

## L'année 2013 pourrait bien être un tournant pour le marché obligataire

### FAITS SAILLANTS

- L'entente conclue au cours des dernières heures de 2012 pour limiter les conséquences négatives du *fiscal cliff* pour l'économie américaine a amplifié le sentiment d'optimisme des investisseurs.
- Alors que les taux d'intérêt commencent à s'éloigner significativement des creux historiques atteints l'été dernier, il faut se demander si le fameux *bull market* du marché obligataire est finalement terminé.
- À court terme, nous aurions plutôt tendance à miser sur un rebond du marché obligataire. La tendance favorable aux actifs risqués semble étirée.
- Les conditions pour une remontée durable des taux risquent toutefois d'être réunies d'ici la fin de l'année.
- La Réserve fédérale devrait maintenir ses achats de titres à 85 G\$ US par mois jusqu'à la fin de 2013. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant la mi-2015.
- La Banque du Canada a surpris les investisseurs avec un communiqué plus *dovish* qu'anticipé, en plus d'ajustements à la baisse dans ses prévisions de court terme.
- Nous demeurons d'avis que la Banque du Canada devra patienter jusqu'à la mi-2014 avant de pouvoir procéder à une légère augmentation de ses taux directeurs.

### TABLE DES MATIÈRES

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

### Éditorial

L'entente conclue au cours des dernières heures de 2012 pour limiter les conséquences négatives du *fiscal cliff* pour l'économie américaine (graphique 1) a amplifié le sentiment d'optimisme des investisseurs. Après avoir terminé l'année à 1,75 %, le taux de dix ans américain a ainsi poursuivi sa remontée au cours des dernières semaines. Certaines statistiques économiques encourageantes et la baisse continue des tensions financières en Europe ont aussi limité l'attrait des valeurs refuges, poussant même récemment le taux de dix ans américain au-dessus de 2,00 % pour la première fois depuis le printemps dernier.

Graphique 1 – Effets budgétaires en 2013 des éléments composant le *fiscal cliff* aux États-Unis

	Fiscal cliff	Entente
Expiration des mesures fiscales de 2001, de 2003 et de 2010	-221 G\$ US	-15 G\$ US
Baisse temporaire de la payroll tax	-95 G\$ US	-95 G\$ US
Autres modifications fiscales	-65 G\$ US	+9 G\$ US
Taxation liée aux soins de santé	-18 G\$ US	-18 G\$ US
Entente sur le plafond de la dette	-65 G\$ US	-51 G\$ US
Assurance-chômage	-26 G\$ US	-4 G\$ US
Paielements aux médecins	-11 G\$ US	0 G\$ US
Autres	-105 G\$ US	-102 G\$ US
<b>Total (réduction du déficit en 2013)</b>	<b>-607 G\$ US</b>	<b>-276 G\$ US</b>

Sources : Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

Alors que les taux d'intérêt commencent à s'éloigner significativement des creux historiques atteints l'été dernier, il faut se demander si le fameux *bull market* du marché obligataire est finalement terminé (graphique 2 à la page 2). Étant donné notre conviction que les taux obligataires ont atteint des niveaux insoutenables à moyen terme, il serait tentant de répondre oui à cette question. L'expérience des dernières années a cependant prouvé la résilience du marché obligataire alors

**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

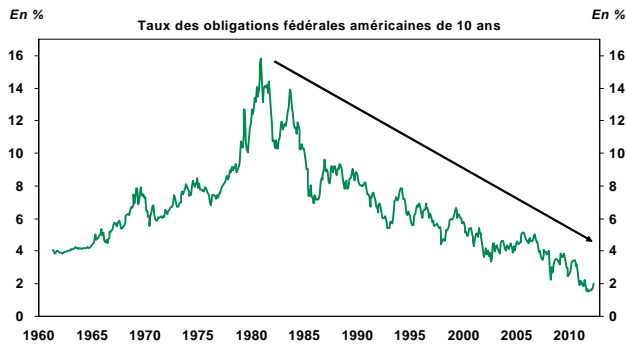
**Benoit P. Durocher**  
Économiste principal

**Francis Généreux**  
Économiste principal

**Jimmy Jean**  
Économiste principal

**Hendrix Vachon**  
Économiste senior

**Graphique 2 – Après plus de 30 ans de baisse, le creux des taux a-t-il été atteint l'été dernier?**



Sources : U.S. Department of the Treasury et Desjardins, Études économiques

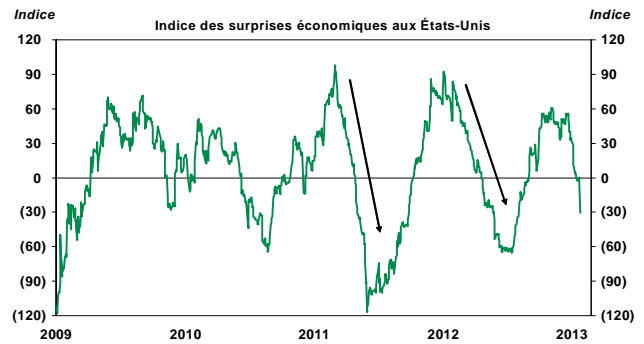
que des hausses notables des taux d'intérêt, par exemple à la fin de 2010 ou de 2011, ont rapidement fait place à un rebond du marché obligataire.

### UN DERNIER FAUX DÉPART?

À court terme, nous aurions plutôt tendance à miser sur un rebond du marché obligataire. La tendance favorable aux actifs risqués semble étirée, par exemple les Bourses n'ont pas connu de revers sérieux depuis plus de six mois. De plus, l'optimisme du marché paraît fragile alors que l'environnement demeure empreint d'importants risques. Les investisseurs semblent particulièrement complaisants par rapport à la situation en zone euro. S'il est envisageable que le pire de la crise européenne soit derrière nous, d'énormes problèmes demeurent alors que rien n'indique la fin de la récession ni un empressement à faire les changements institutionnels nécessaires pour assurer la survie à long terme de l'union monétaire.

Les dernières nouvelles sont plus encourageantes aux États-Unis. Quelques déceptions sont toutefois aussi à prévoir de ce côté, alors que les effets des mesures d'austérité se feront sentir et que les négociations entourant les crédits budgétaires s'annoncent ardues. Encore une fois, l'expérience des dernières années nous pousse à être prudents relativement aux signes d'embellie économique aux États-Unis. Les périodes de bonnes surprises ont souvent fait place à d'importantes déceptions (graphique 3). Le recul inattendu du PIB au dernier trimestre de 2012, quoiqu'il provienne surtout de facteurs temporaires, et la chute de la confiance des ménages sont peut-être de premiers signes en ce sens. La faiblesse de l'inflation et le signal clair des banques centrales, même au Canada, qu'elles ne s'empresseront pas à resserrer leur politique monétaire devraient aussi apporter un certain soutien au marché obligataire au cours des prochains mois.

**Graphique 3 – Les données décevantes récemment publiées aux États-Unis rappellent les déceptions du début de 2011 et de 2012**



Sources : Datastream, Citigroup et Desjardins, Études économiques

### UNE HAUSSE PLUS SOUTENABLE DES TAUX EN SECONDE MOITIÉ DE 2013

Les investisseurs professionnels désirant miser sur un rebond du marché obligataire à court terme doivent cependant le faire avec beaucoup de prudence et en étant conscients que, selon toute probabilité, les rendements obligataires augmenteront significativement tôt ou tard. Pour un investisseur plus régulier ayant un horizon de moyen et long terme, les obligations ont très peu d'attrait; le taux d'intérêt payé ne permet même pas de couvrir la perte du pouvoir d'achat causée par l'inflation et la période d'importants gains de capitaux semble essentiellement terminée. Les détenteurs d'obligations doivent même se préparer à encaisser des pertes de capitaux, alors que les conditions pour une remontée durable des taux risquent d'être réunies d'ici la fin de l'année.

### LES RISQUES ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS DEVRAIENT DIMINUER

La situation politique américaine demeurera empreinte d'incertitude à court terme. Les négociations concernant les dépenses risquent de faire couler encore beaucoup d'encre, et de nouvelles mesures d'austérité risquent de freiner davantage la croissance économique en première moitié de 2013. Les pires scénarios, soit une hausse massive des impôts qui aurait replongé les États-Unis en récession ou un défaut du gouvernement, ont toutefois été en bonne partie écartés. Le risque politique américain devrait ainsi être beaucoup moins présent en seconde moitié d'année, ce qui devrait permettre à l'économie de ce pays de profiter davantage de ces points forts (rebond du marché immobilier, amélioration de la situation financière des ménages, boom énergétique...). L'amélioration de la situation économique en Europe risque d'être plus progressive, mais une certaine embellie est aussi envisageable d'ici la fin de 2013.

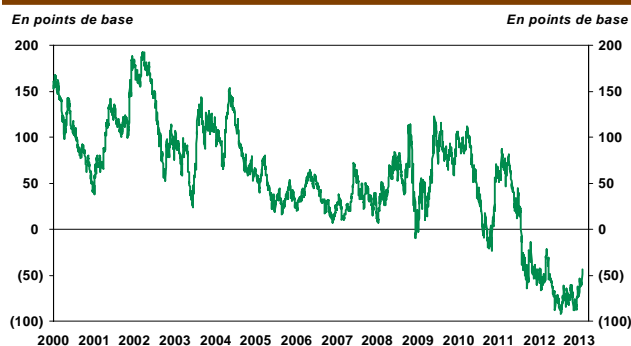
### UNE INFLUENCE MOINS FORTE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE

Le véritable tournant pour le marché obligataire risque de survenir lorsque les marchés auront l'impression que le troisième programme d'assouplissement quantitatif (QE3) de la Réserve fédérale (Fed) tire à sa fin. Certains dirigeants de la Fed ont récemment reconnu que l'accroissement continu du bilan de la banque centrale pouvait entraîner certains problèmes et qu'il ne fallait pas parler d'une « politique quantitative infinie ». Pour le moment, la Fed demeure insatisfaite de la situation de l'économie et du marché de travail américain et tout indique que le troisième programme d'assouplissement se poursuivra pendant plusieurs mois. Si la performance économique s'améliore comme nous l'anticipons à partir du printemps, on peut toutefois s'attendre à ce que la Fed modifie progressivement son discours en seconde moitié d'année et qu'elle mette fin au QE3 au commencement de 2014.

### UN RETOUR À LA NORMALE... PROBABLEMENT GRADUEL

Deux des forces qui ont dominé le marché obligataire au cours des dernières années, soit la crainte d'une crise imminente et les achats massifs de la Fed, risquent ainsi de perdre progressivement de l'influence à partir de la mi-année. Cela devrait permettre aux taux obligataires d'amorcer une véritable remontée vers des niveaux plus normaux. Même si le contexte économique et financier continuera de justifier des taux très bas d'un point de vue historique, alors que l'inflation demeurera faible et que la Fed devrait maintenir son taux directeur au plancher jusqu'à tard en 2015, il faut s'attendre à ce que les taux réels et les primes du terme (graphique 4) retournent progressivement en territoire positif.

**Graphique 4 – La prime du terme sur une obligation de dix ans américaine devrait progressivement redevenir positive**

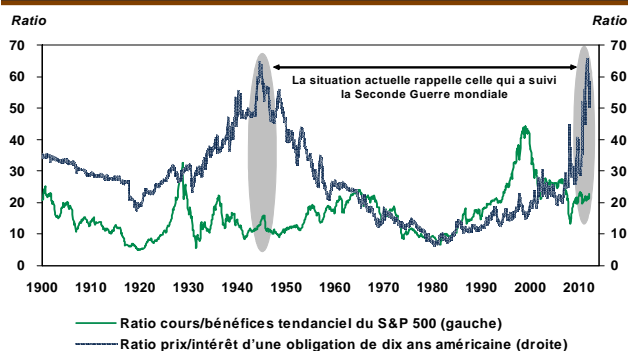


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Le désir de la Fed d'empêcher une remontée trop brusque des taux et les importants besoins d'obligations de certains investisseurs institutionnels, en particulier les fonds de retraite, devraient se traduire par une remontée très graduelle des taux obligataire. Nous misons ainsi sur un taux américain

de dix ans à 2,05 % en fin de 2013 et à 2,50 % à la fin de 2014. Il faut cependant être conscient de la possibilité d'une normalisation plus brusque de la situation sur le marché obligataire. Cela pourrait particulièrement être le cas si les investisseurs décidaient de déplacer massivement leurs fonds vers le marché boursier, ce dernier paraissant actuellement beaucoup plus attrayant (graphique 5). Dans un tel scénario alternatif, les taux de dix ans américains et canadiens pourraient retourner rapidement près de 3,0 %.

**Graphique 5 – Les obligations paraissent extrêmement chères par rapport à la Bourse**



Sources : Global Financial Data, Robert Shiller, Datastream et Desjardins, Études économiques

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

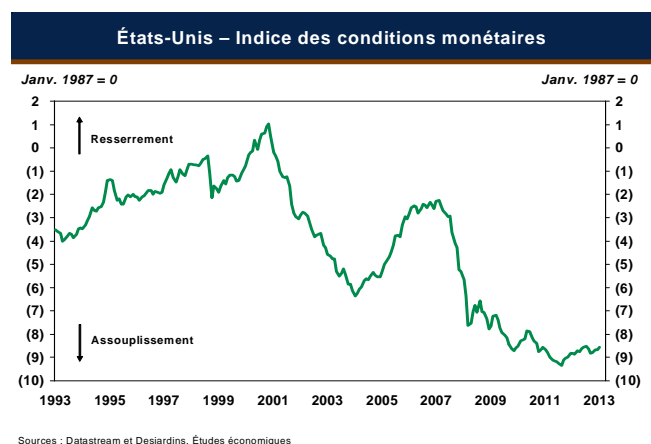
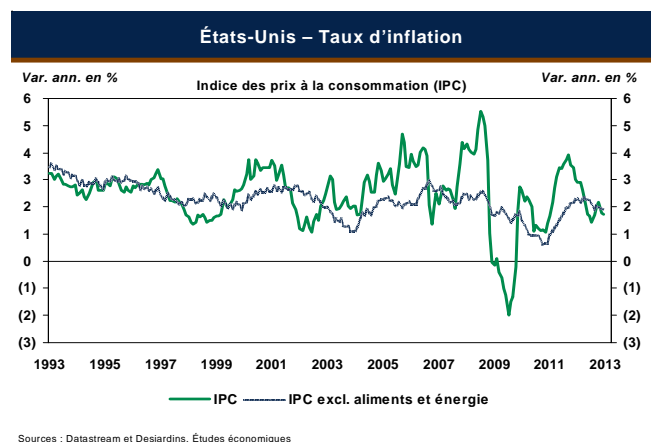
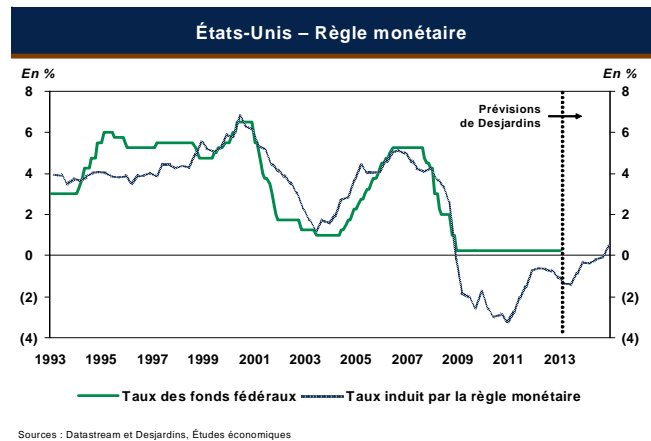
**Mathieu D'Anjou, CFA**  
Économiste principal

# RÉSERVE FÉDÉRALE

## Confortée par la faiblesse de l'économie, la Réserve fédérale garde le cap

- En portant un grand coup en décembre avec l'annonce de la bonification de la troisième vague de politique monétaire et la mise en place de seuils conditionnels sur le chômage, l'inflation et les anticipations inflationnistes, la Réserve fédérale (Fed) faisait le pari que la croissance de l'économie resterait décevante à court terme. Généralement, les récentes données économiques lui donnent raison. En tête de liste, on pense évidemment à la décroissance surprise du PIB réel au quatrième trimestre de 2012. Tout n'était pas mauvais dans ce recul de 0,1 % comme en témoigne la bonne performance relative de la consommation, de l'investissement des entreprises en équipement et logiciels et de l'investissement résidentiel. Toutefois, ces facteurs positifs n'ont pas su contrebalancer suffisamment les facteurs négatifs provenant de la variation des stocks, des exportations nettes et des dépenses gouvernementales. De plus, on a assisté en décembre à une faiblesse, espérons temporaire, des ventes de maisons et à une chute de la confiance des consommateurs.
- C'est cette détérioration de l'humeur des ménages qui s'avère la plus inquiétante, car on sait déjà qu'elle s'est amplifiée en janvier, un effet probable du *fiscal cliff*. Même si celui-ci a été en partie évité, la réalité des hausses d'impôts affectera les revenus des ménages. Cette conséquence négative s'ajoute aux incertitudes budgétaires qui persistent. Ainsi, les coupes automatiques de dépenses, à hauteur de 51 G\$ US, pourraient survenir dès le 1<sup>er</sup> mars et le gouvernement fédéral n'a toujours pas de budget pour financer ses activités après le 27 mars. Heureusement, les républicains ont abandonné l'idée de provoquer une autre dispute sur le relèvement du plafond de la dette, adoptant le 23 janvier une résolution reportant ce débat au mois de mai.
- Il faudrait que la conjoncture change dramatiquement pour faire dévier la Fed du chemin adopté à la fin de l'année dernière lequel laissait entendre que le QE3 se poursuivra jusqu'à la fin de 2013. Malgré les aléas du PIB réel, les tendances du taux de chômage et de l'inflation sont plutôt stables. Du côté de l'inflation, on peut toutefois percevoir une faiblesse trop marquée du côté des prix des biens excluant les aliments et l'énergie qui ont connu en décembre leur plus importante baisse trimestrielle annualisée (-1,6 %) depuis 2008. Pour l'ensemble de 2013, l'inflation totale devrait atteindre seulement 1,5 %. Pour l'emploi, l'amélioration du taux de chômage devrait être très graduelle; de 7,9 % en janvier, il devrait passer à 7,5 % en décembre 2013, soit largement au-dessus du seuil de 6,5 % de la Fed.

**Prévisions :** Les achats de titres devraient se maintenir à 85 G\$ US par mois jusqu'à la fin de 2013. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant la mi-2015.



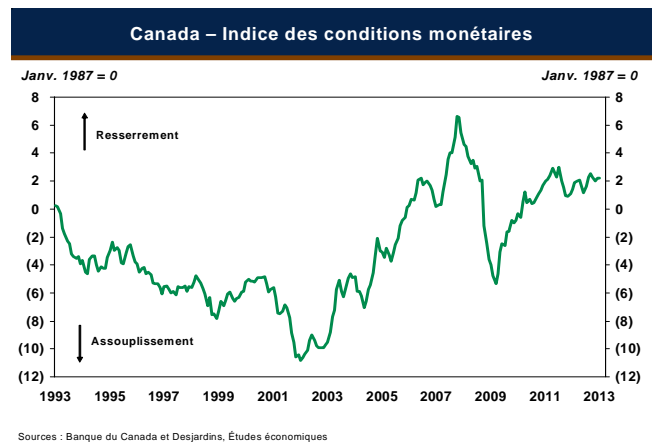
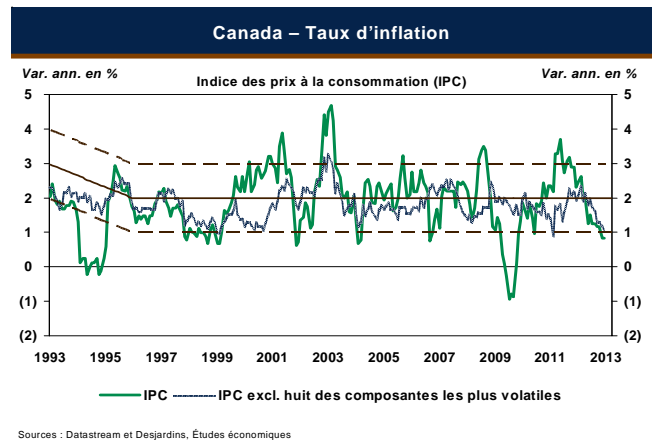
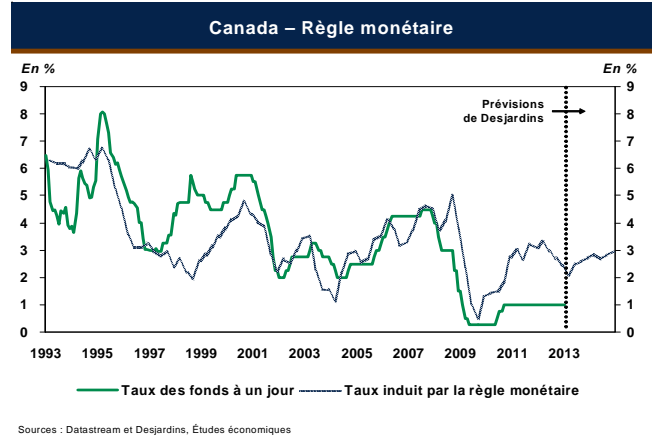


# BANQUE DU CANADA

## Les autorités monétaires retardent les hausses de taux directeurs

- Les difficultés économiques semblent se multiplier depuis quelques trimestres au Canada. D'une part, le secteur extérieur continue de souffrir de la faiblesse de la demande mondiale, alors que la récession en Europe se prolonge et que les incertitudes aux États-Unis ne sont pas encore éclipsées. D'autre part, le ralentissement du marché immobilier se concrétise avec une baisse des mises en chantier et un recul des ventes de maisons existantes.
- Au lieu de remonter graduellement comme il était anticipé, la variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation est demeurée au même niveau en décembre 2012, soit à 0,8 %. Il s'agit d'un résultat sous la borne inférieure de la fourchette cible de la Banque du Canada (BdC) pour un deuxième mois consécutif. Or, à moins d'une très forte hausse des prix dans les mois à venir (ce qui serait surprenant compte tenu du contexte économique actuel), cette situation pourrait perdurer jusqu'au printemps prochain. La tendance de l'inflation est d'ailleurs très faible : la variation annuelle de l'indice de référence s'est aussi approchée de la borne inférieure en décembre dernier. Selon nos projections, l'inflation de référence pourrait donc demeurer entre 1 % et 2 % une bonne partie de l'année 2013.
- Dans ces conditions, la BdC vient de réviser à la baisse ses prévisions. Non seulement la croissance du PIB réel prévue pour le quatrième trimestre de 2012 a été réduite significativement (1,0 % au lieu de 2,5 %), mais la hausse attendue en 2013 passe de 2,3 % à 2,0 %. On peut toutefois se demander si cette révision à la baisse effectuée par la BdC est suffisante. Selon le consensus des prévisionnistes, le PIB réel canadien pourrait n'augmenter que de 1,8 % en 2013 et un gain de 2,4 % est prévu pour 2014.
- La BdC a également modifié sa mention faisant référence aux éventuelles hausses des taux d'intérêt directeurs, laissant entrevoir que les augmentations seront plus tardives que prévu. Selon les autorités monétaires, « bien qu'une réduction modeste de la détente monétaire sera probablement nécessaire au fil du temps, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %, les perspectives plus modérées en matière d'inflation et l'amorce d'une évolution plus constructive des déséquilibres dans le secteur des ménages laissent entrevoir qu'une telle réduction est moins imminente que prévu auparavant ».

**Prévisions :** Si, comme la plupart des prévisionnistes semblent l'anticiper, la croissance économique s'avère plus faible que les nouvelles prévisions de la BdC, il est probable que les autorités monétaires devront faire un geste additionnel. On peut notamment penser à une simple disparition de la mention associée au futur resserrement monétaire ou à un échéancier plus précis qui repousserait les hausses de taux assez loin dans le temps, un peu à l'image de la Réserve fédérale. Nous demeurons d'avis que la BdC devra patienter jusqu'à la mi-2014 avant de pouvoir procéder à une légère augmentation de ses taux directeurs.



# BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

## On attend du côté de l'Europe

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

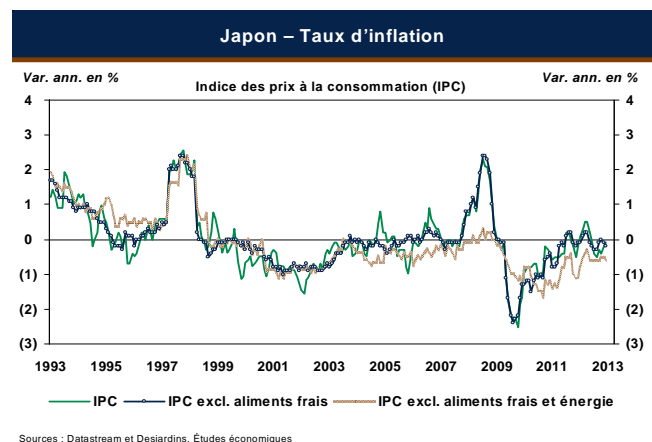
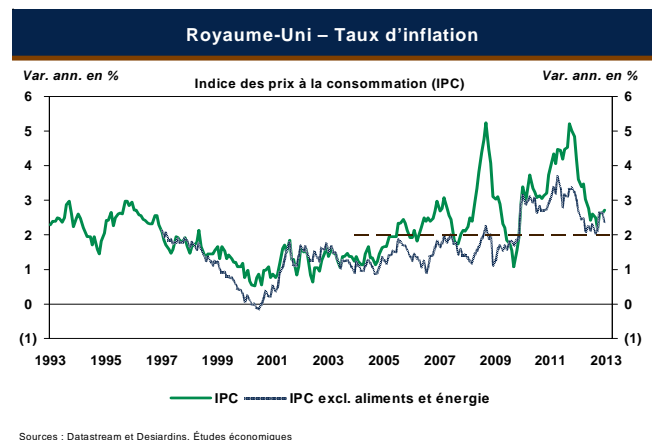
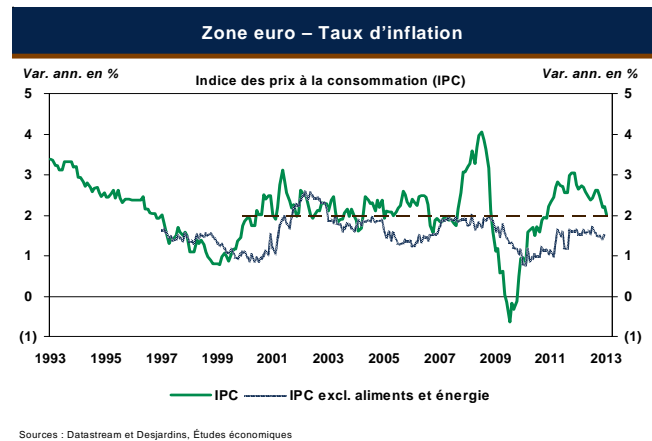
- Le contexte financier moins tendu en zone euro semble avoir rassuré fortement la BCE qui avait pourtant ouvert la porte à une autre baisse de ses taux directeurs en décembre dernier. Les aspects financiers continuent de prendre une place importante dans l'analyse et les décisions de la BCE. Celle-ci estime qu'elle peut agir sur le fonctionnement du système financier et sur la transmission de la politique monétaire, mais en ce qui a trait au retour durable de la croissance, ce sont plutôt les gouvernements qui disposent des principaux leviers.
- Malgré la position affichée par la BCE, un assouplissement demeure encore possible en première moitié d'année. De nouvelles difficultés financières et des déceptions quant à l'évolution de l'économie européenne pourraient rapidement ramener de la volatilité sur les marchés financiers et annuler une partie des progrès récemment notés par la BCE. Si certains indicateurs ont récemment montré des signes de stabilisation, d'autres, comme la hausse du taux de chômage et les récentes difficultés de l'économie allemande et française, ne suggèrent pas qu'un tournant a été atteint dans le cycle économique eurolandais.

### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Le programme d'achat de titres de la BoE a pris fin en novembre et il semble peu probable qu'il sera réactivé à court terme. La BoE mise davantage sur son programme *Funding for Lending* pour relancer le crédit. Certains indicateurs montrent que cet outil commence à faire effet. Entre autres, la plus récente enquête sur les conditions de crédit a révélé un assouplissement de ce côté. La décision de cesser les achats de titres ne fait néanmoins pas l'unanimité au sein du Comité de politique monétaire. Un membre a proposé d'ajouter 25 G£ d'actifs, mais pour qu'un plus grand nombre adhère à l'idée, il faudra notamment que la reprise économique au Royaume-Uni soit plus faible que prévu. Le taux d'inflation qui peine à revenir sous la cible de 2 % réduit aussi la marge de manœuvre de la BoE.

### BANQUE DU JAPON (BoJ)

- Après avoir bonifié son programme d'achat de titres d'une autre tranche de 10 000 G¥ en décembre, la BoJ a annoncé de nouvelles mesures en janvier. Elle a relevé sa cible d'inflation à 2 % (auparavant elle était de 1 %) et elle a annoncé qu'à partir de 2014 elle allait continuer d'acheter des titres pour une durée indéterminée. La pression s'était accrue avec l'arrivée au pouvoir du parti libéral-démocrate à la fin de l'année pour que la BoJ en fasse davantage. La situation économique décevante et la persistance de la déflation commandaient également de nouvelles actions. Il est d'ailleurs probable que d'autres mesures ou bonifications seront annoncées au cours de l'année. Pour l'instant, les achats prévus pour 2014 n'ajouteront que 10 000 G¥ d'actifs au net sur le bilan de la BoJ, ce qui est peu.



# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

## Un peu plus de clarté au niveau politique, mais plus d'incertitudes au plan économique

### OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Le redressement des taux obligataires de long terme en janvier reflète trois phénomènes. Premièrement, l'amortissement du choc budgétaire par les dirigeants américains à la suite de l'entente évitant une hausse des impôts pour l'ensemble des contribuables a amoindri les probabilités de récession. Deuxièmement, l'initiative prise par les républicains pour suspendre temporairement le plafond de la dette laisse croire qu'ils sont résolus à éviter un épisode semblable à celui d'août 2011. Troisièmement, les bons résultats d'entreprises pour le quatrième trimestre de 2012 ont ragaillardisé les Bourses et provoqué un rééquilibrage des portefeuilles désavantageant les obligations. Les taux de 10 et 30 ans ont ainsi gagné autour de 25 points de base en janvier.
- L'horizon immédiat demeure cependant parsemé d'embûches. D'une part, une dure bataille s'annonce sur le plan d'une entente concernant les coupes budgétaires draconiennes devant entrer en vigueur en mars prochain. L'échec d'une entente impliquerait des baisses de dépenses retranchant environ 0,6 point de pourcentage à la croissance américaine. D'autre part, les statistiques économiques qui paraîtront en février refléteront l'effet de taux d'imposition plus élevés, et il pourrait y avoir des surprises à la baisse. La diminution des incertitudes politiques laissera donc progressivement place à une augmentation des incertitudes au niveau macro-économique. Il faudra notamment surveiller la réaction du côté de la création d'emplois : si celle-ci devait s'avérer touchée, une réévaluation du délai d'atteinte de la cible de taux de chômage de 6,5 % fixée par la Réserve fédérale (Fed) pourrait s'opérer. En somme, quelle que soit leur nature, les incertitudes demeureront vives au cours des prochains mois et le taux de dix ans devrait retourner à l'intérieur d'une fourchette de 1,80 % à 2,00 %
- Malgré cela, un ajustement durable à la hausse pourra s'effectuer en seconde moitié d'année. Notre scénario économique incorpore une solidification de la dynamique de croissance à partir de l'été. Même s'il existe une possibilité que la Fed décide d'arrêter ses achats avant la fin de l'année, la cible de taux de chômage dictant l'horizon du premier relèvement des taux assurera un ajustement relativement graduel de la structure de taux aux États-Unis.

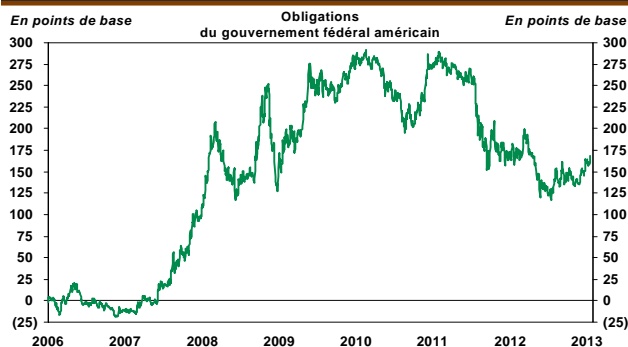
**Prévisions :** Nous ajustons légèrement à la hausse nos cibles de taux afin de tenir compte des récents développements plus positifs entourant la crise budgétaire américaine. On ne s'attend toutefois pas à ce que le seuil important de 2,0 % soit franchi de façon durable avant la seconde moitié d'année. Avec un taux de chômage prévu de 7,5 % en fin d'année 2013, encore relativement loin du seuil de 6,5 % fixé par la Fed, les taux de court terme devraient demeurer ancrés. Les taux de plus long terme font l'objet d'un léger risque à la hausse advenant le cas où la Fed mettrait fin à ses achats d'obligations plus rapidement que prévu.

### États-Unis – Titres du Trésor



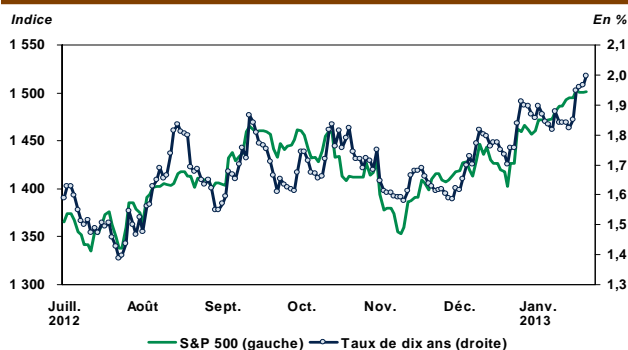
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### États-Unis – La vigueur des marchés boursiers nuit aux obligations



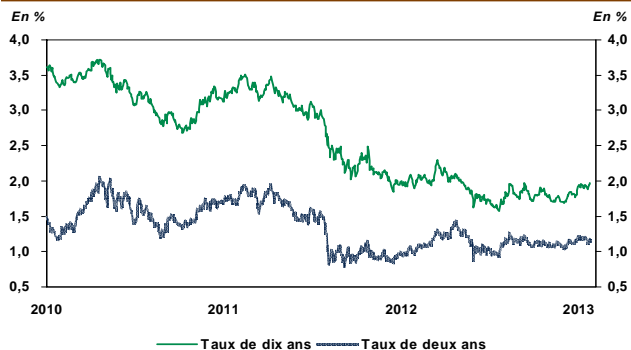
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

### OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- La pente de la courbe canadienne pourrait bien avoir atteint son creux au dernier trimestre de 2012. Depuis le début de 2013, une repentification s'observe dans la portion courte de la courbe. Le phénomène a été déclenché par l'annonce de dernière minute d'une entente évitant l'entrée en vigueur de certaines dispositions du *fiscal cliff* aux États-Unis. Les taux longs ont alors suivi la tendance dictée par les obligations américaines, les taux de 10 ans et de 30 ans augmentant d'environ 25 points de base pour se situer respectivement à 2,04 % et à 2,63 % au 1<sup>er</sup> février. La Banque du Canada (BdC) a surpris les investisseurs avec un communiqué plus *dovish* qu'anticipé, en plus d'ajustements à la baisse dans ses prévisions de court terme. L'évolution du discours de la BdC a occasionné un léger recul des taux aux échéances plus courtes, accentuant ainsi la pentification.
- Les prochaines semaines pourraient s'avérer volatiles pour la courbe canadienne. La partie courte bénéficiera vraisemblablement de soutien pour deux raisons. Premièrement, le communiqué de la BdC a réaffirmé aux investisseurs l'importance des tendances de l'inflation et de la croissance dans sa fonction de réaction. Il faut toutefois souligner que même si la BdC a révisé à la baisse sa prévision concernant la progression du PIB pour l'année 2013, les 2,3 % de croissance annualisée prévus au premier trimestre demeurent sensiblement plus optimistes que notre projection de 1,8 %. Une nouvelle déception à l'endroit des attentes de la BdC, comme cela a été souvent le cas en 2012, pourrait occasionner d'autres changements de ton. Deuxièmement, la mention d'une « évolution plus constructive des déséquilibres dans le secteur des ménages » dans le communiqué de la BdC laisse suggérer que sa mention d'une éventuelle hausse de taux pourrait être complètement retirée prochainement. Cet événement, qui fait d'ailleurs partie de notre scénario, pourrait appuyer les obligations de courte échéance.
- La partie longue continuera de son côté d'être influencée par l'évolution des événements aux États-Unis et elle pourrait bénéficier de soutien si une entente ne parvenait pas à être conclue sur les coupes budgétaires et si les statistiques démontraient un impact négatif important des mesures d'austérité en début d'année. Pour autant que cet effet domine, il pourrait en découler un nouvel aplatissement de la courbe dicté par les obligations de long terme.

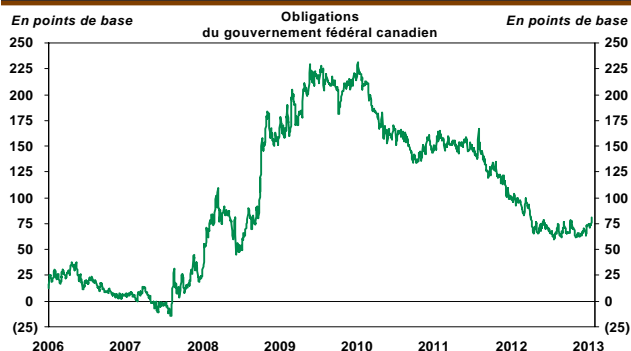
**Prévisions :** Il pourrait y avoir une certaine volatilité de la pente obligataire canadienne dans les prochaines semaines, dans un contexte où la BdC se fait un peu plus *dovish* et où les négociations entreraient dans une phase critique aux États-Unis. Il s'agira de voir quel sera l'effet dominant. Nous effectuons de légers ajustements à la hausse de nos cibles de taux pour intégrer les développements récents, mais une pentification soutenue de la courbe n'aura vraisemblablement pas lieu avant l'été.

#### Canada – Obligations fédérales



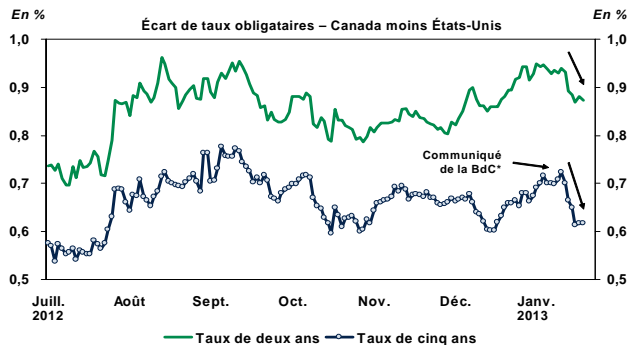
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

#### Canada – Les obligations canadiennes de courte échéance ont mieux performé par rapport aux obligations américaines



\* Banque du Canada.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques



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

Fin de période en %	2012				2013				2014			
	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	0,25	0,25
<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	1,50	1,50
<b>Zone euro</b>												
Taux de refinancement	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<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	0,50	0,50	0,50
<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>Octobre 2012</b>			
31	Banque de Norvège	s.q.	1,50
<b>Novembre 2012</b>			
5	Banque de réserve d'Australie	s.q.	3,25
8	Banque centrale européenne	s.q.	0,75
8	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
19	Banque du Japon	s.q.	0,10
28	Banque du Brésil	s.q.	7,25
30	Banque du Mexique	s.q.	4,50
<b>Décembre 2012</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	3,00
4	Banque du Canada	s.q.	1,00
5	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,75
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
12	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
13	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
18	Banque de Suède	-25 p.b.	1,00
19	Banque de Norvège	s.q.	1,50
19	Banque du Japon	s.q.	0,10
<b>Janvier 2013</b>			
10	Banque centrale européenne	s.q.	0,75
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
16	Banque du Brésil	s.q.	7,25
18	Banque du Mexique	s.q.	4,50
21	Banque du Japon	s.q.	0,10
23	Banque du Canada	s.q.	1,00
30	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
30	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
<b>Février 2013</b>	
5	Banque de réserve d'Australie
7	Banque centrale européenne
7	Banque d'Angleterre
12-13	Banque de Suède
14	Banque du Japon
<b>Mars 2013</b>	
5	Banque de réserve d'Australie
6	Banque du Brésil
6	Banque du Canada
7	Banque centrale européenne
7	Banque d'Angleterre
7	Banque du Japon
8	Banque du Mexique
14	Banque de Norvège
14	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
14	Banque nationale suisse
20	Réserve fédérale
<b>Avril 2013</b>	
2	Banque de réserve d'Australie
4	Banque centrale européenne
4	Banque d'Angleterre
4	Banque du Japon
16-17	Banque de Suède
17	Banque du Brésil
17	Banque du Canada
24	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
26	Banque du Japon
26	Banque du Mexique

Source : Desjardins, Études économiques

### Tableau 4

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

Fin de période en %	2012				2013				2014			
	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	0,25	0,25
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,07	0,09	0,10	0,05	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,20	0,25
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,35	0,32	0,24	0,24	0,25	0,25	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50
5 ans	1,03	0,72	0,61	0,70	0,80	0,75	0,80	0,90	1,00	1,15	1,30	1,45
10 ans	2,22	1,66	1,64	1,75	1,85	1,80	1,90	2,05	2,15	2,25	2,35	2,50
30 ans	3,35	2,77	2,83	2,94	3,00	2,90	3,00	3,10	3,20	3,35	3,50	3,65
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,96	0,63	0,51	0,65	0,70	0,65	0,70	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
10 ans - 2 ans	1,87	1,34	1,40	1,51	1,60	1,55	1,65	1,75	1,80	1,85	1,90	2,00
30 ans - 3 mois	3,28	2,68	2,73	2,89	2,90	2,80	2,90	3,00	3,10	3,20	3,30	3,40

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 5

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

Fin de période en %	2012				2013				2014			
	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	1,50	1,50
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,92	0,88	0,97	0,92	0,90	0,95	1,00	1,00	1,00	1,20	1,50	1,50
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,20	1,03	1,07	1,14	1,10	1,10	1,10	1,15	1,30	1,55	1,75	1,85
5 ans	1,57	1,25	1,27	1,36	1,40	1,40	1,45	1,60	1,80	2,00	2,15	2,30
10 ans	2,11	1,74	1,73	1,80	1,90	1,90	2,00	2,15	2,30	2,40	2,50	2,65
30 ans	2,66	2,33	2,32	2,37	2,50	2,45	2,55	2,70	2,80	2,95	3,10	3,25
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	0,65	0,37	0,30	0,44	0,50	0,45	0,45	0,60	0,80	0,80	0,65	0,80
10 ans - 2 ans	0,91	0,71	0,66	0,66	0,80	0,80	0,90	1,00	1,00	0,85	0,75	0,80
30 ans - 3 mois	1,74	1,45	1,35	1,45	1,60	1,50	1,55	1,70	1,80	1,75	1,60	1,75
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,85	0,79	0,87	0,87	0,80	0,85	0,90	0,90	0,90	1,05	1,30	1,25
2 ans	0,85	0,72	0,83	0,90	0,85	0,85	0,85	0,85	0,95	1,15	1,30	1,35
5 ans	0,54	0,53	0,66	0,66	0,60	0,65	0,65	0,70	0,80	0,85	0,85	0,85
10 ans	(0,11)	0,08	0,09	0,05	0,05	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,15	0,15
30 ans	(0,69)	(0,44)	(0,51)	(0,57)	(0,50)	(0,45)	(0,45)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques