

L'année débute bien pour le marché obligataire

FAITS SAILLANTS

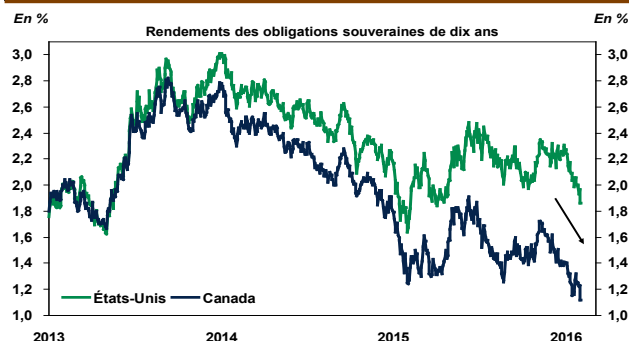
- Les taux obligataires américains ont fortement diminué au commencement de 2016 alors qu'un fort sentiment négatif est apparu sur les marchés. Les déclencheurs de ce nouveau vent de panique ont encore une fois été la Chine et le pétrole.
- Même si la croissance économique a été faible dans les pays avancés à la fin de 2015, les perspectives de croissance mondiale demeurent assez favorables pour 2016.
- Les événements des dernières semaines laissent entrevoir que l'inflation demeurera faible en 2016 et que les politiques monétaires seront encore plus expansionnistes que ce qui était anticipé précédemment.
- Aux États-Unis, nous prévoyons maintenant que la Réserve fédérale opérera pour le *statu quo* en mars et n'augmentera ses taux directeurs que de 0,50 % pour l'ensemble de 2016.
- Il est probable que la Banque du Canada gardera le cap au cours des prochains mois en laissant le taux cible des fonds à un jour à 0,50 %. Cela dit, la possibilité d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt directeurs au printemps ne peut pas être écartée si jamais les prix du pétrole devaient continuer à reculer.

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

Il est maintenant clair que l'amorce du resserrement monétaire américain n'aura pas été le coup de grâce pour le marché obligataire. Après avoir quelque peu augmenté en décembre dernier, particulièrement dans la partie courte de la courbe, les taux obligataires américains ont fortement diminué au commencement de 2016 alors qu'un fort sentiment négatif est apparu sur les marchés (graphique 1). Le taux américain de dix ans est ainsi récemment redescendu en dessous du niveau symbolique de 2,00 % alors que les Bourses enregistraient un de leurs pires débuts d'année et que le pétrole semblait vouloir descendre près des 20 \$ US le baril.

Graphique 1 – Malgré l'augmentation des taux directeurs américains, les taux obligataires ont fortement diminué



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

UN PESSIMISME EXAGÉRÉ

Les déclencheurs de ce nouveau vent de panique ont encore une fois été la Chine et le pétrole. Une nouvelle baisse des Bourses chinoises et des pressions baissières sur le yuan ont ravivé les inquiétudes des investisseurs. Dans l'ensemble, les dernières données économiques chinoises sont cependant plutôt rassurantes alors que le commerce extérieur et le crédit semblent commencer à se raffermir. Même si la croissance économique a été faible dans les pays avancés à la fin de 2015, particulièrement en Amérique du Nord, les

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

perspectives de croissance mondiale demeurent assez favorables pour 2016.

DES PERSPECTIVES PLUS FAIBLES POUR LE PÉTROLE

La chute des cours pétroliers paraît de son côté un peu plus justifiée par la poussée des stocks mondiaux de brut et par la confirmation de la levée des sanctions commerciales contre l'Iran. Il semble maintenant que les cours pétroliers ne dépasseront pas beaucoup les 30 \$ US le baril au cours du premier semestre de 2016. Il va sans dire que des prix aussi faibles représentent un défi de taille pour le secteur énergétique. Il est toutefois important de se rappeler que les bas cours pétroliers reflètent essentiellement un choc d'offre et non une faiblesse de la demande mondiale. Au pire de la panique de janvier, les investisseurs semblaient ignorer ce fait et voyaient plutôt la chute des prix du pétrole comme un signe de récession mondiale justifiant des cours pétroliers toujours plus bas. À notre avis, les cours pétroliers actuels sont amplement bas pour rééquilibrer le marché mondial du pétrole d'ici quelques trimestres et une baisse supplémentaire risquerait d'entraîner d'importantes coupures de production, particulièrement en Amérique du Nord.

LES BANQUES CENTRALES N'ONT PAS TARDÉ À RÉAGIR

Les perspectives moins favorables pour les prix du pétrole nous ont amenés à abaisser quelque peu nos perspectives de croissance pour l'économie canadienne. Pour les autres économies avancées, la principale conséquence est que l'inflation demeurera faible encore plus longtemps que ce qui était précédemment prévu. Souvent, les banques centrales ne tiennent pas compte d'une faiblesse temporaire de l'inflation liée à un choc externe. La situation actuelle est cependant différente puisque les autorités monétaires craignent que la faiblesse prolongée de l'inflation entraîne une baisse durable des anticipations d'inflation (graphique 2), ce qui nuirait à leur crédibilité et pourrait les empêcher de ramener l'inflation à la cible à moyen terme. La fragilité de la reprise

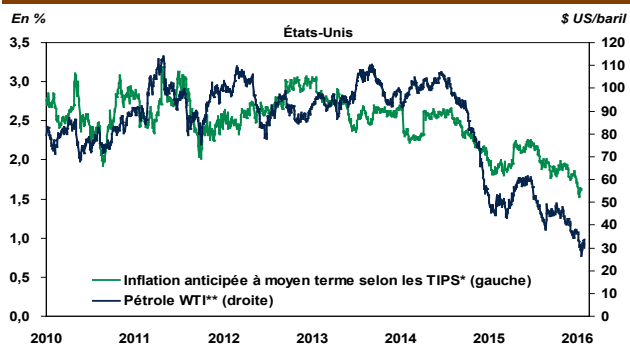
économique dans plusieurs pays incite aussi les banques centrales à réagir à une évolution défavorable des marchés financiers qui pourrait affecter la confiance des ménages et des entreprises. Ces préoccupations sont particulièrement aiguës au Japon et en zone euro et il n'est pas surprenant de voir que c'est deux banques centrales ont immédiatement réagi en annonçant ou en signalant un nouvel assouplissement de leur politique monétaire. Les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ont aussi clairement indiqué qu'ils suivaient l'évolution des marchés financiers de très près et les probabilités d'une deuxième hausse des taux directeurs dès le mois de mars ont clairement diminué.

UNE AUGMENTATION ENCORE PLUS LIMITÉE DES TAUX OBLIGATAIRES

Pour le marché obligataire, les événements des dernières semaines laissent entrevoir que l'inflation demeurera faible en 2016 et que les politiques monétaires seront encore plus expansionnistes que ce qui était anticipé précédemment. Aux États-Unis, nous prévoyons maintenant que la Fed optera pour le *statu quo* en mars et n'augmentera ses taux directeurs que de 0,50 % pour l'ensemble de 2016. Contrairement à l'an dernier, la Banque du Canada (BdC) ne semble pas pressée d'agir, préférant plutôt miser sur la faiblesse du dollar canadien et sur le prochain budget fédéral pour compenser les difficultés accrues du secteur énergétique. Une remontée des taux directeurs canadiens n'est cependant plus envisageable avant très tard en 2017. Dans ce contexte, nous avons revu à la baisse nos prévisions concernant les taux obligataires nord-américains au cours des prochains trimestres.

Une leçon des dernières semaines est qu'il faudra continuer de suivre de près les fluctuations des cours du pétrole. Une baisse supplémentaire pourrait convaincre la BdC d'abaisser ses taux directeurs, ou même d'envisager des mesures non traditionnelles, alors qu'un rebond pourrait ramener sur la table la possibilité d'un resserrement monétaire un peu plus rapide aux États-Unis.

Graphique 2 – La chute des cours pétroliers exerce des pressions baissières sur les anticipations d'inflation



* Treasury Inflation Protected Securities; ** West Texas Intermediate. Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

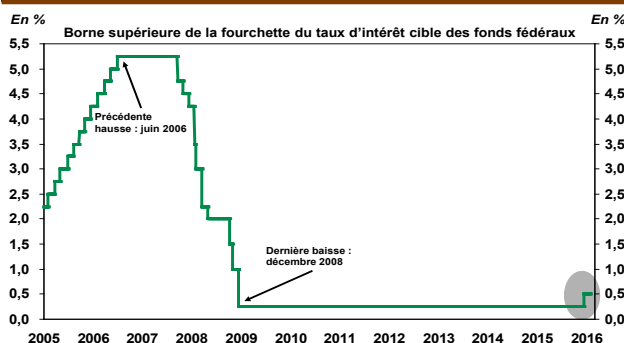
RÉSERVE FÉDÉRALE

Le contexte poussera la Réserve fédérale à encore plus de prudence

- Pour la première fois depuis 2006, les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ont opté pour une hausse des taux directeurs lors de leur réunion du mois de décembre (graphique 3). Au même moment, ils ont indiqué que « les conditions économiques évolueront de façon à ne prescrire que des hausses graduelles des taux d'intérêt ». Ce message vise à indiquer qu'il ne faut pas compter sur des augmentations de taux à chaque réunion de la Fed. La Fed a d'ailleurs opté pour le *statu quo* lors de sa réunion de janvier. Cette décision était à la fois unanime au sein du comité de politique monétaire et complètement anticipée par les marchés et les prévisionnistes.
- De toute façon, la conjoncture en place depuis le début de l'année ne laissait pas de marge de manœuvre aux dirigeants de la Fed. La grande volatilité des marchés financiers, encore inquiétés par l'économie chinoise et par la faiblesse des prix du pétrole, ne laissait pas de place à une autre hausse de taux. Le communiqué publié à la réunion de janvier faisait d'ailleurs état de certaines inquiétudes des dirigeants de la Fed concernant l'économie américaine. Il est vrai que les plus récentes données portant sur la conjoncture américaine ne sont pas très positives. La première estimation des comptes nationaux du quatrième trimestre montre une croissance annualisée du PIB réel de seulement 0,7 % (graphique 4). L'indice ISM manufacturier est demeuré faible en janvier à 48,2. On peut cependant se conforter avec le gain de certains indices de confiance des consommateurs, une amélioration sans doute appuyée par la faiblesse des prix de l'essence.
- La baisse des prix du pétrole et, par ricochet, de l'essence fait en sorte que les attentes concernant l'inflation sont revues à la baisse. Selon l'indice des prix à la consommation, la croissance moyenne des prix n'a été que de 0,1 % en 2015. Comme les prix de l'essence sont encore plus bas maintenant en moyenne nationale qu'ils l'étaient à leur creux précédent de janvier 2015 (graphique 5), on peut s'attendre à ce que l'inflation totale demeure faible au cours de la nouvelle année. La Fed a d'ailleurs mis un peu plus l'accent dans son communiqué de janvier sur la faiblesse de la hausse des prix. De plus, les anticipations de plus long terme concernant l'inflation ont encore diminué.

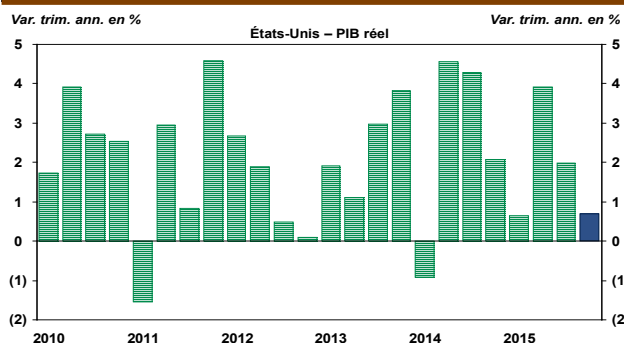
Prévisions : Les prévisions médianes des dirigeants de la Fed exprimées en décembre suggéraient quatre hausses de taux directeurs en 2016. Toutefois, la conjoncture actuelle et la faiblesse prévue de l'inflation laissent croire que la réalité des hausses de taux divergera de ce pronostic. Ainsi, nous anticipons pour cette année seulement deux augmentations de 25 points de base de la fourchette cible des fonds fédéraux, soit en juin et en décembre. Trois hausses de taux sont prévues l'an prochain.

Graphique 3 – Une première hausse de taux de la Réserve fédérale en près de dix ans



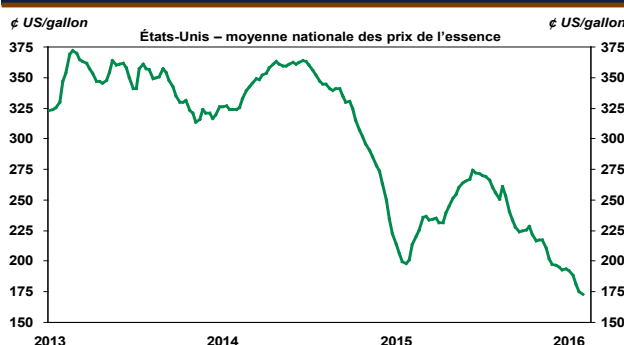
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – La croissance du PIB réel américain a de nouveau faibli au dernier trimestre de 2015



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – Les prix de l'essence continuent de diminuer



Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

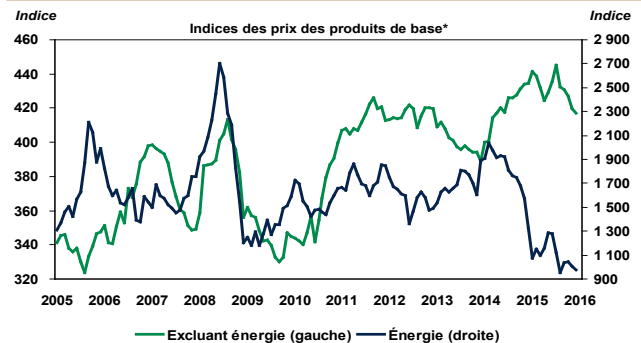
BANQUE DU CANADA

Les autorités monétaires gardent le cap

- Alors que certains prévisionnistes s'attendaient à ce que la Banque du Canada (BdC) réduise de nouveau ses taux d'intérêt directeurs, les autorités monétaires ont finalement opté pour le *statu quo* lors de leur rencontre du 20 janvier. Les dirigeants de la BdC se sont également montrés assez rassurants dans leur dernière version du *Rapport sur la politique monétaire*.
- La croissance économique a certes connu certaines difficultés au quatrième trimestre de 2015 en raison de problèmes temporaires au sein de la demande américaine et des effets de la baisse additionnelle des prix des matières premières (graphique 6), mais la BdC reste persuadée que les conditions économiques s'amélioreront en 2016. En outre, la vitalité de la demande américaine et la dépréciation du huard devraient favoriser les secteurs hors énergie. Ainsi, après une progression pratiquement nulle au quatrième trimestre de 2015, les autorités monétaires sont d'avis que la croissance du PIB réel canadien s'accroîtra graduellement en 2016. En moyenne, la BdC prévoit un gain de 1,4 % en 2016, comparativement à une hausse estimée à 1,2 % en 2015.
- Les incertitudes demeurent toutefois nombreuses. D'une part, l'économie canadienne reste fragile aux aléas de la demande étrangère, en particulier celle en provenance des États-Unis. D'autre part, les prix de l'énergie ont encore diminué au cours des derniers mois, ce qui s'est traduit par une importante détérioration de la rentabilité des producteurs de pétrole (graphique 7). Dans ces conditions, il y a un risque que plusieurs entreprises œuvrant dans l'extraction de pétrole et de gaz décident de freiner significativement leur production. Cela pourrait affecter encore plus la croissance économique et accentuer les effets de contagion aux autres secteurs d'activité.
- Le taux annuel d'inflation totale a augmenté graduellement au cours des derniers mois, passant de 1,0 % en septembre à 1,6 % en décembre dernier. Cette remontée devrait toutefois s'essouffler au début de 2016 alors que la diminution des prix de l'essence engendrera d'importantes pressions à la baisse. Ainsi, le taux annuel d'inflation totale devrait demeurer sous la cible médiane de la BdC (2 %) tout au long de 2016 (graphique 8), ce qui procurera une bonne marge de manœuvre la gestion de la politique monétaire.

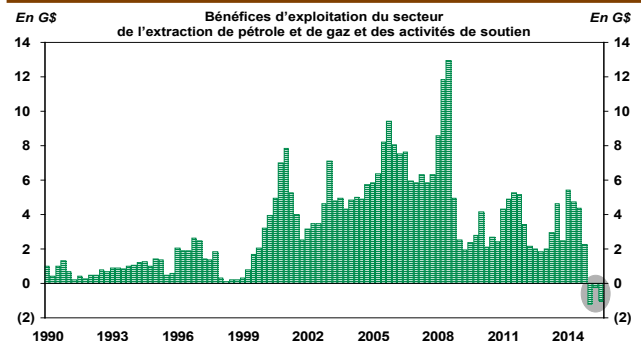
Prévisions : Même si les incertitudes demeurent nombreuses, il est probable que la BdC garde le cap au cours des prochains mois en laissant le taux cible des fonds à un jour à 0,50 %. Cela dit, la possibilité d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt directeurs au printemps ne peut pas être écartée si jamais les prix du pétrole devaient continuer à reculer, si la production canadienne devait être davantage affectée par les difficultés du secteur de l'énergie ou si la reprise des exportations hors énergie devait manquer de tonus.

Graphique 6 – Les prix de l'énergie ont fortement diminué au Canada



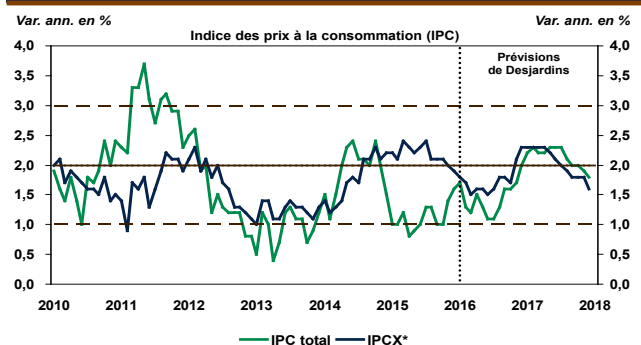
* Désaisonnalisés et exprimés en dollars canadiens.
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Le secteur du pétrole et du gaz produit à perte depuis quelques trimestres au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Les pressions inflationnistes demeureront relativement faibles en 2016 au Canada



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

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

La Banque du Japon adopte à son tour un taux d'intérêt négatif

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La BCE demeure en mode assouplissement et elle a clairement réitéré cette position en janvier en indiquant qu'elle pourrait annoncer de nouvelles mesures en mars. Rappelons qu'en décembre dernier, la BCE avait abaissé le taux de sa facilité de dépôt plus profondément en territoire négatif, à $-0,30\%$, en plus de prolonger de six mois la durée prévue de son programme d'achat de titres. Pour mars, toutes les options semblent sur la table. Le taux cible pour les opérations de refinancement pourrait notamment être abaissé sous zéro. Ce taux a été laissé inchangé à $0,05\%$ depuis septembre 2014. Cela étant dit, les marchés avaient été déçus en décembre par l'absence d'une hausse du rythme des achats de titres. La BCE pourrait cette fois se résoudre à cette option.
- Toutefois, la décision d'agir ou non ne sera pas simplement guidée par la volonté d'apaiser les marchés. La période prolongée de faible inflation apparaît de plus en plus problématique pour la BCE (graphique 9). De nouvelles prévisions d'inflation seront publiées en mars et celles-ci risquent encore une fois d'être révisées à la baisse.

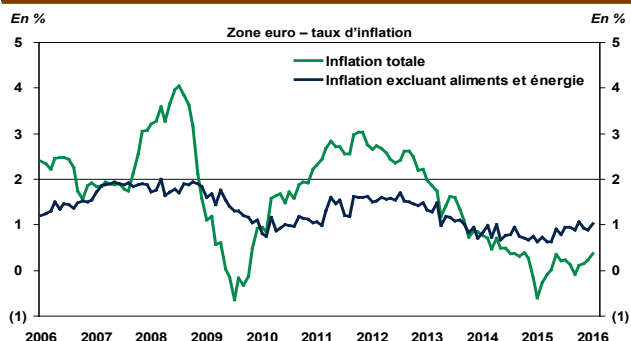
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Il n'y a pas si longtemps, plusieurs anticipaient un resserrement monétaire hâtif au Royaume-Uni alors que l'économie performait bien et que les pressions inflationnistes se faisaient sentir, notamment sur les salaires. La donne a pourtant changé, à commencer par le rythme de croissance économique qui a diminué (graphique 10). Les pressions inflationnistes sont également moins présentes. La croissance annuelle des salaires dans le secteur privé est récemment redescendue autour de 2% , alors qu'elle dépassait 3% l'été dernier. Enfin, la tenue éventuelle d'un référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne constitue une source d'incertitude supplémentaire militant en faveur d'un *statu quo* prolongé de la BoE.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

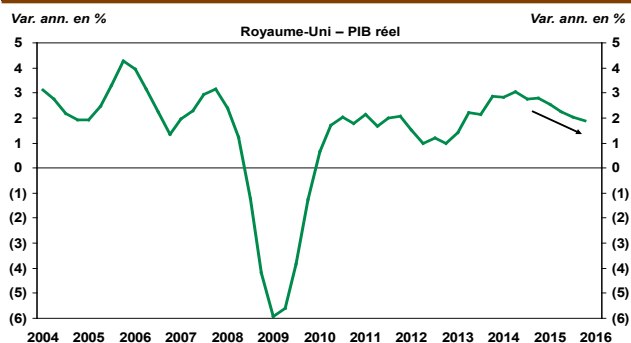
- À la surprise générale, la BoJ a annoncé une politique de taux négatifs à sa rencontre de janvier. La mesure vise à amener le taux d'inflation à la cible de 2% (graphique 11), une cible particulièrement ambitieuse étant donné le long historique de faible inflation au Japon. Le vote sur cette nouvelle mesure a toutefois été très serré, à 5 contre 4. Les dissidents doutent notamment de l'efficacité d'une telle politique. Cela étant dit, le Japon rejoint plusieurs pays européens où des taux négatifs sont appliqués. En comparaison, le pas franchi au Japon est timide : le taux d'intérêt appliqué sur certains dépôts à la BoJ sera de $-0,10\%$. Néanmoins, si l'on se fie à l'expérience européenne, une fois ce premier pas franchi, d'autres baisses de taux sont à prévoir.

Graphique 9 – La période de faible inflation se prolonge depuis trois ans



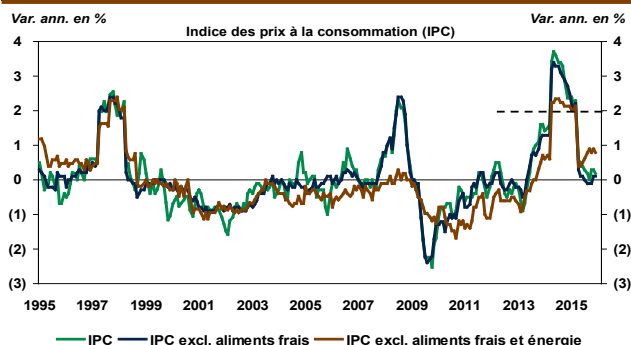
Sources : Datastream, Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Les arguments pour un resserrement monétaire hâtif au Royaume-Uni ont disparu



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – La Banque du Japon se tourne vers une politique de taux négatifs pour l'aider à atteindre sa cible d'inflation de 2%



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

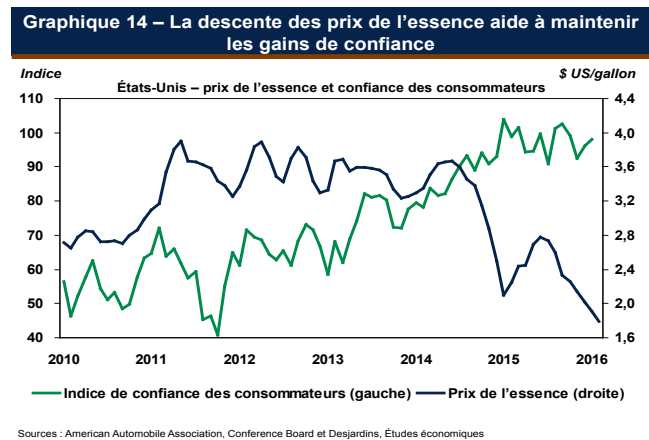
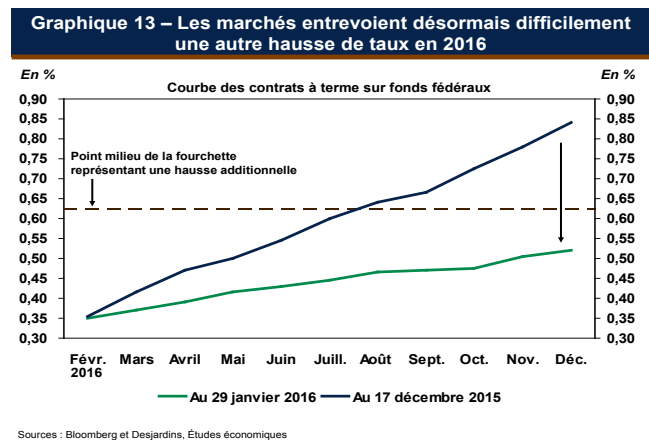
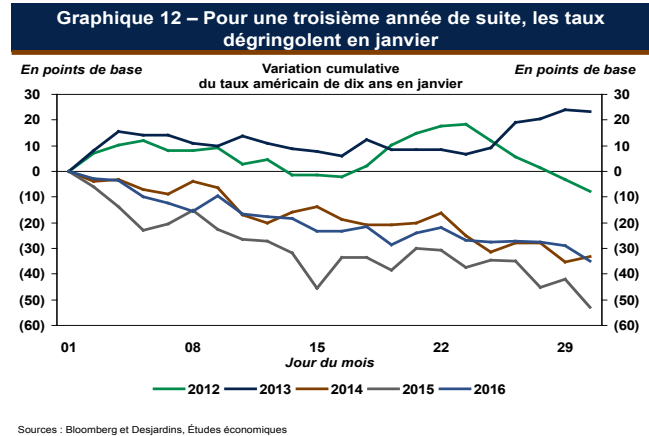
MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

Encore un début d'année mouvementé

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Malgré une première décision de la Réserve fédérale (Fed) de hausser ses taux directeurs en décembre, le climat d'aversion au risque qui a sévi tout au long du mois de janvier a été hautement profitable aux obligations américaines. Il ne s'agit pas d'un phénomène nouveau. En 2014 et en 2015, le taux américain de dix ans avait chuté dans des proportions similaires (graphique 12). En 2014, les marchés avaient réagi à un rapport de création d'emplois particulièrement décevant. En 2015, l'effondrement des prix du pétrole avait orchestré une cascade de décisions-surprises de la part de banques centrales à travers le monde. Cette année, la baisse des prix du pétrole demeure un thème dominant, mais il se jumelle aux difficultés des marchés financiers chinois et à l'importante correction des Bourses mondiales.
- Les contrats à terme sur fonds fédéraux escomptent actuellement un scénario selon lequel la Fed aura seulement le courage de décréter une hausse de taux en 2016, et ce, à la toute fin de l'année (graphique 13). Dans son communiqué du 27 janvier, elle a réincorporé une mention voulant qu'elle surveille de près les événements économiques et financiers mondiaux. Elle avait introduit cette mention en septembre dernier, dans une décision serrée où elle avait fini par choisir de demeurer sur les lignes de côté. La tourmente en Chine était subtilement pointée du doigt pour justifier la décision. La Fed a éventuellement retiré la mention dans son communiqué de décembre, alors qu'elle a annoncé une hausse des taux. À tout le moins, le fait de réintroduire la mention signale peu d'empressement pour décréter un nouveau resserrement. Nous nous attendons désormais à ce que la prochaine annonce s'effectue seulement en juin.
- Les taux de court terme seront tout de même appelés à se redresser. Le taux de deux ans a chuté de près de 30 points de base depuis la fin de décembre. À ce moment, les marchés escomptaient encore deux hausses de taux en 2016. Une simple accalmie des marchés pourrait aider le taux de deux ans à regagner le niveau de 1,00 %. D'un point de vue fondamental, le marché du travail américain demeure en bonne santé et la confiance des consommateurs bénéficie des faibles prix de l'essence (graphique 14), de l'amélioration des salaires et de l'augmentation du pouvoir d'achat à l'international causée par la hausse du dollar.

Prévisions : Nous prévoyons maintenant seulement deux hausses de taux directeurs en 2016 et avons révisé en baisse nos cibles de taux, particulièrement pour les échéances courtes. Les taux de court terme ont toutefois chuté de manière démesurée et une certaine normalisation devrait causer un léger aplatissement de la courbe. Pour le taux de dix ans, notre cible de fin d'année s'établit à 2,50 %, par rapport à 2,75 % précédemment.

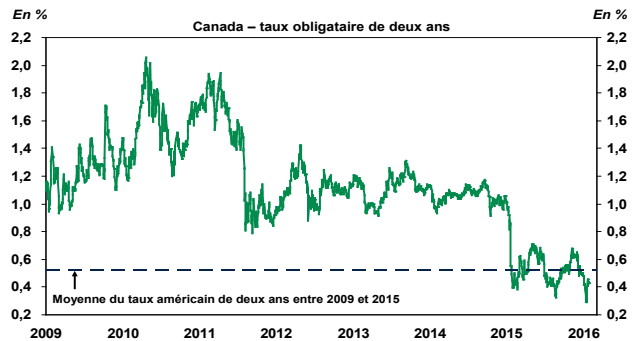


OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- La dégringolade inarrêtable des prix du pétrole s'est jumelée aux inquiétudes sur la Chine et à des statistiques économiques moroses au Canada pour persuader bon nombre d'investisseurs que la Banque du Canada (BdC) procéderait à une réduction de ses taux directeurs à sa réunion du 20 janvier. L'ajustement des anticipations a toutefois surpris par sa rapidité. À la fin de 2015, les marchés escomptaient une probabilité importante de réduction des taux en 2016, mais se gardaient d'exagérer quant à une annonce dès janvier. La tourmente financière du début d'année et les résultats préoccupants de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* de la BdC ont contribué à changer la donne. Le taux de deux ans s'est replié pour former un nouveau creux historique de 0,25 %. Pour mettre ce niveau en perspective, on notera que de 2009 jusqu'à la hausse des taux de la Fed de décembre dernier, le taux américain de deux ans a maintenu une moyenne de 0,53 % malgré une politique monétaire très accommodante (graphique 15).
- La décision de la BdC de patienter, de même qu'un gouverneur voulant se montrer rassurant, a causé un important revirement des taux, mais ils demeurent nettement sous leur niveau du début novembre. Pour plusieurs investisseurs, ce n'est que partie remise. Au moment d'écrire ces lignes, une baisse de taux vers l'été demeure escomptée par les marchés (graphique 16). L'instabilité des prix du pétrole est un élément important derrière ces spéculations. La BdC elle-même reconnu le risque que plusieurs producteurs mettent fin à leurs activités d'extraction pour les projets en cours, faute de rentabilité. Toutefois, plusieurs voix se sont récemment élevées contre l'effet potentiellement néfaste d'une dépréciation supplémentaire du huard sur la confiance des ménages et des entreprises au pays, et la BdC semble en avoir pris acte. Notre scénario principal demeure celui d'un long *statu quo* des taux, mais il ne faut pas surestimer la patience de la BdC, si les circonstances économiques devaient se détériorer de nouveau.
- L'attention est dorénavant tournée vers le ministère fédéral des Finances. Dans un *Point de vue économique*¹ récent, nous avons évalué que le gouvernement pouvait encourir des déficits de l'ordre de 25 G\$ sans causer d'augmentation de son ratio d'endettement. Le Canada dispose d'ailleurs d'une des plus grandes marges de manœuvre du monde développé, d'un point de vue budgétaire (graphique 17). Toutes choses étant égales par ailleurs, des annonces substantielles en ce sens pourraient convaincre la BdC de conserver une approche patiente.

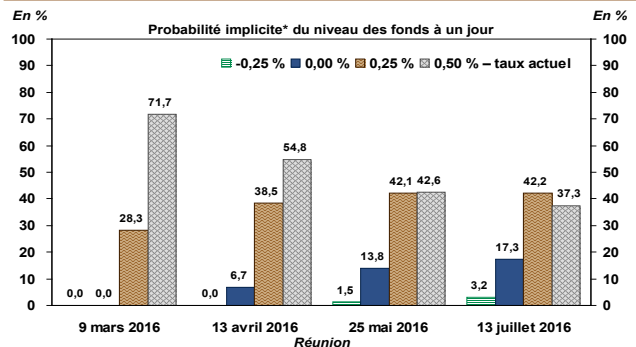
Prévisions : Conformément à un scénario de *statu quo* des taux directeurs, notre scénario de base est orienté vers des augmentations très graduelles des taux obligataires canadiens. La tendance devrait être facilitée par une baisse de l'aversion pour le risque, les annonces du gouvernement fédéral et une légère remontée des prix du pétrole. Notre cible pour le taux de dix ans à la fin de 2016 s'établit à 1,60 %.

Graphique 15 – Le taux canadien de deux ans est sous la moyenne du taux américain de deux ans des dernières années



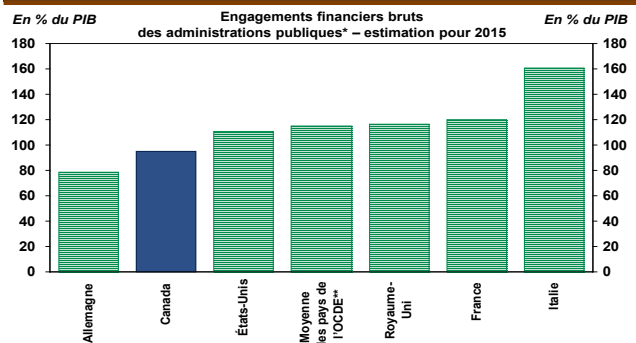
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – Les marchés estiment qu'une baisse des taux directeurs en milieu d'année sera très probable



* Dérivée à partir des contrats d'échange (swaps) indexés au taux à un jour, en date du 1^{er} février 2016.
 Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 17 – L'importance relative de la dette publique du Canada est inférieure à la moyenne des pays industrialisés



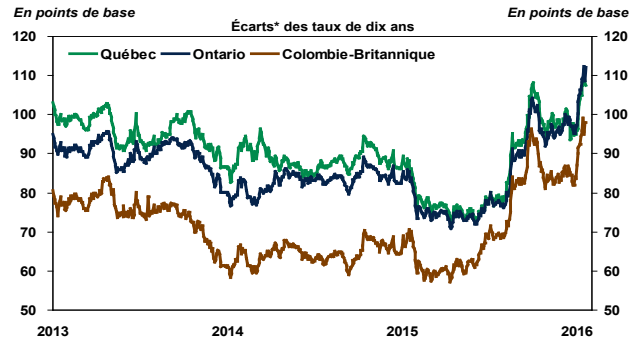
** Regroupement des administrations centrales, des administrations d'États fédérés et des administrations locales, ainsi que les administrations de sécurité sociale rattachées à ces entités. ** Organisation de coopération et de développement économiques.
 Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Le gouvernement fédéral dispose d'une certaine marge de manœuvre en matière de déficit budgétaire », 21 janvier 2016, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv160121-f.pdf?resVer=1453386424000.

OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

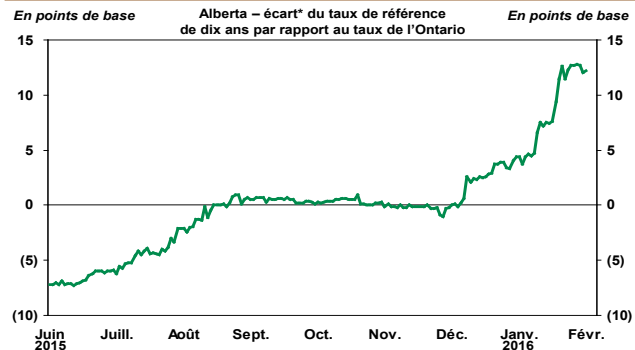
- Le climat d'aversion au risque du début d'année a causé une nouvelle escalade des écarts de taux des obligations provinciales. Le mois de janvier a en quelque sorte été une répétition du scénario d'août à octobre 2015. Les écarts pour la plupart des provinces ont ainsi dépassé les sommets formés lors de cet épisode (graphique 18). D'un côté, l'ambiance récente et les spéculations concernant les prochains gestes de la BdC ont offert un appui considérable aux obligations fédérales. D'un autre côté, la débâcle boursière et les problèmes entourant les obligations corporatives à rendement élevé ont incité les gestionnaires de fonds à réduire leur exposition à l'ensemble des actifs de crédit. La corrélation entre les écarts de taux des provinces et les indices de volatilité implicite a d'ailleurs atteint des niveaux élevés. Les liquidations de réserves par un bon nombre de banques centrales de pays émergents ont constitué un autre vent contraire pour les obligations provinciales, d'autant plus que la forte dépréciation du huard en fin de 2015 a incité plusieurs gestionnaires de réserves à réduire leur exposition aux pertes associées à leur détention d'actifs canadiens.
- Les motifs fondamentaux pour un tel désistement sont moins nombreux. L'économie canadienne est certes en position de fragilité, mais il ne s'agit pas d'un fait nouveau. Elle a d'ailleurs déjà été en pire posture, sans causer autant de remous. Par exemple, lors des deux trimestres de contraction du PIB en 2015, les écarts avaient eu tendance à diminuer. La thématique d'une réaction de marché qui n'est pas entièrement justifiée d'un point de vue fondamental n'est toutefois pas unique aux obligations provinciales. Les aléas des prix du pétrole semblent être le principal élément gouvernant les mouvements de marché, et il faudra résolument une reprise à ce chapitre pour ramener les chasseurs d'aubaines. Advenant le cas, et avec l'annonce par le gouvernement fédéral d'un programme de relance économique étoffé, les écarts des obligations des provinces pourraient être appelés à chuter d'ici la fin du trimestre. Malgré les travers de l'économie albertaine, les obligations de cette province semblent les plus à même de profiter d'un revirement étant donné leur dépréciation considérable (graphique 19).
- Du côté des obligations corporatives, il y a peu de répit pour les titres de moins bonne qualité. Les obligations à rendement élevé ont continué d'être délestées par les investisseurs. Initialement confinées aux titres énergétiques, les liquidations se sont propagées aux obligations de pacotille des autres secteurs. Dans un contexte aussi difficile, pour les obligations corporatives en général, il n'est pas surprenant de constater un fort ralentissement des émissions depuis le début de l'année, comparativement aux cumulés des années précédentes à pareille date (graphique 20).

Graphique 18 – Nouvelle escalade des écarts de taux des provinces



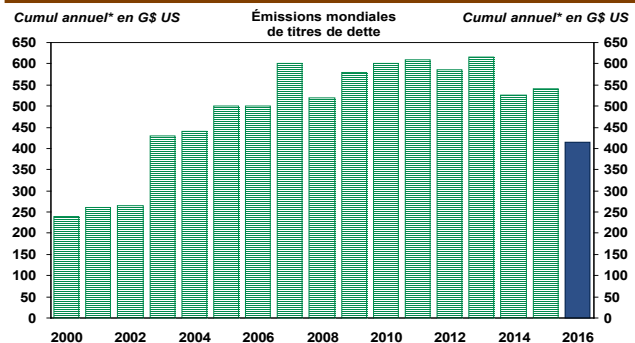
* Par rapport au taux des obligations fédérales de dix ans.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 19 – Les obligations de l'Alberta ont été fortement dévaluées



* Alberta : coupon 2,60 %, échéance juin 2025; Ontario : coupon 2,35 %, échéance juin 2025.
Sources : Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

Graphique 20 – La volatilité des marchés freine les élans des émetteurs



* En date du 28 janvier.
Sources : Financial Times, Thomson Reuters et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2015				2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75
Canada												
Taux des fonds à un jour	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Zone euro												
Taux de refinancement	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25
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
Novembre 2015			
11	Banque de Corée	s.q.	1,50
18-19	Banque du Japon	---	---
25	Banque du Brésil	s.q.	14,25
30	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,00
Décembre 2015			
2	Banque du Canada	s.q.	0,50
3	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
9	Banque de Corée	s.q.	1,50
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-25 p.b.	2,50
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
15	Banque de Suède	s.q.	-0,35
16	Réserve fédérale	+25 p.b.	0,25 / 0,50
17	Banque de Norvège	s.q.	0,75
17	Banque du Mexique	+25 p.b.	3,25
17-18	Banque du Japon	---	---
Janvier 2016			
13	Banque de Corée	s.q.	1,50
14	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
20	Banque du Brésil	s.q.	14,25
20	Banque du Canada	s.q.	0,50
21	Banque centrale européenne	s.q.	0,05
27	Réserve fédérale	s.q.	0,25 / 0,50
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
28-29	Banque du Japon	---	---
Février 2016			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,00
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50

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

Date	Banque centrale
Février 2016	
4	Banque du Mexique
11	Banque de Suède
15	Banque de Corée
29	Banque de réserve d'Australie
Mars 2016	
2	Banque du Brésil
9	Banque de Corée
9	Banque du Canada
10	Banque centrale européenne
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
14-15	Banque du Japon
16	Réserve fédérale
17	Banque d'Angleterre
17	Banque de Norvège
17	Banque nationale suisse
18	Banque du Mexique
Avril 2016	
5	Banque de réserve d'Australie
13	Banque du Canada
14	Banque d'Angleterre
15	Banque de Corée
21	Banque centrale européenne
21	Banque de Suède
27	Banque du Brésil
27	Réserve fédérale
27-28	Banque du Japon
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
Mai 2016	
3	Banque de réserve d'Australie

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2015				2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75
Bons du Trésor												
3 mois	0,03	0,01	0,00	0,16	0,30	0,55	0,55	0,80	1,05	1,05	1,30	1,55
Obligations fédérales												
2 ans	0,54	0,60	0,60	1,04	0,90	1,10	1,15	1,40	1,60	1,65	1,85	2,00
5 ans	1,37	1,63	1,33	1,65	1,50	1,75	1,80	2,00	2,15	2,20	2,35	2,45
10 ans	1,93	2,35	2,03	2,27	2,05	2,30	2,30	2,50	2,65	2,65	2,75	2,80
30 ans	2,54	3,12	2,85	3,02	2,85	2,95	2,95	3,05	3,10	3,10	3,15	3,20
Pente												
5 ans - 3 mois	1,34	1,62	1,33	1,49	1,20	1,20	1,25	1,20	1,10	1,15	1,05	0,90
10 ans - 2 ans	1,39	1,75	1,44	1,23	1,15	1,20	1,15	1,10	1,05	1,00	0,90	0,80
30 ans - 3 mois	2,51	3,11	2,85	2,86	2,55	2,40	2,40	2,25	2,05	2,05	1,85	1,65

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2015				2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Bons du Trésor												
3 mois	0,56	0,58	0,44	0,50	0,45	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,55	0,85
Obligations fédérales												
2 ans	0,50	0,48	0,52	0,48	0,45	0,50	0,55	0,70	0,85	0,95	1,15	1,35
5 ans	0,76	0,82	0,80	0,73	0,70	0,80	0,85	1,05	1,20	1,30	1,55	1,75
10 ans	1,36	1,69	1,43	1,40	1,20	1,35	1,40	1,60	1,80	1,85	2,00	2,10
30 ans	1,98	2,31	2,20	2,15	2,00	2,10	2,15	2,30	2,40	2,40	2,50	2,60
Pente												
5 ans - 3 mois	0,20	0,24	0,36	0,23	0,25	0,30	0,35	0,55	0,70	0,80	1,00	0,90
10 ans - 2 ans	0,86	1,21	0,91	0,92	0,75	0,85	0,85	0,90	0,95	0,90	0,85	0,75
30 ans - 3 mois	1,42	1,73	1,76	1,65	1,55	1,60	1,65	1,80	1,90	1,90	1,95	1,75
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,53	0,57	0,44	0,34	0,15	(0,05)	(0,05)	(0,30)	(0,55)	(0,55)	(0,75)	(0,70)
2 ans	(0,04)	(0,12)	(0,08)	(0,56)	(0,45)	(0,60)	(0,60)	(0,70)	(0,75)	(0,70)	(0,70)	(0,65)
5 ans	(0,61)	(0,81)	(0,53)	(0,92)	(0,80)	(0,95)	(0,95)	(0,95)	(0,95)	(0,90)	(0,80)	(0,70)
10 ans	(0,57)	(0,66)	(0,60)	(0,87)	(0,85)	(0,95)	(0,90)	(0,90)	(0,85)	(0,80)	(0,75)	(0,70)
30 ans	(0,56)	(0,81)	(0,65)	(0,87)	(0,85)	(0,85)	(0,80)	(0,75)	(0,70)	(0,70)	(0,65)	(0,60)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques