

## La Réserve fédérale confirme qu'il faut tranquillement commencer à se préparer à un resserrement monétaire

### FAITS SAILLANTS

- Comme prévu, le *tapering* du troisième programme d'assouplissement quantitatif s'est poursuivi en mars. C'est cependant la perception que la Réserve fédérale (Fed) adoptait un discours plus *hawkish* qui a retenu l'attention des marchés.
- Même s'il n'a pas été très bien compris, le principal message de la Fed en mars était que tout se poursuivait comme prévu et que ses perspectives, tant pour l'économie que pour les taux d'intérêt, n'avaient pas significativement changé.
- Cela ne veut cependant pas dire qu'une remontée des taux obligataires n'était pas justifiée. Si tout continue d'évoluer comme prévu, la Fed commencera à remonter le taux cible des fonds fédéraux quelque part en 2015. Dans ce contexte, il est difficile de justifier des taux obligataires aussi bas que ceux observés depuis le commencement de 2014.
- L'évolution des données économiques risque de forcer la Banque du Canada (BdC) à modifier prochainement son discours. La tendance de l'inflation s'est clairement accélérée depuis quelques mois et tout indique que le taux d'inflation retournera près de la cible de 2 % bien plus rapidement que ce qu'anticipait la BdC. La première hausse du taux cible des fonds à un jour est cependant toujours prévue à l'automne 2015.

### TABLE DES MATIÈRES

Éditorial .....	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale américaine .....	3
Banque du Canada .....	4
Banques centrales d'outre-mer .....	5
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis .....	6
Canada .....	7
Provinces .....	8
Tableaux .....	9-10

### Éditorial

Les taux obligataires nord-américains ont généralement évolué sans tendance claire entre la mi-février et la mi-mars. Cela cachait deux forces inverses sur le marché. La publication de données économiques rassurantes aux États-Unis semblait confirmer que le passage à vide du début d'année s'expliquait en bonne partie par la météo. Ce développement négatif pour le marché obligataire était toutefois compensé par une escalade du conflit en l'Ukraine et par une hausse significative des craintes concernant l'économie chinoise.

Cette relative stabilité du marché obligataire a pris fin à la suite de la rencontre du 19 mars de la Réserve fédérale (Fed), la première rencontre avec la nouvelle présidente Janet Yellen. Comme prévu, le *tapering* du troisième programme d'assouplissement quantitatif s'est poursuivi. C'est cependant la perception que les autorités monétaires américaines adoptaient un discours plus *hawkish* qui a retenu l'attention des marchés.

### ABANDON DU SEUIL DE TAUX DE CHÔMAGE

Il faut retenir quelques messages importants de la rencontre de la Fed du 19 mars. En premier lieu, il apparaît clairement que les difficultés de l'économie américaine en début de 2014 n'ont pas affecté l'optimisme prudent des dirigeants de la Fed. Dans ce contexte, tout indique que la Fed continuera à réduire progressivement ses achats d'obligations au cours des prochaines rencontres à moins d'un assombrissement majeur des perspectives économiques.

La grande question est maintenant de savoir à quel moment la Fed pourrait commencer à remonter le taux cible des fonds fédéraux. À ce sujet, le communiqué de mars contenait quelques changements. Pour commencer, la Fed a abandonné son engagement à ne pas resserrer sa politique monétaire tant que le taux de chômage resterait au-dessus de 6,5 %. Il faut dire que cette indication ne voulait plus dire grand-chose, puisque ce seuil risque d'être franchi d'ici quelques mois.

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

**Yves St-Maurice**  
Directeur principal et économiste en chef adjoint

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

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal

**Benoît P. Durocher**  
Économiste principal

**Francis Généreux**  
Économiste principal

**Jimmy Jean**  
Économiste principal

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

Plutôt que de mettre en place de nouveaux seuils à franchir avant une hausse du taux cible des fonds fédéraux, la Fed a préféré signaler que sa décision reposerait sur l'évolution de plusieurs indicateurs économiques. En faisant ce choix, la Fed, à l'image de la Banque d'Angleterre il y a quelques mois, tourne le dos aux indications prospectives (*forward guidance*) quantitatives et revient à un cadre bien plus traditionnel de politique monétaire. Nous ne pouvons que saluer cette décision. La Fed a aussi précisé qu'elle prévoyait toujours qu'une période de temps considérable s'écoulerait entre la fin de son troisième programme quantitatif et une remontée du taux directeur. En conférence de presse, Janet Yellen a répondu qu'une période considérable pouvait représenter environ six mois, ce qui a semblé ouvrir la porte à des hausses de taux au printemps 2015. Cela, combiné au fait que les attentes des dirigeants de la Fed concernant les taux directeurs laissent entrevoir un resserrement monétaire légèrement plus rapide qu'en décembre, a donné l'impression aux investisseurs que la Fed était soudainement devenue plus *hawkish*.

**RIEN N'A VRAIMENT CHANGÉ, MAIS...**

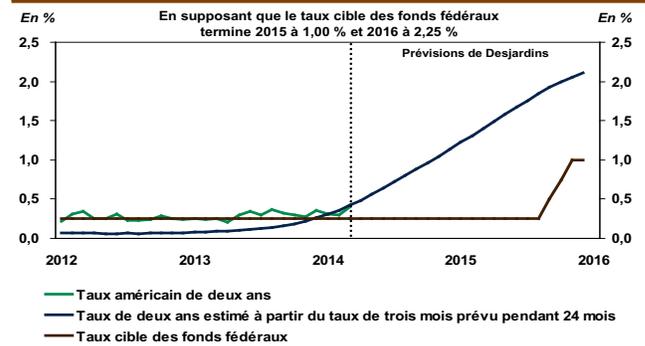
Il serait complètement faux de penser que l'arrivée de Janet Yellen a complètement transformé la Fed. La principale préoccupation de la Fed demeure l'emploi, et il ne faut pas oublier qu'elle continuera de stimuler l'économie au moins jusqu'à l'automne prochain en acquérant des obligations. Il est cependant tout à fait normal de revenir graduellement à une politique monétaire plus traditionnelle à mesure que la reprise économique se poursuit. Même s'il n'a pas été très bien compris, le principal message de la Fed en mars était que tout se poursuivait comme prévu et que ses perspectives, tant pour l'économie que pour les taux d'intérêt, n'avaient pas significativement changé.

Cela ne veut cependant pas dire qu'une remontée des taux obligataires n'était pas justifiée. Si tout continue d'évoluer comme prévu, la Fed commencera à remonter le taux cible des fonds fédéraux quelque part en 2015. Dans ce contexte, il est difficile de justifier des taux obligataires aussi bas que ceux observés depuis le commencement de 2014, et il faut s'attendre à une remontée. En supposant que le taux de deux ans est égal au taux de trois mois prévu pour les 24 prochains mois, on voit par exemple que le taux américain de deux ans ne peut plus demeurer aux environs de 30 points de base et qu'il devrait dépasser 100 points à la fin de 2014 (graphique 1).

**IL FAUDRA SURVEILLER LA BANQUE DU CANADA**

La perception d'une Fed devenant plus *hawkish* alors que le gouverneur de la Banque du Canada (BdC) multiplie les commentaires *dovish* a continué de favoriser le marché obligataire canadien et d'exercer d'importantes pressions à

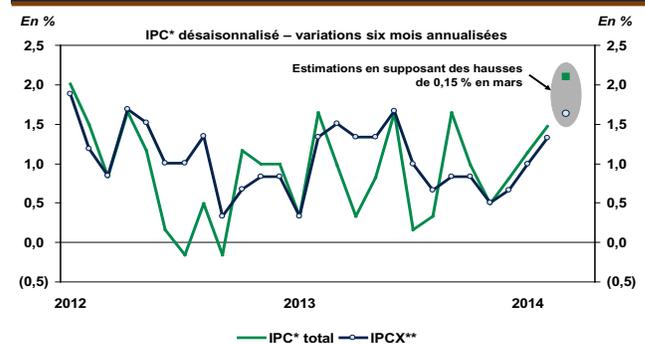
**Graphique 1 – Une hausse du taux cible des fonds fédéraux en 2015 justifierait une remontée prochaine du taux de deux ans**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

la baisse sur le huard. Un certain renversement de ces tendances pourrait bientôt survenir. D'un côté, nous trouvons que le marché tend à trop réagir à certains commentaires de Stephen Poloz. Par exemple, il était tout à fait naturel qu'il répète récemment qu'il ne pouvait exclure une baisse des taux directeurs. Plus fondamentalement, l'évolution des données économiques risque de forcer la BdC à modifier prochainement son discours. Non seulement la croissance économique a été plus forte à la fin de 2013, mais une révision à la hausse des trimestres précédents risque d'avoir entraîné une diminution des capacités inutilisées de production de l'économie canadienne. De plus, même si le taux d'inflation a diminué en février, la tendance s'est clairement accélérée depuis quelques mois (graphique 2) et tout indique que le taux d'inflation retournera près de la cible de 2 % bien plus rapidement que ce qu'anticipait la BdC.

**Graphique 2 – Après avoir faibli à la fin de 2013, la tendance de l'inflation canadienne s'est accélérée**



\* Indice des prix à la consommation; \*\* Indice de référence de la Banque du Canada. Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

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

**Mathieu D'Anjou, CFA**  
Économiste principal

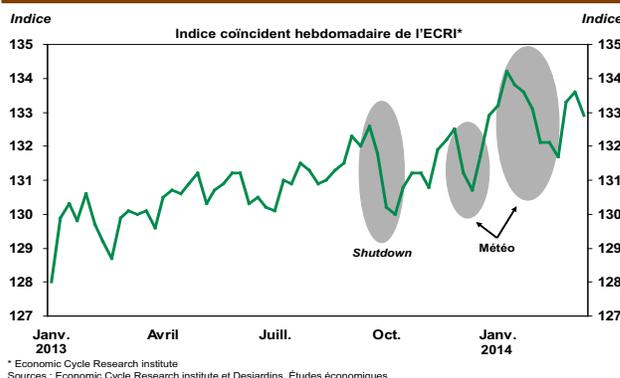
# RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE

## La Réserve fédérale est-elle vraiment plus pressée?

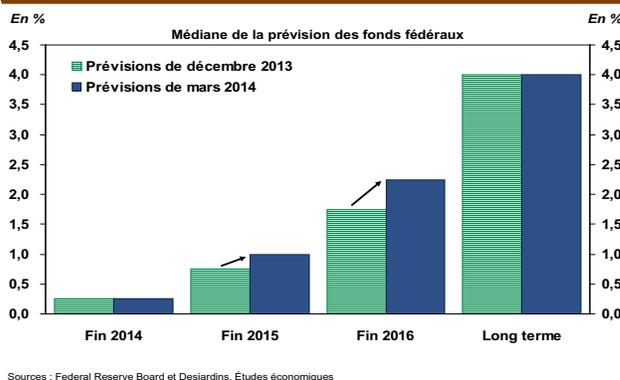
- Les attentes étaient modestes en ce qui a trait à la première réunion du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) dirigée par Janet Yellen. Il était prévisible que le *tapering* se poursuivrait au même rythme qu'en décembre et en janvier. Au plus, certains ajustements au communiqué étaient envisageables, notamment pour l'indication prospective (*forward guidance*) qui reposait depuis décembre 2012 sur certains seuils précis du taux de chômage et de l'inflation.
- La réunion, notamment la conférence de presse de Janet Yellen qui s'en est suivie, a toutefois bouleversé les marchés et cela sous fond de paradoxe. D'un côté, le communiqué demeure plutôt *dovish* : la croissance économique a ralenti depuis le début de l'année (surtout à cause de la météo) (graphique 3), la Fed a abandonné les seuils chiffrés utilisés précédemment dans son indication prospective pour un contexte plus flou qui lui laisse une plus grande marge de manœuvre, et il est réitéré que les taux directeurs ne bougeront pas pour une longue période (*for a considerable time*) après la fin du programme d'achat. D'un autre côté, Janet Yellen s'est montrée un peu plus *hawkish* qu'attendu lorsqu'elle a donné en conférence de presse son interprétation de cette longue période de temps. Elle a mentionné que ce terme pourrait probablement vouloir dire environ six mois, ce qui est plus court que ce qui était attendu. De plus, les prévisions de taux directeurs effectuées par les participants au comité ont été rehaussées par rapport à celles de décembre. La médiane se situe maintenant à 1,00 % pour la fin de 2015 et à 2,25 % pour la fin de 2016. Par rapport à décembre, cela implique une hausse supplémentaire de 25 points en 2015 et en 2016 (graphique 4).
- Est-ce que la conjoncture économique sera en ligne avec de telles anticipations? Les prévisions de la Fed concernant la croissance annuelle du PIB réel et l'inflation ont relativement peu changé. Les attentes concernant le taux de chômage ont été abaissées, mais c'est davantage pour se conformer au niveau déjà atteint par ce taux au cours des derniers mois alors qu'il a été tiré vers le bas par une faible participation à la population active. Ces prévisions concernant l'économie se montrent généralement assez semblables aux nôtres (graphique 5), tout comme le chemin prévu par la nouvelle médiane des prévisions de taux directeurs. Il faut maintenant que la conjoncture donne raison à ses prévisions et que l'économie se remette rapidement des revers provoqués par l'hiver difficile.

**Prévisions :** La Fed devrait conserver le même rythme de réductions des achats de titres, soit de 10 G\$ US à chaque réunion jusqu'à la fin du programme à l'automne 2014. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant septembre 2015, ce qui est toutefois un peu plus long que la période de six mois exprimée par la présidente de la Fed.

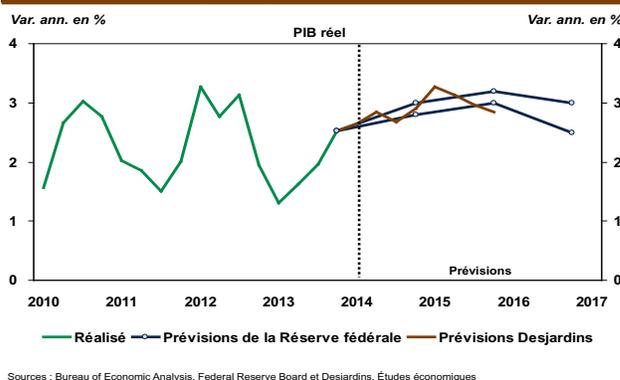
**Graphique 3 – Les indices coïncidents ont diminué en début d'année aux États-Unis**



**Graphique 4 – La Réserve fédérale prévoit un peu plus de hausses de taux directeurs en 2015 et en 2016**



**Graphique 5 – La Réserve fédérale prévoit que la croissance économique se poursuivra à un bon rythme**



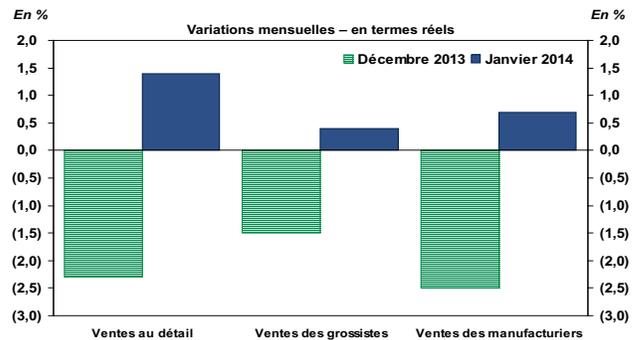
# BANQUE DU CANADA

## Les craintes associées à une trop faible inflation se dissipent

- L'économie canadienne a connu d'importantes difficultés en décembre dernier en raison notamment de conditions climatiques difficiles dans certaines régions du pays. Le PIB réel par industrie a d'ailleurs subi un recul de 0,5 % durant le mois.
- Les résultats économiques témoignent toutefois d'un rebond de l'activité au début de 2014, quoique la progression des différents indicateurs observée en janvier n'ait effacé qu'une partie du terrain perdu en décembre (graphique 6). Ce retard est-il simplement le reflet des difficultés climatiques également répertoriées aux États-Unis tout au long de l'hiver ou est-il symptomatique de problèmes plus profonds de l'économie canadienne? Les résultats des prochains mois permettront de répondre à cette question. Pour l'instant, notre scénario continue de supposer que les difficultés actuelles sont essentiellement attribuables aux soubresauts dans les conditions climatiques. Force est toutefois d'admettre que les incertitudes sont assez élevées.
- Malgré leur caractère temporaire, ces difficultés auront des répercussions sur la croissance économique canadienne au début de 2014. Le gouverneur de la Banque du Canada a d'ailleurs mentionné dans son discours du 18 mars que « les données récentes laissent entrevoir un taux d'expansion plus modeste au cours du premier trimestre. » Ainsi, la croissance du PIB réel canadien pourrait être aux alentours de 2 % au premier trimestre de 2014, alors qu'elle se maintenait légèrement sous la barre des 3 % depuis la mi-2013. Cela dit, la croissance économique devrait s'accélérer par la suite alors que les bienfaits d'une progression plus rapide des exportations se feront davantage sentir.
- Le retour au plein potentiel de production est néanmoins toujours attendu d'ici la fin de 2015 (graphique 7). La présence de capacités excédentaires de production continuera donc à restreindre l'évolution des prix dans les mois à venir.
- Cela dit, les craintes associées à une trop faible inflation se sont grandement apaisées. Le taux annuel d'inflation totale est certes passé de 1,5 % en janvier à 1,1 % en février, mais cette baisse est attribuable à la disparition des effets de la forte hausse mensuelle survenue en février 2013. Ainsi, la variation annuelle de l'IPC total pourrait remonter aux alentours de 1,5 % dès le mois prochain. Elle pourrait même se rapprocher de la cible médiane (2,0 %) lors de la publication des résultats d'avril (graphique 8).

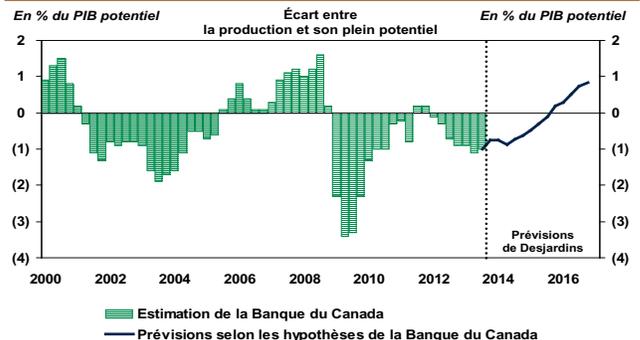
**Prévisions :** Même si les inquiétudes associées à l'inflation sont moins importantes, les incertitudes entourant les perspectives économiques canadiennes demeurent élevées. Dans ces conditions, les autorités monétaires patienteront encore plusieurs trimestres avant de remonter les taux d'intérêt directeurs. La première hausse du taux cible des fonds à un jour est toujours prévue à l'automne 2015.

**Graphique 6 – Les rebonds des indicateurs en janvier n'ont effacé qu'une partie des pertes subies en décembre au Canada**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 7 – L'économie canadienne devrait rejoindre son plein potentiel d'ici la fin de 2015**



Sources : Banque du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 8 – L'inflation totale pourrait remonter près de la cible médiane prochainement**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## La Banque centrale européenne se laisse encore désirer

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La BCE a maintenu son *statu quo* en mars malgré la plus faible inflation prévue pour 2014 et qu'aucun retour à la cible n'est prévu d'ici la fin de 2016. Mario Draghi avait pourtant répété en février qu'une baisse des taux directeurs pourrait être justifiée advenant une révision à la baisse des prévisions d'inflation. Il semble que les dernières données publiées dans la zone euro, qui signalent la poursuite de la reprise économique, ont suffisamment reconforté la BCE.
- Si la reprise se poursuit, elle demeure tout de même modeste. Les risques baissiers sur le scénario économique de la BCE restent d'ailleurs prépondérants. Le moindre choc pourrait ainsi justifier une intervention, mais l'évolution de l'euro pourrait aussi être déterminante. Les prévisions d'inflation de la BCE reposent, entre autres, sur l'hypothèse de stabilité du taux de change, et une appréciation de l'euro aurait pour effet de réduire encore davantage l'inflation. Or, l'euro s'est encore légèrement apprécié en mars.

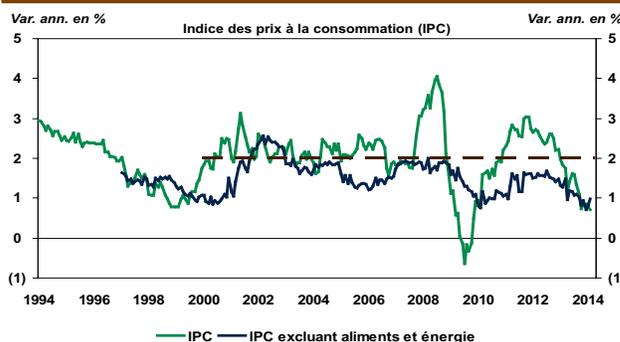
### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Les données économiques restent bonnes au Royaume-Uni et l'accélération de l'investissement des entreprises est particulièrement reconfortante. La BoE délaisse sa politique monétaire guidée par le taux chômage pour revenir à une politique plus traditionnelle basée sur l'évaluation des capacités excédentaires dans l'économie et sur les pressions inflationnistes. L'inflation est descendue dernièrement, mais une remontée est attendue au cours de l'année. Les anticipations de marché à l'égard du resserrement monétaire se sont rapprochées avec l'amélioration de l'économie. Il est probable que la BoE sera la première des principales banques centrales à annoncer des hausses de taux d'intérêt. Le relèvement devrait par contre être très graduel. Nous prévoyons une hausse de 25 points de base par trimestre à partir du printemps 2015.

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

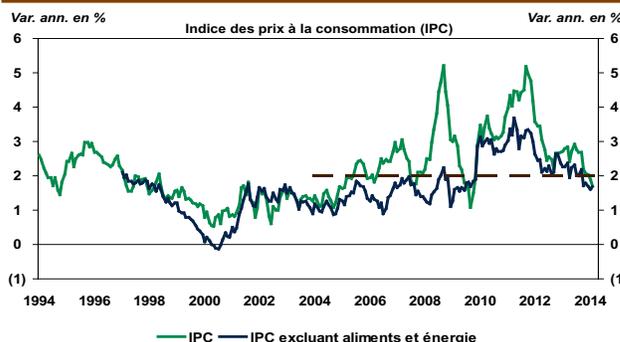
- Le principal enjeu à court terme pour l'économie japonaise sera l'augmentation de la taxe de vente qui passera de 5 % à 8 % en avril. Ce changement de taxe pourrait avoir un effet stimulant sur les dépenses de consommation au premier trimestre, mais un ressac est attendu par la suite. Il reste à voir si la tendance générale de l'économie nipponne pourra garder le cap. Le ralentissement observé en seconde moitié d'année de 2013 est plutôt inquiétant, quoique la reprise des investissements des entreprises semble mieux enracinée. L'inflation sera temporairement gonflée par l'augmentation de la taxe de vente et la BoJ en tiendra compte dans son évaluation de l'atteinte de sa cible d'inflation. Il est probable que de nouveaux assouplissements seront nécessaires pour atteindre durablement la cible de 2 % à moyen terme.

Graphique 9 – Taux d'inflation en zone euro



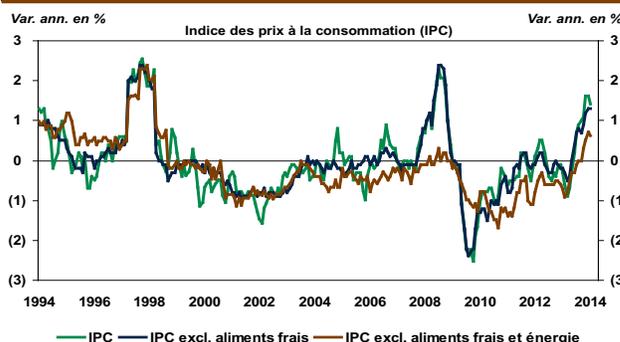
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Taux d'inflation au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Taux d'inflation au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

## La courbe s'aplatit

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Le taux américain de dix ans est demeuré dans une fourchette de 2,6 % à 2,8 % en mars, poursuivant l'absence de direction claire qui caractérise les marchés depuis le début de février. Le regain des turbulences en Crimée, qui se sont soldées par un référendum au milieu du mois, a contribué à renverser la remontée des taux du début de mars, qui avait notamment été appuyée par un bon chiffre de création d'emplois. Des données économiques un peu plus encourageantes et le ton optimiste employé par la Réserve fédérale (Fed) le 19 mars ont par la suite provoqué une nouvelle remontée, mais le *momentum* haussier des taux ne s'est pas maintenu très longtemps.
- L'évolution cahoteuse du secteur dix ans dissimule néanmoins un aplatissement important de la courbe. En effet, la décision-surprise de la Fed de retirer les cibles numériques de son indication prospective a eu un impact significatif sur le taux de cinq ans, qui a touché 1,7 % pour la première fois depuis le début de l'année (graphique 12). La pente de la courbe 5/10 s'est aplatie de façon assez spectaculaire, touchant même les 100 points de base, un creux datant de presque un an. Le cas de la courbe 5/30 est encore plus frappant, avec un aplatissement sous 190 points de base (graphique 13).
- La montée rapide du taux de cinq ans ne résulte pas d'un changement important dans les anticipations relatives au moment où la première hausse de taux sera décrétée par la Fed. Les courbes à terme sur les fonds fédéraux n'indiquent pas une dérogation par rapport au signal offert par la Fed depuis un certain temps déjà, quant à une première hausse vers la mi-2015 et, bien que le taux de deux ans ait bondi d'un peu moins de 10 points de base dans les séances suivant l'annonce de la Fed, il n'a pas rejoint les niveaux élevés du début de septembre 2013. C'est plutôt le changement à la prévision de taux directeurs des dirigeants de la Fed a provoqué la réaction de la portion intermédiaire de la courbe. Par rapport à leur scénario de décembre, les dirigeants du comité de politique monétaire tablent sur une hausse supplémentaire de 25 points de base pour chacune des années 2015 et 2016 (graphique 14).

**Prévisions :** Notre cible de fin d'année pour le taux de dix ans se situe désormais à 3,5 %, un ajustement à la baisse de 10 points de base par rapport à notre scénario du début de mars. Le premier trimestre s'annonce plutôt faible pour la croissance américaine. La prévision consensuelle de Bloomberg pour ce trimestre est d'ailleurs passée de 2,6 % en janvier à 1,8 % en variation annualisée. Notre propre scénario s'établit à 1,6 %. Dans ce contexte, les marchés voudront avoir l'heure juste sur la vigueur d'un éventuel rebond au printemps, et la remontée des taux devrait s'avérer quelque peu plus lente.

**Graphique 12 – Le taux de cinq ans a bondi fortement après l'annonce de la Réserve fédérale**



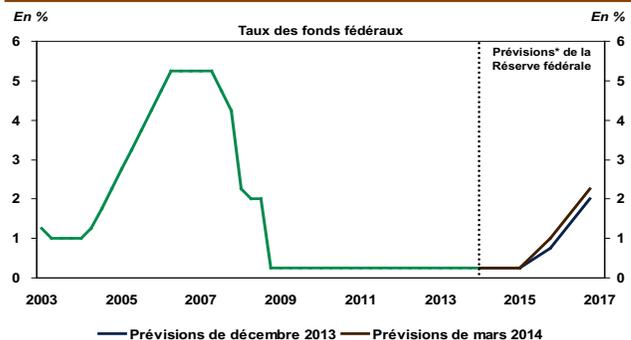
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – Aplatissement spectaculaire de la courbe américaine**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 14 – La Réserve fédérale prévoit un resserrement légèrement plus rapide**



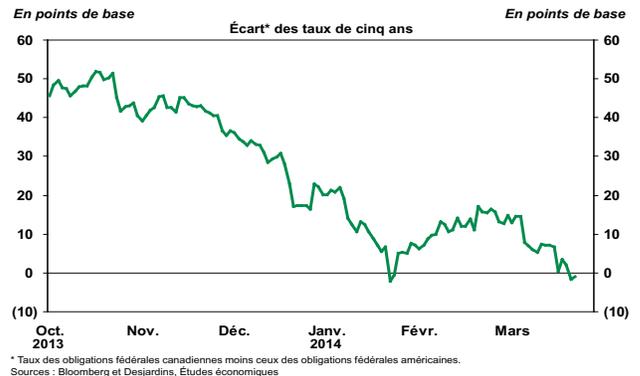
\* Médiane des 16 prévisions individuelles des dirigeants du FOMC.  
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

## OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

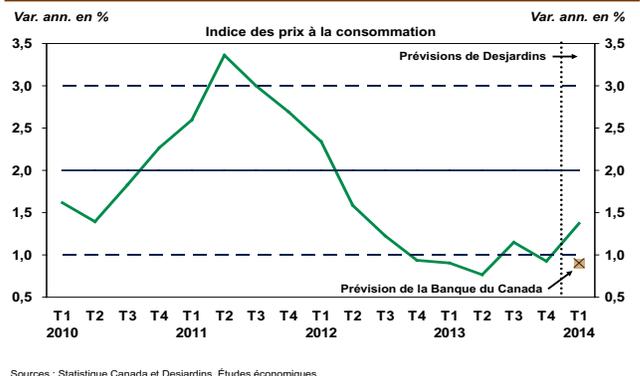
- On se souviendra que les quelques bonnes données économiques canadiennes reçues en février avaient presque complètement éliminé les anticipations de baisses de taux directeurs au Canada, et les écarts de taux avaient eu tendance à s'élargir. La situation s'est quelque peu renversée en mars, avec, comme fait marquant, de nouveaux commentaires *dovish* de la part du gouverneur Stephen Poloz. Ce dernier a réitéré que dans un scénario pessimiste, une baisse de taux pourrait être envisagée. Il a également exprimé certaines réserves quant à l'ampleur de l'effet de mauvaise température sur la performance économique américaine des derniers mois.
- Les obligations canadiennes ont surclassé leurs équivalentes américaines à la suite de ces commentaires, même s'il faut reconnaître que le ton autrement plus optimiste de la Fed a joué un rôle dominant dans l'évolution des écarts de taux. Le taux de cinq ans canadien est ainsi revenu près de la parité avec le taux américain (graphique 15), et les écarts aux échéances de deux et de dix ans se sont également comprimés. Les taux aux échéances courtes ont néanmoins évolué en hausse, et à l'instar de ce qui s'est observé pour la courbe américaine, la pente de la courbe canadienne s'est considérablement aplatie. La courbe 2/30 est notamment retournée aux alentours de 190 points de base, un niveau qui ne s'était pas observé depuis l'automne dernier.
- Il faudra surveiller les prochaines tendances de l'inflation. Les deux dernières parutions mensuelles de l'indice des prix à la consommation (IPC) ont démontré une inflation au-delà des anticipations, si bien que la variation annuelle de l'IPC au premier trimestre de 2014 pourrait se situer un demi-point de pourcentage au-dessus de la plus récente prévision de la Banque du Canada (BdC). Les prix à la production montrent aussi une vigueur qui ne s'est pas observée en trois ans (graphique 16). Dans son communiqué du début de mars, la BdC a cessé d'indiquer que les risques baissiers sur l'inflation avaient gagné en importance, et il se pourrait qu'elle insiste moins sur la prépondérance de ces risques dans ses prochaines communications. Les obligations canadiennes aux échéances courtes devraient avoir plus de mal à surclasser les obligations américaines dans un tel scénario. Les possibilités d'élargissement très significatif des écarts demeurent toutefois faibles, hormis un scénario peu probable où la BdC adoptait une posture plus *hawkish* que la Fed comme sous le règne de Mark Carney.

**Prévisions :** Notre cible de fin d'année est révisée légèrement en baisse, à 3,25 % par rapport à notre scénario du début de mars, alors que la croissance économique plutôt décevante au premier trimestre limite les élans haussiers des taux. Si les taux de dix et trente ans devraient sensiblement suivre la tendance dictée aux États-Unis, il faudra surveiller l'impact des prochains chiffres d'inflation sur le discours de la BdC et sur les obligations aux échéances courtes. Ces dernières pourraient avoir du mal à surclasser les obligations américaines, et le biais d'aplatissement observé récemment pourrait se poursuivre en cas de surprise positive de l'IPC.

Graphique 15 – L'écart des taux de cinq ans est revenu en zone négative



Graphique 16 – L'inflation aura été plus vigoureuse que la Banque du Canada ne s'y attendait au premier trimestre



Graphique 17 – Les prix à la production affichent une nette tendance à la hausse



## OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

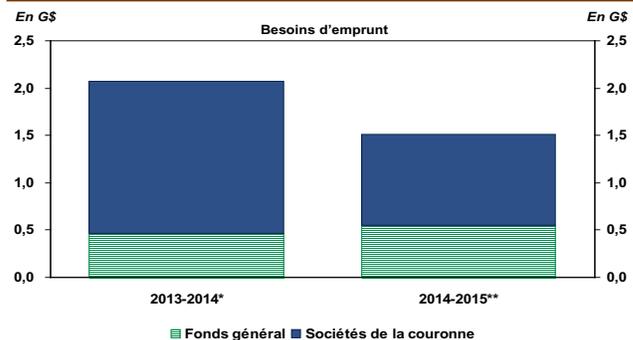
- La tendance à la hausse des écarts des taux obligataires de la province de Québec par rapport à ceux de l'Ontario s'est poursuivie pendant la première moitié du mois. Par exemple, l'écart des obligations de référence de 30 ans s'est élargi à des niveaux similaires à ceux des élections de 2012. On note toutefois une légère accalmie depuis le milieu du mois (graphique 18).
- Dans l'ensemble, les écarts des taux provinciaux par rapport à ceux des obligations fédérales ont évolué plutôt à plat durant le mois de mars, similairement à ce qui s'est observé durant les deux mois précédents. La province du Manitoba a émis 250 M\$ d'obligations arrivant à échéance en septembre 2014 et l'offre a fait l'objet d'une forte demande, surtout en raison d'une faible quantité d'émissions provinciales durant les récentes semaines. La province de l'Ontario a aussi fait appel aux marchés en émettant 600 M\$ d'obligations avec une échéance en juin 2045. Contrairement au Manitoba qui n'avait pas encore complété son programme d'emprunt de l'exercice financier 2013-2014, l'Ontario a maintenant préfinancé près de 2 G\$ de ses besoins pour l'exercice 2014-2015. Du côté budgétaire, la Saskatchewan est la plus récente province à avoir présenté ses estimations. Des surplus demeurent prévus pour les prochains exercices financiers, tandis que la quantité d'émissions d'obligations devrait diminuer en 2014-2015 (graphique 19). Dans ce contexte, et avec la Saskatchewan jouissant comme ses voisines de l'Ouest d'une note AAA, selon l'agence Standard & Poor's, les écarts de taux de la Saskatchewan sont appelés à demeurer relativement faibles.
- Du côté des obligations corporatives, les émissions ont commencé à se faire un peu plus fréquentes après un début d'année plutôt tranquille. L'appétit des investisseurs pour la classe d'actifs ne se dément pas. Avec des conditions de financement avantageuses, plusieurs émetteurs en ont profité pour bonifier leur offre par rapport à leur objectif initial de financement. L'intérêt se manifeste également sur le marché secondaire, conséquence de l'offre avare sur le marché primaire depuis le début de l'année. L'engouement des investisseurs étrangers pour les titres de dettes des sociétés canadiennes a été très élevé en 2013 (graphique 20) et, pour l'instant, rien n'indique un changement de tendance. Dans ce contexte, même si les obligations corporatives peuvent paraître chères, un élargissement significatif des écarts de taux semble peu probable à court terme.

**Graphique 18 – Les écarts de taux sont d'un niveau similaire à ceux de la dernière période électorale**



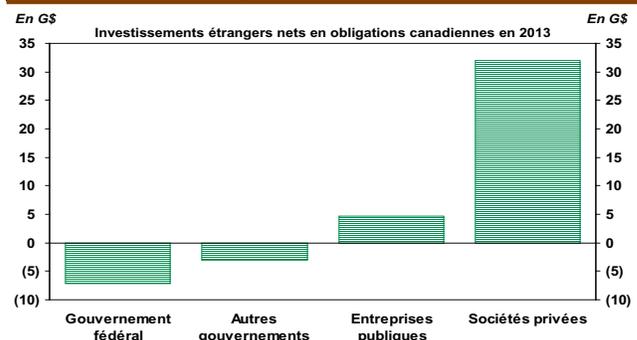
\* À maturité constante, moyenne mensuelle.  
Sources : Desjardins, Marchés de Capitaux et Desjardins, Études économiques

**Graphique 19 – La baisse des besoins d'emprunt des sociétés de la couronne réduira les émissions obligataires en Saskatchewan**



\* Estimations; \*\* Prévisions du ministère des Finances de la Saskatchewan.  
Sources : Ministère des Finances de la Saskatchewan et Desjardins, Études économiques

**Graphique 20 – L'engouement de 2013 pour les obligations des sociétés pourrait se poursuivre en 2014**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Tableau 1**  
**Taux d'intérêt directeurs**

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	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	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
<b>Canada</b>												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
<b>Zone euro</b>												
Taux de refinancement	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<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>Décembre 2013</b>			
20	Banque du Japon	s.q.	0,10
<b>Janvier 2014</b>			
9	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
15	Banque du Brésil	+50 p.b.	10,50
21-22	Banque du Japon	---	---
22	Banque du Canada	s.q.	1,00
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
29	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
31	Banque du Mexique	s.q.	3,50
<b>Février 2014</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
13	Banque de Suède	s.q.	0,75
17-18	Banque du Japon	---	---
26	Banque du Brésil	+25 p.b.	10,75
<b>Mars 2014</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
5	Banque du Canada	s.q.	1,00
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10-11	Banque du Japon	---	---
12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	+25 p.b.	2,75
19	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
20	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
21	Banque du Mexique	s.q.	3,50
27	Banque de Norvège	s.q.	1,50

s.q. : statu quo ; p.b. : points de base

Source : Desjardins, Études économiques

**Tableau 3**  
**Calendrier à venir**

Date	Banque centrale
<b>Mars 2014</b>	
31	Banque de réserve d'Australie
<b>Avril 2014</b>	
2	Banque du Brésil
3	Banque centrale européenne
7-8	Banque du Japon
9	Banque de Suède
10	Banque d'Angleterre
16	Banque du Canada
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
25	Banque du Mexique
30	Banque du Japon
30	Réserve fédérale américaine
<b>Mai 2014</b>	
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque centrale européenne
8	Banque d'Angleterre
8	Banque de Norvège
20-21	Banque du Japon
28	Banque du Brésil
<b>Juin 2014</b>	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque du Canada
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
6	Banque du Mexique
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
12-13	Banque du Japon
18	Réserve fédérale américaine
19	Banque de Norvège

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	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	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,07	0,04	0,02	0,07	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,65	1,15
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,25	0,34	0,32	0,36	0,45	0,60	0,80	1,05	1,30	1,65	1,95	2,30
5 ans	0,74	1,36	1,36	1,71	1,75	1,90	2,05	2,25	2,50	2,70	2,90	3,10
10 ans	1,85	2,48	2,62	3,01	2,70	3,00	3,25	3,50	3,65	3,75	3,80	3,85
30 ans	3,11	3,50	3,69	3,94	3,55	3,75	3,95	4,10	4,20	4,25	4,30	4,35
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,70	1,80	1,90	2,05	2,25	2,40	2,25	1,95
10 ans - 2 ans	1,60	2,14	2,30	2,65	2,25	2,40	2,45	2,45	2,35	2,10	1,85	1,55
30 ans - 3 mois	3,04	3,46	3,67	3,87	3,50	3,65	3,80	3,90	3,95	3,95	3,65	3,20

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,97	1,02	0,98	0,91	0,90	0,95	1,00	1,00	1,00	1,05	1,40	1,85
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,00	1,22	1,19	1,14	1,10	1,25	1,40	1,60	1,75	2,05	2,30	2,55
5 ans	1,30	1,80	1,86	1,96	1,75	2,00	2,20	2,40	2,60	2,80	3,00	3,20
10 ans	1,76	2,44	2,54	2,78	2,45	2,75	3,00	3,25	3,35	3,45	3,50	3,55
30 ans	2,51	2,90	3,07	3,24	2,95	3,15	3,35	3,55	3,70	3,75	3,80	3,85
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,33	0,78	0,88	1,05	0,85	1,05	1,20	1,40	1,60	1,75	1,60	1,35
10 ans - 2 ans	0,76	1,22	1,35	1,64	1,35	1,50	1,60	1,65	1,60	1,40	1,20	1,00
30 ans - 3 mois	1,54	1,88	2,09	2,33	2,05	2,20	2,35	2,55	2,70	2,70	2,40	2,00
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,90	0,98	0,96	0,84	0,85	0,85	0,85	0,80	0,75	0,75	0,75	0,70
2 ans	0,75	0,88	0,87	0,78	0,65	0,65	0,60	0,55	0,45	0,40	0,35	0,25
5 ans	0,56	0,44	0,50	0,25	0,00	0,10	0,15	0,15	0,10	0,10	0,10	0,10
10 ans	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,23)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
30 ans	(0,60)	(0,60)	(0,62)	(0,70)	(0,60)	(0,60)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,50)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques