europe et au Japon continueront d'orienter les investisseurs vers les classes d'actifs risquées.

Graphique 18 – Un creux datant de 2011 pour l'écart de taux Ontario–Canada



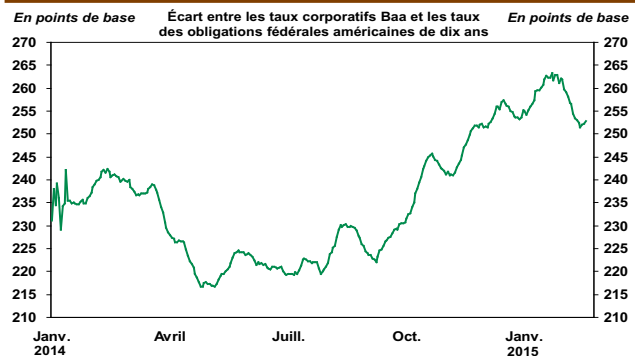
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 19 – L'écart Colombie-Britannique–Ontario revient à sa moyenne



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 20 – La tendance des écarts de taux des sociétés s'est quelque peu renversée depuis le début de l'année



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

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	0,50	0,75	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
Décembre 2014			
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
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	3,50
28	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
29	Banque du Mexique	s.q.	3,00
Février 2015			
2	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	2,25
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
12	Banque de Suède	-10 p.b.	-0,10
17	Banque de Corée	s.q.	2,00
17-18	Banque du Japon	---	---

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

Date	Banque centrale
Mars 2015	
2	Banque de réserve d'Australie
4	Banque du Brésil
4	Banque du Canada
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
12	Banque de Corée
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
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
29	Banque de Suède
30	Banque du Japon
30	Banque du Mexique
Mai 2015	
5	Banque de réserve d'Australie
7	Banque de Norvège
11	Banque d'Angleterre
15	Banque de Corée
21-22	Banque du Japon

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	1,60	1,70	1,90	2,00	2,05	2,15	2,30	2,40
10 ans	2,73	2,52	2,51	2,17	2,05	2,20	2,35	2,50	2,55	2,65	2,80	3,00
30 ans	3,56	3,34	3,21	2,75	2,65	2,75	2,85	3,00	3,05	3,10	3,20	3,35
Pente												
5 ans - 3 mois	1,66	1,56	1,75	1,60	1,55	1,60	1,35	1,15	1,15	1,15	1,00	0,80
10 ans - 2 ans	2,34	2,09	1,95	1,54	1,40	1,40	1,25	1,20	1,15	1,10	1,10	1,20
30 ans - 3 mois	3,51	3,30	3,19	2,71	2,60	2,65	2,30	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	0,35	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	0,40	0,55	0,70	0,80	0,90	1,25	1,40	1,55
5 ans	1,71	1,53	1,63	1,34	0,75	0,90	1,25	1,40	1,55	1,70	1,80	1,90
10 ans	2,46	2,24	2,15	1,79	1,40	1,55	1,70	1,90	2,00	2,20	2,30	2,40
30 ans	2,96	2,78	2,67	2,34	2,00	2,10	2,25	2,40	2,50	2,60	2,65	2,80
Pente												
5 ans - 3 mois	0,82	0,59	0,71	0,42	0,40	0,50	0,85	1,00	0,95	0,70	0,70	0,50
10 ans - 2 ans	1,39	1,14	1,03	0,78	1,00	1,00	1,00	1,10	1,10	0,95	0,90	0,85
30 ans - 3 mois	2,07	1,84	1,75	1,42	1,65	1,70	1,85	2,00	1,90	1,60	1,55	1,40
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,84	0,90	0,90	0,88	0,30	0,30	(0,15)	(0,45)	(0,30)	0,00	(0,20)	(0,20)
2 ans	0,68	0,68	0,56	0,38	(0,25)	(0,25)	(0,40)	(0,50)	(0,50)	(0,30)	(0,30)	(0,25)
5 ans	(0,00)	(0,07)	(0,14)	(0,30)	(0,85)	(0,80)	(0,65)	(0,60)	(0,50)	(0,45)	(0,50)	(0,50)
10 ans	(0,27)	(0,28)	(0,36)	(0,38)	(0,65)	(0,65)	(0,65)	(0,60)	(0,55)	(0,45)	(0,50)	(0,60)
30 ans	(0,60)	(0,56)	(0,54)	(0,41)	(0,65)	(0,65)	(0,60)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	(0,55)	(0,55)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques