

La Réserve fédérale américaine fait le pari de la transparence

FAITS SAILLANTS

- Ben Bernanke a indiqué que si l'économie américaine continuait d'évoluer comme prévu, il serait approprié de commencer à ralentir les achats de titres plus tard cette année et de les terminer vers la mi-2014. Ce scénario conditionnel est tout à fait conforme à nos propres prévisions.
- Compte tenu des récents développements au sein du marché immobilier, il faut s'attendre à ce que la Banque du Canada continue à répéter ses avertissements concernant une hausse éventuelle des taux d'intérêt.
- Le fait que la récession se poursuive en zone euro et que l'inflation ne semble pas vouloir remonter rapidement procure une marge de manœuvre à la Banque centrale européenne pour agir davantage.
- On estime que le taux américain de dix ans évoluera dans une fourchette allant de 2,20 % à 2,60 % d'ici la fin de l'année. Nous rehaussons notre cible de fin d'année à 2,45 % pour tenir compte de la normalisation plus rapide que prévu des taux réels.
- Les obligations canadiennes de long terme continueront de se transiger à des taux inférieurs aux taux américains, mais la volatilité pourrait demeurer élevée d'ici à ce que la Réserve fédérale américaine annonce formellement le *tapering*.

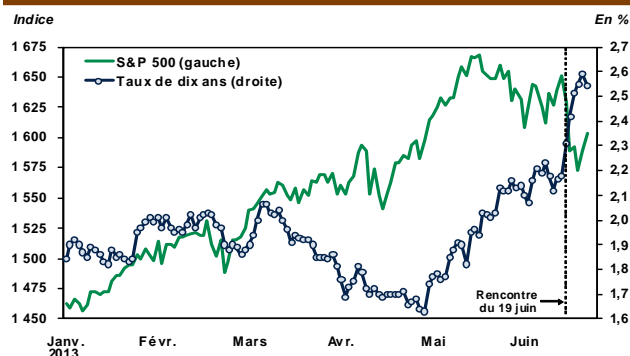
TABLE DES MATIÈRES

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

Éditorial

Les dernières semaines ont été particulièrement éprouvantes sur les marchés financiers. Loin de se résorber, la volatilité observée depuis le début du mois de mai s'est accentuée en juin alors que les spéculations sur les prochaines actions de la Réserve fédérale américaine (Fed) se poursuivaient. Dans ce contexte, tous les yeux étaient tournés vers la rencontre du 19 juin de la Fed. Réalisant le besoin de mieux communiquer les intentions de la Fed, Ben Bernanke a indiqué que si l'économie américaine continuait d'évoluer comme prévu, il serait approprié de commencer à ralentir les achats de titres plus tard cette année et de les terminer vers la mi-2014. Les marchés boursiers et obligataires ont lourdement chuté à la suite de ces annonces (graphique 1).

Graphique 1 – Les Bourses et les obligations ont continué de chuter après la rencontre de la Réserve fédérale américaine



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

QUELS SONT LES PRINCIPAUX MESSAGES DE LA FED?

À notre avis, il faut retenir quelques messages importants du communiqué du 19 juin, des nouvelles prévisions de la Fed et de la longue conférence de presse de M. Bernanke.

Un premier message est que la Fed continuera longtemps à maintenir une politique monétaire qui soutiendra l'économie américaine. M. Bernanke a répété à plusieurs reprises que la modération et même la fin du QE3 ne représentent pas l'amorce

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

d'un resserrement monétaire. Pour la Fed, c'est le montant cumulatif des achats qui détermine le niveau d'assouplissement monétaire, et tout indique que ce niveau sera maintenu longtemps après la fin du *QE3*. Le président de la Fed a utilisé l'analogie d'une automobile. La Fed a actuellement le pied enfoncé sur l'accélérateur, le début du *tapering* représente seulement un relèvement graduel du pied sur l'accélérateur. Seule une remontée du taux directeur, ou une vente d'actifs, équivaldrait à l'utilisation des freins. À ce sujet, les dirigeants de la Fed ont réaffirmé qu'ils prévoient que le taux des fonds fédéraux resterait au plancher pour une période de temps considérable après la fin du *QE3*. Les prévisions individuelles des 19 dirigeants de la Fed montrent que 15 d'entre eux ne voient pas de hausse de taux avant 2015 et que la prévision médiane voit le taux des fonds à un jour à seulement 1,00 % à la fin de 2015.

Un deuxième message clair est que le scénario de diminution progressive du *QE3* est strictement conditionnel à une évolution de l'économie conforme aux attentes de la Fed. Même si certains dirigeants de la Fed ont légèrement revu à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2013 et 2014, ils apparaissent dans l'ensemble un peu plus confiants de la solidité de la reprise américaine. Le communiqué de juin notait que les risques à la baisse sur l'économie et sur le marché du travail avaient diminué et M. Bernanke a ajouté que les fondamentaux semblaient un peu mieux. Cela permet à la Fed de continuer à miser sur un scénario modérément optimiste selon lequel la croissance économique s'accélérait au cours des prochains trimestres et l'inflation reviendrait vers la cible de 2 %. La poursuite des gains du marché du travail amènerait le taux de chômage près de 7 % vers la mi-2014. Si les données économiques contredisent ce scénario, la politique monétaire évoluera différemment de ce qui a été présenté en juin.

Un troisième message est qu'une baisse plus rapide du taux de chômage ne suffirait pas à justifier un resserrement plus rapide de la politique monétaire. Depuis décembre dernier, la Fed signale qu'elle ne remontera pas son taux directeur tant que le taux de chômage n'atteindra pas le seuil de 6,5 %. Initialement, l'atteinte du seuil de 6,5 % était prévue vers la mi-2015, période qui correspondait au moment où la majorité des dirigeants prévoient amorcer un resserrement monétaire. La baisse un peu plus rapide qu'anticipé du taux de chômage laisse cependant entrevoir que ce seuil pourrait être atteint au commencement de 2015. M. Bernanke a toutefois insisté sur le fait que l'atteinte du seuil ne signalait pas une hausse du taux des fonds fédéraux, mais seulement un moment où la Fed pourrait commencer à envisager un éventuel resserrement monétaire. Si la situation est toujours jugée insatisfaisante, la Fed n'hésitera pas à attendre plusieurs mois avant d'agir, peu importe le niveau du taux de chômage.

La Fed semble même envisager sérieusement d'abaisser ce seuil à 6,0 % pour clarifier son message.

COMMENT EXPLIQUER LA RÉACTION DES MARCHÉS?

Dans l'ensemble, le discours de la Fed demeure donc relativement *dovish* alors qu'elle insiste sur le fait que la politique monétaire demeurera longtemps très stimulatrice même si la situation économique continue de s'améliorer. Le scénario présenté sur la réduction progressive du *QE3* ne représente pas un changement de politique, mais il vient seulement préciser la politique existante. Comment alors expliquer la réaction très négative des marchés?

Il y a quelques façons d'interpréter cette réaction. Si elle reflète le fait que les investisseurs jugent que la Fed est devenue beaucoup plus *hawkish* et que le taux directeur pourrait remonter rapidement, la réaction nous semble disproportionnée et un rebond du marché obligataire serait à prévoir.

Une interprétation plus réaliste à notre avis est que, contrairement à la Fed qui croit que c'est la taille de son bilan qui importe, plusieurs investisseurs jugent que c'est le rythme des achats de la Fed qui influence le marché obligataire. Même s'il n'était pas complètement inattendu, le signal d'un ralentissement prochain du *QE3* peut ainsi être interprété comme le début d'un long processus de resserrement monétaire. Cette façon de voir les choses justifierait en bonne partie l'évolution des taux au cours des dernières semaines alors que les investisseurs semblent moins prêts à continuer d'acheter des obligations excessivement chères, avec des rendements réels et des primes de terme négatifs.

LES TAUX OBLIGATAIRES RISQUENT D'ÉVOLUER QUELQUES TRIMESTRES DANS UNE NOUVELLE FOURCHETTE

La réaction initiale des marchés nous semble un peu excessive. La volatilité devrait maintenant diminuer alors que la position de la Fed est plus claire. À moins d'importantes surprises économiques qui changeraient significativement les prévisions des dirigeants de la Fed, le taux de dix ans américain devrait évoluer dans une nouvelle fourchette allant de 2,20 % à 2,60 % d'ici la fin de l'année. Le principal obstacle à une poussée plus rapide des taux est que, par rapport à ce développement, la Fed adopterait rapidement un discours plus *dovish* pour contrer ce resserrement trop rapide des conditions financières.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA

Économiste principal

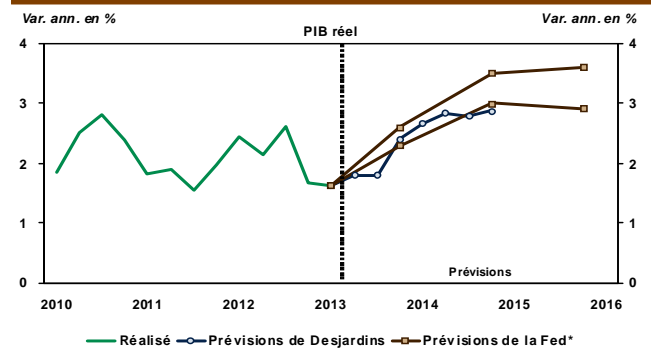
RÉSERVE FÉDÉRALE

Le signal d'une baisse des achats de titres est envoyé

- La réunion de juin du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed) était très attendue. Si le communiqué officiel présentait peu de changements, le président de la Fed, Ben Bernanke, a profité de sa conférence de presse pour émettre des commentaires sur ce que nous réserve l'institution. Il a clairement ouvert la porte à une éventuelle baisse des achats de titres : « si les indicateurs économiques sont conformes aux attentes, il sera approprié de modérer les achats mensuels plus tard cette année [...] La réduction des achats se continuera modérément durant la première moitié de l'an prochain et les achats se termineront vers la mi-année. » Ce scénario conditionnel est tout à fait conforme à nos propres prévisions.
- Il faudra cependant que l'économie américaine continue à s'améliorer. Le nouveau scénario de la Fed table sur une croissance annuelle du PIB réel qui se situerait entre 2,3 % et 2,6 % au quatrième trimestre de 2013. Nos propres attentes sont de 2,4 % (graphique 2). Il faudra aussi que le marché du travail poursuive sa bonne progression. Les embauches mensuelles ont été plutôt tièdes depuis le début du printemps, surtout si l'on compare avec les résultats plus vigoureux de l'hiver, mais on s'attend néanmoins à d'autres bonnes croissances de l'emploi. Le taux de chômage devrait poursuivre sa baisse bien qu'elle puisse être ralentie par une augmentation de la population active. La Fed prévoit que le taux de chômage sera de 7,2 % ou de 7,3 % en moyenne au quatrième trimestre. Pour que ces scénarios se manifestent, il faudra que d'autres indicateurs pointent décidément vers le haut. D'un côté, la confiance des consommateurs est sur la bonne voie avec des gains encourageants depuis quelques mois. De l'autre côté, il faudra de meilleures performances de la part des entreprises; le passage à 49,0 de l'indice ISM manufacturier a dû troubler certains membres du comité de politique monétaire.
- Finalement, l'inflation devra aussi reprendre de la vigueur. Sa récente faiblesse a créé une rare dissidence *dovish* au sein du comité de politique monétaire. La variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation devrait graduellement s'éloigner du bas-fond de 0,7 % atteint en mai pour se rapprocher de la cible de 2 % de la Fed (graphique 3).

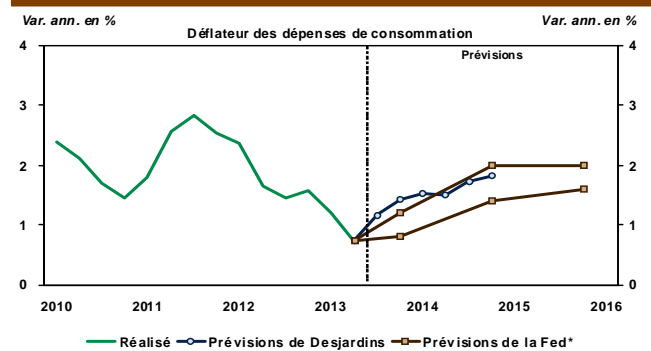
Prévisions : C'est en septembre que la Fed devrait annoncer officiellement que les achats de titres diminueront. La première ponction devrait être de 25 G\$ US pour mener les achats mensuels à 60 G\$ US. D'autres diminutions seront annoncées en décembre 2013 et en avril 2014 (graphique 4). Le programme devrait s'achever à l'été 2014, comme établi dans le scénario conditionnel présenté par Ben Bernanke. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant la mi-2015.

Graphique 2 – La Fed* prévoit que le PIB réel américain progressera à un bon rythme



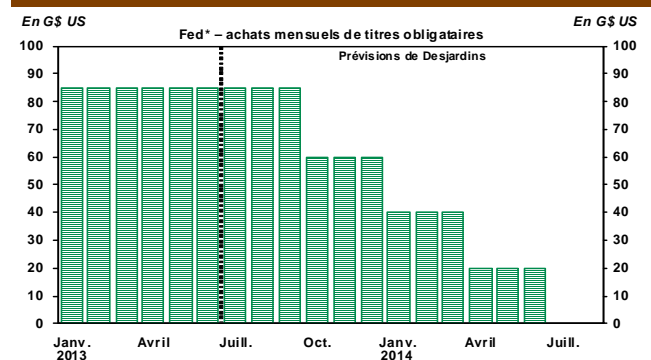
* Réserve fédérale américaine. Sources : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – L'inflation devrait remonter graduellement aux États-Unis



* Réserve fédérale américaine. Sources : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – La baisse des achats de titres par la Fed* sera graduelle



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

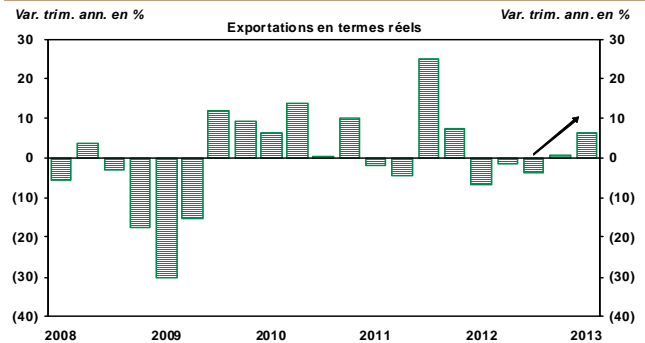
BANQUE DU CANADA

Les autorités monétaires doivent garder le marché immobilier à l'œil

- Le PIB réel canadien a augmenté de 2,5 % (à rythme annualisé) au premier trimestre de 2013, soit une croissance nettement plus rapide que la plus récente prévision de la Banque du Canada (BdC) de 1,5 %. Les exportations ont joué un rôle important dans ce gain avec une hausse de 6,2 % (graphique 5).
- On peut toutefois se demander si un tel exploit pourra se reproduire dans les prochains trimestres. Malgré certains signes d'amélioration, les embûches demeurent nombreuses aux États-Unis et en Europe. La demande globale pour les exportations canadiennes pourrait donc encore traverser certaines difficultés. Il faudra vraisemblablement attendre à l'automne prochain pour observer une réelle embellie au pays alors que la croissance du PIB réel pourra enfin se maintenir au-dessus du potentiel de production.
- La tendance à la baisse du marché immobilier a montré des signes de stabilisation au cours des dernières semaines. Les ventes et les prix des maisons existantes ont recommencé à croître (graphique 6). Les mises en chantier ont rebondi en mai. La valeur des permis de bâtir résidentiels a augmenté depuis le début de l'année. La construction a aussi connu en mai la plus forte création d'emplois jamais répertoriée. Bref, les signes positifs se sont multipliés récemment et la possibilité d'un retour d'une tendance haussière ne peut être écartée. Dans ces conditions, les inquiétudes associées à un trop grand déséquilibre au sein du marché immobilier et à un endettement élevé des ménages pourraient ressurgir. Il va sans dire que la BdC continuera de suivre la situation de près.
- Selon nos estimations, la production de l'économie canadienne rejoindra son plein potentiel aux alentours de la mi-2015. Il s'agit d'un pronostic assez similaire aux dernières prévisions de la BdC. D'ici là, les pressions sur les prix demeureront très faibles.
- L'indice total des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 0,2 % en mai et sa variation annuelle est passée de 0,4 % à 0,7 %. Lentement mais sûrement, le taux d'inflation totale remonte donc vers la fourchette cible de la BdC (entre 1 % et 3 %). Selon les relevés hebdomadaires à la pompe, les prix de l'essence affichent à ce jour une augmentation moyenne d'environ 2 % en juin. Cela favorisera une autre légère hausse mensuelle de l'IPC total, ce qui devrait être suffisant pour que sa variation annuelle revienne au-dessus de 1 % dès juin. L'inflation totale et l'inflation de référence devraient donc converger vers un niveau très similaire prochainement (graphique 7).

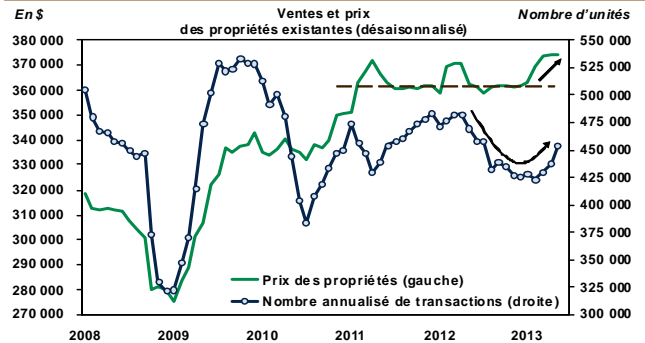
Prévisions : Notre scénario demeure une fois de plus inchangé pour la BdC. Les autorités monétaires devront probablement patienter jusqu'à l'automne 2014 avant de commencer à rehausser les taux d'intérêt directeurs. Compte tenu des récents développements au sein du marché immobilier, il faut néanmoins s'attendre à ce que la BdC continue à répéter ses avertissements concernant une hausse éventuelle des taux d'intérêt.

Graphique 5 – Les exportations ont rebondi au début de 2013 au Canada



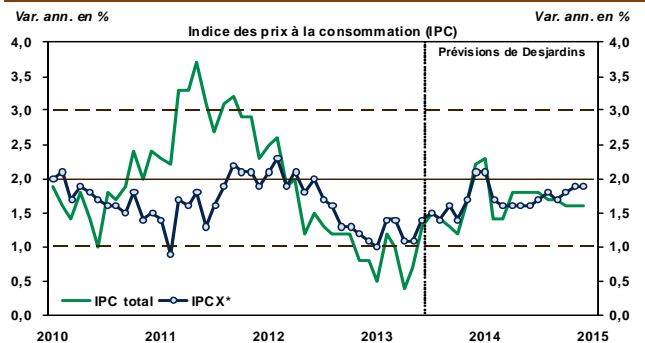
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Le marché des propriétés existantes semble reprendre du poil de la bête au Canada



Sources : Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – L'inflation canadienne restera dans la zone inférieure de la fourchette cible



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

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

Mark Carney arrive à la Banque d'Angleterre

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La BCE n'a pas annoncé de nouvelles mesures en juin, mais elle a légèrement revu à la baisse sa prévision de croissance économique pour 2013, à -0,6 %, en raison du repli plus important qu'attendu du PIB réel au premier trimestre. La prévision d'inflation a également été révisée à la baisse pour 2013, à 1,4 %, et laissée inchangée à 1,3 % pour 2014. Le fait que la récession se poursuive en zone euro et que l'inflation ne semble pas vouloir remonter rapidement procure une marge de manœuvre à la BCE pour agir davantage.
- La porte avait été ouverte en mai pour un programme d'achat de titres adossés à des actifs pour soutenir le crédit aux entreprises; or, ce projet semble être mort dans l'œuf. En conférence de presse, Mario Draghi a souligné que ce programme ne pourrait pas être mis en place rapidement et que la taille du marché de ces titres est trop petite. L'option la plus probable à court terme demeure une autre baisse des taux d'intérêt directeurs. Il n'est toutefois pas acquis que la BCE se risquera d'abaisser son taux de dépôt sous la barre de 0 %.

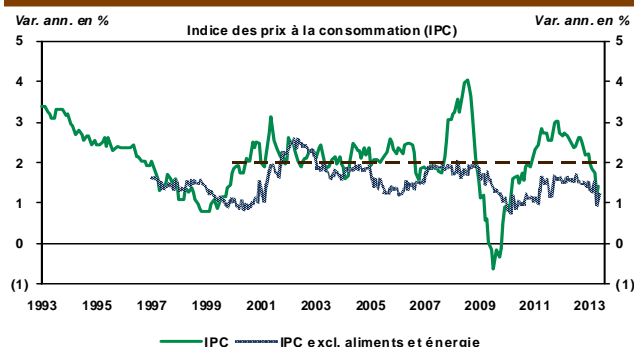
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- L'arrivée de Mark Carney à la tête de la BoE le 1^{er} juillet ne devrait pas modifier grandement la politique monétaire britannique. La situation demeure peu propice à de nouveaux achats d'actifs. L'inflation est nettement au-dessus de sa cible de 2 %, ce qui continue d'inquiéter certains dirigeants de la BoE, et l'économie britannique poursuit sa reprise. Qui plus est, le nombre de prêts accordés pour l'achat d'une maison est en hausse, ce qui laisse croire que le programme *Funding for Lending* commence à générer des résultats concrets. Mark Carney pourrait néanmoins apporter certains changements au niveau des communications de la BoE. Par exemple, le communiqué joignant les décisions de politique monétaire pourrait être plus explicite et contenir des indications prospectives.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

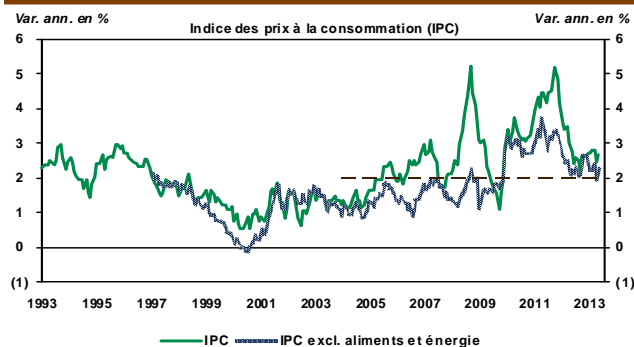
- La BoJ a déçu les attentes en juin en n'annonçant rien pour limiter la volatilité du marché obligataire. Malgré les achats massifs de titres par la BoJ, les taux obligataires japonais ont augmenté dernièrement; ils avaient toutefois baissé fortement auparavant. La BoJ préfère garder le cap sur sa cible d'inflation, et ses futures décisions seront guidées par les progrès observés de ce côté. Pour l'instant, l'inflation demeure en territoire négatif, mais il est encore tôt pour voir les effets de la politique monétaire japonaise. Il reste que les anticipations d'inflation ont diminué récemment et que l'atteinte de la cible de 2 % d'ici la fin de 2014 est ambitieuse.

Graphique 8 – Taux d'inflation en zone euro



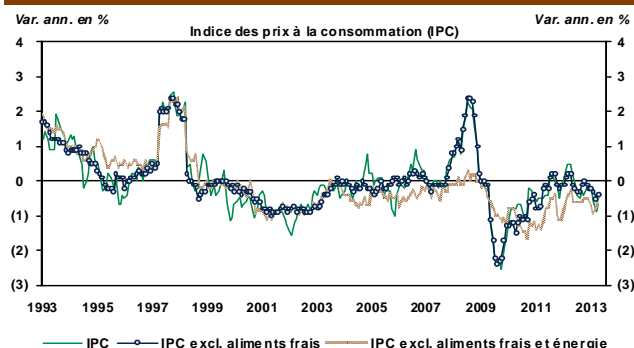
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Taux d'inflation au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Taux d'inflation au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

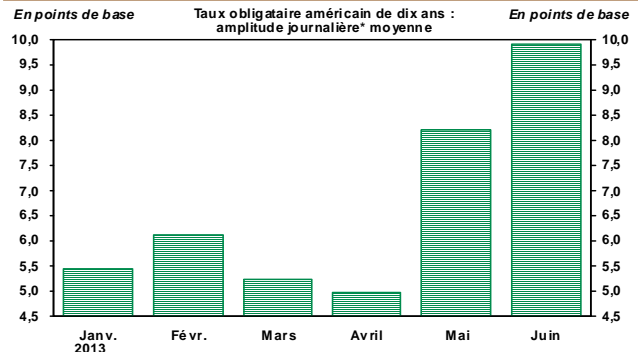
Grande remontée des taux : un premier palier atteint

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Même s'il est depuis longtemps acquis que la résilience des obligations prendrait fin lorsque la Réserve fédérale américaine (Fed) commencerait à préparer les marchés pour une éventuelle sortie, force est d'admettre que l'ampleur des mouvements récents des taux a été surprenante (graphique 11).
- Les marchés avaient été habitués à une dose constante d'appui de la Fed et la simple confirmation que la fin approchait a suffi à provoquer une réaction épidermique des investisseurs. Il faut dire que depuis la Grande Récession, la Fed n'a pratiquement jamais été en position de devoir communiquer une politique moins accommodante. Au contraire, les gestes de communication allaient presque exclusivement dans le sens d'offrir plus d'assurance sur le fait que la politique monétaire demeurerait expansionniste pour longtemps. On se rappellera qu'au printemps 2012, les marchés s'étaient risqués à anticiper une Fed plus *hawkish*, mais ils avaient été ultimement rabroués par un discours particulièrement *dovish* de Bernanke (graphique 12). Gardant cette épisode à l'esprit, il se pourrait qu'en dépit du signal déjà envoyé en mai, un certain nombre d'investisseurs soient demeurés quelque peu incrédules à l'approche du communiqué du 19 juin, s'attendant notamment à une Fed plus soucieuse de défendre son mandat de stabilité des prix.
- Même si Ben Bernanke a été très clair quant au fait que la *tapering* ne s'agissait simplement que d'appuyer moins fermement sur l'accélérateur, la réitération même du signal de mai a amené les marchés à repenser la fonction de réaction de la Fed, après des années de posture très *dovish*. En outre, la normalisation de la prime de terme (compensation exigée par les investisseurs pour l'exposition au risque de durée) exprime la perception d'un marché qui sera désormais plus volatil alors que la Fed y sera moins présente. On peut tout de même y voir un processus sain, après des années de quasi-anesthésie des marchés obligataires (graphique 13).

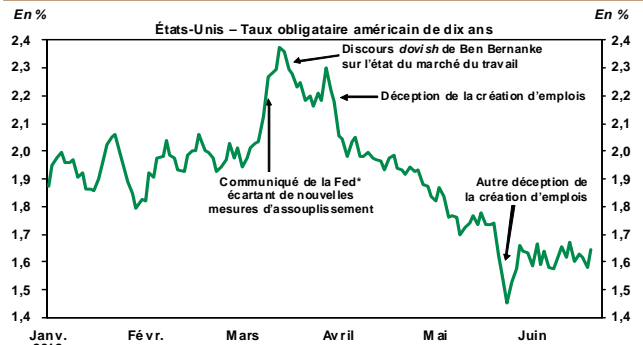
Prévisions : Les marchés tentent toujours d'établir une fourchette de fluctuation, et l'allure des prochaines grandes statistiques économiques (ISM, emploi, révision annuelle du PIB, etc.) devrait permettre de dégager certains paramètres. À moins de déceptions majeures et/ou de matérialisation de risques baissiers, on peut penser que le niveau de 2,0 % fait partie du passé. En revanche, l'évolution à la hausse sera probablement freinée par la faiblesse des anticipations inflationnistes. On estime que le taux de dix ans évoluera dans une fourchette allant de 2,20 % à 2,60 % d'ici la fin de l'année. Nous rehaussons notre cible de fin d'année à 2,45 % pour tenir compte de la normalisation plus rapide que prévu des taux réels. Les taux de plus court terme sont néanmoins susceptibles d'un renversement baissier, alors que la Fed n'est résolument pas prête à considérer un relèvement plus hâtif des taux directeurs.

Graphique 11 – La volatilité des marchés obligataires a monté d'un cran récemment



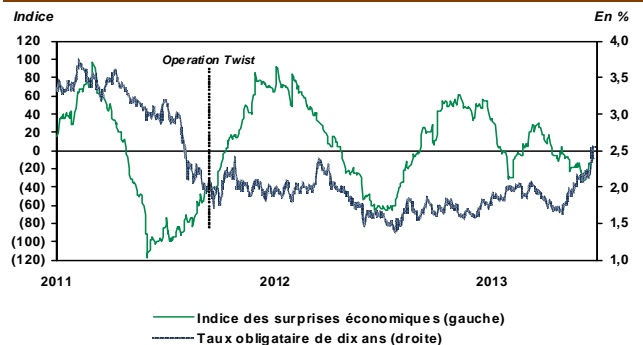
* Écart entre le niveau de taux le plus élevé et le plus faible à l'intérieur d'une séance.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – En 2012, l'idée d'une Fed* plus *hawkish* avait vite été étouffée par Ben Bernanke et une suite de mauvaises données



* Réserve fédérale américaine.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Depuis l'Operation Twist, les taux avaient été relativement peu influencés par les données économiques



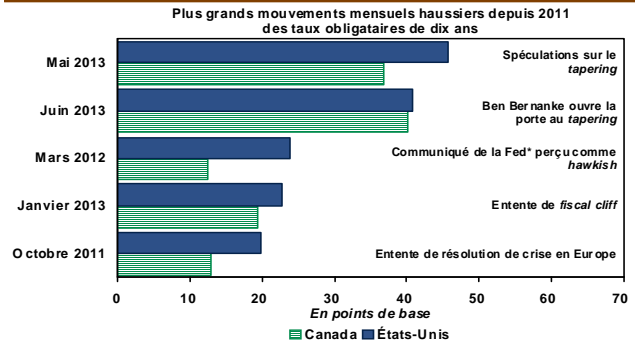
Sources : Bloomberg, Citigroup et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les obligations canadiennes ont connu une meilleure performance que les obligations américaines depuis le début du mois de mai. Il ne s'agit pas d'une anomalie puisque les taux canadiens ont généralement tendance à remonter un peu moins rapidement que les taux américains lors des grands mouvements haussiers (graphique 14). Cela dit, la remontée des taux a quand même été très forte au Canada, notamment dans les secteurs cinq et dix ans (graphique 15). Les courbes 2/5 et 2/10 se sont pentifiées de façon brusque alors que les taux de plus court terme n'ont pas fait l'objet d'autant de pression haussière. Du côté des obligations de plus long terme, elles ont particulièrement bien performé par rapport au milieu de la courbe, et la pente 10/30 s'est aplatie d'environ 15 points de base depuis le début de mai pour atteindre un creux datant de 2011.
- Bien qu'elle soit largement dictée par les remous provoqués par la Fed, la pentification observée dans la plupart des secteurs de la courbe canadienne tend également à illustrer un certain degré d'ancrage des anticipations de politique monétaire. Les marchés escomptent la première hausse de taux canadienne pour le printemps de 2014, environ deux trimestres avant notre propre projection et un devancement important par rapport aux anticipations d'il y a trois mois. Toutefois, dans les contextes précédents de *sell-off* obligataires, les marchés ont à quelques reprises ramené leurs anticipations de hausse des taux directeurs canadiens à un horizon d'une ou deux réunions. Ils semblent pour l'instant hésitants à adopter une approche aussi agressive.
- Il faut dire que les variables sous-jacentes à la fonction de réaction de la Banque du Canada (BdC) n'envoient pas de signal favorable à une posture beaucoup plus *hawkish*. Au deuxième trimestre, l'inflation totale est demeurée sous la fourchette opérationnelle de la BdC et légèrement sous sa prévision établie en avril. Un écart de production négatif pour encore deux ans, selon nos prévisions, assurera un retour très graduel à la cible de 2 %. D'un point de vue de stabilité financière, les ménages continuent d'assainir leur bilan et le ratio de la dette au revenu disponible a diminué pour un deuxième trimestre consécutif. Ce dénouement est conforme aux hypothèses de la BdC et il n'y a donc pas lieu de serrer la vis davantage de ce côté, même si l'on s'attend à ce qu'elle conserve son indication prospective de taux dans son communiqué. Les arguments pour une position plus *dovish* ne sont guère plus convaincants, avec une croissance vraisemblablement encore saine du PIB au deuxième trimestre, un marché de l'emploi en bonne santé et une devise qui s'est dépréciée récemment (graphique 16).

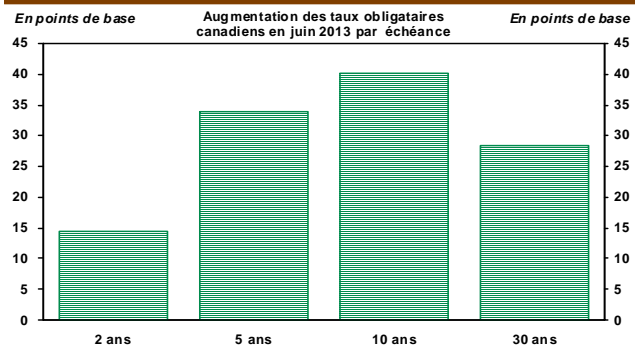
Prévisions : En concordance avec les révisions de nos cibles américaines, nous ajustons à la hausse nos prévisions de taux canadiens pour la fin de l'année. Notre cible de taux de dix ans s'établit ainsi à 2,35 %, après avoir terminé le troisième trimestre à 2,40 %. Les obligations canadiennes de long terme continueront de se transiger à des taux inférieurs aux taux américains, mais la volatilité pourrait demeurer élevée (quoiqu'un peu moins qu'en juin) d'ici à ce que la Fed annonce formellement le *tapering*, selon nous, en septembre prochain.

Graphique 14 – Les taux canadiens ont eu tendance à monter plus lentement que les taux américains lors de mouvements haussiers



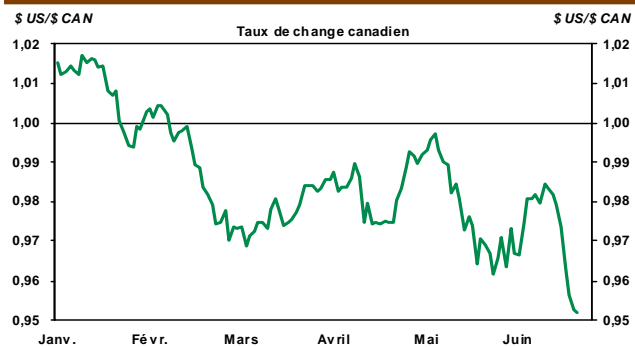
* Réserve fédérale américaine. Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 15 – Les taux du milieu de la courbe canadienne ont été les plus touchés par les pressions haussières



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – La dépréciation du huard réduit les arguments pour une position plus dovish de la Banque du Canada



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 1 Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2012				2013				2014			
	T1	T2	T3	T4	T1	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	1,50
Zone euro												
Taux de refinancement	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
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
Avril 2013			
4	Banque centrale européenne	s.q.	0,75
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
4	Banque du Japon	s.q.	0,10
17	Banque de Suède	s.q.	1,00
17	Banque du Brésil	+25 p.b.	7,50
17	Banque du Canada	s.q.	1,00
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
26	Banque du Japon	s.q.	0,10
26	Banque du Mexique	s.q.	4,00
Mai 2013			
1	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
2	Banque centrale européenne	-25 p.b.	0,50
7	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	2,75
8	Banque de Norvège	s.q.	1,50
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
22	Banque du Japon	s.q.	0,10
29	Banque du Brésil	+50 p.b.	8,00
29	Banque du Canada	s.q.	1,00
Juin 2013			
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,75
6	Banque centrale européenne	s.q.	0,50
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
7	Banque du Mexique	s.q.	4,00
11	Banque du Japon	s.q.	0,10
12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
19	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
20	Banque de Norvège	s.q.	1,50
20	Banque nationale suisse	s.q.	0,00

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3 Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Juillet 2013	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Banque de Suède
4	Banque centrale européenne
4	Banque d'Angleterre
10	Banque du Brésil
11	Banque du Japon
12	Banque du Mexique
17	Banque du Canada
24	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
31	Réserve fédérale américaine
Août 2013	
1	Banque centrale européenne
1	Banque d'Angleterre
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque du Japon
28	Banque du Brésil
Septembre 2013	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque du Canada
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
5	Banque de Suède
5	Banque du Japon
6	Banque du Mexique
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
18	Réserve fédérale américaine
19	Banque de Norvège
19	Banque nationale suisse

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	T1	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	0,07	0,05	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	0,35	0,35	0,35	0,40	0,45	0,45	0,50
5 ans	1,03	0,72	0,61	0,70	0,74	1,40	1,35	1,30	1,30	1,35	1,40	1,60
10 ans	2,22	1,66	1,64	1,75	1,85	2,50	2,50	2,45	2,45	2,50	2,55	2,70
30 ans	3,35	2,77	2,83	2,94	3,11	3,55	3,55	3,50	3,50	3,55	3,65	3,80
Pente												
5 ans - 3 mois	0,96	0,63	0,51	0,65	0,67	1,35	1,25	1,15	1,15	1,15	1,20	1,35
10 ans - 2 ans	1,87	1,34	1,40	1,51	1,60	2,15	2,15	2,10	2,05	2,05	2,10	2,20
30 ans - 3 mois	3,28	2,68	2,73	2,89	3,04	3,50	3,45	3,35	3,35	3,35	3,45	3,55

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	T1	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	1,50
Bons du Trésor												
3 mois	0,92	0,88	0,97	0,92	0,97	1,00	1,00	1,00	1,00	1,05	1,20	1,50
Obligations fédérales												
2 ans	1,20	1,03	1,07	1,14	1,00	1,15	1,20	1,20	1,25	1,40	1,60	1,75
5 ans	1,57	1,25	1,27	1,36	1,30	1,80	1,75	1,75	1,85	2,00	2,15	2,30
10 ans	2,11	1,74	1,73	1,80	1,76	2,40	2,40	2,35	2,35	2,45	2,55	2,70
30 ans	2,66	2,33	2,32	2,37	2,51	2,90	2,95	2,95	3,00	3,10	3,20	3,35
Pente												
5 ans - 3 mois	0,65	0,37	0,30	0,44	0,33	0,80	0,75	0,75	0,85	0,95	0,95	0,80
10 ans - 2 ans	0,91	0,71	0,66	0,66	0,76	1,25	1,20	1,15	1,10	1,05	0,95	0,95
30 ans - 3 mois	1,74	1,45	1,35	1,45	1,54	1,90	1,95	1,95	2,00	2,05	2,00	1,85
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,85	0,79	0,87	0,87	0,90	0,95	0,90	0,85	0,85	0,85	1,00	1,25
2 ans	0,85	0,72	0,83	0,90	0,75	0,80	0,85	0,85	0,85	0,95	1,15	1,25
5 ans	0,54	0,53	0,66	0,66	0,56	0,40	0,40	0,45	0,55	0,65	0,75	0,70
10 ans	(0,11)	0,08	0,09	0,05	(0,09)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,05)	0,00	0,00
30 ans	(0,69)	(0,44)	(0,51)	(0,57)	(0,60)	(0,65)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	(0,45)	(0,45)	(0,45)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques