

Les discussions s'animent chez plusieurs banques centrales Volatilité au menu, mais pas de fin précipitée du QE3

FAITS SAILLANTS

- Les dernières semaines ont été plus favorables aux obligations. Certaines données décevantes en Europe, des commentaires un peu plus *hawkish* de certains dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) et les élections italiennes ont ravivé les inquiétudes des investisseurs.
- Nous demeurons convaincus que le QE3 est un appui important pour le marché obligataire.
- Le compte rendu de la rencontre de janvier, publié le 20 février, a montré que plusieurs dirigeants de la Fed avaient des préoccupations concernant les coûts et les risques découlant d'achats supplémentaires d'actifs.
- Si nous continuons de prévoir que le QE3 se poursuivra tout au long de 2013, les discussions récentes à la Fed ouvrent la porte à une réduction graduelle des achats à mesure que les perspectives économiques s'amélioreront.
- Non seulement les perspectives de croissance économique demeurent modestes au Canada pour les trimestres à venir, mais l'inflation restera très faible. Les autorités monétaires pourraient donc laisser tomber leur mention faisant référence à des hausses éventuelles de taux d'intérêt directeurs.

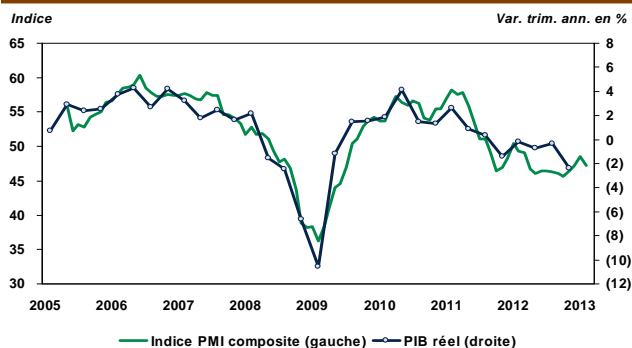
TABLE DES MATIÈRES

Éditorial	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

En l'absence de développements politiques importants en Europe et aux États-Unis, le taux de dix ans américain est généralement demeuré au-dessus de 2 % au cours des premières semaines de février. La fin du mois a toutefois été plus favorable au marché obligataire, alors que certaines données décevantes en Europe (graphique 1) et que des commentaires un peu plus *hawkish* de certains dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ont ravivé les inquiétudes des investisseurs. Le résultats des élections italiennes ont amplifié le recul des taux.

Graphique 1 – Les indices des directeurs d'achat laissent entrevoir que les problèmes de la zone euro ne sont pas terminés



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

L'EFFET REFUGE A PRIS LE DESSUS

Il est intéressant de constater que des commentaires laissant entendre que la Fed pourrait mettre fin plus tôt à son troisième programme d'assouplissement quantitatif (QE3) ont finalement été bénéfiques au marché obligataire (graphique 2 à la page 2). Cela reflète à quel point les mouvements des marchés obligataires et boursiers sont actuellement liés. Toutes choses étant égales par ailleurs, une fin plus rapide que prévu du QE3 est certainement négative pour le marché obligataire. Cependant, si les investisseurs jugent que ce

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

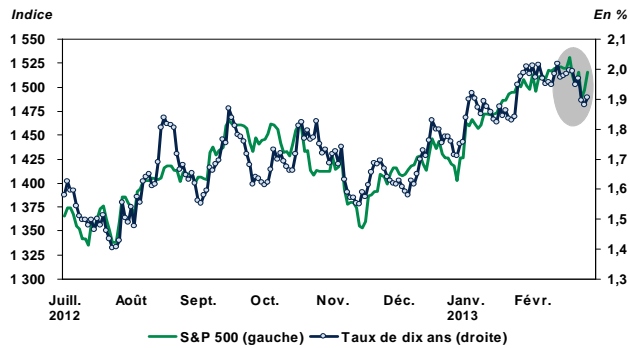
Benoit P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

Graphique 2 – Les derniers événements ont mis fin à la poussée des Bourses

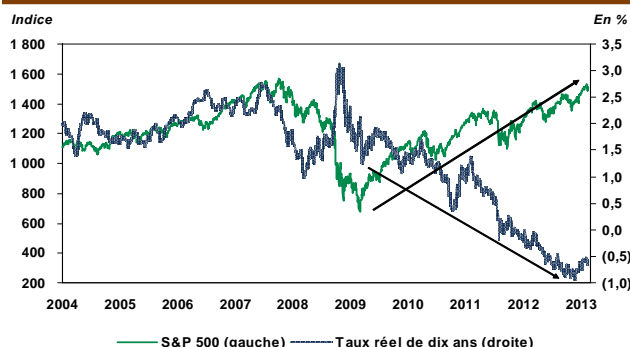


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

développement est encore plus négatif pour les marchés boursiers, ils peuvent décider d'augmenter leur détention d'obligations pour profiter de leur caractéristique de valeur refuge. La réaction des marchés à la suite de la publication du compte rendu de la dernière rencontre de la Fed confirme aussi à quel point les anticipations et le sentiment des investisseurs affectent la façon dont les marchés réagissent aux discours des banquiers centraux.

Malgré la réaction immédiate des marchés, nous demeurons convaincus que le *QE3* est un appui important pour le marché obligataire. Sans ces actions agressives de la Fed, il serait très surprenant que les taux d'intérêt demeurent aussi près de leur creux historique dans un environnement économique bien meilleur qu'en 2008 (graphique 3). La fin du *QE3* risque ainsi de faire mal au marché obligataire, et il est probable qu'une véritable tendance haussière des taux d'intérêt débutera lorsque les marchés seront convaincus que ce programme tire à sa fin.

Graphique 3 – La Réserve fédérale a fortement contribué à la chute des taux réels depuis la fin de la Grande Récession



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

IMPORTANT DÉBAT INTERNE À LA FED

Il paraît donc essentiel de bien estimer à quel moment la Fed pourrait cesser son *QE3*. Il y a quelques semaines, la situa-

tion semblait assez simple. La Fed a peu modifié son communiqué du 30 janvier, alors qu'elle ne semblait pas s'inquiéter outre mesure de la mauvaise performance du PIB réel en fin de 2012. Ses indications concernant la politique monétaire étaient inchangées. Si les perspectives pour le marché du travail ne s'améliorent pas de façon substantielle, la Fed continuera d'acheter des titres et emploiera d'autres outils appropriés. De plus, la politique monétaire accommodante restera appropriée pour une période prolongée après la fin des achats de titres et après que l'économie se sera renforcée. Comme seul un des membres votants de la Fed s'était dissocié du communiqué, soit Esther George la présidente de la Fed de Kansas City, tout indiquait que l'harmonie régnait à la Fed et qu'une écrasante majorité des membres étaient confortables avec une longue poursuite du *QE3*.

Le compte rendu de la rencontre de janvier, publié le 20 février, a toutefois montré que les discussions internes concernant le *QE3* avaient été beaucoup plus intéressantes que ce que laissait entendre le communiqué. On apprenait ainsi que plusieurs (*many*) dirigeants avaient des préoccupations concernant les coûts et les risques découlant d'achats supplémentaires d'actifs par la Fed. De nombreux (*several*) membres insistaient ainsi sur le fait que le comité devait être prêt à varier le rythme des achats d'actifs selon l'évolution des perspectives économiques ou de l'évaluation des bénéfices et des coûts de ce programme. Un certain nombre (*a number*) de participants ont même affirmé qu'une réévaluation des bénéfices et des coûts du *QE3* pourrait bien amener le comité à ralentir ou arrêter ses achats d'actifs avant une amélioration substantielle des perspectives pour le marché du travail. Cette dernière phrase est importante puisqu'elle indique un désaccord sérieux sur une partie cruciale du communiqué de la Fed. Les membres plus *dovish* du comité se sont toutefois empressés de souligner les conséquences négatives d'un arrêt trop rapide des achats.

TROIS INQUIÉTUDES POUR LES DIRIGEANTS DE LA FED

Les préoccupations des certains dirigeants de la Fed sur les coûts du *QE3* portent principalement sur trois aspects. Le premier est que l'accumulation de titres obligataires de longues échéances expose la Fed à des pertes importantes lorsque les taux d'intérêt augmenteront¹. Même si la Fed conserve les titres obligataires qu'elle détient, elle pourrait se retrouver dans une situation où elle devrait rémunérer les réserves bancaires à un taux significativement plus élevé que ce qu'elle reçoit sur ses actifs. En plus de cesser d'être une

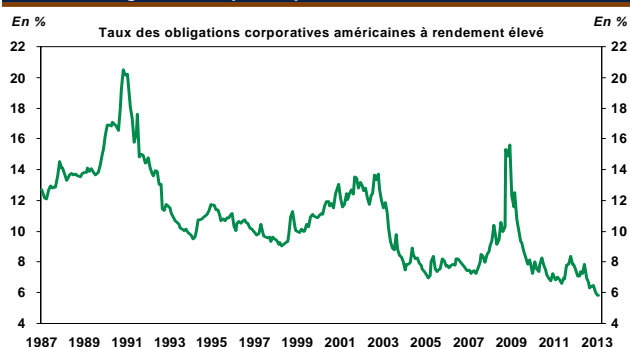
¹ Nous avons déjà traité de ce risque pour la Fed dans un *Point de vue économique* publié le 11 décembre 2012, « La Réserve fédérale joue-t-elle avec le feu en achetant davantage de titres de long terme? », www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv121211.pdf.

source de revenus pour le gouvernement, la Fed pourrait se retrouver avec un important défi de relations publiques, alors qu'elle verserait des sommes considérables aux banques pour les inciter à maintenir leurs réserves à la Fed. Cette question est toutefois essentiellement technique et ne représente pas un enjeu macroéconomique majeur pour l'économie américaine.

Un deuxième aspect est que le maintien d'une politique monétaire trop expansionniste pourrait entraîner une hausse des anticipations d'inflation. Ce point est important puisque l'ancrage des anticipations près du niveau ciblé par les banques centrales est considéré comme une des conditions essentielles pour une politique monétaire efficace. Peu de dirigeants de la Fed semblent toutefois préoccupés par cette question actuellement, alors que les pressions inflationnistes sont faibles.

Le dernier aspect est le plus sérieux à notre avis. Certains dirigeants de la Fed craignent que le QE3 incite les investisseurs à adopter des comportements qui pourraient nuire à la stabilité financière. En particulier, il y a un risque qu'en maintenant les taux d'intérêt anormalement bas et qu'en gonflant les liquidités disponibles, la Fed incite les investisseurs à prendre trop de risque. La forte demande pour les obligations corporatives de faible qualité (graphique 4) semble refléter une telle situation de course au rendement. Ce type de comportement a été une des principales causes de la crise financière de 2007-2008. Jeremy C. Stein, un gouverneur de la Fed, identifiait récemment plusieurs signes d'un début de surchauffe sur le marché du crédit et il envisageait certaines situations où la politique monétaire pourrait devoir être ajustée pour assurer la stabilité financière.

Graphique 4 – Les investisseurs acceptent un rendement plus bas sur les obligations risquées qu'avant la dernière crise financière



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

UN AJUSTEMENT PLUS RAPIDE DU QE3 EST POSSIBLE, SI LES DONNÉES ÉCONOMIQUES SONT FAVORABLES

Avec sa politique quantitative illimitée, la Fed est actuellement en terrain inconnu. À notre avis, il est rassurant de voir

que les dirigeants de la Fed se posent des questions sur les conséquences ultimes de leurs actions. On peut toutefois comprendre la réaction négative des marchés, ces derniers semblant désirer toujours plus d'interventionnisme de la Fed.

À court terme, tout indique que le QE3 se poursuivra sans changement majeur alors que le contexte économique américain demeurera fragile. Ben Bernanke a récemment défendu ce point de vue devant le Congrès. Les discussions en cours réduisent cependant grandement les chances que la Fed s'engage plus formellement à poursuivre son QE3 très longtemps. La Fed pourrait aussi devoir modifier son communiqué pour trouver une formulation sur la poursuite du QE3 acceptable pour la quasi-totalité des membres votants.

Si nous continuons de prévoir que le QE3 se poursuivra tout au long de 2013, les discussions récentes à la Fed ouvrent la porte à une réduction graduelle des achats à mesure que les perspectives économiques s'amélioreront. Dans ce contexte, il faut s'attendre à ce que les marchés boursiers et obligataires continuent de réagir fortement à la publication de données économiques américaines ainsi qu'aux discours des dirigeants de la Fed.

LES AUTRES BANQUES CENTRALES ONT AUSSI LEURS PROBLÈMES

La situation semble aussi s'être complexifiée pour les autres grandes banques centrales. L'arrivée d'un nouveau gouverneur et l'effondrement du yen pourraient influencer les décisions de la Banque du Japon. En zone euro, la baisse de l'inflation et la force de l'euro pourraient justifier une nouvelle baisse des taux directeurs, surtout que le résultat des élections italiennes ouvre la porte à de nouvelles tensions financières². Les dirigeants de la Banque d'Angleterre semblent divisés alors que trois des neuf membres du comité, dont le gouverneur King, ont voté pour de nouveaux achats quantitatifs malgré le fait que tout indique que l'inflation demeurera bien au-dessus de la cible de 2%. Finalement, les données économiques inquiétantes au Canada pourraient convaincre la Banque du Canada de retirer toute mention d'une hausse de taux dans son communiqué.

François Dupuis
 Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
 Économiste principal

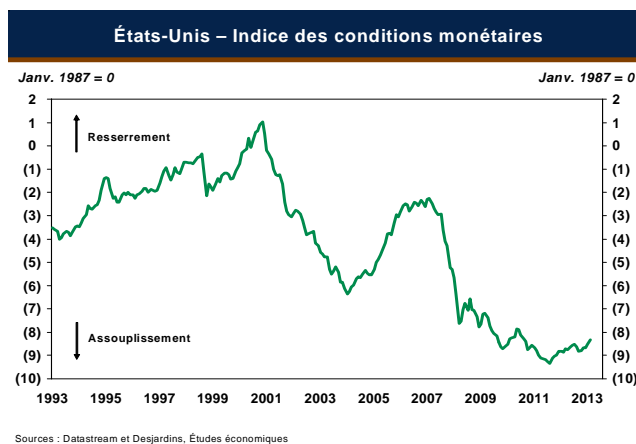
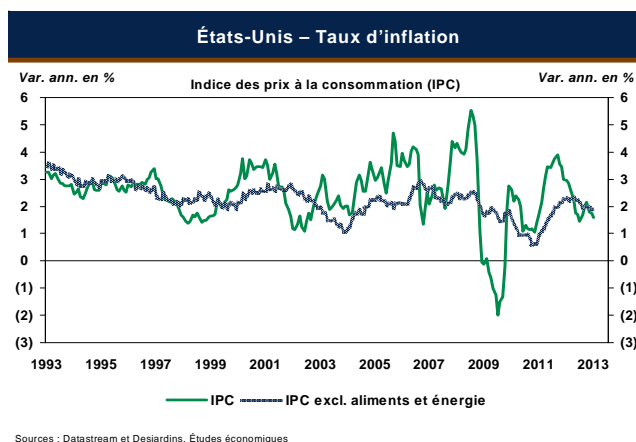
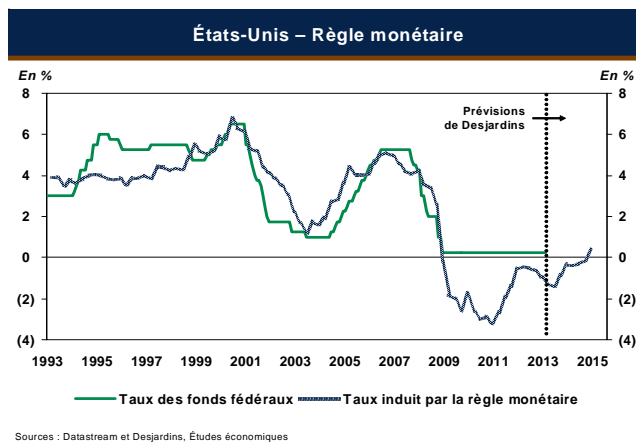
² Pour plus de détail à ce sujet, voir *Nouvelles économiques*, « Zone euro : la Banque centrale européenne pourrait-elle soutenir les obligations italiennes? », 28 février 2013, www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/nouvelles_economiques/nf130228.pdf.

RÉSERVE FÉDÉRALE

La situation économique ne suggère pas de changement de politique

- Pour le moment, la conjoncture économique conforte les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) dans leurs récentes décisions. La faiblesse de la croissance économique au quatrième trimestre de 2012 — même si les révisions ont fait passer la variation du PIB réel du négatif au positif — et la hausse du taux de chômage en janvier mettent en valeur le côté insatisfaisant du cycle actuel. Plutôt que de s'approcher des seuils exprimés par la Fed, les indicateurs économiques s'en éloignent!
- Malgré les contrecoups, on s'attend tout de même à ce que l'activité économique et le marché du travail s'engagent plus fermement sur leur tendance haussière. Le rythme de croissance observé ne devrait toutefois pas inciter la majorité des membres du comité de politique monétaire à diverger des politiques adoptées en décembre dernier. Si, pour le moment, la consommation semble avoir bien résisté au coup porté par le *fiscal cliff* partiel, et ce, grâce à une désépargne en janvier, la robustesse de la situation des ménages sur l'ensemble de l'hiver reste à prouver. Plusieurs grands détaillants s'inquiètent d'une certaine faiblesse des ventes en février, alors que les Américains se rendent davantage compte de l'effet des hausses d'impôts sur leur revenu. De plus, les prix de l'essence ont fortement augmenté au cours des dernières semaines, s'approchant des sommets atteints en 2011 et 2012. Finalement, les débats politiques entourant la situation budgétaire du gouvernement fédéral se poursuivent, ce qui ne fait qu'alimenter l'incertitude. Tous ces éléments qui risquent d'entraver la croissance doivent être prudemment évalués par les dirigeants de la Fed.
- Du côté de l'inflation, la situation est plutôt calme en dehors de l'augmentation des prix de l'essence qui devrait commencer à se manifester à partir de février dans les résultats mensuels de l'indice des prix à la consommation. Le taux d'inflation n'était que de 1,6 % en janvier. Pour un troisième mois consécutif, l'inflation de base qui exclut les aliments et l'énergie se mesurait à 1,9 % en janvier. Cette stabilité des prix, jumelée à une croissance annuelle des salaires également autour de 2,0 %, laisse une bonne marge de manœuvre à la Fed dans la poursuite de son deuxième objectif de politique monétaire, soit la lutte au chômage. Le taux de chômage devrait passer de 7,9 % en janvier à 7,5 % en décembre 2013, ce qui reste largement au-dessus du seuil de 6,5 % dicté par la Fed comme une condition pour commencer un relèvement des taux.

Prévisions : Les achats de titres devraient se maintenir à 85 G\$ US par mois jusqu'à la fin de 2013, mais une atténuation graduelle de cette politique à l'automne est plausible si l'économie montre davantage de signes de vigueur au second semestre de 2013. On n'anticipe pas de relèvement des taux directeurs avant la mi-2015.



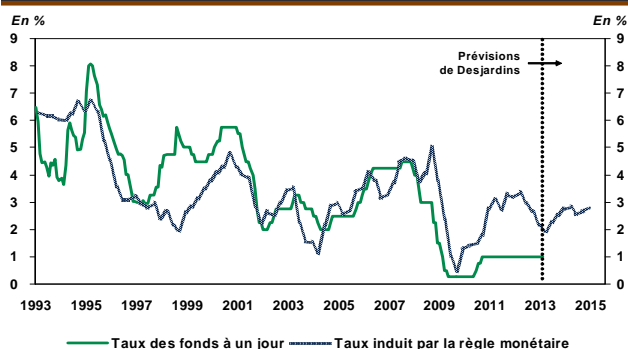
BANQUE DU CANADA

Vers un autre adoucissement du discours de la Banque du Canada?

- La faiblesse de l'économie canadienne observée l'été dernier s'est poursuivie à l'automne. Les résultats publiés jusqu'à maintenant laissent croire que le dernier trimestre de 2012 pourrait se solder par une croissance d'environ 0,6 %.
- La croissance économique devrait demeurer assez limitée au cours des prochains mois, alors que plusieurs facteurs négatifs seront en place. La problématique fiscale aux États-Unis pourrait avoir au début de 2013 des répercussions temporaires sur le secteur extérieur canadien, déjà affecté par la faiblesse de la demande mondiale. La lutte aux déficits budgétaires des gouvernements fédéral et provinciaux continuera de freiner la progression des dépenses publiques. De plus, le ralentissement du marché immobilier se concrétise. Les mises en chantier ont diminué significativement au cours des derniers mois.
- Selon nos projections, l'écart négatif entre la production et son plein potentiel pourrait ne se résorber qu'en seconde moitié de 2015. Il s'agit d'un pronostic nettement plus négatif que celui de la Banque du Canada (BdC), qui prévoit que l'économie canadienne atteindra sa pleine capacité au second semestre de 2014.
- Le taux annuel d'inflation est descendu graduellement au cours des derniers mois pour atteindre seulement 0,5 % en janvier 2013. Même si certains facteurs ponctuels ont accentué le ralentissement de l'inflation au cours des derniers mois, force est de constater que la faiblesse de l'inflation est un phénomène assez généralisé en raison des capacités de production excédentaires. Ainsi, la variation annuelle de l'indice de référence a aussi diminué au cours des derniers mois pour s'élever à seulement 1,0 % en janvier 2013.
- Tout porte cependant à croire que l'inflation totale aurait atteint un creux cyclique et qu'une stabilisation, voire une hausse, pourrait être observée en février. En outre, les relevés hebdomadaires à la pompe indiquent, pour les trois premières semaines de février, une hausse moyenne de 7,4 % des prix de l'essence. Cette composante devrait à elle seule engendrer une augmentation de 0,4 % de l'IPC. Au bout du compte, la variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation pourrait demeurer sous la cible inférieure (1 %) jusqu'au printemps prochain, pour ensuite se maintenir entre 1 % et 2 % une grande partie de 2013.

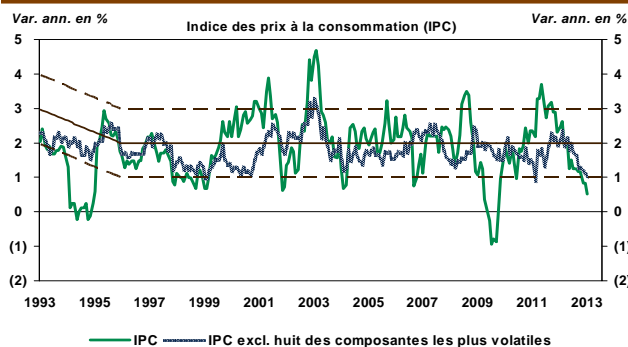
Prévisions : Non seulement les perspectives de croissance économique demeurent modestes au Canada pour les trimestres à venir, mais l'inflation restera très faible. Dans ces conditions, le taux cible des fonds à un jour pourrait demeurer à son niveau actuel au moins jusqu'au troisième trimestre de 2014. Les autorités monétaires pourraient donc être incitées à adoucir davantage leur discours, en laissant tomber leur mention faisant référence à des hausses éventuelles de taux d'intérêt directeurs.

Canada – Règle monétaire



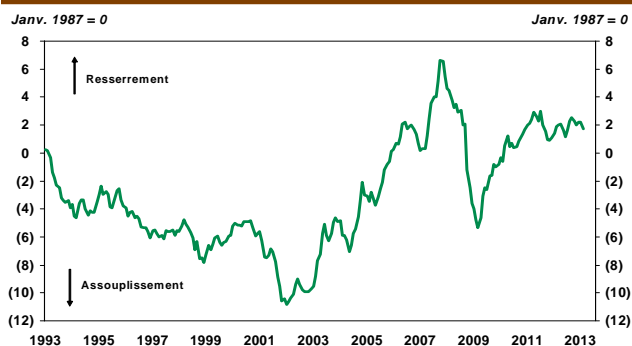
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

Vers d'autres interventions en Europe

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

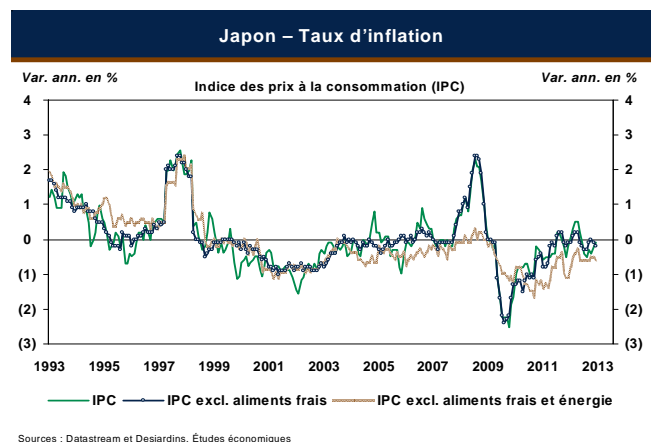
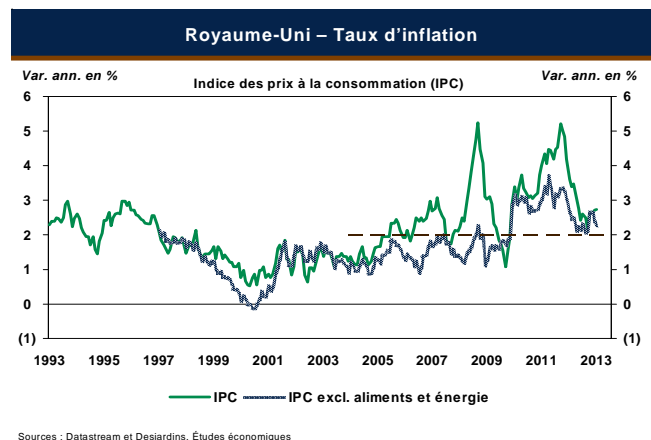
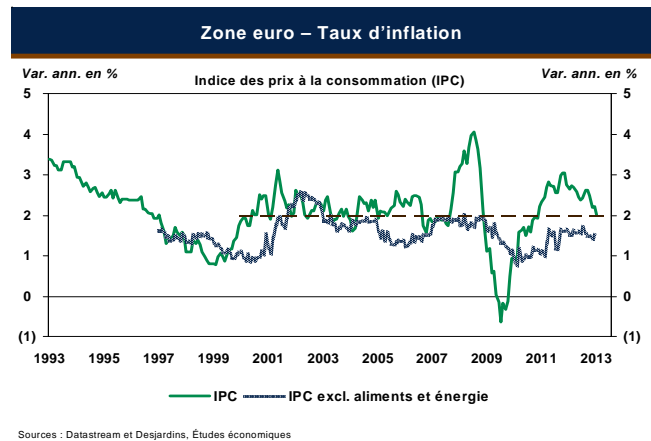
- Selon la BCE, l'économie devrait graduellement se relever plus tard dans l'année, mais les risques demeurent orientés à la baisse. Quant à l'inflation, les risques restent équilibrés en général. À la suite de l'appréciation de l'euro en début d'année, la BCE a mentionné que ses prévisions d'inflation pourraient être affectées à la baisse, laissant entendre qu'elle pourrait agir en conséquence. Néanmoins, la devise commune s'est corrigée en février et l'attention devrait maintenant moins porter sur cet aspect. En revanche, l'absence d'une majorité au Sénat italien après les élections a ravivé les craintes financières sur le Vieux Continent. Une nouvelle détérioration de ce côté pourrait inciter la BCE à modifier son discours et à ouvrir la porte à une baisse de taux d'intérêt ou à d'autres mesures de soutien.

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Les chances que la BoE réactive son programme d'achats de titres semblent s'être accrues. Le compte rendu de la dernière rencontre du Comité de politique monétaire a révélé que trois membres sur neuf ont voté en faveur d'une augmentation de 25 G£ de la détention d'actifs. Le gouverneur King a été l'un d'eux. La situation économique devrait s'améliorer modérément au Royaume-Uni en 2013, mais la BoE estime que les risques sont orientés à la baisse. Cependant, les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse, et un retour à la cible est seulement attendu d'ici deux ans. La dépréciation de la livre figure parmi les facteurs qui ont poussé la BoE à revoir ses prévisions, et depuis, la dépréciation s'est poursuivie. Même si la BoE admet vouloir demeurer flexible dans l'atteinte de sa cible d'inflation à court terme, il faudra que des risques baissiers se concrétisent pour la convaincre d'agir de nouveau. La recrudescence des tensions financières en zone euro pourrait s'avérer suffisante.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

- Après une série d'annonces en décembre et en janvier, dont une hausse de la cible d'inflation à 2 %, la BoJ a opté pour le *statu quo* à l'issue de la rencontre de politique monétaire du 14 février. Les attentes demeurent toutefois élevées pour d'autres assouplissements. La situation économique reste très préoccupante au Japon et la variation annuelle des prix à la consommation peine à se réinstaller en territoire positif. Par contre, la forte dépréciation du yen offrira un nouvel appui aux exportateurs. La BoJ pourrait encore rester sur les lignes de côté à la rencontre du 7 mars. Il s'agira de la dernière rencontre pilotée par le gouverneur Shirakawa qui tirera officiellement sa révérence le 19 mars prochain. Son remplaçant devrait être Haruhiko Kuroda, le président de la Banque asiatique de développement. Ce dernier apparaît favorable à d'autres mesures d'assouplissement.



MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

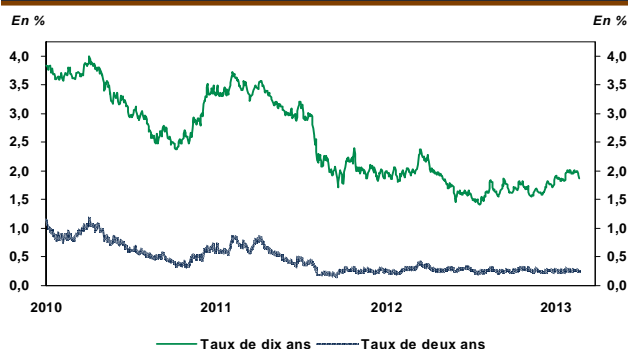
Retour de la volatilité, sans surprise

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- C'est sans étonnement que les taux obligataires américains ont éprouvé passablement plus de difficultés à évoluer à la hausse en février. L'enthousiasme qui régnait en janvier sur les Bourses a fait place à un peu plus de réalisme quant à la dynamique macroéconomique. Même si le taux de dix ans américain est quelquefois parvenu à se maintenir au-dessus de 2 %, certains épisodes comme l'impasse politique en Italie l'ont fait repasser sous ce niveau.
- On s'attend à ce que le taux de dix ans clôture le trimestre à 1,85 %. Les espoirs d'entente pour éviter l'entrée en vigueur des coupes automatiques sont faibles et, à quelques semaines d'un possible arrêt des opérations du gouvernement américain, les actifs perçus comme moins risqués devraient avoir la faveur des investisseurs. D'autre part, même si les données économiques de janvier (parues en février) n'ont pas été aussi alarmantes qu'appréhendé, elles sont restées modestes, tandis que certains indices, comme la faiblesse des ventes hebdomadaires des grands détaillants et la hausse des prix de l'essence, pointent en direction d'une mollesse de la consommation discrétionnaire en février. Si les chiffres paraissant en mars devaient confirmer ces premiers signaux, il y aurait peu d'éléments jouant en faveur d'une politique monétaire moins accommodante sur l'horizon. Cela impliquerait donc peu de pressions haussières à court terme sur les taux.
- On note que le mois de février a été témoin de quelques brefs épisodes *risk-off* à la suite de nouvelles en Europe. Les obligations américaines ont profité de ces épisodes, bien que ceux-ci n'aient pas été d'une ampleur équivalente à ce qui s'est observé en 2011 et 2012. Cela rappelle tout de même que la dynamique européenne demeure pertinente pour le marché obligataire. Dans l'ensemble, l'orientation des risques, autant aux États-Unis qu'à l'échelle mondiale, favorisera les titres jugés moins risqués pendant un certain temps.

Prévisions : Notre scénario obligataire est inchangé pour ce qui est de la prévision de court terme. Notre prévision d'une diminution des taux (surtout de long terme) dans les prochaines semaines implique un aplatissement de la courbe 5/10 aux environs de 105 points de base. La cible de fin d'année pour le taux de dix ans est néanmoins augmentée à 2,15 %. Même si l'austérité pénalisera la croissance américaine de façon substantielle, il semble qu'un choc majeur saura être évité, et la prévision rehaussée reflète l'incorporation d'une baisse progressive des incertitudes en provenance de Washington. Par ailleurs, on ne peut exclure les risques d'un arrêt hâtif ou d'une réduction des achats d'obligations par la Réserve fédérale, mais l'effet sur les taux pourrait être bénin, si l'évolution du chômage continuait de pointer en direction d'une première hausse de taux encore lointaine.

États-Unis – Titres du Trésor



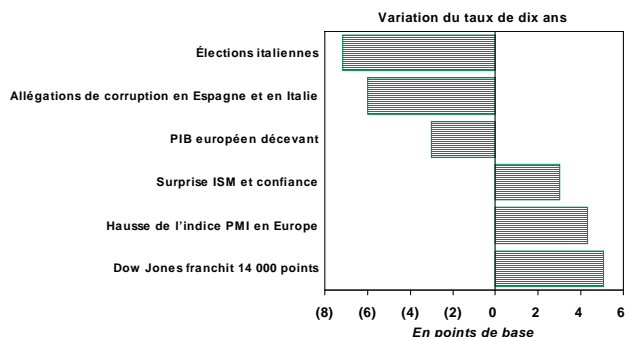
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – En février, plusieurs grands mouvements de taux ont été provoqués par des événements en Europe



Source : Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les obligations canadiennes de court terme continuent d'afficher une performance solide par rapport aux autres échéances, alors que les indicateurs économiques concernant le mois de décembre ont dressé le tableau d'une faiblesse généralisée. La courbe 2/10 s'est pentifiée de près de 20 points de base depuis le début de l'année. Même si une partie de cette hausse représente l'effet de la remontée des taux longs (*bear steepening*), il n'en demeure pas moins que le taux de deux ans a reculé de 15 points de base en février. Dans l'ensemble, les obligations canadiennes continuent de bien performer par rapport aux obligations américaines. L'écart des taux de cinq ans est retombé sous les 60 points de base, soit le niveau le plus bas depuis juillet 2012. Celui des taux de dix ans se maintient désormais sous zéro.
- Devant une économie qui connaît manifestement de mauvais moments, on peut s'attendre à ce que la Banque du Canada (BdC) modère un peu plus son ton, notamment en retirant la mention d'une éventuelle hausse de taux de son communiqué. Les dénouements externes défavorables ont récemment mené les investisseurs à intégrer une légère probabilité de baisses de taux en 2013. Nous continuons d'estimer qu'une baisse de taux s'inscrit dans un scénario de risque très négatif, mais il n'est pas anormal qu'une légère probabilité soit escomptée lors de phases plus pessimistes comme cela a été observé à la fin de février. Néanmoins, advenant une matérialisation de certains risques baissiers, il est à notre avis plus probable que la BdC demeurera sur les lignes de côté plus longtemps que prévu (notre scénario actuel comporte une première hausse à la mi-2014), sans décréter de baisses de taux. La politique monétaire est déjà très accommodante et dans un contexte d'endettement élevé, la BdC pourrait se faire hésitante à l'assouplir davantage, hormis un grand choc mondial.
- En mars, il faudra garder à l'œil les données économiques canadiennes portant sur le mois de janvier qui seront alors publiées. Après un mois de décembre inquiétant, les investisseurs chercheront à être rassurés quant à un rebond rapide de l'économie canadienne. En cas de détérioration supplémentaire, il se pourrait que les marchés hésitent à hausser leurs anticipations de baisses de taux pour les raisons évoquées plus haut. En revanche, il y a de fortes chances qu'ils intègrent un premier resserrement plus lointain, ce qui favoriserait un léger aplatissement supplémentaire des pentes de la partie très courte de la courbe canadienne.

Prévisions : Similairement à notre scénario américain, nous apportons de légers ajustements à la hausse à notre scénario du taux de dix ans pour la seconde moitié d'année. Notre cible de fin d'année s'établit à 2,20 %. On s'attend par ailleurs à un retour en territoire positif de l'écart des taux de dix ans entre le Canada et les États-Unis, les taux américains étant appelés à diminuer dans les prochaines semaines, alors que le contexte risque d'être plus propice à l'aversion au risque.

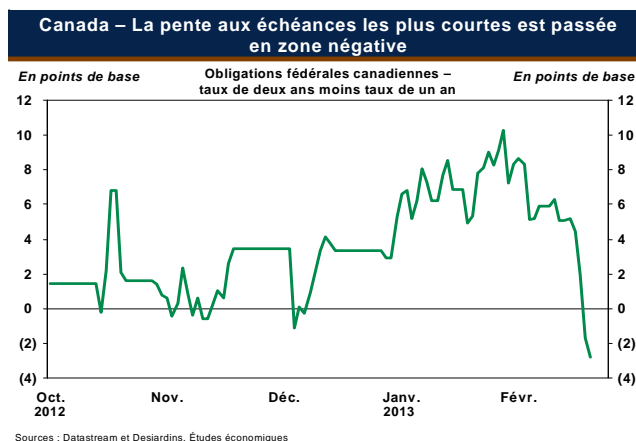
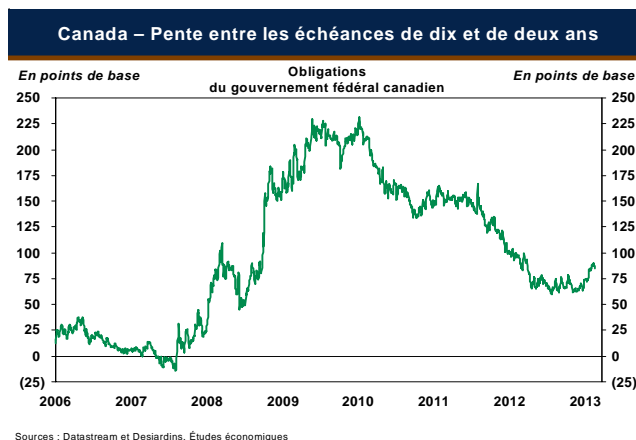
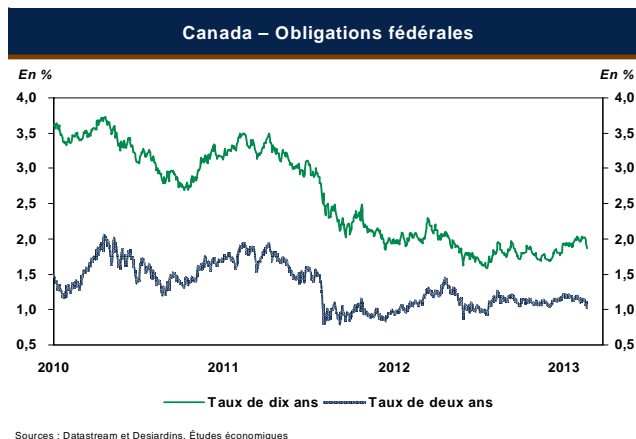


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2012				2013				2014			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
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	1,50	1,50
Zone euro												
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
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
Novembre 2012			
28	Banque du Brésil	s.q.	7,25
30	Banque du Mexique	s.q.	4,50
Décembre 2012			
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
Janvier 2013			
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
Février 2013			
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	3,00
7	Banque centrale européenne	s.q.	0,75
7	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
13	Banque de Suède	s.q.	1,00
13	Banque du Japon	s.q.	0,10

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Mars 2013	
4	Banque de réserve d'Australie
6	Banque du Brésil
6	Banque du Canada
6	Banque du Japon
7	Banque centrale européenne
7	Banque d'Angleterre
8	Banque du Mexique
13	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
14	Banque de Norvège
14	Banque nationale suisse
20	Réserve fédérale
Avril 2013	
1	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Japon
4	Banque centrale européenne
4	Banque d'Angleterre
17	Banque de Suède
17	Banque du Brésil
17	Banque du Canada
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
26	Banque du Japon
26	Banque du Mexique
Mai 2013	
1	Réserve fédérale
2	Banque centrale européenne
7	Banque de réserve d'Australie
8	Banque de Norvège
9	Banque d'Angleterre
21	Banque du Japon

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
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	0,07	0,09	0,10	0,05	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,25
Obligations fédérales												
2 ans	0,35	0,32	0,24	0,24	0,25	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	0,45	0,50
5 ans	1,03	0,72	0,61	0,70	0,80	0,75	0,85	1,05	1,20	1,25	1,30	1,45
10 ans	2,22	1,66	1,64	1,75	1,85	1,80	1,95	2,15	2,25	2,30	2,35	2,50
30 ans	3,35	2,77	2,83	2,94	3,00	2,90	3,05	3,25	3,35	3,45	3,50	3,65
Pente												
5 ans - 3 mois	0,96	0,63	0,51	0,65	0,70	0,65	0,75	0,90	1,05	1,05	1,10	1,20
10 ans - 2 ans	1,87	1,34	1,40	1,51	1,60	1,55	1,65	1,80	1,85	1,85	1,90	2,00
30 ans - 3 mois	3,28	2,68	2,73	2,89	2,90	2,80	2,95	3,10	3,20	3,25	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
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	1,50	1,50
Bons du Trésor												
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
Obligations fédérales												
2 ans	1,20	1,03	1,07	1,14	1,05	1,05	1,15	1,25	1,40	1,60	1,75	1,85
5 ans	1,57	1,25	1,27	1,36	1,40	1,40	1,50	1,70	1,95	2,05	2,15	2,30
10 ans	2,11	1,74	1,73	1,80	1,90	1,90	2,00	2,20	2,35	2,45	2,50	2,65
30 ans	2,66	2,33	2,32	2,37	2,50	2,45	2,60	2,80	2,90	3,05	3,10	3,25
Pente												
5 ans - 3 mois	0,65	0,37	0,30	0,44	0,50	0,45	0,50	0,70	0,95	0,85	0,65	0,80
10 ans - 2 ans	0,91	0,71	0,66	0,66	0,85	0,85	0,85	0,95	0,95	0,85	0,75	0,80
30 ans - 3 mois	1,74	1,45	1,35	1,45	1,60	1,50	1,60	1,80	1,90	1,85	1,60	1,75
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,85	0,79	0,87	0,87	0,80	0,85	0,90	0,85	0,85	1,00	1,30	1,25
2 ans	0,85	0,72	0,83	0,90	0,80	0,80	0,85	0,90	1,00	1,15	1,30	1,35
5 ans	0,54	0,53	0,66	0,66	0,60	0,65	0,65	0,65	0,75	0,80	0,85	0,85
10 ans	(0,11)	0,08	0,09	0,05	0,05	0,10	0,05	0,05	0,10	0,15	0,15	0,15
30 ans	(0,69)	(0,44)	(0,51)	(0,57)	(0,50)	(0,45)	(0,45)	(0,45)	(0,45)	(0,40)	(0,40)	(0,40)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques