

La Banque centrale européenne a stoppé l'hémorragie, mais le patient n'est pas guéri

L'annonce de la Réserve fédérale limitera la remontée des taux obligataires

FAITS SAILLANTS

- Les actions décisives de la Banque centrale européenne ont dissipé beaucoup de craintes concernant le secteur bancaire européen.
- L'avenir de la zone euro se jouera dans les plus grands pays de la zone. La réduction des déficits ne sera pas aisée dans le contexte économique actuel.
- La Réserve fédérale (Fed) a surpris les marchés le 25 janvier en annonçant qu'elle ne prévoyait pas remonter son taux directeur avant tard en 2014. Encore une fois, la Fed montre qu'elle est prête à tout pour soutenir le marché de l'emploi alors que l'inflation semble sous contrôle.
- La Banque du Canada hésitera à amorcer un resserrement monétaire trop longtemps avant la Fed de crainte d'entraîner une appréciation trop marquée du dollar canadien.
- Les développements récents confortent notre espoir que le pire sera évité et que la zone euro réussira à survivre à la crise actuelle. Dans ce contexte, les taux obligataires nord-américains de long terme devraient tôt ou tard remonter pour mieux refléter la situation économique, et ce, même si la Fed maintient son taux directeur au plancher jusqu'en 2015.

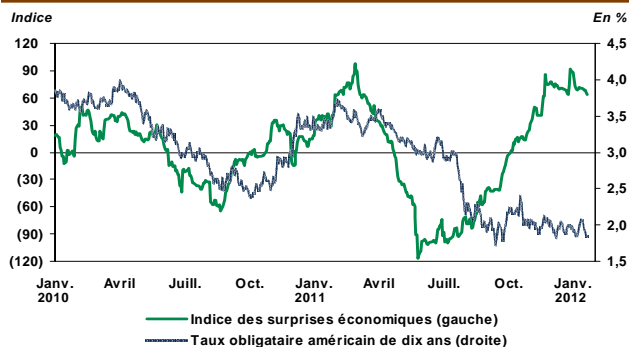
TABLE DES MATIÈRES

Sommaire	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale	6
Banque du Canada	7
Banques centrales d'outre-mer	8
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis	9
Canada	10
Tableaux	11-12

Sommaire

Les marchés obligataires nord-américains ont encore confondu les sceptiques en enregistrant une performance remarquable en 2011. L'indice DEX obligataire univers canadien a ainsi procuré un rendement de près de 10 % l'an dernier, un résultat encore plus impressionnant quand l'on considère que la plupart des autres grandes classes d'actifs, dont les Bourses et les matières premières, ont procuré des rendements nuls ou négatifs. La fin de 2010 et le début de 2011 avaient pourtant été passablement difficiles pour le marché obligataire alors que les craintes d'un nouveau ralentissement économique avaient fait place à des inquiétudes concernant une accélération de l'inflation. Un nouvel assombrissement des perspectives économiques mondiales et l'amplification de la crise des dettes souveraines en Europe ont cependant fait rapidement rebaisser les taux obligataires. Malgré la publication de statistiques économiques américaines plus encourageantes par la suite (graphique 1), les taux obligataires nord-américains ont terminé l'année près de creux historiques.

Graphique 1 – Les taux américains demeurent exceptionnellement bas, malgré les statistiques encourageantes



Sources : Datastream, Citigroup et Desjardins, Études économiques

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

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoit P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

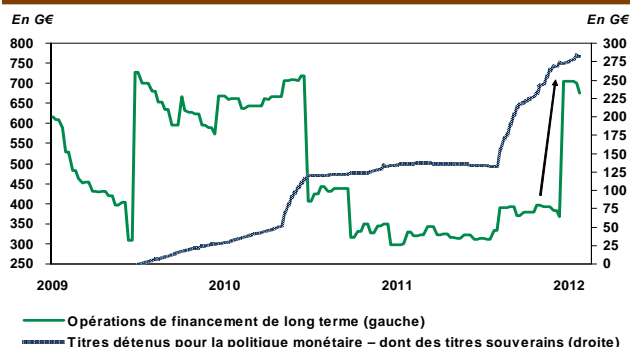
Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE À LA RESCOURSSE

Après une année marquée par de nombreuses déceptions, un développement encourageant est finalement survenu en zone euro à la fin de 2011. Les actions décisives de la Banque centrale européenne (BCE) (graphique 2), en particulier une opération de financement de trois ans dont la demande a atteint 489 G€ (636 G\$ US), ont dissipé beaucoup de craintes concernant le secteur bancaire européen. Il n'y a pas si longtemps, il était difficile de voir comment les banques européennes, qui avaient perdu la confiance des investisseurs, seraient en mesure de rembourser leurs obligations venant à échéance en 2012. Une crise bancaire semblait de plus en plus probable, ce qui aurait fait bondir les tensions financières. On craignait aussi que les banques soient forcées de liquider leurs actifs, dont leurs importants portefeuilles de titres souverains, amplifiant ainsi les problèmes de financement des pays de la zone euro.

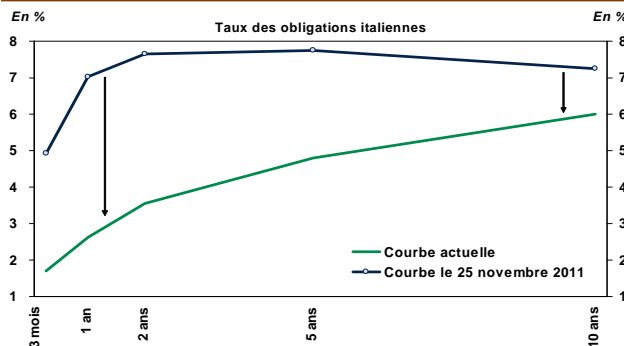
Graphique 2 – La BCE* a fortement accru ses opérations de financement de long terme



* Banque centrale européenne.
Sources : Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

En jouant activement son rôle de prêteur de dernier recours, la BCE a désamorcé cette bombe qui menaçait tout le système financier. Maintenant que la crainte d'un manque de liquidité a disparu, les marchés financiers se sont détendus et ils semblent même se rouvrir pour les institutions qui désirent du financement. Loin de devoir liquider leurs obligations souveraines, les banques européennes sont maintenant incitées à augmenter leur détention puisque ces titres peuvent être donnés en garantie à la BCE. L'impact sur les coûts de financement de plusieurs pays européens, dont l'Italie (graphique 3) et l'Espagne, a été impressionnant malgré l'abaissement de leur cote de crédit. En permettant d'éviter ou du moins de limiter une contraction du crédit, les mesures extraordinaires de la BCE devraient avoir beaucoup plus d'impacts positifs sur la zone euro qu'une simple politique quantitative similaire à celles mises en place par la Fed et la Banque d'Angleterre.

Graphique 3 – Les coûts de financement de l'Italie ont reculé



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

LA BALLE EST DANS LE CAMP DES GOUVERNEMENTS

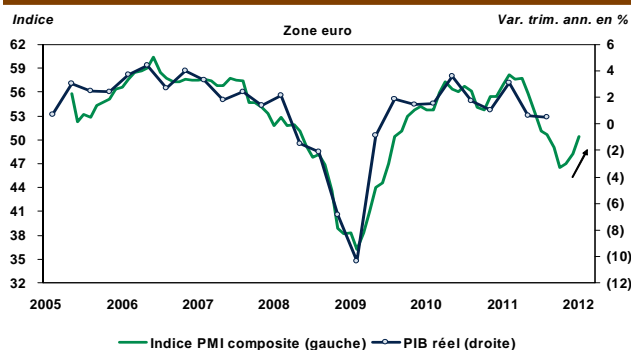
Les dernières actions de la BCE ont grandement diminué le risque que la crise des dettes souveraines se transforme rapidement en une crise financière mondiale. Cependant, la solution véritable à la crise doit venir des gouvernements européens qui devront convaincre les investisseurs qu'ils sont en mesure de reprendre le contrôle de leurs finances publiques.

Actuellement, la Grèce a recommencé à inquiéter alors qu'elle peine à s'entendre avec ses créiteurs sur la façon de restructurer sa dette. Il semble aussi de plus en plus évident qu'une radiation partielle des obligations détenues par le secteur privé ne sera pas suffisante pour assurer que la dette grecque soit soutenable. Au-delà de ces discussions interminables, la situation de la Grèce est claire. Ce pays est insolvable et il fera défaut prochainement, probablement d'ici la mi-mars. La forme du défaut (négocié, imposé, partiel, total) aura quelques impacts sur les marchés, mais elle ne devrait pas être déterminante pour l'avenir de la zone euro. Même un éventuel abandon de l'euro par la Grèce ne serait pas nécessairement catastrophique pour le reste de la zone.

L'avenir de la zone euro se jouera dans les plus grands pays de la zone. La baisse récente des coûts de financement de l'Italie et de l'Espagne est encourageante, mais il est essentiel que ces pays poursuivent leurs efforts pour reprendre le contrôle de leurs finances publiques et ainsi regagner durablement la confiance des investisseurs. La France devra aussi redoubler d'efforts pour éviter de connaître le même sort que l'Italie. La réduction des déficits ne sera pas aisée dans le contexte économique actuel, et les gouvernements européens voudront éviter d'amplifier leur ralentissement économique. Comme le notait récemment la BCE, l'effet économique négatif des mesures d'austérité pourrait être contrebalancé par des réformes structurelles visant à accroître le potentiel de croissance des économies européennes. Pour

le moment, il est quelque peu préoccupant de voir que plusieurs pays d'Europe misent principalement sur des hausses de taxe pour réduire leurs déficits. Étant donné les perspectives économiques moins favorables, il faut prévoir que les plans d'aide de la Grèce, du Portugal et peut-être même de l'Irlande devront être revus à la hausse. Notons cependant que certaines données économiques en zone euro ont surpris à la hausse récemment (graphique 4).

Graphique 4 – L'économie eurolandaise montre quelques signes un peu plus encourageants



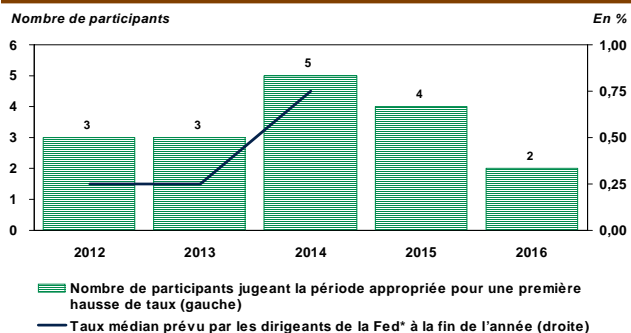
Sources : Bloomberg, Markit, Eurostat et Desjardins, Études économiques

Il faudra aussi surveiller l'évolution des négociations et des discussions entre les pays européens. Sans être suffisantes, ou même totalement nécessaires, pour régler la crise actuelle, l'acceptation du nouveau pacte fiscal et la mise en action du Fonds européen de stabilité financière pourraient avoir un impact non négligeable sur la confiance des investisseurs. Une hausse significative du financement du Fonds monétaire international serait un événement particulièrement positif, quoique les pays membres semblent peu enclins à augmenter leurs cotisations. À l'inverse, toute nouvelle dissension sérieuse entre les pays de la zone euro ou à l'intérieur des pays qui luttent contre leur déficit risquerait de faire remonter les appréhensions des investisseurs.

LA FED TENTE DE METTRE EN PLACE DES CONDITIONS FINANCIÈRES ENCORE PLUS ACCOMMODANTES

Alors que la modération des tensions financières en Europe commençait à affecter la performance des marchés obligataires nord-américains, la Fed a surpris les marchés le 25 janvier en annonçant qu'elle ne prévoyait pas remonter son taux directeur avant tard en 2014 (graphique 5), alors que son engagement précédent parlait de la mi-2013. Même s'il est conditionnel à l'évolution du contexte économique, un engagement aussi long malgré les statistiques économiques encourageantes des derniers mois envoie un message clair au marché : même si l'économie américaine performe relativement bien au cours des prochains trimestres (comme le laissent entrevoir les perspectives économiques des membres du comité de politique monétaire), la Fed maintiendra son taux

Graphique 5 – Une majorité de dirigeants de la Fed* ne voient pas de hausse de taux avant 2014



* Réserve fédérale.
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

directeur au plancher. Encore une fois, la Fed montre qu'elle est prête à tout pour soutenir le marché de l'emploi alors que l'inflation semble sous contrôle. Dans ce contexte, la mise en place d'autres mesures quantitatives est probable.

Ce nouveau positionnement de la Fed aura plusieurs impacts sur les marchés financiers. Déjà, on note une forte réaction des devises et des matières premières, en particulier l'or, alors que l'agressivité de la Fed pourrait ramener des doutes sur la solidité du billet vert. L'action de la Fed nous force aussi à revoir nos scénarios obligataires. Précédemment, nous anticipions une première hausse du taux directeur américain au commencement de 2014; il semble plus prudent de miser maintenant sur une première hausse en début 2015. Dans ce contexte, la partie courte de la courbe de rendement américaine demeurera près de zéro au cours des prochains trimestres.

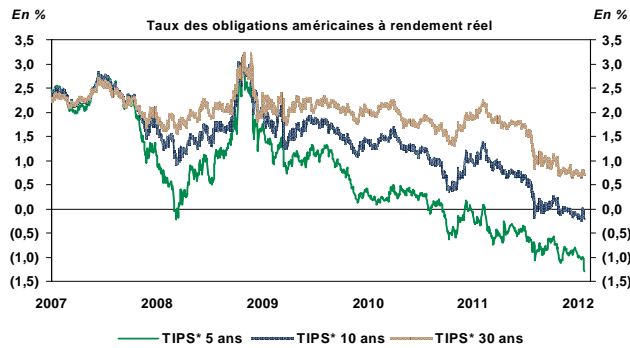
L'annonce de la Fed place la Banque du Canada (BdC) dans une position difficile. La BdC hésitera à amorcer un resserrement monétaire trop longtemps avant la Fed de crainte d'entraîner une appréciation trop marquée du dollar canadien. La situation canadienne est toutefois très différente de la situation américaine, et la BdC risque de manquer tôt ou tard d'arguments pour maintenir son taux directeur à 1,00 %, surtout si les tensions financières continuent de diminuer en zone euro et que l'économie canadienne rejoint son plein potentiel. À notre avis, la BdC recommencera ainsi à resserrer sa politique monétaire au printemps 2014, soit environ neuf mois plus tard que ce que nous anticipions précédemment. L'impact d'une remontée plus tardive des taux directeurs sur les taux obligataires de long terme n'est toutefois pas évident, particulièrement dans le contexte actuel.

COMMENT JUSTIFIER DES TAUX EN DESSOUS DE 2 % ?

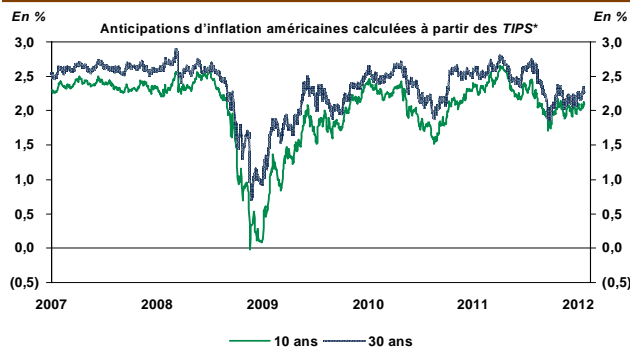
Une obligation américaine de dix ans qui offre un rendement nominal de 2 % n'offre en fait aucun véritable rendement à l'investisseur, ce dernier étant à peine compensé pour l'inflation. La plupart des obligations à rendement réel offrent ainsi

actuellement un rendement nul ou négatif (graphique 6). Pour un investisseur convaincu que les économies américaine et canadienne connaîtront une importante déflation au cours des prochaines années, comme au Japon par exemple, un taux de rendement nominal de 2 % pourrait être alléchant. Les mesures d'anticipations inflationnistes montrent cependant que, dans l'ensemble, les agents économiques misent sur une inflation d'environ 2 % à long terme (graphique 7).

Graphique 6 – Les taux obligataires réels ont atteint de nouveaux creux



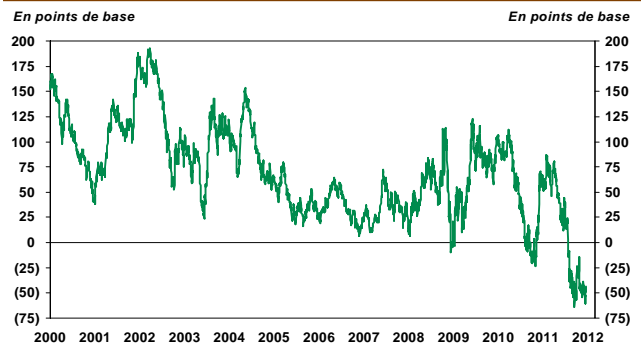
Graphique 7 – Le marché ne semble pas anticiper une déflation aux États-Unis



On peut aussi décomposer un taux obligataire de dix ans entre une partie qui reflète le taux de court terme moyen anticipé au cours des dix prochaines années et une autre partie qui représente une prime du terme. Cette prime compense le fait que l'acheteur d'une obligation de dix ans s'est engagé sur une plus longue période et qu'il a ainsi sacrifié d'autres options d'investissement. La durée plus longue des obligations de long terme les rend aussi plus risquées, ce qui devrait théoriquement être compensé par un rendement plus élevé. Le calcul de la prime du terme est assez complexe, mais il est évident qu'elle est actuellement très faible, voire négative, comme le montre une méthode de calcul de la Fed (gra-

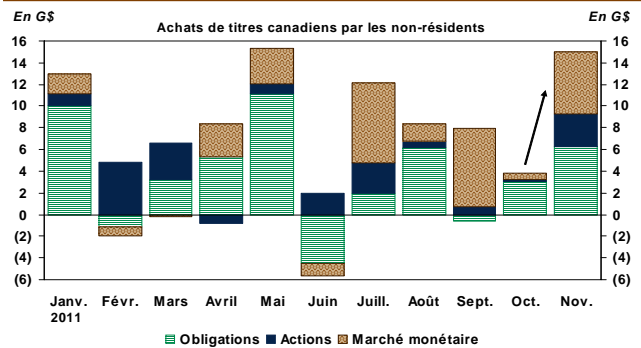
phique 8). La situation est encore plus frappante au Canada où les marchés n'anticipent plus que la BdC abaissera son taux directeur. Le taux directeur canadien demeurera au niveau actuel encore plusieurs trimestres, mais il devrait facilement dépasser 2,5 % en moyenne au cours des dix prochaines années.

Graphique 8 – La prime du terme sur une obligation de dix ans américaine est actuellement négative



Maintenant que les craintes d'un nouvel effondrement de l'économie américaine ont été en grande partie dissipées, c'est surtout la situation en zone euro qui incite les investisseurs à continuer d'acquérir des obligations nord-américaines malgré leur coût élevé. En plus de maintenir la possibilité d'une nouvelle crise financière, la situation en zone euro entraîne un déplacement de fonds vers les autres régions. Alors que de moins en moins de pays de la zone euro sont considérés comme des émetteurs de grande qualité, les investisseurs doivent se tourner vers les obligations d'autres pays comme les États-Unis, le Canada, l'Australie et même le Royaume-Uni. On note ainsi récemment une remontée des achats de titres canadiens par les étrangers (graphique 9).

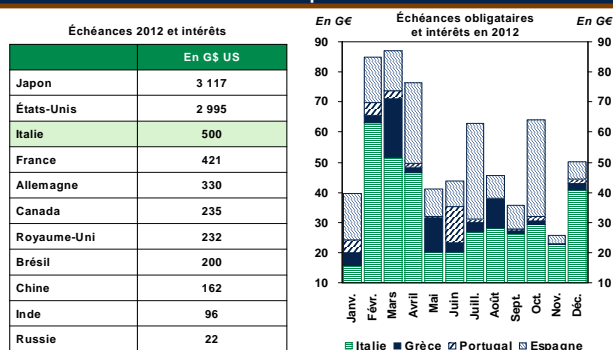
Graphique 9 – Les investisseurs étrangers ont acheté beaucoup de titres canadiens en novembre



LES PROCHAINS MOIS S'ANNONCENT VOLATILS

Les développements récents confortent notre espoir que le pire sera évité et que la zone euro réussira à survivre à la crise actuelle. Dans ce contexte, les taux obligataires nord-américains de long terme devraient tôt ou tard remonter pour mieux refléter la situation économique, et ce, même si la Fed maintient son taux directeur au plancher jusqu'en 2015. Cependant, nous recommandons la prudence pour les prochains mois. La zone euro fait toujours face à un défi de taille, et les importants besoins de refinancement du premier semestre (graphique 10), dans un contexte où les données économiques risquent de confirmer une nouvelle récession, pourraient faire remonter les tensions financières. L'expérience des dernières années a aussi montré que les politiciens européens avaient une forte propension à réactiver la crise lorsqu'elle semblait vouloir se calmer. Les taux d'intérêt devraient ainsi fluctuer près des niveaux actuels d'ici la mi-année avant d'amorcer une remontée très progressive.

Graphique 10 – Le financement des dettes européennes demeurera un poids en 2012



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA

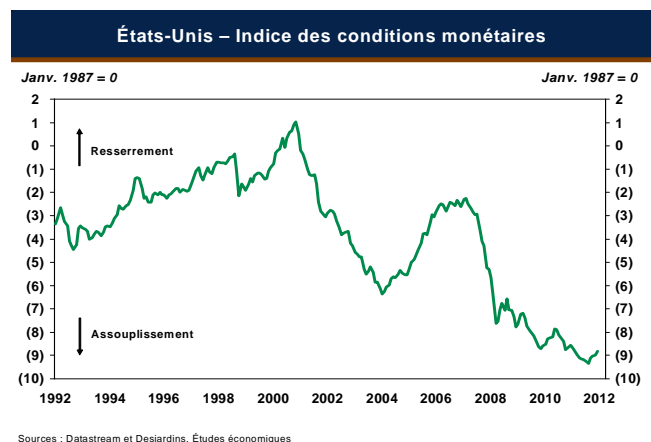
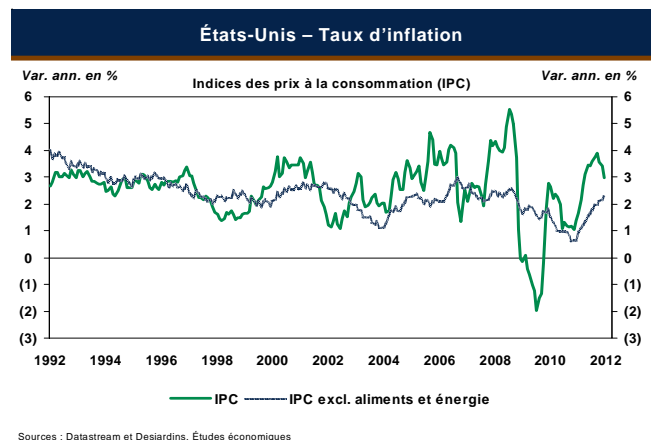
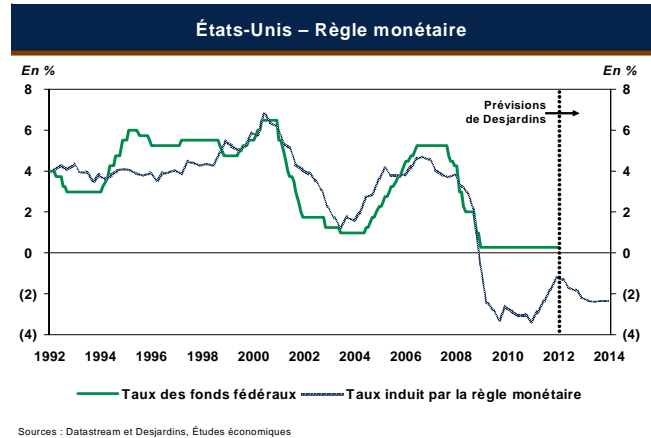
Économiste principal

RÉSERVE FÉDÉRALE

Encore plus loin...

- La Réserve fédérale (Fed) en a surpris plus d'un le 25 janvier lorsqu'elle a changé la phrase de son communiqué qui signale que le comité de politique monétaire n'envisageait pas d'augmenter les taux « au moins jusqu'à la mi-2013 » pour « au moins jusqu'à tard en 2014 ». Un certain changement était plausible, mais de repousser aussi loin la date probable d'une première hausse de taux étonne.
- Cette modification survient au moment où la Fed met en place de nouvelles mesures visant à augmenter la transparence de ses décisions. Ainsi, en plus de la publication trimestrielle des prévisions des membres du comité de politique monétaire concernant le PIB réel, le chômage et l'inflation, la Fed rend maintenant publique leur prévision concernant l'évolution future des taux d'intérêt. Comme une majorité de membres du comité voyaient les taux amorcer leur hausse en 2014 ou plus tard, il était naturel de changer aussi la phrase du communiqué sur cet « engagement » conditionnel.
- La Fed demeure pourtant assez optimiste concernant la conjoncture économique : ses prévisions de croissance du PIB réel restent plus élevées que nos propres scénarios pour les trois prochaines années. Et ce, même si elle les a généralement revues à la baisse depuis l'exercice de novembre. L'amélioration de plusieurs indicateurs économiques au cours des derniers mois, notamment du côté de la confiance des consommateurs, aurait pu inciter à plus de prudence, mais Ben Bernanke n'est pas prêt à déclarer que l'économie « est entrée dans une phase plus forte ». C'est donc la faiblesse constante de l'économie et, en particulier, la sous-utilisation des capacités telle que suggérée par le taux de chômage ou l'écart entre le PIB réel et son niveau potentiel qui incitent la Fed à repousser si loin la première hausse de taux.
- Rappelons que cet engagement demeure conditionnel. Une accélération convaincante de l'économie, outre la croissance de 2,8 % enregistrée au dernier trimestre de 2011, et, surtout, une baisse plus rapide que prévu du taux de chômage pourraient inciter la Fed à se raviser. Rien n'est coulé dans le béton, et il y a déjà des dissensions au sein du comité de politique monétaire puisque six participants jugent que 2012 ou 2013 serait le meilleur moment pour augmenter les taux directeurs. La modeste croissance du PIB réel prévue dans nos scénarios pour les prochaines années, conjuguée à la force du chômage et à la stabilité de l'inflation, rend cette éventualité peu probable.

Prévisions : Le coup de barre donné par la Fed incite à repousser plus loin le début de la normalisation des taux directeurs. Une première augmentation du taux cible des fonds fédéraux ne devrait survenir qu'au commencement de 2015. Entretemps, et en plus de poursuivre ses politiques actuelles, il est probable que la Fed veuille continuer à stimuler la croissance en achetant davantage de titres hypothécaires, possiblement à partir du second trimestre de 2012.



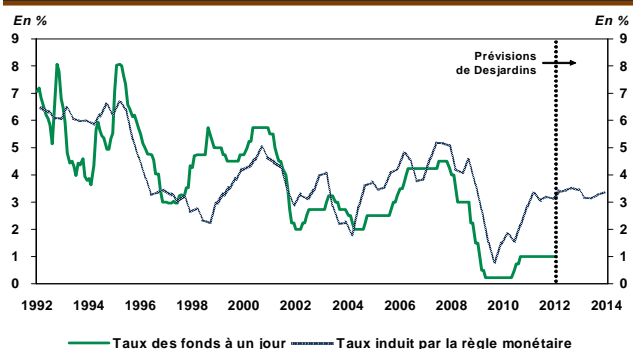
BANQUE DU CANADA

Le *statu quo* des taux américains forcera la Banque du Canada à retarder ses hausses

- Le rebond survenu au sein de l'économie canadienne au troisième trimestre de 2011 devrait être suivi d'une croissance économique plus modeste. En outre, le commerce extérieur pourrait connaître des difficultés en raison de la détérioration des conditions économiques mondiales. De plus, la progression de la demande intérieure sera moins robuste alors que la lutte aux déficits budgétaires et le retrait des plans de relance entraîneront une réduction des dépenses gouvernementales. Cela effacera une partie des bienfaits d'un accroissement de l'investissement non résidentiel.
- L'évolution récente de plusieurs indicateurs économiques témoigne du ralentissement de la progression du PIB réel au pays. Le marché du travail est moins dynamique depuis quelque temps et le taux de chômage est passé de 7,1 % en septembre à 7,5 % en décembre. Malgré un léger rebond en janvier, la tendance de l'indice de la confiance des consommateurs est aussi en baisse.
- Selon nos estimations, l'écart entre la production et son plein potentiel, évalué à -0,7 % par la Banque du Canada (BdC) au troisième trimestre de 2011, devrait continuer à se résorber graduellement. Le retour au plein potentiel est prévu d'ici le troisième trimestre de 2013, un pronostic similaire à celui établi récemment par les autorités monétaires canadiennes.
- La diminution mensuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) total a été beaucoup plus prononcée que prévu en décembre dernier. Rappelons cependant que la nouvelle hausse de la taxe de vente du Québec exercera une pression haussière sur la croissance mensuelle de l'IPC total canadien en janvier 2012. Cela dit, l'inflation de référence a été très stable au cours des derniers mois, et nos projections démontrent qu'elle devrait se maintenir aux alentours de la fourchette médiane de la BdC (2 %) tout au long de 2012.

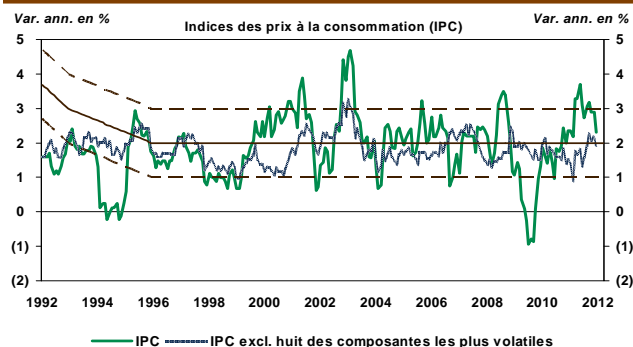
Prévisions : Même si les perspectives de croissance de l'économie canadienne n'ont pas beaucoup changé au cours des dernières semaines, la récente déclaration des autorités monétaires américaines force une révision de nos prévisions concernant le moment où la BdC recommencera à monter ses taux d'intérêt directeurs. Puisque le taux des fonds fédéraux américains demeurera vraisemblablement à son niveau plancher jusqu'au début de 2015, il sera très difficile pour la BdC de rehausser ses taux directeurs canadiens à la mi-2013 comme nous le croyions initialement. Sinon, l'écart entre les taux canadiens et américains pourrait entraîner une importante appréciation du dollar canadien, ce qui pourrait nuire à la croissance économique au pays. Tout porte donc à croire que la BdC devra patienter jusqu'au printemps 2014 avant de procéder à une nouvelle augmentation du taux cible des fonds à un jour.

Canada – Règle monétaire



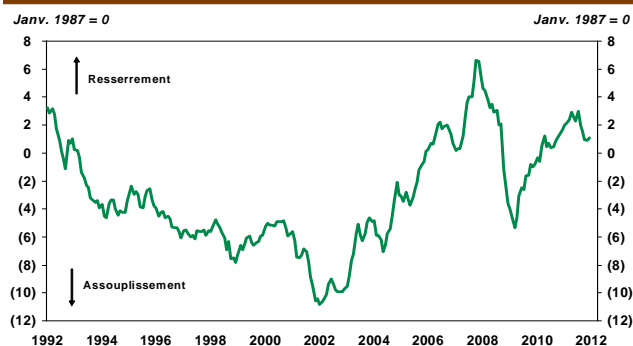
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Taux d'inflation



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Indice des conditions monétaires



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

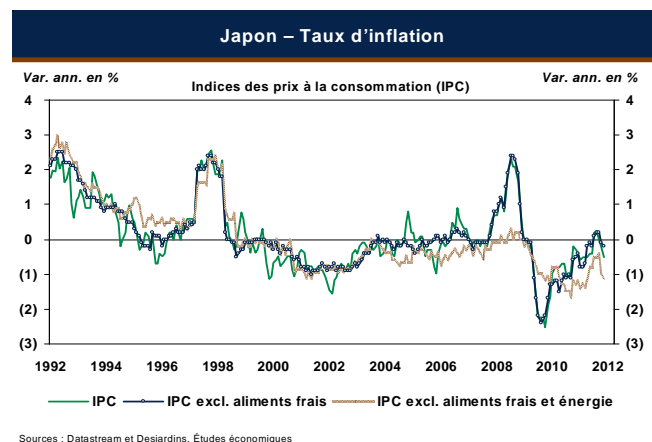
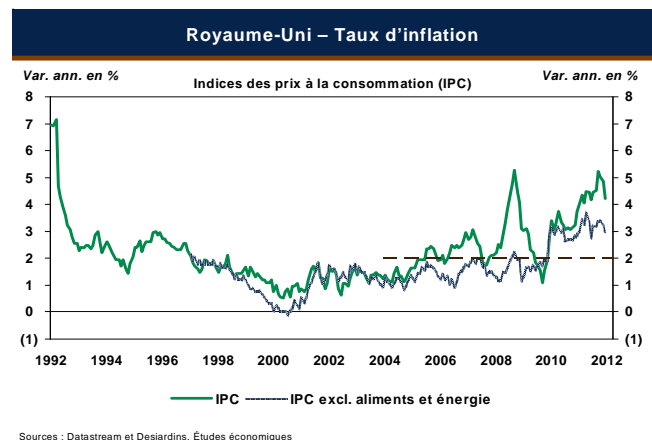
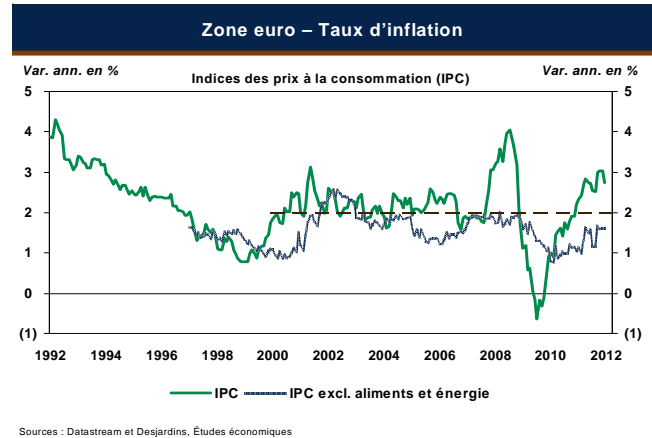
D'autres actions sont attendues du côté de l'Europe

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La BCE est demeurée sur les lignes de côté à sa dernière rencontre de politique monétaire au début du mois de janvier. Il faut dire qu'elle avait été particulièrement active à la fin de 2011 en ramenant son principal taux d'intérêt directeur à 1,00 % en plus d'accroître ses achats de dettes souveraines et ses mesures pour soutenir le système financier européen. Les investisseurs ont surtout bien réagi à l'octroi de prêts de long terme aux institutions financières et à l'élargissement de la gamme de titres acceptés en garantie par la BCE.
- La BCE n'a pas envoyé de signal clair quant à l'évolution future de son taux directeur. D'un côté, elle note certains signes de stabilisation de l'économie eurolandaise et elle semble satisfaite des effets des mesures mises en place pour soutenir le secteur financier. D'un autre côté, elle est consciente que son scénario économique est empreint d'importants risques à la baisse et elle signale qu'elle suivra de très près les prochaines statistiques et les faits nouveaux. Qui plus est, le président Mario Draghi a répété que le niveau de 1,00 % n'est pas un plancher pour le taux directeur.
- Il serait étonnant de voir le contexte économique s'améliorer à court terme et les tensions financières liées aux dettes souveraines européennes s'estomper significativement. Nous prévoyons toujours une récession en zone euro et croyons que plusieurs gestes restent à poser par les autorités gouvernementales pour résoudre la crise des dettes souveraines. Il nous apparaît ainsi plus probable que la BCE décrètera d'autres baisses de taux au cours des prochains mois, surtout si le taux d'inflation continue de diminuer comme prévu. La pression demeurera également forte pour que la BCE poursuive ses achats d'obligations souveraines et ses mesures de soutien aux banques comme l'octroi de financement à long terme.

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- L'économie britannique s'est contractée de 0,8 % à rythme annualisé au quatrième trimestre de 2011. Le Royaume-Uni a maintenant un pied dans la récession, ce qui augmente la pression sur la BoE pour qu'elle bonifie son programme d'assouplissement quantitatif. La BoE aura complété en février ses achats de titres gouvernementaux qui avaient été annoncés en octobre dernier pour un montant total de 75 G£ (110 G\$ US).
- Le compte rendu de la dernière rencontre du comité de politique monétaire a révélé que plusieurs membres sont favorables à une augmentation des achats de titres gouvernementaux. On semble notamment craindre que l'inflation puisse descendre significativement sous sa cible de 2 % en 2012. Actuellement, l'inflation se situe à 4,2 % au Royaume-Uni, mais la fin de plusieurs effets de base et les pressions désinflationnistes sous-jacentes à la faiblesse de l'économie appuient un scénario de baisse marquée de l'inflation dans les mois à venir. La porte est donc ouverte à plus d'interventions de la part de la BoE.



MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

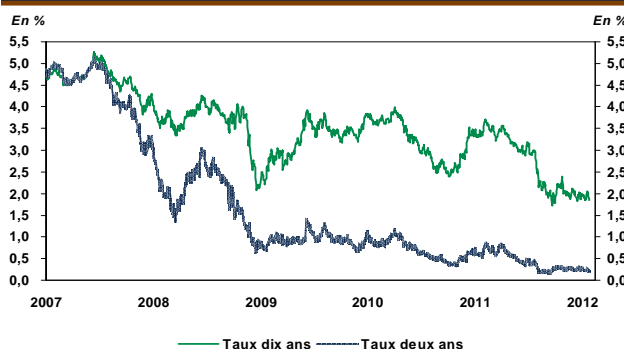
La Réserve fédérale donne peu de chances aux taux de court terme de s'élever

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Après plusieurs mois d'hésitation et devant la persistance des signes d'amélioration économique, les taux obligataires américains ont finalement affiché une tendance haussière au milieu du mois de janvier, amenant le taux de dix ans brièvement au-dessus de 2,0 %. Les marchés ont toutefois eu une grande surprise lorsque la Réserve fédérale (Fed) a annoncé que son taux directeur pourrait demeurer inchangé pour encore près de trois ans. Le taux de dix ans a rapidement baissé sous 2,0 % après l'annonce, mais c'est surtout la descente abrupte des taux de moyen terme qui aura été marquante. Le taux de cinq ans a atteint 0,71 %, un nouveau creux.
- Par surcroît, devant une Fed démontrant une détermination sans pareille à stimuler la croissance, les investisseurs tablent sur un taux d'inflation plus élevé dans un horizon de cinq ans. Le taux des obligations à rendement réel de cinq ans a lourdement chuté pour s'établir à un record de -1,32 %, alors que les investisseurs ont acquis de la protection contre l'inflation. Le taux implicite d'inflation anticipée, tel que mesuré par la différence entre les taux des obligations à rendement nominal et celui des obligations à rendement réel, a monté à 1,8 %, le niveau le plus élevé depuis octobre dernier. Même si cela reste encore loin du niveau de 2,1 % qui prévalait en juillet dernier, la tendance à la hausse des anticipations d'inflation demeure très nette.
- Malgré l'amélioration récente du sentiment des investisseurs, il est encore tôt pour miser sur un scénario où tout est terminé, alors que d'autres mauvaises surprises potentielles demeurent dans les parages. On s'attend à ce que la Fed demeure proactive dans les prochains mois avec l'annonce d'un troisième programme d'assouplissement quantitatif vraisemblablement au printemps. Même si ce programme devrait cibler les titres hypothécaires, la détermination de la Fed à garder les taux bas pour encore près de trois ans, jumelée aux perspectives d'un nouveau gonflement de son bilan, devrait empêcher les taux obligataires de s'envoler.

Prévisions : La cible du taux américain de dix ans est revenue à la baisse pour 2012, à 2,4 %. À court terme, la récession européenne et la lenteur du processus de résolution de crise feront le contrepois des données économiques américaines, qui elles-mêmes pourraient montrer de nouveaux signes de modération. La Fed continuera de soutenir les obligations longues jusqu'en juin en vertu de son programme *Operation Twist*, tandis que l'annonce d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif au printemps risque d'être un autre événement contribuant à maintenir solidement les taux à leurs niveaux actuels. À partir du milieu de l'année, la fin du programme *Operation Twist* devrait toutefois relâcher quelque peu la pression à la baisse sur les taux. La remontée subséquente sera toutefois très lente.

États-Unis – Titres du Trésor



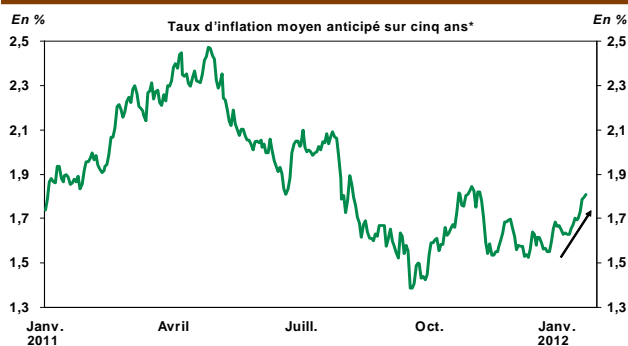
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Pente entre les échéances de dix et de deux ans



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Remontée des anticipations d'inflation



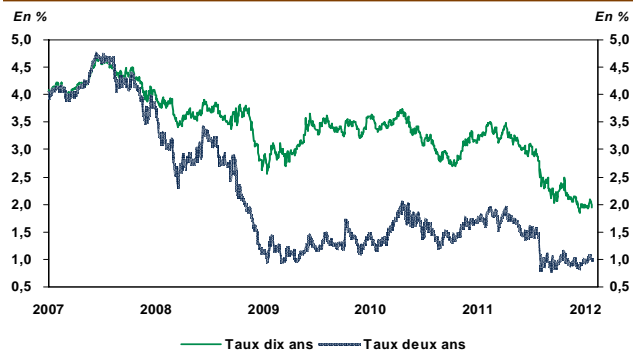
* D'après l'écart entre le taux des obligations nominales de cinq ans et celui des obligations à rendement réel.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les statistiques économiques ont été en demi-teinte au Canada durant le quatrième trimestre, conformément à notre scénario de prévision tablant sur une croissance environ deux fois moins rapide qu'au troisième trimestre. Dans son récent *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada (BdC) a continué de mettre l'accent sur les risques externes, prévoyant désormais une récession plus sévère en Europe, qui devrait coûter 0,6 point de pourcentage au PIB canadien en 2012. La BdC s'est toutefois manifestement gardée de signaler une quelconque baisse de taux.
- Certains investisseurs qui s'étaient positionnés en faveur d'une baisse du taux directeur à la fin de 2012 ont dû se rajuster à la suite du communiqué de la BdC. L'amélioration des statistiques économiques américaines et la montée des taux obligataires aux États-Unis ont également entraîné les taux canadiens à la hausse dans le milieu du mois de janvier. Le taux de deux ans, qui avait atteint un creux de 0,84 % en décembre, a remonté au-dessus de 1 % à la mi-janvier. Le taux de dix ans a réussi à franchir de nouveau la barre de 2 % le 19 janvier jusqu'à ce que la Fed annonce son engagement à maintenir les taux bas jusqu'à la fin de 2014.
- Le sentiment plus optimiste qui règne depuis le début de 2012 s'est traduit par un déplacement parallèle vers le haut de la courbe de rendement canadienne. L'écart entre les taux de dix ans et ceux de deux ans, qui avait récemment rejoint un creux de 98 points de base, vieux de trois ans, s'est à peine élargi au cours des dernières semaines. Il faut dire que, contrairement à la courbe américaine, la partie courte de la courbe canadienne est beaucoup moins profondément ancrée, comme en fait foi l'écart entre les taux de deux ans canadien et américain, qui a récemment atteint 83 points de base, le niveau le plus élevé en trois mois. La courbe 10/30 canadienne est pour sa part demeurée confortablement dans la fourchette de 56 à 62 points de base établie depuis la fin de décembre, reflétant là aussi le déplacement parallèle sur l'ensemble de la courbe de rendement.

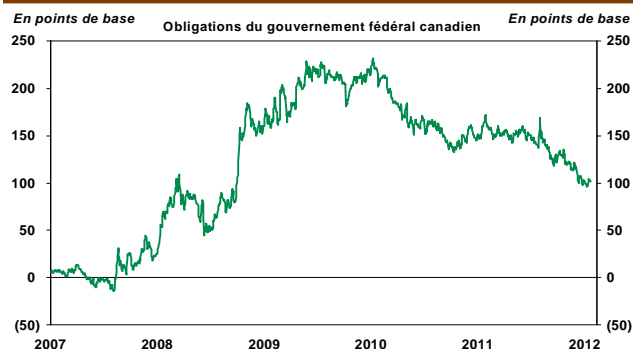
Prévisions : Nous abaissons notre cible pour le taux canadien de dix ans à 2,4 % à la fin de 2012. Les obligations canadiennes devraient demeurer prisées à l'étranger, le Canada faisant partie d'un groupe de plus en plus restreint de pays bénéficiant de la cote AAA. La Fed, ne prévoyant pas hausser son taux directeur avant près de trois ans, milite en faveur de taux encore bas pour longtemps, d'autant plus que la BdC risque elle aussi de demeurer sur les lignes de côté jusqu'en 2014. Dans les six premiers mois de 2012, très peu de variations des taux sont prévues par rapport à leurs niveaux actuels, alors que la récession européenne battra son plein et qu'une multitude d'incertitudes favoriseront les obligations de qualité. Ce n'est qu'en deuxième portion d'année qu'on verra vraisemblablement les taux progresser à la hausse, quoique cela se fera très faiblement.

Canada – Obligations fédérales



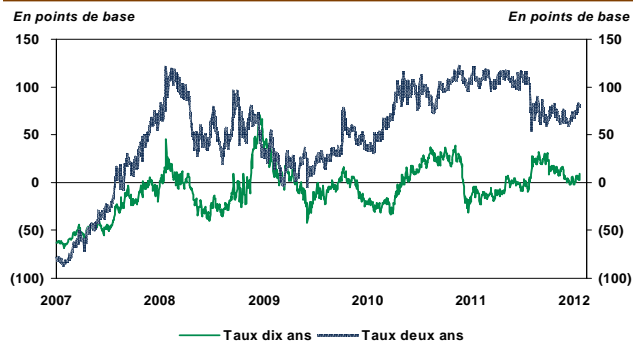
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Pente entre les échéances de dix et de deux ans



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Écart par rapport aux obligations fédérales américaines



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Canada												
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	1,00	1,00
Zone euro												
Taux de refinancement	1,00	1,25	1,50	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Royaume-Uni												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Octobre 2011			
31	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	4,50
Novembre 2011			
2	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
3	Banque centrale européenne	-25 p.b.	1,25
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
15	Banque du Japon	s.q.	0,10
30	Banque du Brésil	-50 p.b.	11,00
Décembre 2011			
2	Banque du Mexique	s.q.	4,50
5	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	4,25
6	Banque du Canada	s.q.	1,00
7	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
8	Banque centrale européenne	-25 p.b.	1,00
8	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
13	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
14	Banque de Norvège	-50 p.b.	1,75
15	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
20	Banque de Suède	-25 p.b.	1,75
20	Banque du Japon	s.q.	0,10
Janvier 2012			
12	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
12	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
17	Banque du Canada	s.q.	1,00
18	Banque du Brésil	-50 p.b.	10,50
20	Banque du Mexique	s.q.	4,50
23	Banque du Japon	s.q.	0,10
25	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
25	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Février 2012	
6	Banque de réserve d'Australie
9	Banque centrale européenne
9	Banque d'Angleterre
14	Banque du Japon
16	Banque de Suède
Mars 2012	
5	Banque de réserve d'Australie
7	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
7	Banque du Brésil
8	Banque centrale européenne
8	Banque d'Angleterre
8	Banque du Canada
13	Banque du Japon
13	Réserve fédérale
14	Banque de Norvège
15	Banque nationale suisse
16	Banque du Mexique
Avril 2012	
4	Banque centrale européenne
4	Banque de réserve d'Australie
5	Banque d'Angleterre
10	Banque du Japon
17	Banque du Canada
18	Banque du Brésil
19	Banque de Suède
25	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
25	Réserve fédérale
27	Banque du Japon
27	Banque du Mexique

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Bons du Trésor												
3 mois	0,09	0,03	0,02	0,02	0,05	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,15	0,15
Obligations fédérales												
2 ans	0,76	0,44	0,26	0,23	0,25	0,25	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60
5 ans	2,19	1,72	0,94	0,81	0,80	0,85	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40	1,50
10 ans	3,45	3,16	1,93	1,88	1,90	2,00	2,20	2,40	2,50	2,60	2,70	2,80
30 ans	4,51	4,38	2,92	2,89	3,05	3,10	3,25	3,40	3,50	3,60	3,70	3,75
Pente												
5 ans - 3 mois	2,10	1,69	0,92	0,79	0,75	0,75	0,90	1,00	1,05	1,15	1,25	1,35
10 ans - 2 ans	2,70	2,72	1,66	1,64	1,65	1,75	1,85	2,00	2,05	2,10	2,15	2,20
30 ans - 3 mois	4,42	4,35	2,90	2,87	3,00	3,00	3,15	3,30	3,35	3,45	3,55	3,60

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Bons du Trésor												
3 mois	0,96	0,93	0,81	0,82	0,85	0,85	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10	1,15
Obligations fédérales												
2 ans	1,83	1,60	0,88	0,96	1,00	1,05	1,15	1,20	1,25	1,35	1,45	1,50
5 ans	2,77	2,33	1,39	1,28	1,30	1,35	1,50	1,60	1,70	1,80	1,90	2,00
10 ans	3,35	3,11	2,15	1,94	2,00	2,05	2,20	2,40	2,50	2,60	2,70	2,80
30 ans	3,80	3,58	2,77	2,49	2,65	2,70	2,90	3,05	3,15	3,25	3,35	3,40
Pente												
5 ans - 3 mois	1,81	1,40	0,58	0,46	0,45	0,50	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85
10 ans - 2 ans	1,52	1,51	1,27	0,98	1,00	1,00	1,05	1,20	1,25	1,25	1,25	1,30
30 ans - 3 mois	2,84	2,65	1,96	1,67	1,80	1,85	2,00	2,10	2,15	2,20	2,25	2,25
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,87	0,90	0,79	0,80	0,80	0,75	0,80	0,85	0,85	0,90	0,95	1,00
2 ans	1,08	1,16	0,62	0,73	0,75	0,80	0,80	0,80	0,80	0,85	0,90	0,90
5 ans	0,58	0,62	0,45	0,47	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
10 ans	(0,10)	(0,05)	0,22	0,06	0,10	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
30 ans	(0,71)	(0,80)	(0,15)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,35)	(0,35)	(0,35)	(0,35)	(0,35)	(0,35)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques