

Un répit pour le marché obligataire

FAITS SAILLANTS

- Le marché obligataire s'est ressaisi au cours des dernières semaines. Le taux américain de dix ans, qui avait atteint 3,00 % au début septembre, est ainsi revenu aux environs de 2,50 %.
- Dans les circonstances actuelles, il est très difficile d'imaginer que les conditions seront réunies pour que la Réserve fédérale américaine (Fed) renonce au *statu quo* d'ici la fin de 2013, surtout après la création d'emplois décevante enregistrée en septembre.
- La Fed ne devrait pas annoncer de réduction des achats avant la réunion de mars 2014. La baisse devrait être graduelle jusqu'à ce que le programme d'achat de titres s'achève à la fin de 2014.
- Les taux obligataires termineront l'année plus bas que ce que nous anticipions précédemment, mais il devrait reprendre rapidement une tendance haussière au premier trimestre de 2014.
- L'adoucissement du discours de la Banque du Canada et son emphase sur les nombreux risques qui entraînent encore les perspectives économiques canadiennes indiquent clairement que la période de stabilité des taux directeurs canadiens se prolongera assez longtemps.

TABLE DES MATIÈRES

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

Éditorial

Le marché obligataire s'est ressaisi au cours des dernières semaines. Après la décision surprise de la Réserve fédérale américaine (Fed) le 18 septembre de ne pas ralentir son troisième programme d'assouplissement quantitatif (*QE3*), c'est surtout l'impasse politique américaine qui a incité les investisseurs à retourner du côté du marché obligataire. Le taux américain de dix ans, qui avait atteint 3,00 % au début septembre, est ainsi revenu aux environs de 2,50 %.

QU'ELLES SERONT LES CONSÉQUENCES DU SHUTDOWN?

Même s'il a fait couler beaucoup d'encre, l'arrêt de fonctionnement du gouvernement fédéral américain ne devrait pas avoir des conséquences énormes pour l'économie américaine. Les quelque 800 000 fonctionnaires fédéraux affectés par le *shutdown* sont maintenant de retour au travail et ils seront payés pour les journées perdues. Il y aura cependant des pertes de revenu qui ne pourront être récupérées, en particulier pour les sous-traitants et les entreprises faisant affaire avec le gouvernement. Nous estimons que cela, conjugué à une poussée de l'incertitude économique, risque d'entraîner une réduction de 0,3 % à 0,5 % de la croissance économique réelle américaine, à rythme trimestriel annuel, pour le quatrième trimestre de 2013.

Pour les marchés, la conséquence la plus importante de l'impasse budgétaire américaine est de rendre plus difficile la lecture de la situation économique. Les statistiques des mois d'octobre et de novembre seront difficiles à interpréter puisqu'elles risquent d'être fortement influencées par l'arrêt et la reprise des activités du gouvernement fédéral. L'incertitude et la chute de confiance résultant de l'impasse politique risquent aussi d'affecter temporairement certaines statistiques économiques, d'autant plus qu'une solution durable n'a pas été trouvée et qu'un nouveau *shutdown* pourrait survenir dès le 15 janvier 2014. Dans ce contexte, il sera difficile d'identifier la tendance de fond de l'économie américaine au cours des prochains mois.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

LE RETOUR DU QE INFINITY?

L'incertitude sur la situation de l'économie américaine risque d'avoir des conséquences directes sur la politique monétaire américaine. Rappelons que les dirigeants de la Fed ont justifié leurs décisions de ne pas ralentir leurs achats d'obligations en septembre par leur désir d'avoir plus de preuves d'une accélération durable de l'économie américaine. Une réduction des achats dès la rencontre de décembre, voire peut-être d'octobre, était ainsi très possible si l'impasse politique était réglée et si des données économiques encourageantes étaient publiées. Dans les circonstances actuelles, il est très difficile d'imaginer que les conditions seront réunies pour que la Fed renonce au *statu quo* d'ici la fin de 2013, surtout après la création d'emplois décevante enregistrée en septembre.

Les derniers événements et le fait que Janet Yellen, considérée très *dovish*, prendra la tête de la Fed à la fin de janvier 2014, pourraient faire croire que la Fed est de retour en mode *QE infinity* et qu'elle poursuivra ses achats d'actifs pour encore plusieurs trimestres. De nombreux dirigeants de la Fed semblent toutefois inconfortables avec cette notion de *QE infinity* et l'on peut penser qu'ils voudront rapidement commencer à ralentir les achats de titres lorsqu'une occasion se présentera. Le compte rendu de la rencontre de septembre a ainsi révélé que la majorité des participants jugeaient encore qu'il serait approprié de commencer à ralentir les achats d'ici la fin de 2013 et de les arrêter complètement vers la mi-2014. Les événements des dernières semaines risquent d'avoir repoussé quelque peu ces échéances, mais elles dénotent tout de même un désir de mettre fin dans un délai assez court aux politiques d'assouplissement quantitatif.

QU'EST-CE QUI DÉCIDERA LA FED À PASSER À L'ACTION?

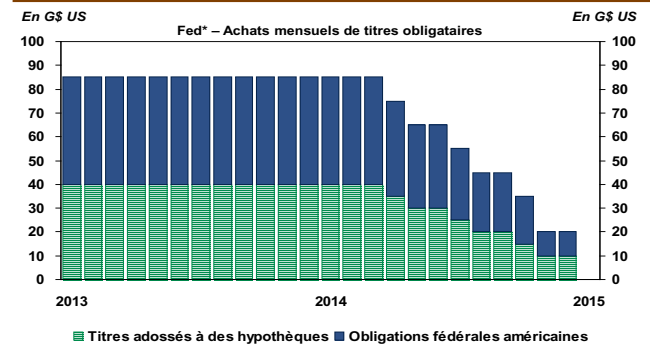
À notre avis la Fed amorcera un ralentissement graduel de ses achats d'obligations dès qu'une majorité des membres votants seront rassurés que la relance de l'économie américaine continue de se raffermir, favorisant ainsi l'atteinte de leurs objectifs concernant le marché du travail et l'inflation.

Plus spécifiquement, on peut penser qu'ils attendront qu'une entente politique soit conclue pour éviter un nouveau *shutdown* du gouvernement fédéral. Ils voudront aussi s'assurer que la reprise du marché immobilier se poursuit alors que les données à ce sujet sont plus mixtes depuis la hausse des taux hypothécaires. Ils attendront aussi certainement quelques créations d'emplois plus robustes que celles observées au cours des derniers mois.

En théorie, toutes ces conditions pourraient être remplies lors de la rencontre de la fin janvier ou même lors de celle

de décembre. Il nous semble cependant plus probable qu'il faudra attendre à la rencontre de mars 2014 avant que les incertitudes se soient suffisamment dissipées pour convaincre la Fed d'agir. Nous misons ainsi sur une décision en mars et une réduction progressive des achats d'obligations d'avril jusqu'à la fin de 2014 (graphique 1). Le taux des fonds fédéraux devrait demeurer, de son côté, au plancher jusqu'en septembre 2015. Dans ce contexte, les taux obligataires termineront l'année plus bas que ce que nous anticipions précédemment, mais il devrait reprendre rapidement une tendance haussière au premier trimestre de 2014. Nos cibles à moyen terme pour les taux obligataires américains et canadiens sont ainsi maintenues.

Graphique 1 – La réduction des achats de la Fed* devrait seulement débuter au printemps 2014



* Réserve fédérale américaine.
Source : Desjardins, Études économiques

Notre scénario concernant la Fed suppose une accélération significative de l'économie américaine en 2014. Si, pour une raison ou une autre, la relance de l'économie américaine avortait à nouveau, la Fed devrait soit choisir de poursuivre son troisième programme d'assouplissement quantitatif, soit essayer de trouver une autre façon de stimuler l'économie. Pour le moment, nous demeurons cependant confiants en une accélération de l'économie l'an prochain alors que les effets négatifs des mesures gouvernementales seront bien moins forts que cette année. De plus, si certaines statistiques économiques ont déçu récemment, d'autres développements, dont une baisse marquée du dollar américain, le recul significatif des prix de l'essence et une diminution de plusieurs taux d'intérêt après la hausse de l'été, aideront à redonner une impulsion à l'activité économique. Cette baisse importante du billet vert est toutefois problématique pour le reste de la planète et elle incitera les autres banques centrales à maintenir des politiques très stimulatrices.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

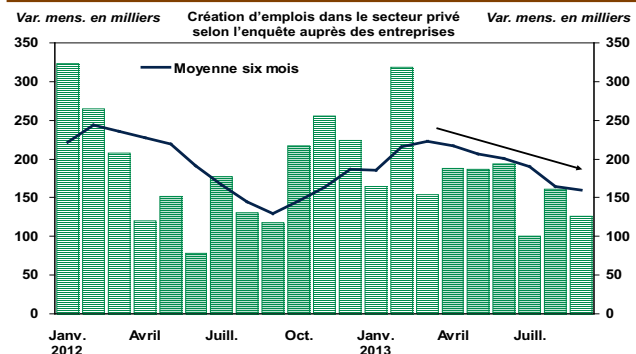
RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE

L'impasse budgétaire pousse le *tapering* à l'an prochain

- La Réserve fédérale américaine (Fed) avait causé un émoi en décidant de ne pas modifier le rythme des achats de titres obligataires lors de sa réunion de septembre. Toutefois, les événements qui ont eu lieu depuis ont donné raison aux dirigeants de la Fed; la conjoncture n'est tout simplement pas propice à une atténuation de la détente monétaire.
- L'économie américaine donnait déjà des signes moins probants avant la crise budgétaire. La confiance des consommateurs a plafonné durant l'été et elle était en baisse en septembre. Les ventes au détail d'août n'étaient pas à la hauteur des attentes. Même le marché de l'habitation a vu sa reprise freinée par la hausse des taux d'intérêt. Seule la bonne tenue des indices ISM suggérait une amélioration de la croissance économique.
- Le *shutdown* a considérablement réduit le nombre d'indicateurs économiques publiés aux États-Unis et certaines informations, attendues depuis le début d'octobre, commencent maintenant à être rendues publiques. Parmi ces chiffres hautement anticipés, il y avait le rapport sur l'emploi en septembre. Les résultats de celui-ci ont été décevants. Il ne s'est créé que 126 000 emplois dans le secteur privé alors que la moyenne au cours des 12 mois précédents est de 190 000 embauches (graphique 2). Excluant l'amélioration du taux de chômage, la tendance récente de l'emploi ne va pas dans le sens souhaité par la Fed. Rappelons que le communiqué accompagnant la réunion de septembre mentionnait qu'il faudrait que « les perspectives du marché du travail se soient améliorées substantiellement » pour modifier la politique monétaire. Tout ça dans un contexte de faible inflation (graphique 3).
- Ces données décevantes ne devraient évidemment pas montrer d'amélioration notable en octobre. Au contraire, l'impasse budgétaire a probablement eu un effet néfaste sur la croissance. On peut supposer que la croissance annualisée du PIB réel a été amputée de 0,3 à 0,5 point de pourcentage au quatrième trimestre. L'effet sur la confiance risque aussi d'être important. L'indice quotidien de la firme Gallup montre une chute abrupte pendant les semaines du *shutdown* (graphique 4). Il n'est pas certain que l'humeur des ménages et des entreprises s'améliorera rapidement et que la crise récente sera vite oubliée. L'entente, adoptée in extremis, ne fait que reporter le problème de quelques mois. Le débat politique risque donc d'être encore intense au début de l'an prochain, ce qui devrait amener la Fed à attendre sa réunion de mars avant d'envisager une baisse des achats de titres obligataires.

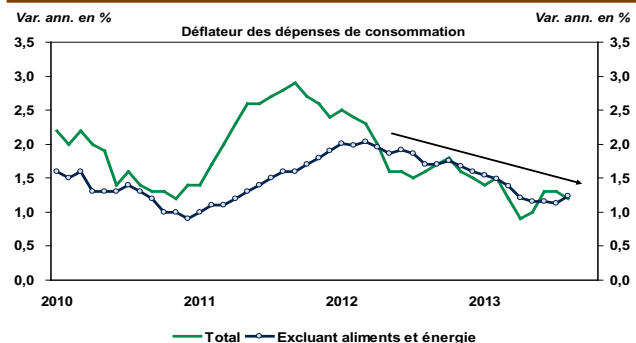
Prévisions : La Fed ne devrait pas annoncer de réduction des achats avant la réunion de mars 2014. La baisse devrait être graduelle jusqu'à ce que le programme d'achat de titres s'achève à la fin de 2014. Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant septembre 2015.

Graphique 2 – La création d'emplois est décevante



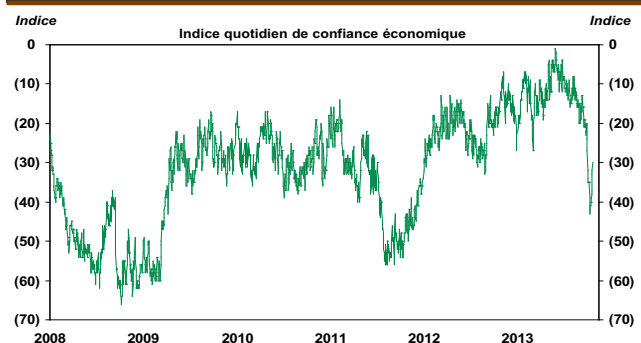
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – L'inflation demeure modeste aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – L'impasse budgétaire a provoqué une forte baisse de la confiance aux États-Unis



Sources : Gallup et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

Les autorités monétaires se montrent plus inquiètes

- Le communiqué accompagnant la dernière décision de la Banque du Canada (BdC) concernant ses taux d'intérêt directeurs ainsi que le plus récent *Rapport sur la politique monétaire* comportent un adoucissement significatif du discours des autorités monétaires.
- En outre, la BdC a retiré sa mention faisant référence à une hausse éventuelle des taux d'intérêt directeurs canadiens. Les autorités monétaires se sont ainsi remises au neutre, après plusieurs mois à signaler une augmentation.
- La BdC a également introduit dans son *Rapport sur la politique monétaire* une révision à la baisse de ses prévisions économiques en raison notamment d'une remontée moins robuste des exportations et des investissements non résidentiels des entreprises. Selon les autorités monétaires, il existe d'ailleurs un risque que l'accélération attendue de ces composantes prenne encore plus de temps que prévu. La BdC se montre aussi préoccupée par les incertitudes associées à la situation du marché immobilier, qui progresse encore fortement dans certaines régions du pays, et à l'évolution des dépenses des ménages. Ainsi, la BdC a réduit sa prévision de croissance pour l'économie canadienne, soit de 1,8 % à 1,6 % pour 2013 et de 2,7 % à 2,3 % pour 2014. Il s'agit d'un scénario assez similaire au plus récent consensus des prévisionnistes du secteur privé (graphique 5).
- Dans ces conditions, la BdC prévoit maintenant que l'économie retournera graduellement à son plein potentiel d'ici la fin de 2015 environ. Il nous apparaît toutefois possible que le retour au plein potentiel soit un peu plus tardif, soit au début de 2016 (graphique 6).
- La présence de capacités de production excédentaires continue à freiner l'évolution des prix au Canada. La BdC mentionne également que des pressions concurrentielles accrues et des facteurs sectoriels (baisse des prix agricoles et diminution des primes d'assurance automobile en Ontario) ont favorisé une plus faible progression des prix au cours des derniers mois. Tout porte à croire que le taux annuel d'inflation totale se maintiendra dans la fourchette inférieure pour encore plusieurs trimestres. Un retour durable à la cible médiane n'est pas prévu avant 2015, un pronostic conforme à la dernière prévision de la BdC (graphique 7).

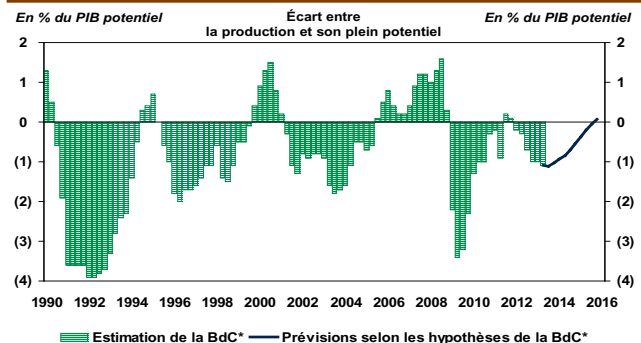
Prévisions : L'adoucissement du discours des autorités monétaires et leur enclenche à mettre davantage d'emphasis sur les nombreux risques qui entravent encore les perspectives économiques canadiennes indiquent clairement que la période de stabilité des taux directeurs se prolongera assez longtemps. Selon nos projections, les conditions favorables à une première augmentation des taux directeurs canadiens ne pourraient être réunies qu'à compter de la mi-2015.

Graphique 5 – Contributions à la croissance annuelle moyenne du PIB réel selon le scénario de la Banque du Canada

	2012	2013p	2014p	2015p
Consommation	1,1 %	1,3 %	1,3 %	1,4 %
Logement	0,4 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %
Administrations publiques	0,3 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %
Investissements des entreprises	0,6 %	0,1 %	0,4 %	0,8 %
Exportations	0,4 %	0,3 %	1,0 %	1,5 %
Importations	-1,0 %	-0,4 %	-0,7 %	-1,2 %
Variation des stocks	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,0 %
PIB réel	1,7 %	1,6 %	2,3 %	2,6 %

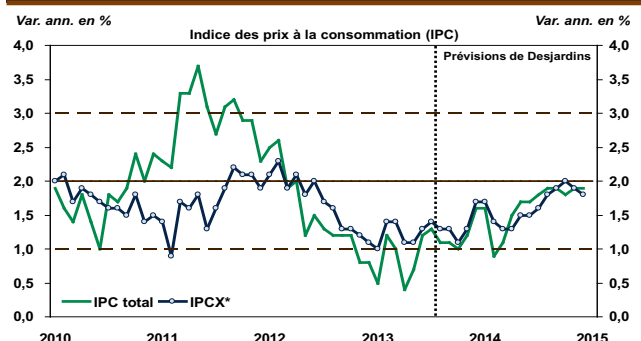
p : prévisions
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – L'économie canadienne pourrait rejoindre son plein potentiel plus tardivement



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

Graphique 7 – L'inflation canadienne restera faible pour encore plusieurs mois



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

BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

L'appréciation de l'euro pourrait inquiéter plus sérieusement la Banque centrale européenne

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- Selon la BCE, la reprise économique demeure fragile en zone euro et la balance des risques est orientée à la baisse. Avec l'inflation qui évolue nettement sous la barre des 2 %, cela suggère que des baisses de taux d'intérêt, ou d'autres mesures d'assouplissement, pourraient être nécessaires. La BCE ne ferme pas la porte à d'autres interventions, mais, pour l'instant, elle a confiance en l'atteinte de sa cible d'inflation à moyen terme. L'appréciation de l'euro pourrait ébranler cette confiance. Plus tôt cette année, la BCE avait indiqué qu'une appréciation trop forte de la devise pouvait abaisser ses prévisions d'inflation et la pousser à intervenir. Cependant, la BCE n'aurait probablement qu'à menacer d'agir pour que l'euro se déprécie, et ainsi écarter ce nouveau risque baissier pour l'inflation.
- Le rôle de superviseur unique de la BCE se concrétise. Elle entreprendra prochainement son analyse du secteur bancaire européen, ce qui inclura des tests de résistance. Le calendrier n'est pas établi, mais le tout devra être complété pour novembre 2014. Ce processus ajoutera de la pression sur les banques européennes aux prises avec des difficultés. Cela augmente les chances de voir la BCE annoncer des mesures au cours des prochains trimestres, notamment pour accroître les liquidités aux banques.

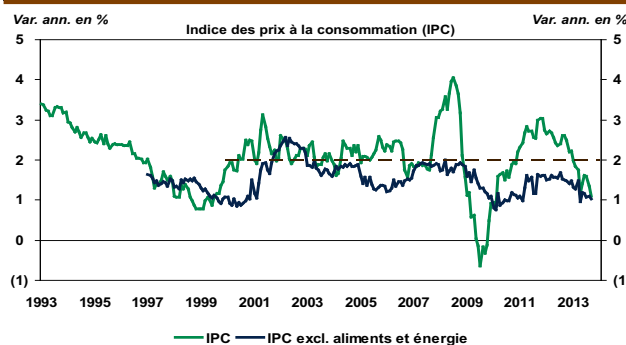
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- Les données économiques continuent d'être encourageantes au Royaume-Uni. La BoE ne voit plus vraiment de raison qui justifierait d'autres mesures d'assouplissement. L'attention des marchés se transporte de plus en plus sur un éventuel resserrement monétaire. Cependant, celui-ci semble encore très loin avec le taux de chômage qui diminue plus lentement. L'inflation a été un peu plus forte que prévu, mais ce qui compte pour la BoE c'est que l'inflation revienne à sa cible à moyen terme. Il sera intéressant de voir comment les prévisions d'inflation de la BoE ont évolué lors de la prochaine publication du rapport sur l'inflation le 13 novembre prochain.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

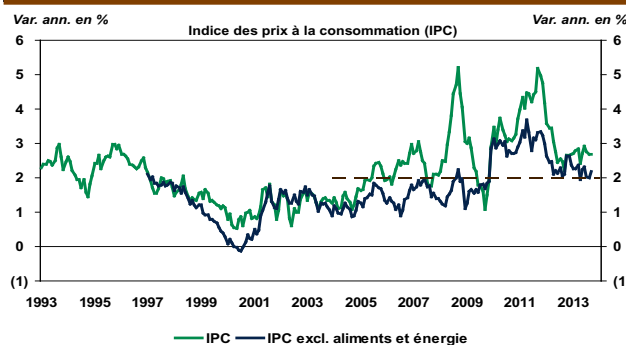
- Le taux d'inflation est en hausse au Japon depuis le printemps dernier et se situe actuellement à 1,1 %. Cependant, beaucoup de chemin reste à parcourir pour atteindre durablement la barre des 2,0 % ciblée par la BoJ. Il faudra notamment que les pressions inflationnistes proviennent d'un plus grand nombre de composantes. En excluant la variation des prix de l'énergie et des aliments frais, le taux d'inflation est à 0,0 %. Une croissance économique soutenue aiderait l'atteinte de la cible, mais après une première moitié d'année très encourageante, les signaux sont redevenus plus mitigés au Japon. La BoJ pourrait devoir bonifier ou prolonger ses achats de titres.

Graphique 8 – Taux d'inflation en zone euro



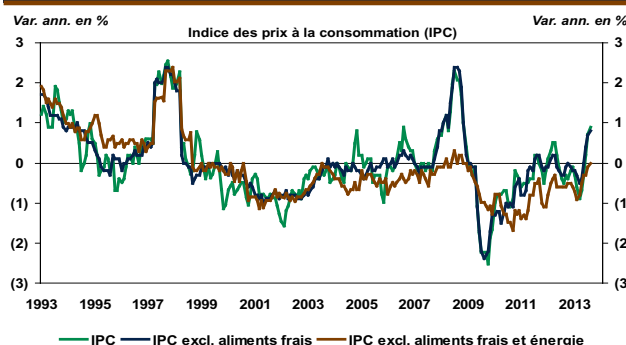
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

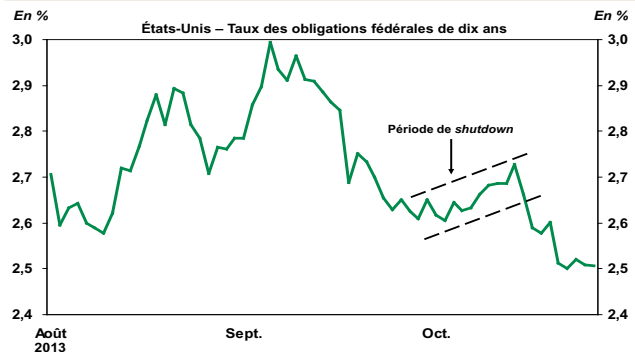
La situation budgétaire américaine encore incertaine limitera les mouvements haussiers des taux

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- La surprise provoquée par la décision de la Réserve fédérale américaine (Fed) de ne pas réduire ses achats mensuels en septembre a fait reculer le taux de dix ans de 22 points de base dans la semaine qui a suivi la rencontre. Toutefois, il est particulier de noter que durant la période d'impasse politique qui a marqué les premières semaines d'octobre, le taux a regagné environ 13 points de base (graphique 11). Un défaut de paiement des États-Unis, vu comme une impossibilité absolue quelques semaines plus tôt, commençait progressivement à faire l'objet de craintes. Les bons du Trésor à un mois, parmi les premières échéances qui auraient été affectées par un défaut, ont vu leur taux atteindre 0,34 % le 15 octobre, avant de rechuter à sa moyenne précédant les tensions après la conclusion d'un accord (graphique 12). La baisse de 22 points de base du taux de dix ans après l'entente pourrait également être en partie due au relâchement d'une prime de risque ayant commencé à se former.
- Les investisseurs ont aussi revu leurs anticipations quant au premier geste de *tapering* de la Fed, conséquence logique d'une plus grande incertitude sur les impacts qu'aura eus le blocage politique sur la croissance au quatrième trimestre, de même que la perturbation de la collecte et de la publication des statistiques économiques, un intrant pourtant essentiel à la politique monétaire de la Fed. Le choix de Janet Yellen par le président Obama pour succéder à Ben Bernanke pourrait aussi avoir contribué à la descente récente des taux, étant donné son penchant favorable à une politique monétaire agressive.
- Les marchés pourraient se faire hésitants à initier un grand *sell-off* comme celui de cet été. L'entente budgétaire demeure très temporaire. Si une entente n'est pas conclue, le gouvernement sera à nouveau en *shutdown* à partir du 15 janvier. Pendant ce temps, la loi sur le plafond de la dette se trouve suspendue jusqu'au 7 février et, après l'épuisement de mesures extraordinaires, un défaut de paiement au début du printemps redeviendra une possibilité. Évidemment, il n'est pas dit que les républicains adopteront la même stratégie du tout pour le tout, d'autant plus qu'elle se soit avérée un échec retentissant d'un point de vue de l'image auprès des électeurs (graphique 13).

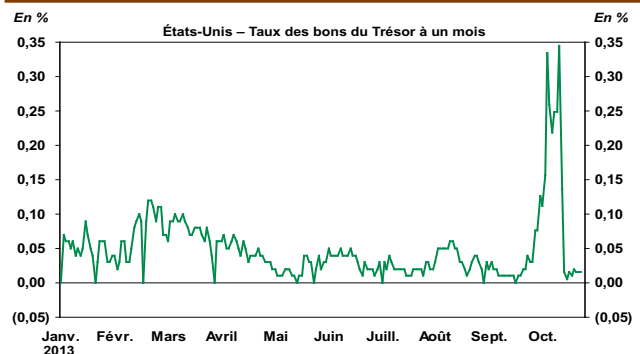
Prévisions : Nous estimons maintenant que le *tapering* débutera en mars, et que le taux de dix ans terminera l'année à 2,75 %, en plus légère progression que ce qui était préalablement prévu, notamment pour intégrer l'effet probable d'une recrudescence des tensions politiques. Nous continuons d'évaluer que le niveau de 3,0 % sera atteint au premier trimestre de 2014, alors que les taux remonteront graduellement à mesure que le *tapering* redeviendra envisageable. La Fed devrait parvenir à mieux guider les marchés et un *sell-off* de l'ampleur de l'été dernier apparaît moins probable.

Graphique 11 – La trajectoire des taux était en hausse durant le *shutdown* du gouvernement américain



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – Les bons du Trésor à un mois ont été durement touchés par les craintes de défaut de paiement

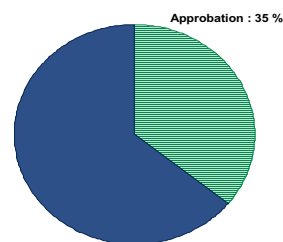


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

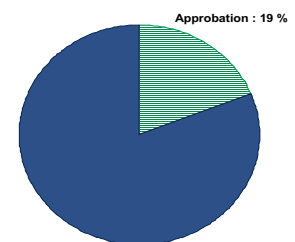
Graphique 13 – L'électorat offre un verdict plus cinglant à l'endroit des républicains

Opinion sur la gestion des négociations budgétaires d'octobre 2013 chez les électeurs enregistrés*

Opinions sur le Parti démocrate



Opinions sur le Parti républicain



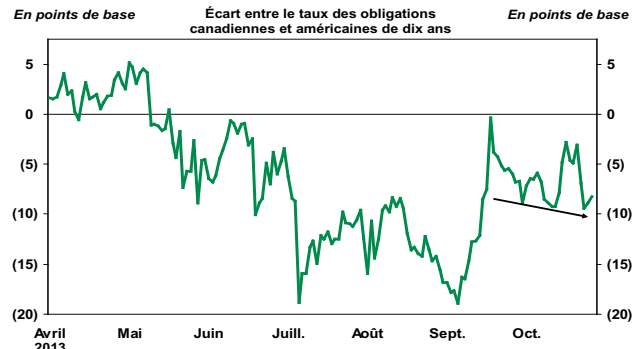
* Sondage mené entre les 17 et 20 octobre inclusivement. Sources : Washington Post, ABC News et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les obligations canadiennes ont très bien évolué depuis la réunion de la Fed du 18 septembre. Après que l'écart du taux de dix ans par rapport au taux américain soit venu proche de retourner en zone positive le jour de cette réunion, l'écart s'est à nouveau élargi dans la foulée des tumultes budgétaires aux États-Unis (graphique 14). La même tendance favorable aux obligations canadiennes s'est observée dans les obligations de deux et cinq ans, mais les mouvements les plus marquants ont été observés dans les bons du Trésor de trois mois.
- Le taux de trois mois a chuté de 12 points de base depuis la mi-septembre, pour toucher 0,91 % le 14 octobre, plus faible niveau depuis janvier, et l'écart entre le taux canadien et américain à cette échéance a touché un creux de huit mois (graphique 15). Même si les pressions haussières sur le taux des bons du Trésor américain de trois mois se sont grandement estompées après la conclusion de l'accord budgétaire, l'écart des taux de trois mois n'est pas retourné à son niveau précédant les tensions, signe que l'incertitude qui demeure à propos du contexte politique aux États-Unis joue toujours à l'avantage du Canada. La crise américaine semble ainsi avoir augmenté l'attrait des titres canadiens auprès d'un bon nombre d'investisseurs étrangers cherchant des alternatives intéressantes aux titres du marché monétaire américain. Jouissant d'une cote de crédit AAA nullement remise en question, le Canada fait partie des gagnants. Des tendances similaires ont été observées dans les bons du Trésor de plusieurs autres pays développés (graphique 16).
- Pendant ce temps, l'économie canadienne continue de progresser de façon modeste, et la Banque du Canada (BdC) a considérablement adouci son discours en octobre. Nous estimons que la prochaine hausse de taux de la BdC surviendra seulement au deuxième trimestre de 2015, soit un trimestre avant la première hausse de la Fed. Il devrait donc y avoir peu de raisons pour que la courbe canadienne contre-performe de façon marquée par rapport à la courbe américaine. L'écart des taux de dix ans devrait plutôt se rediriger vers -10 points de base. Si un nouvel épisode de tension à Washington mettrait à nouveau en relief l'attrait des obligations canadiennes, cet écart pourrait même se creuser davantage en territoire négatif.

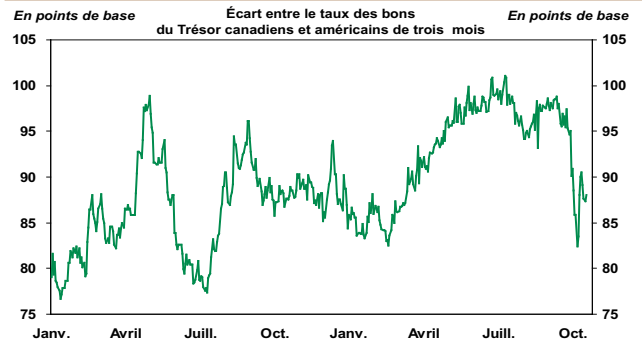
Prévisions : Nous révisons la cible de fin d'année pour le taux canadien de dix ans à 2,65 %, impliquant que l'écart par rapport au taux américain devrait demeurer près des niveaux actuels un certain temps. La posture *dovish* de la BdC et la tendance des obligations canadiennes à mieux performer en contexte de *sell-off* devraient être à l'avantage de celles-ci lorsque la Fed s'approchera d'une annonce de *tapering*.

Graphique 14 – Les obligations canadiennes ont relativement bien performé récemment



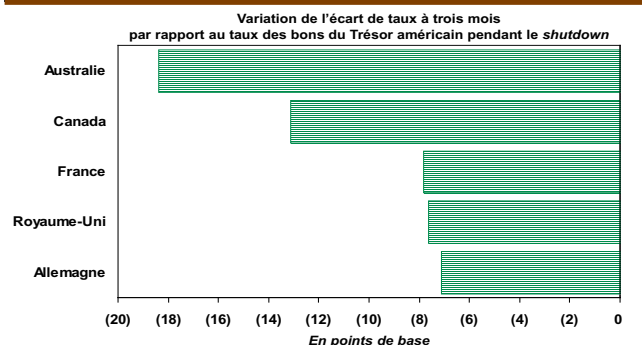
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 15 – L'écart des taux des bons du Trésor n'est pas revenu à son niveau précédant les tensions budgétaires



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – Le Canada n'a pas été le seul à en profiter



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2012				2013				2014			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Canada												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Zone euro												
Taux de refinancement	1,00	1,00	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
Août 2013			
1	Banque centrale européenne	s.q.	0,50
1	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
6	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	2,50
8	Banque du Japon	s.q.	0,10
28	Banque du Brésil	+50 p.b.	9,00
Septembre 2013			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
4	Banque du Canada	s.q.	1,00
5	Banque centrale européenne	s.q.	0,50
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
5	Banque de Suède	s.q.	1,00
5	Banque du Japon	s.q.	0,10
6	Banque du Mexique	-25 p.b.	3,75
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
18	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
19	Banque de Norvège	s.q.	1,50
19	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
Octobre 2013			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
2	Banque centrale européenne	s.q.	0,50
4	Banque du Japon	s.q.	0,10
9	Banque du Brésil	+50 p.b.	9,50
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
23	Banque du Canada	s.q.	1,00
24	Banque de Norvège	s.q.	1,50
24	Banque de Suède	s.q.	1,00
25	Banque du Mexique	-25 p.b.	3,50

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Octobre 2013	
30	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
30	Réserve fédérale américaine
31	Banque du Japon
Novembre 2013	
4	Banque de réserve d'Australie
7	Banque centrale européenne
7	Banque d'Angleterre
21	Banque du Japon
27	Banque du Brésil
Décembre 2013	
2	Banque de réserve d'Australie
4	Banque du Canada
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
5	Banque de Norvège
6	Banque du Mexique
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
12	Banque nationale suisse
17	Banque de Suède
18	Réserve fédérale américaine
20	Banque du Japon
Janvier 2014	
9	Banque centrale européenne
9	Banque d'Angleterre
15	Banque du Brésil
22	Banque du Canada
22	Banque du Japon
29	Réserve fédérale américaine
30	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande

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	T2	T3	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	0,04	0,02	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25
Obligations fédérales												
2 ans	0,35	0,32	0,24	0,24	0,25	0,34	0,32	0,35	0,45	0,60	0,80	1,00
5 ans	1,03	0,72	0,61	0,70	0,74	1,36	1,36	1,50	1,80	1,90	2,05	2,25
10 ans	2,22	1,66	1,64	1,75	1,85	2,48	2,62	2,75	3,00	3,10	3,20	3,40
30 ans	3,35	2,77	2,83	2,94	3,11	3,50	3,69	3,75	3,85	3,90	4,00	4,15
Pente												
5 ans - 3 mois	0,96	0,63	0,51	0,65	0,67	1,32	1,34	1,45	1,70	1,75	1,85	2,00
10 ans - 2 ans	1,87	1,34	1,40	1,51	1,60	2,14	2,30	2,40	2,55	2,50	2,40	2,40
30 ans - 3 mois	3,28	2,68	2,73	2,89	3,04	3,46	3,67	3,70	3,75	3,75	3,80	3,90

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	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Bons du Trésor												
3 mois	0,92	0,88	0,97	0,92	0,97	1,02	0,98	0,95	1,00	1,00	1,00	1,00
Obligations fédérales												
2 ans	1,20	1,03	1,07	1,14	1,00	1,22	1,19	1,20	1,30	1,40	1,55	1,75
5 ans	1,57	1,25	1,27	1,36	1,30	1,80	1,86	1,95	2,20	2,30	2,45	2,65
10 ans	2,11	1,74	1,73	1,80	1,76	2,44	2,54	2,65	2,90	3,00	3,10	3,30
30 ans	2,66	2,33	2,32	2,37	2,51	2,90	3,07	3,20	3,30	3,35	3,50	3,65
Pente												
5 ans - 3 mois	0,65	0,37	0,30	0,44	0,33	0,78	0,88	1,00	1,20	1,30	1,45	1,65
10 ans - 2 ans	0,91	0,71	0,66	0,66	0,76	1,22	1,35	1,45	1,60	1,60	1,55	1,55
30 ans - 3 mois	1,74	1,45	1,35	1,45	1,54	1,88	2,09	2,25	2,30	2,35	2,50	2,65
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,85	0,79	0,87	0,87	0,90	0,98	0,96	0,90	0,90	0,85	0,80	0,75
2 ans	0,85	0,72	0,83	0,90	0,75	0,88	0,87	0,85	0,85	0,80	0,75	0,75
5 ans	0,54	0,53	0,66	0,66	0,56	0,44	0,50	0,45	0,40	0,40	0,40	0,40
10 ans	(0,11)	0,08	0,09	0,05	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
30 ans	(0,69)	(0,44)	(0,51)	(0,57)	(0,60)	(0,60)	(0,62)	(0,55)	(0,55)	(0,55)	(0,50)	(0,50)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques