

## La chute de l'euro complique la tâche de plusieurs banques centrales

### FAITS SAILLANTS

- La Réserve fédérale (Fed) a finalement coupé la poire en deux lors de sa rencontre du 18 mars. D'une part, elle a retiré la mention sur la patience dans son communiqué. D'autre part, les dirigeants de la Fed ont revu à la baisse les prévisions concernant l'évolution des taux directeurs, et la médiane suggère maintenant seulement deux hausses de 25 points en 2015.
- La fragilité de la conjoncture, la force du dollar et la faiblesse de l'inflation suggèrent qu'il n'y aura pas de hausse des taux directeurs américains avant septembre et que les premières augmentations seront rapidement suivies par une pause.
- Après avoir réduit son taux cible des fonds à un jour de 25 points de base en janvier, la Banque du Canada a opté pour le *statu quo* lors de sa rencontre de mars. Le taux cible des fonds à un jour devrait demeurer à 0,75 % jusqu'en 2016. La possibilité d'une autre réduction dans les mois à venir ne peut toutefois pas être écartée.
- Comme prévu, la Banque centrale européenne (BCE) a commencé ses achats de titres souverains en mars. Les actions de la BCE ont encouragé d'autres banques centrales à assouplir leur politique monétaire. Cela a été le cas de la Banque nationale suisse, de la Banque centrale de Suède et de la Banque du Danemark.

### 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

Après un mois de février relativement calme, la volatilité est revenue en force sur les marchés financiers en mars. Le taux obligataire américain de dix ans a bondi aux environs de 2,25 % le 6 mars, après la publication de bonnes données sur l'emploi aux États-Unis. Ces données et certains commentaires des dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) semblaient alors ramener la possibilité d'une hausse des taux directeurs américains dès le mois de juin. Outre l'augmentation des taux obligataires, cette perception que la Fed pourrait bientôt commencer son resserrement monétaire a entraîné une baisse notable des indices boursiers et une nouvelle poussée du dollar américain, particulièrement par rapport à l'euro et aux devises des pays émergents.

Ces tendances du début mars n'ont pas duré. La publication de plusieurs données économiques décevantes aux États-Unis a rapidement ramené des doutes sur l'opportunité d'un resserrement monétaire, surtout dans un contexte de dollar très fort. La Fed a finalement coupé la poire en deux lors de sa rencontre du 18 mars. D'un côté, elle a retiré la mention sur la patience dans son communiqué, signalant ainsi qu'elle commencerait à véritablement étudier la possibilité de relever ses taux directeurs à partir de la rencontre des 16 et 17 juin prochains. D'un autre côté, elle a noté le ralentissement de l'économie américaine et les dirigeants de la Fed ont significativement revu à la baisse leurs prévisions concernant la croissance économique, l'inflation et, surtout, le niveau approprié des taux directeurs (graphique 1 à la page 2).

C'est ce dernier point qui a retenu l'attention des marchés. En décembre dernier, la prévision médiane des dirigeants de la Fed laissait entrevoir que le taux cible des fonds fédéraux augmenterait de 1,00 % d'ici la fin de 2015 et de près de 2,50 % d'ici la fin de 2016. La médiane des prévisions signale maintenant une hausse de seulement 0,50 % d'ici la fin de l'année et de 1,75 % d'ici la fin de 2016. Ces perspectives d'un resserrement beaucoup plus graduel des taux

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

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

**Benoît P. Durocher**  
Économiste principal

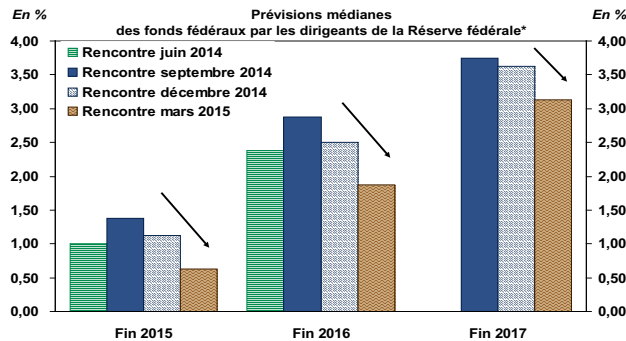
**Francis Généreux**  
Économiste principal

**Jimmy Jean**  
Économiste principal

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

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

**Graphique 1 – Les dirigeants de la Réserve fédérale prévoient un resserrement monétaire plus lent**



\* Ajustées pour être sur une base comparable.  
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

directeurs ont fait redescendre le taux obligataire de dix ans aux environs de 1,90 % et ont entraîné une rechute du dollar américain par rapport à la plupart des devises.

### LA PRUDENCE DE LA FED SEMBLE JUSTIFIÉE

On peut comprendre la Fed d'avoir adopté un message rassurant pour les investisseurs. Après un ralentissement en fin de 2014, tout indique que la croissance économique américaine sera limitée au premier trimestre de 2015, surtout à cause des effets de la météo. Dans ce contexte et alors que l'inflation annuelle évolue légèrement au-dessous de zéro, il ne semblait pas nécessaire d'adopter un discours *hawkish* qui aurait amplifié les tendances observées sur les marchés au début du mois de mars.

En premier lieu, la Fed voulait probablement éviter d'amplifier les pressions haussières sur le dollar américain. Avant la rencontre de la Fed, l'indice DXY, qui mesure la valeur du billet vert contre six importantes devises, était passé au-dessus de 100 pour la première fois depuis 2003 et il affichait une poussée spectaculaire de plus de 25 % depuis la mi-2014. Habituellement, la Fed porte toute son attention sur l'économie américaine et commente peu les développements internationaux. Cela s'explique par la taille massive de l'économie américaine qui rend la croissance de ce pays beaucoup moins dépendante de la demande étrangère. Elle note cependant dans son dernier communiqué l'affaiblissement des exportations américaines.

On peut penser que les dirigeants de la Fed ne se préoccupaient pas trop de l'appréciation du dollar lorsqu'elle reflétait essentiellement la surperformance de l'économie américaine. La poussée récente est cependant plus préoccupante puisqu'elle survient dans une période où les statistiques économiques américaines ont généralement été décevantes et qu'elle semble plutôt refléter les politiques quantitatives de la Banque centrale européenne (BCE).

### LA FAIBLESSE DE L'EURO AFFECTE ENCORE PLUS SES VOISINS

Si les conséquences de la politique monétaire très agressive de la BCE semblent faire hésiter la Fed, elles ont un impact direct sur les autres banques centrales d'Europe. La Banque nationale suisse, qui a dû abandonner son cours plancher entre le franc suisse et l'euro en janvier, continue de lutter avec acharnement pour éviter une appréciation supplémentaire du franc. Les taux directeurs négatifs sont ainsi devenus pratiquement inévitables pour les petits pays européens ayant leur propre devise. Malgré une performance économique enviable au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre doit mettre de côté pour le moment toute possibilité de resserrement monétaire étant donné la force de la livre par rapport à l'euro.

### UN EXCÈS DE PRUDENCE COMPORTE AUSSI CERTAINS RISQUES

Si les hésitations de la Fed à amorcer un resserrement monétaire semblent actuellement justifiées, cela ne veut pas dire que sa stratégie ne comporte pas certains risques. En premier lieu, cela encouragera certains investisseurs qui sont convaincus que les taux directeurs demeureront toujours extrêmement bas. De fait, les contrats à terme se sont rapidement ajustés après la rencontre du 18 mars et ils laissent maintenant entrevoir seulement quatre hausses de taux d'ici la fin de 2016. Une telle perception risque encore une fois d'encourager la prise de risque et la course au rendement, amplifiant les probabilités d'une bulle financière. Le risque d'une réaction très négative des marchés le jour où la Fed commencera réellement à resserrer sa politique monétaire demeure ainsi bien présent. On peut aussi se demander s'il est souhaitable de nourrir la perception que la Fed se laisse influencer par les mouvements des marchés financiers.

### L'ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS PERDURERA ENCORE UN CERTAIN TEMPS

Si la stratégie de la Fed comporte certains risques à moyen terme, elle devrait lui permettre de gagner du temps et de maintenir des conditions financières très expansionnistes au cours des prochains mois. Si, comme nous le pensons, l'économie américaine reprend rapidement du tonus, nous continuons de penser que la Fed commencera à relever ses taux directeurs en septembre prochain. Son message de hausse très graduelle pourrait toutefois lui faire prendre une pause après seulement deux hausses de taux. Cette remontée plus graduelle des taux directeurs américains nous amène à revoir légèrement à la baisse nos prévisions concernant les taux obligataires nord-américains.

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou, CFA**

Économiste principal

# RÉSERVE FÉDÉRALE

## Moins patiente, mais aussi moins optimiste

- La création d'emplois demeure au rendez-vous aux États-Unis avec 295 000 embauches en février et une nouvelle baisse du taux de chômage. Toutefois, plusieurs autres indicateurs montrent une conjoncture moins positive. La baisse de l'indice des surprises économiques, qui fait le lien entre les résultats publiés et les attentes, démontre bien les pronostics déçus (graphique 2). Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette faiblesse et, heureusement, ceux-ci sont surtout temporaires. On pense en premier lieu aux conditions hivernales difficiles dans plusieurs régions et au conflit de travail qui a sévi dans les ports de la côte Ouest des États-Unis entre décembre et février.
- C'est dans ce contexte d'amélioration du marché du travail et de déception face à d'autres indicateurs importants que les membres du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) se sont réunis à la mi-mars. À l'égard des bons chiffres de l'emploi et après différentes allocutions des dirigeants, il était attendu que la Fed enlève de son communiqué la mention de patience. C'est maintenant chose faite. Toutefois, la Fed a utilisé la publication de ses prévisions pour indiquer qu'elle n'est pas prête à amorcer rapidement le relèvement de ses taux directeurs. D'une part, les prévisions économiques ont été largement revues à la baisse. La croissance économique attendue pour 2015 (variation annuelle du PIB réel au quatrième trimestre) a été amputée de 0,3 point de pourcentage pour se retrouver dans une fourchette allant de 2,3 % à 2,7 %. C'est en dessous de nos propres anticipations (graphique 3). Du même souffle, les prévisions pour 2016 et 2017 ont aussi été diminuées, tout comme les attentes concernant l'inflation. D'autre part, les dirigeants de la Fed ont revu à la baisse les prévisions concernant l'évolution des taux directeurs, et la médiane suggère seulement deux hausses de 25 points en 2015.
- Il serait donc étonnant que la Fed se presse pour augmenter ses taux. On peut aussi croire que les hausses de taux seront très graduelles et parsemées de pauses. Comme son vice-président, Stanley Fisher, l'a dit récemment : « *A smooth path upward in the federal funds rate will almost certainly not be realized, because, inevitably, the economy will encounter shocks* ». La fragilité de la conjoncture, la force du dollar et la faiblesse de l'inflation (graphique 4) suggèrent qu'il n'y aura pas de hausse avant septembre et que les premières augmentations seront rapidement suivies par une pause.

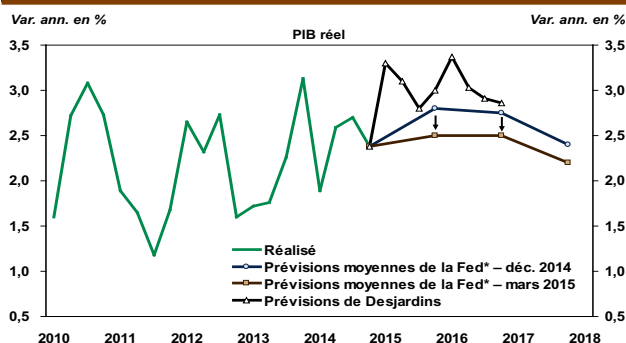
**Prévisions :** La Fed devrait amorcer le relèvement des taux directeurs en septembre 2015. Le haut de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devrait se situer à 0,75 % à la fin de l'année, puis à 1,50 % à la fin de 2016.

**Graphique 2 – Les indicateurs économiques performent moins bien qu'attendu aux États-Unis**



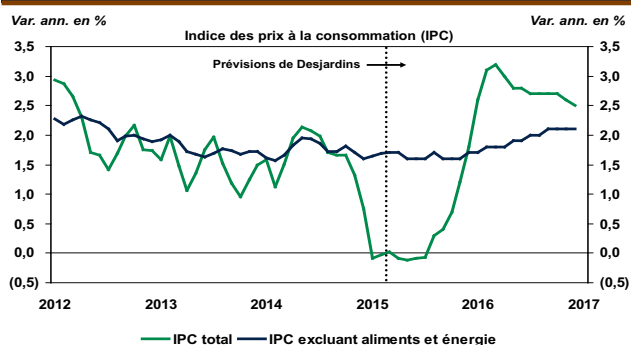
Sources : Citigroup, Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 3 – Les prévisions de croissance économique de la Réserve fédérale ont été revues à la baisse**



\* Réserve fédérale.  
Sources : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – L'inflation totale américaine restera pratiquement à zéro jusqu'à l'été**



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

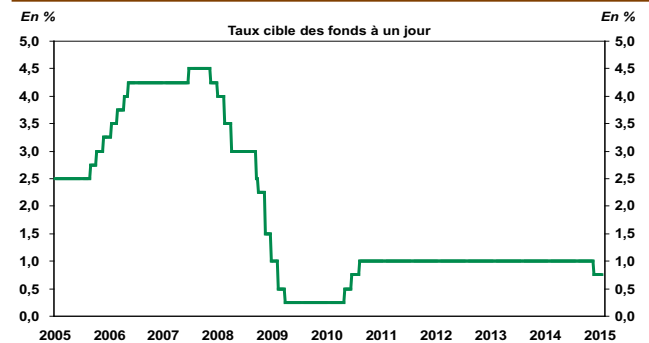
# BANQUE DU CANADA

## Une autre baisse de taux ne peut être écartée

- Après avoir réduit son taux cible des fonds à un jour de 25 points de base en janvier, la Banque du Canada (BdC) a opté pour le *statu quo* lors de sa rencontre du mois de mars (graphique 5). Ce retour au *statu quo* indique que la BdC est assez confiante que les conditions monétaires actuelles seront suffisamment accommodantes pour permettre à l'économie canadienne de traverser les difficultés à venir. Rappelons que les conditions monétaires sont une combinaison de la dépréciation du dollar canadien, du bas niveau des taux obligataires et des effets de la baisse des taux d'intérêt directeurs annoncée en janvier. On ne peut toutefois pas exclure la possibilité qu'une autre baisse de taux soit décrétée dans les prochains mois.
- Les plus récents résultats économiques sont d'ailleurs assez décevants. Le volume des ventes des manufacturiers a diminué de 1,0 % en janvier alors que celui des ventes des détaillants et des grossistes a reculé de 1,2 % et de 3,3 % respectivement (graphique 6). La plupart de ces variables avaient toutefois connu une croissance exceptionnelle en décembre dernier. Pour l'instant, il est donc difficile de départager entre l'effet de ressac associé à un retour plus normal de l'activité au sein de ces secteurs ou le début d'une tendance nettement plus faible de la croissance économique au pays. Il est trop tôt pour conclure, mais si l'activité ne devait pas s'accélérer en février et en mars, l'ensemble du premier trimestre pourrait bien se solder par une progression inférieure à 1 % (à rythme trimestriel annualisé), soit sous la prévision de la BdC (1,5 %). Ce risque ouvre la voie à la possibilité qu'une autre réduction des taux d'intérêt directeurs soit éventuellement décrétée.
- Par contre, l'inflation a démontré une certaine résilience récemment, ce qui pourrait inciter les autorités monétaires à faire preuve de prudence et à se montrer patiente dans la gestion de leur politique monétaire. Même si certains effets de base découlant de la baisse des prix de l'essence survenue entre l'été 2014 et janvier 2015 pourraient pousser temporairement le taux annuel d'inflation totale sous la cible inférieure dans les mois à venir, certaines pressions haussières sur les prix sont sans équivoque, en particulier pour les biens et services importés en raison de l'effet de la dépréciation du huard. Ainsi, la variation annuelle de l'indice de référence (IPCX) demeure aux alentours de 2 % (graphique 7).

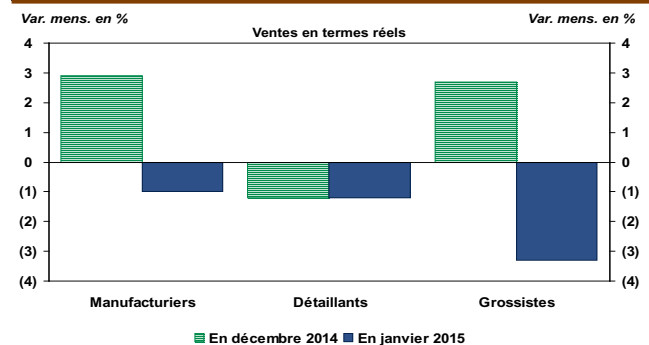
**Prévisions :** Le scénario le plus probable demeure un prolongement du *statu quo* concernant le taux cible des fonds à un jour jusqu'en 2016. La possibilité d'une autre réduction dans les mois à venir ne peut toutefois pas être écartée advenant une croissance économique plus faible que prévue ou une nouvelle diminution significative des prix du pétrole.

**Graphique 5 – Le *statu quo* de la Banque du Canada devrait se prolonger encore plusieurs mois**



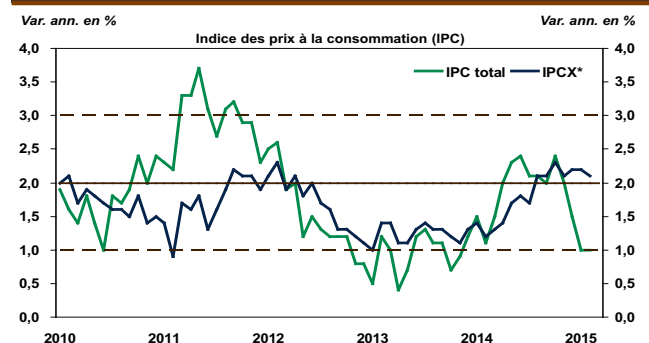
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – Plusieurs résultats économiques ont été décevants en janvier**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 7 – L'inflation de référence demeure près de la cible médiane**



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

# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## Les actions de la Banque centrale européenne mettent de la pression sur d'autres banques centrales

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Comme prévu, la BCE a commencé ses achats de titres souverains en mars. Aucune nouvelle mesure n'est attendue pour les prochaines rencontres de politique monétaire à moins que les mesures déjà en place ne parviennent pas à insuffler un élan positif durable à la dynamique de l'économie et de l'inflation. À ce sujet, mentionnons que les plus récentes données montrent une certaine amélioration sur le plan économique, ce qui augure bien pour la suite des choses (graphique 8).
- Les actions de la BCE ont encouragé d'autres banques centrales à lui emboîter le pas. Cela a été le cas de la Banque nationale suisse, de la Banque centrale de Suède et de la Banque du Danemark qui ont toutes abaissé certains de leurs taux directeurs en territoire négatif. La Banque centrale de Suède a poussé plus loin son imitation en annonçant un programme d'achat d'actifs en février, lequel a été bonifié en mars.

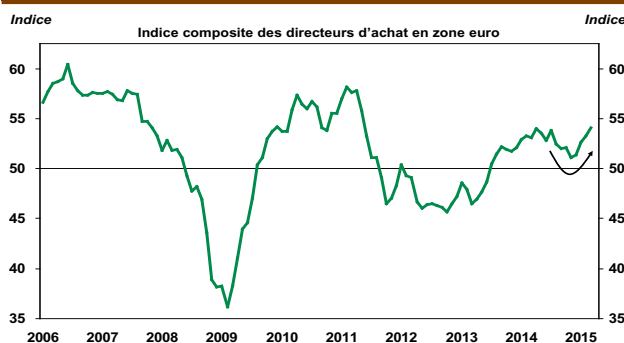
### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- La BoE fait figure d'exception sur le Vieux Continent. La bonne tenue de l'économie britannique ne justifie pas que la BoE accompagne les autres banques centrales avec des assouplissements. Cela se reflète notamment sur le taux de change avec l'euro qui a récemment atteint son plus bas niveau depuis 2007 à 0,70 £/€ (graphique 9). L'appréciation de la livre pourrait devenir un enjeu important dans les prochains mois. Le compte rendu de la dernière rencontre de politique monétaire montre que les dirigeants de la BoE s'inquiètent des divergences des politiques monétaires qui pourraient favoriser l'appréciation de la livre et risquer de prolonger la période de faible inflation. Dans ce contexte, la BoE pourrait se montrer encore plus patiente avant d'amorcer un resserrement monétaire.

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

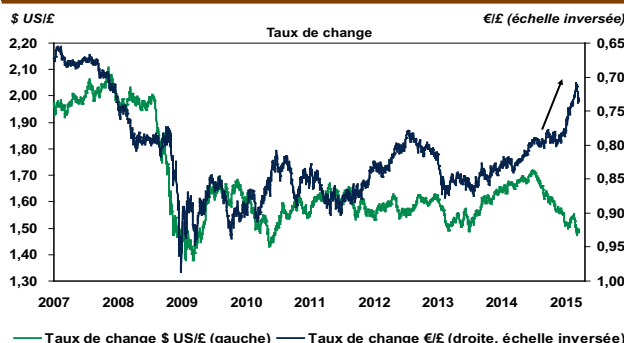
- Une porte pourrait s'ouvrir au printemps pour de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire au Japon. La BoJ estime que la variation annuelle des prix excluant les aliments frais se situerait entre 0,0 % et 0,5 % sans l'effet de la hausse de la taxe de vente d'avril dernier (graphique 10). Ainsi, l'inflation pourrait tomber en territoire négatif prochainement, ce qui serait loin de concorder avec la cible d'inflation de 2 %. L'amélioration des données économiques japonaises pourrait par contre encourager la BoJ à la patience. Il faut dire aussi qu'elle est déjà très active avec ses achats de titres et qu'elle pourrait mettre une partie de la faiblesse de l'inflation sur le dos de la baisse des prix du pétrole. À notre avis, ces derniers arguments pourraient l'emporter pour quelque temps, mais à plus long terme, un prolongement des mesures actuelles devrait être nécessaire.

Graphique 8 – Remontée encourageante de l'indice des directeurs d'achat en zone euro



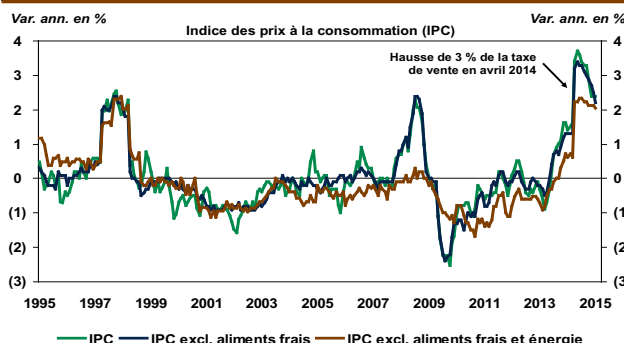
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La livre s'est fortement appréciée par rapport à l'euro au cours des derniers mois



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – L'effet sur l'inflation de la hausse de la taxe de vente prendra fin en avril prochain au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

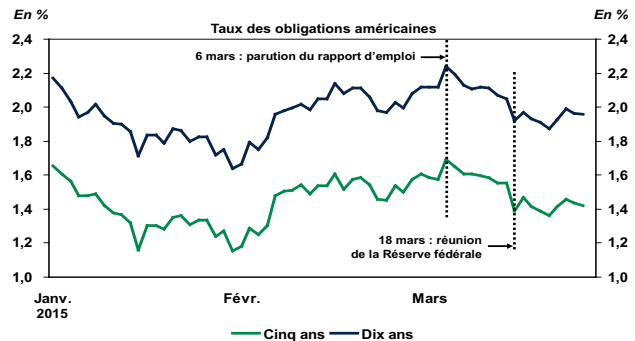
## « Don't fight the Fed »

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Deux événements clés ont façonné les mouvements du marché obligataire en mars : le rapport de création d'emplois du mois de février et la décision de la Réserve fédérale (Fed). Un autre mois d'embauches étonnamment vigoureux (295 000 contre les 235 000 anticipées par le consensus) a convaincu les marchés que la Fed cesserait de faire référence à la notion de « patience » dans son communiqué de politique monétaire, ce qui conférerait du même coup à la Fed l'option d'entamer la normalisation des taux dès le mois de juin. Le taux de dix ans est monté jusqu'à 2,25 % après le rapport de création d'emplois, et celui de cinq ans a même rejoint le 1,70 %, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis décembre.
- Douze jours plus tard, la Fed a validé les hypothèses d'un retrait de la mention de patience, non sans nuancer la portée du geste. La forte révision en baisse de la trajectoire des taux directeurs, telle que vue par les dirigeants de la Fed, a laissé comprendre que la banque centrale prendrait son temps. Les taux ont fortement chuté et, témoignant de la puissance du message véhiculé par la Fed, ils s'établissaient en fin de mois sous les niveaux précédant le résultat des données d'emploi (graphique 11).
- Hormis ces deux événements, on note que la teneur des statistiques économiques américaines a été plutôt décevante ces derniers temps, et il faut s'attendre à un trimestre de vache maigre en ce qui concerne la croissance du PIB. La thématique des flux importants de capitaux en provenance de l'Europe demeure par ailleurs intacte, et l'incapacité du marché à maintenir une tendance haussière pour les taux reflète en partie cette dynamique. Du côté des anticipations d'inflation, la remontée de janvier et de février a fait place à un nouvel affaiblissement en mars (graphique 12). La vigueur du dollar américain (graphique 13) et la vulnérabilité des prix du pétrole à une nouvelle baisse laissent croire que l'inflation demeurera faible pour encore un bon moment.

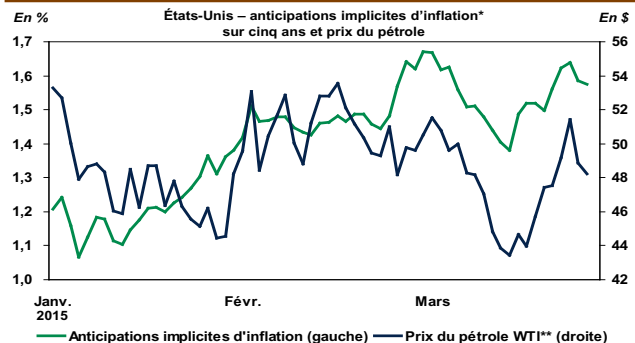
**Prévisions :** Le communiqué de la Fed de mars renforce notre conviction quant à un début de resserrement en septembre. Toutefois, la prudence affichée par les dirigeants milite pour que seulement deux hausses soient décrétées cette année, alors que notre scénario précédent en comprenait trois. Conformément à ce changement, nous révisons en baisse nos cibles de fin d'année, et celle concernant le taux de dix ans s'établit maintenant à 2,45 %. Le rebond attendu de la croissance américaine au deuxième trimestre devrait aider les taux à progresser, mais les politiques monétaires expansionnistes ailleurs dans le monde continueront de représenter un facteur restreignant l'ampleur de la remontée.

**Graphique 11 – La création d'emplois et la réunion de la Réserve fédérale ont fait réagir en mars**



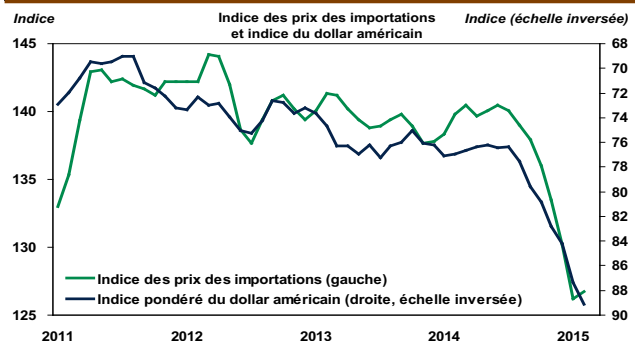
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 12 – Les anticipations d'inflation sont sensibles aux mouvements des prix du pétrole**



\* Selon l'écart entre les taux des obligations nominales et ceux des obligations indexées à l'inflation; \*\* West Texas Intermediate. Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – La vigueur du dollar contribue grandement à la baisse des prix à l'importation**



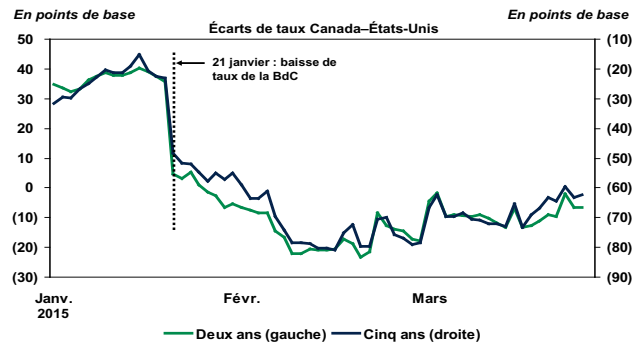
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

## OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les obligations canadiennes ont été entraînées dans des directions diverses en début d'année, sous l'effet des actions et des commentaires de la Banque du Canada (BdC). À la fin de février, le gouverneur Stephen Poloz a signalé qu'une seule réduction de taux offrait l'assurance nécessaire pour pallier les effets néfastes de la chute des prix du pétrole et, conformément à ce commentaire, la BdC a conservé le *statu quo* le 4 mars dernier. Depuis cet épisode, la tendance des taux canadiens est essentiellement dictée par celle des taux américains. Les écarts de taux évoluent à peu près à plat depuis la fin de février (graphique 14). La courbe canadienne a ainsi connu un aplatissement relativement similaire à celui observé aux États-Unis en mars.
- Cela n'implique pas que les marchés aient dérogé de l'anticipation d'un nouveau geste de détente monétaire. Sans qu'ils s'attendent à un assouplissement de manière incessante, les contrats à terme intègrent implicitement une forte probabilité de nouvelle réduction des taux directeurs en cours d'année (graphique 15). Il faut dire que les plus récentes données économiques ont peu fait pour calmer ces spéculations (graphique 16). Nous avons révisé en baisse nos prévisions de croissance pour le premier trimestre de 2015, à 1,0 %, et les risques semblent orientés à la baisse.
- La BdC semble néanmoins démontrer une certaine tolérance pour les déceptions à court terme. Elle a laissé entrevoir en mars que le choc des cours pétroliers pourrait se faire sentir plus rapidement qu'escompté en début d'année, mais a tout de même estimé que le degré de détente monétaire demeurerait approprié. Elle a entre autres invoqué un effet bénéfique des mesures de stimulation décrétées outre-mer sur les conditions financières au Canada. Si l'on s'appuie sur ce message, la BdC demeurera sur les lignes de côté et continuera de soupeser l'évolution de certains facteurs, tels que l'évolution des cours pétroliers, la performance de l'économie américaine, l'inflation et la tenue du marché immobilier dans l'Ouest. Étant donné l'incertitude actuelle, il faut s'attendre à ce que les investisseurs continuent d'escompter des baisses de taux futures, mais les signaux parfois alambiqués envoyés par la BdC pourraient encore causer des mouvements de forte amplitude.

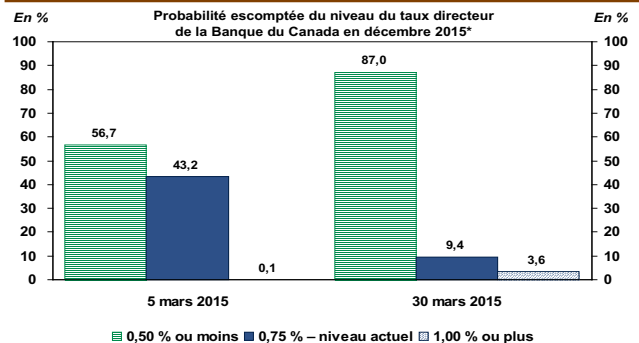
**Prévisions :** Notre scénario de taux pour le Canada est actuellement arrimé sur l'hypothèse du maintien du *statu quo* pour les taux directeurs au Canada, et les changements principaux par rapport à notre ancien scénario touchent les échéances de court terme. Nos cibles de rendement pour les échéances longues font également l'objet de légères révisions à la baisse, conformément aux ajustements concernant le scénario de taux américain.

**Graphique 14 – Les écarts de taux sont un peu plus stables depuis la mi-février**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 15 – Les marchés ne sont pas convaincus que la Banque du Canada a terminé sa détente monétaire**



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

**Graphique 16 – L'économie canadienne connaît des moments plus éprouvants**

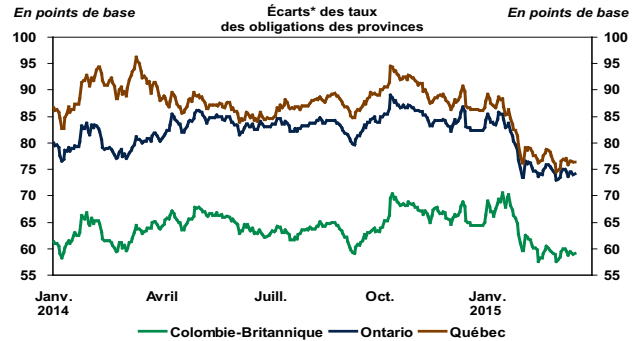


Sources : Bloomberg, Citigroup et Desjardins, Études économiques

**OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES**

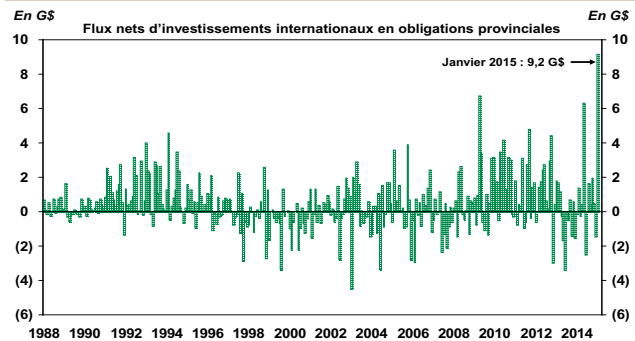
- Les titres de dette provinciaux ont connu un bon début d'année et les écarts par rapport aux obligations fédérales demeurent à des niveaux faibles pour la plupart des grands émetteurs (graphique 17). Encore une fois, le catalyseur principal semble être la quête effrénée de rendement au niveau mondial, notamment amplifiée par l'assouplissement quantitatif et la situation des taux obligataires très faibles, voire négatifs, prévalant outre-Atlantique. Ce contexte semble avoir augmenté l'attrait pour les obligations des provinces. Les dernières statistiques sur les transactions internationales de valeurs mobilières confirment que les obligations provinciales ont attiré l'attention des étrangers. En janvier, ces derniers ont gonflé de 9,2 G\$ leur détention pour ces titres, soit un flux net record (graphique 18). Il faut dire que même s'ils ont beaucoup diminué, les rendements à maturité des obligations de référence à l'échéance de dix ans s'établissent aux alentours de 1,9 % pour l'Ontario et le Québec. Par contraste, une obligation allemande de dix ans n'affiche guère plus que 0,2 % de rendement.
- Sur le plan fondamental, la saison budgétaire bat son plein, et l'Alberta et le Québec ont été parmi les provinces qui ont présenté leurs plans récemment. L'Alberta fait face à des déficits de 5,0 G\$ en 2015-2016 et de 3,0 G\$ en 2016-2017. Elle utilisera son fonds de prévoyance pour absorber le choc. Toutefois, la province devra emprunter un montant moyen de 9,5 G\$ au cours des trois prochains exercices pour financer ses investissements en immobilisations, ce qui est supérieur à la moyenne annuelle récente. En revanche, le Québec a annoncé un programme d'emprunts de seulement 12,2 G\$ en 2015-2016, alors que le retour à l'équilibre budgétaire est prévu et que les emprunts par anticipation ont été plus importants qu'en moyenne au cours du dernier exercice financier. À noter que le montant d'emprunts établi pour 2015-2016 prévoit 4,0 G\$ de financement par anticipation. Tout compte fait, les investisseurs peuvent s'attendre à une offre plus généreuse qu'à l'habitude d'obligations albertaines, et vraisemblablement l'inverse concernant les obligations du Québec.
- Même si la volatilité boursière s'est quelque peu accentuée depuis le début de l'année, cela n'a pas nui outre mesure aux écarts des taux des sociétés, qui demeurent à des niveaux très faibles, reflétant la demande de rendement. Du côté de l'offre, après un mois de janvier relativement tranquille, les émissions d'obligations ont bondi fortement au Canada en février, alors que 14 G\$ de titres ont été offerts aux investisseurs. Il s'agissait de la plus forte quantité d'émission depuis septembre 2013. Le premier trimestre de 2015 a d'ailleurs été l'un des plus actifs au chapitre des émissions au cours des dernières années (graphique 19). Les banques ont représenté 81 % des émissions, ce qui n'est pas surprenant étant donné leurs imposants besoins de refinancement en 2015. Illustrant les conditions avantageuses, les sociétés canadiennes ont globalement émis à un taux de coupon moyen pondéré de 2,4 % depuis le début de l'année, contre 3,4 % à pareille date l'an dernier. Nous demeurons d'avis que la classe d'actifs demeurera prisée en raison des conditions prévalant sur les marchés financiers mondiaux.

**Graphique 17 – La recherche de rendement maintient la pression baissière sur les écarts de taux**



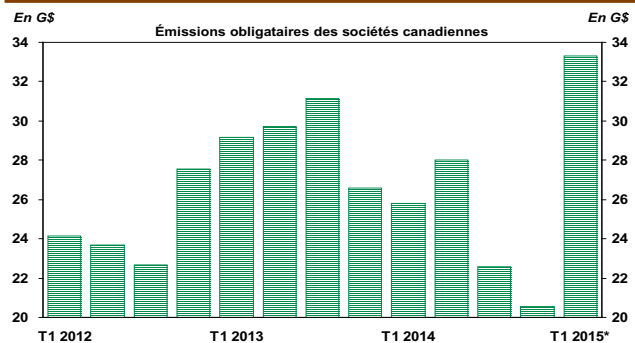
\* Taux des obligations de dix ans par rapport au taux de l'obligation fédérale correspondante.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 18 – Les étrangers ont acquis un montant record d'obligations provinciales en janvier**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 19 – Les émetteurs obligataires canadiens très actifs au premier trimestre**



\* Jusqu'au 25 mars inclusivement.  
Sources : Desjardins, Marchés des capitaux 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
<b>États-Unis</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50
<b>Canada</b>												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
<b>Zone euro</b>												
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
<b>Royaume-Uni</b>												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
<b>Japon</b>												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Tableau 2**  
**Calendrier et taux directeurs**

Date	Banque centrale	Décision	Taux
<b>Janvier 2015</b>			
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
<b>Février 2015</b>			
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	---	---
<b>Mars 2015</b>			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,25
4	Banque du Brésil	+50 p.b.	12,75
4	Banque du Canada	s.q.	0,75
5	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
11	Banque de Corée	-25 p.b.	1,75
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	3,50
16-17	Banque du Japon	---	---
18	Banque de Suède	-15 p.b.	-0,25
18	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
19	Banque de Norvège	s.q.	1,25
19	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
26	Banque du Mexique	s.q.	3,00

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

Date	Banque centrale
<b>Avril 2015</b>	
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
29	Banque du Brésil
30	Banque du Japon
30	Banque du Mexique
<b>Mai 2015</b>	
5	Banque de réserve d'Australie
7	Banque de Norvège
11	Banque d'Angleterre
15	Banque de Corée
21-22	Banque du Japon
27	Banque du Canada
<b>Juin 2015</b>	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Banque centrale européenne
3	Banque du Brésil
4	Banque d'Angleterre
4	Banque du Mexique
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
11	Banque de Corée
17	Réserve fédérale
18	Banque de Norvège
18	Banque nationale suisse

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
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,05	0,04	0,02	0,04	0,05	0,15	0,50	0,65	0,70	1,00	1,20	1,50
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,39	0,42	0,56	0,63	0,55	0,70	1,00	1,20	1,30	1,55	1,70	1,80
5 ans	1,71	1,60	1,77	1,64	1,40	1,55	1,75	1,90	2,00	2,15	2,30	2,40
10 ans	2,73	2,52	2,51	2,17	1,95	2,05	2,30	2,45	2,50	2,65	2,80	3,00
30 ans	3,56	3,34	3,21	2,75	2,55	2,65	2,85	2,95	3,00	3,10	3,20	3,35
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	1,66	1,56	1,75	1,60	1,35	1,40	1,25	1,25	1,30	1,15	1,10	0,90
10 ans - 2 ans	2,34	2,09	1,95	1,54	1,40	1,35	1,30	1,25	1,20	1,10	1,10	1,20
30 ans - 3 mois	3,51	3,30	3,19	2,71	2,50	2,50	2,35	2,30	2,30	2,10	2,00	1,85

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
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,89	0,94	0,92	0,92	0,55	0,60	0,65	0,65	0,70	1,00	1,10	1,40
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,07	1,10	1,12	1,01	0,50	0,65	0,85	0,95	1,05	1,30	1,45	1,55
5 ans	1,71	1,53	1,63	1,34	0,80	0,90	1,15	1,35	1,50	1,70	1,80	1,90
10 ans	2,46	2,24	2,15	1,79	1,40	1,45	1,70	1,85	1,95	2,20	2,30	2,40
30 ans	2,96	2,78	2,67	2,34	2,00	2,10	2,30	2,40	2,45	2,60	2,65	2,80
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,82	0,59	0,71	0,42	0,25	0,30	0,50	0,70	0,80	0,70	0,70	0,50
10 ans - 2 ans	1,39	1,14	1,03	0,78	0,90	0,80	0,85	0,90	0,90	0,90	0,85	0,85
30 ans - 3 mois	2,07	1,84	1,75	1,42	1,45	1,50	1,65	1,75	1,75	1,60	1,55	1,40
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,84	0,90	0,90	0,88	0,50	0,45	0,15	0,00	0,00	0,00	(0,10)	(0,10)
2 ans	0,68	0,68	0,56	0,38	(0,05)	(0,05)	(0,15)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	(0,25)
5 ans	(0,00)	(0,07)	(0,14)	(0,30)	(0,60)	(0,65)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	(0,45)	(0,50)	(0,50)
10 ans	(0,27)	(0,28)	(0,36)	(0,38)	(0,55)	(0,60)	(0,60)	(0,60)	(0,55)	(0,45)	(0,50)	(0,60)
30 ans	(0,60)	(0,56)	(0,54)	(0,41)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,50)	(0,55)	(0,55)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques