

La hausse des taux obligataires se poursuivra en 2014

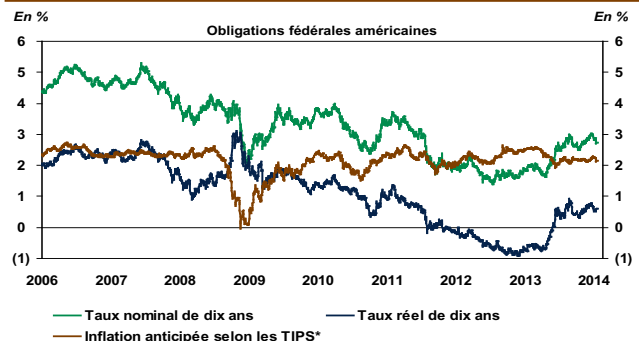
FAITS SAILLANTS

- Les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) ont annoncé en décembre une première baisse des achats de titres obligataires. La Fed devrait annoncer à chaque réunion qu'elle réduira davantage ses achats de titres. Toutefois, pour prendre ces décisions, elle continuera d'observer les conditions économiques et financières.
- Maintenant que le taux de chômage s'approche de niveaux plus normaux, il serait logique que la Fed concentre son attention sur d'autres variables. À court terme, on peut penser que la Fed surveillera particulièrement l'évolution du déflateur des dépenses de consommation.
- Au Canada, la porte n'est pas fermée à une éventuelle baisse des taux d'intérêt directs si jamais l'inflation devait se maintenir nettement sous la cible inférieure (1 %). Une diminution de taux directs demeure néanmoins très peu probable.
- La bonne performance du marché obligataire en début d'année pourrait laisser croire que la correction du marché obligataire est terminée. Ce n'est pas notre avis. L'accélération de l'économie mondiale, les États-Unis en tête, devrait exercer des pressions haussières sur les taux au cours des prochains trimestres.

Éditorial

Il y a un an, nous avançons que l'année 2013 pourrait bien représenter un moment décisif alors que la fin du long *bull market* obligataire se confirmerait et que les taux amorceraient une remontée graduelle. Si la première partie de notre prévision s'est confirmée, la hausse des taux a été plus violente que ce que nous anticipions. Les premiers signes que la Réserve fédérale américaine (Fed) envisageait de réduire ses achats d'actifs le printemps dernier ont ainsi fait presque immédiatement revenir les taux réels américains en territoire positif (graphique 1).

Graphique 1 – Le taux réel américain de dix ans est soudainement revenu en territoire positif au printemps 2013



* Treasury Inflation Protected Securities.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

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
Provinces	8
Tableaux	9-10

Après avoir surpris en optant pour le *statu quo* en septembre dernier, la Fed a finalement décidé de commencer à réduire ses achats à sa réunion du 18 décembre dernier. Les données économiques américaines encourageantes et l'entente budgétaire à Washington permettant d'éviter une nouvelle coupure des dépenses fédérales ont rendu les dirigeants de la Fed plus convaincus que l'amélioration du marché du travail se poursuivra. Le rythme mensuel des achats de titres est ainsi passé de 85 G\$ US par mois à 75 G\$ US en janvier. Le message de la Fed qu'une politique monétaire très stimulatrice demeurerait appropriée malgré cette réduction

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

modeste de sa politique quantitative a été compris par les marchés qui ont bien réagi à cette annonce, même si elle n'était pas anticipée par la majorité des analystes.

Reflétant la décision de la Fed, mais surtout l'optimisme grandissant sur l'économie, le taux de dix ans américain a terminé l'année 2013 à 3,00 %, une hausse de 125 points par rapport à la fin de 2012. Par la suite, la création d'emplois très décevante du mois de décembre et de nouvelles craintes concernant les pays émergents ont ramené ce taux aux environs de 2,70 %.

L'INFLUENCE DU TAUX DE CHÔMAGE SUR LES DÉCISIONS DE LA FED RISQUE DE DIMINUER

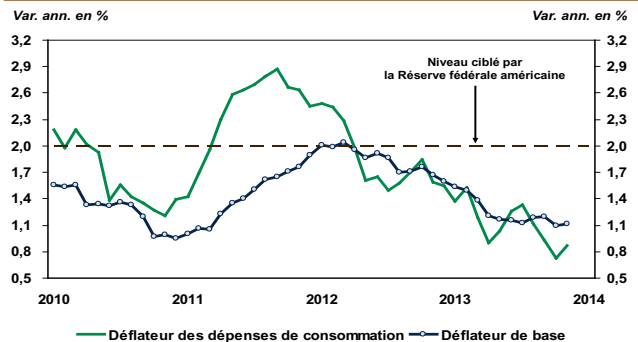
Étant donné son double mandat, la stabilité des prix et la maximisation de l'emploi, la Fed a toujours porté un intérêt particulier au marché du travail. En décidant de s'engager à ne pas augmenter son taux directeur avant que le taux de chômage n'atteigne 6,5 %, la Fed a encore donné plus d'importance à cette variable économique.

Malgré une faible création d'emplois en décembre, le taux de chômage américain a chuté à 6,7 %. La Fed se retrouve ainsi dans une situation difficile alors que son engagement à ne pas resserrer sa politique monétaire avant que le taux de chômage ne descende à 6,5 % ne veut pratiquement plus rien dire. La Banque d'Angleterre est dans une situation tout à fait semblable. Une première option pour la Fed serait d'utiliser un seuil plus bas de taux de chômage, par exemple 6,0 % ou 5,5 %. Cette option n'a pas été complètement rejetée, mais il ressort des dernières communications de la Fed que la majorité des dirigeants semblent plutôt vouloir recommencer à utiliser des indications plus qualitatives pour signaler l'évolution future de leur politique monétaire. Dans son communiqué de décembre, la Fed a ainsi utilisé la phrase suivante : « [...] it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal. »

Lier la politique monétaire au taux de chômage nous a toujours semblé inapproprié¹, et cela est particulièrement difficile en ce moment alors que plusieurs facteurs structurels semblent affecter cette variable. Maintenant que le taux de chômage s'approche de niveaux plus normaux, il serait logique que la Fed concentre son attention sur d'autres variables qui donnent une indication plus claire de la santé de

l'économie américaine. À court terme, si les perspectives générales pour l'économie américaine ne changent pas trop, on peut penser que la Fed surveillera particulièrement l'évolution du déflateur des dépenses de consommation, ce dernier étant actuellement bien en dessous du niveau ciblé par la banque centrale (graphique 2).

Graphique 2 – Les pressions inflationnistes demeurent très faibles aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

D'AUTRES RECULS À PRÉVOIR POUR LES OBLIGATIONS

La bonne performance du marché obligataire en début d'année, particulièrement au Canada où la Banque du Canada garde la porte ouverte à une baisse des taux directeurs, pourrait laisser croire que la correction du marché obligataire est terminée. Ce n'est pas notre avis. Les taux obligataires demeurent très bas d'un point de vue historique et l'accélération de l'économie mondiale, les États-Unis en tête, devrait exercer des pressions haussières sur les taux au cours des prochains trimestres. Si l'on essaie d'imaginer la situation à la fin de 2014, le scénario le plus probable est que la Fed ait terminé son programme d'assouplissement quantitatif, que les craintes de déflation aient diminué et que les investisseurs commencent à se préparer pour un relèvement des taux directeurs au cours de la seconde moitié de 2015. Ainsi, nous prévoyons pour la fin de 2014 un taux de dix ans à 3,60 % aux États-Unis et à 3,30 % au Canada. De plus, nous pourrions encore être surpris par la violence des ajustements sur le marché obligataire.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA

Économiste principal

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Lier la politique monétaire au taux de chômage : le jeu en vaut-il la chandelle? », 14 août 2013, www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv130814.pdf.

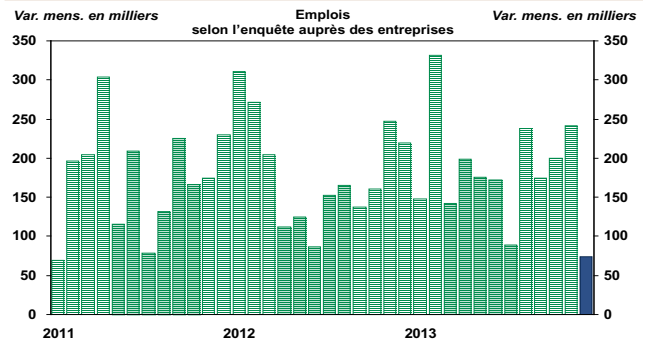
RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE

Le tapering devrait se poursuivre au même rythme

- Les dirigeants de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont annoncé en décembre une première baisse des achats de titres obligataires. Depuis janvier 2013, ses achats représentaient 85 G\$ US par mois. En janvier 2014, le montant d'achat est passé à 75 G\$ US, soit 40 G\$ US de titres du Trésor américain et 35 G\$ US d'obligations hypothécaires. Cette réduction est un peu plus hâtive que prévu, mais l'amélioration des conditions économiques, l'absence d'accroc majeur à la croissance qui aurait pu provenir du *shutdown* et l'entente budgétaire bipartisane du 10 décembre ouvraient une fenêtre d'opportunité pour commencer le processus.
- La Fed devrait annoncer à chaque réunion qu'elle réduira davantage ses achats de titres. Toutefois, pour prendre ces décisions, elle continuera d'observer les conditions économiques et financières et, surtout, l'inflation et le marché du travail. Dans ce dernier cas, les résultats de décembre de l'enquête auprès des entreprises pourraient amener certaines hésitations lors de la rencontre de la fin janvier. La baisse des embauches à seulement 74 000 représente une cassure après des gains tournant en moyenne autour de 200 000 nouveaux emplois par mois (graphique 3). La diminution de l'ISM non manufacturier en décembre et la baisse de la confiance des consommateurs selon les données préliminaires de janvier laissent aussi planer certains doutes. Toutefois, il semble que les conditions météorologiques soient une des principales sources de ces faiblesses. De plus, la plupart des autres indicateurs se portent particulièrement bien. La croissance a probablement été assez forte à la fin de 2013, et les perspectives demeurent très positives pour 2014 alors que plusieurs des freins qui ont fait mal à l'économie l'année dernière ont été dissipés. On s'attend à une hausse de 2,9 % du PIB réel en 2014.
- Avec un niveau de 6,7 % en décembre 2013, le taux de chômage se rapproche du seuil de 6,5 % identifié par la Fed (graphique 4). Elle est cependant au fait que cette baisse provient surtout d'un recul de la participation des Américains à la population active. Ainsi, le taux de chômage n'est peut-être plus le meilleur indicateur de la santé du marché du travail, et la Fed devra tôt ou tard revoir le seuil identifié depuis la fin de 2012 ou l'écartier afin de regarder d'autres statistiques plus représentatives de ce que vivent réellement les Américains. De son côté, l'inflation demeure modeste, notamment en ce qui concerne le déflateur des dépenses de consommation. On s'attend cependant à ce qu'elle remonte tout au long de 2014.

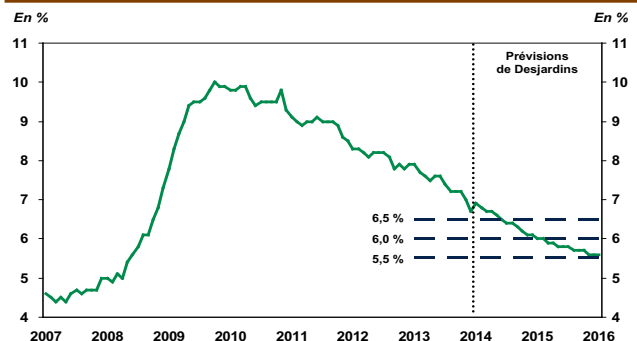
Prévisions : La Fed devrait conserver le même rythme de réductions des achats de titres. À chaque réunion, elle devrait annoncer une baisse de 10 G\$ US et le programme devrait s'achever après la réunion d'octobre (graphique 5). Du côté des taux directeurs, on n'anticipe pas de relèvement avant septembre 2015.

Graphique 3 – La création d'emplois a été très décevante en décembre aux États-Unis



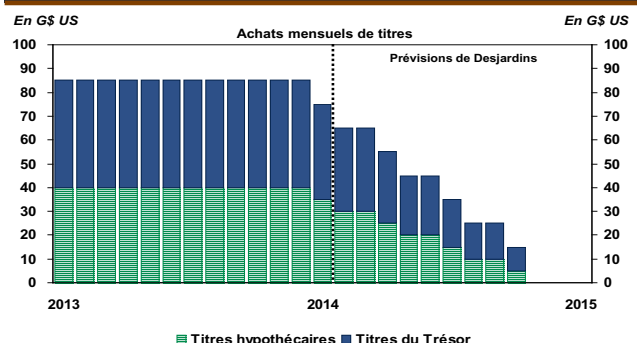
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Le taux de chômage américain continuera sa descente



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – La réduction des achats de titres par la Réserve fédérale américaine s'échelonnnera sur presque toute l'année



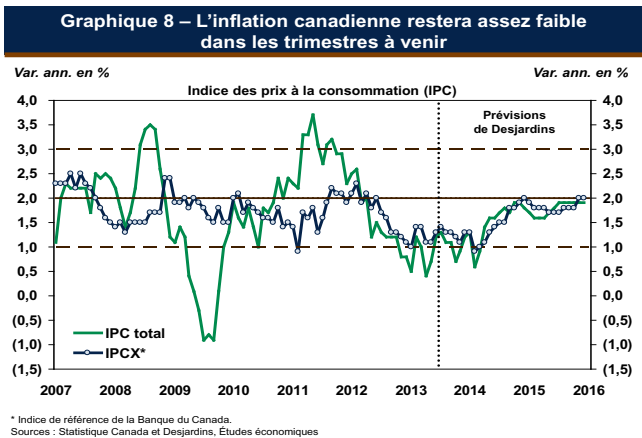
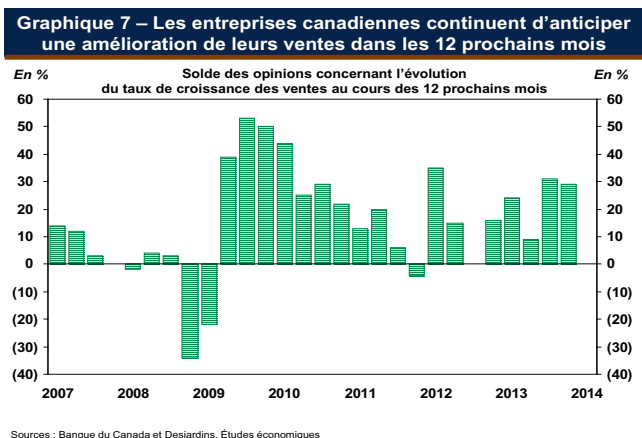
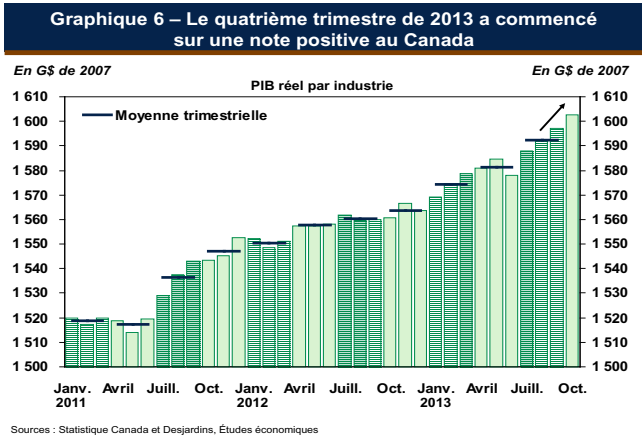
Sources : Réserve fédérale américaine et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

La hausse attendue de l'inflation devrait réduire quelque peu les inquiétudes

- Après une hausse de 2,7 % (à rythme annualisé) au troisième trimestre, l'évolution du PIB réel canadien s'annonce encore assez bonne au quatrième trimestre de 2013. Le PIB réel par industrie a augmenté de 0,3 % en octobre, ce qui confère un acquis de croissance d'au moins 2,5 % pour l'ensemble du quatrième trimestre (graphique 6). Dans ces conditions, notre prévision pour l'année 2013 est passée de 1,7 % à 1,8 %. La croissance de l'économie canadienne devrait s'accélérer en 2014 (+2,3 %) et en 2015 (+2,6 %).
- Les incertitudes demeurent toutefois nombreuses pour 2014 et 2015. En outre, les exportations ne parviennent toujours pas à profiter de l'embellie de la demande aux États-Unis et ailleurs dans le monde. Il faut dire que plusieurs entreprises signalent certaines difficultés à gagner des parts de marché à l'étranger en raison d'une concurrence très forte. Or, beaucoup d'espoir repose sur une accélération des exportations et de l'investissement non résidentiel pour soutenir la croissance dans les trimestres à venir. Des signes encourageants sont toutefois présents alors que plusieurs entreprises anticipent une accélération de la progression de leurs ventes au cours des 12 prochains mois (graphique 7).
- L'inflation totale devrait remonter graduellement vers la cible médiane (2 %) d'ici la fin de 2015 (graphique 8). Les risques à la baisse entourant l'inflation sont cependant élevés. Les prévisions concernant celle-ci ont été révisées à la baisse tout au long de 2013 alors que les effets des capacités excédentaires de production et de la vive concurrence dans le commerce de détail se sont fait sentir davantage que prévu.
- Les inquiétudes associées à la vitalité du marché du logement et à l'endettement des ménages demeurent présentes malgré certains signes modestes d'amélioration.
- Au bout du compte, les autorités monétaires jugent que la balance de l'ensemble de ces risques est présentement équilibrée.
- L'évolution de la balance des risques dictera les décisions en matière de politique monétaire au cours des prochains trimestres. La porte n'est pas fermée à une éventuelle baisse des taux d'intérêt directeurs si jamais l'inflation devait se maintenir nettement sous la cible inférieure (1 %) pour une période assez prolongée. À court terme, cette éventualité continuera d'entraîner des pressions à la baisse sur le dollar canadien. Une diminution de taux directeurs demeure néanmoins très peu probable et tout porte à croire que les prochains trimestres seront plutôt marqués par une stabilité du taux cible des fonds à un jour.

Prévisions : Une première hausse du taux cible des fonds à un jour pourrait être décrétée en seconde moitié de 2015, soit lorsque les capacités excédentaires de production se seront pratiquement résorbées. Notre scénario écarte la possibilité d'une baisse des taux directeurs d'ici là.



BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

Une longue période de faible inflation en zone euro

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La BCE n'a pas changé sa politique monétaire en janvier, mais elle a néanmoins modifié le ton de son discours. Devant la probabilité d'un épisode prolongé de faible inflation, la BCE met plus l'accent sur son engagement de maintenir ses taux directeurs aux niveaux actuels ou plus bas pour une longue période de temps. Mario Draghi a souligné l'importance de ce changement de ton en conférence de presse, puis il a indiqué qu'un resserrement non désiré du marché monétaire ou une baisse des prévisions d'inflation de moyen terme pourraient forcer la BCE à agir.
- En raison de la fragilité de l'économie et du système bancaire eurolandais, le moindre choc négatif pourrait suffire à réduire les perspectives d'inflation ou à perturber le marché monétaire. Ainsi, les probabilités d'une nouvelle intervention de la BCE semblent élevées. Elle se dit prête à utiliser tous les outils disponibles, mais elle laisse peu d'indices sur celui qu'elle favoriserait. À notre avis, alors que les taux directeurs sont déjà très faibles, des achats d'actifs ou des prêts au secteur bancaire pourraient s'avérer plus efficaces.

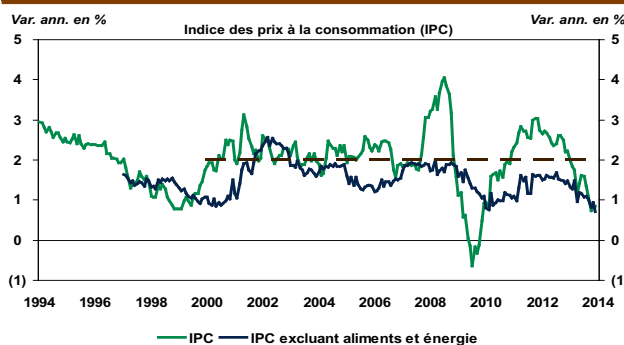
BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

- La BoE fait face à un contexte très différent de celui de la BCE. L'économie se porte nettement mieux au Royaume-Uni et le taux de chômage baisse rapidement. Les derniers chiffres font état d'un taux de chômage à 7,1 %, soit très près du seuil de 7,0 % fixé par la BoE. Selon la politique énoncée en août, la BoE pourrait bientôt considérer de relever son taux directeur ou de réduire sa détention d'actifs. Or, elle pourrait plutôt patienter plusieurs trimestres encore avant de procéder. La faible inflation, qui est à un creux depuis novembre 2009, deviendra vraisemblablement un facteur plus déterminant dans la gestion de la politique monétaire. La BoE prévoit notamment que les capacités de production excédentaires et la faible croissance des salaires limiteront la remontée de l'inflation.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

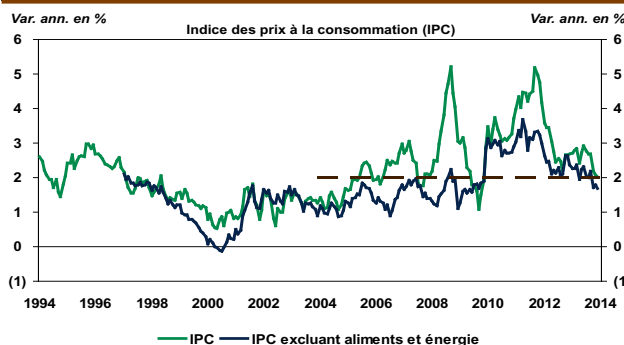
- Afin de relever durablement le taux d'inflation à 2,0 %, la BoJ achètera pour environ 70 000 G¥ d'actifs en 2014. L'inflation se situe actuellement à 1,6 %, mais ce chiffre tombe à 0,5 % lorsqu'on exclut les aliments frais et l'énergie. La hausse des prix n'est donc pas encore généralisée. Il faudra probablement plusieurs autres trimestres pour que la BoJ atteigne sa cible, d'autant plus que la croissance économique risque de ralentir cette année. Un regain de vie est attendu à court terme avant que la hausse de la taxe de vente n'entre en vigueur en avril prochain. Par la suite, la croissance économique et l'inflation pourraient décevoir, ce qui forcerait la BoJ à intervenir davantage. Elle pourrait, entre autres, décider de prolonger ses achats d'actifs en 2015.

Graphique 9 – Taux d'inflation en zone euro



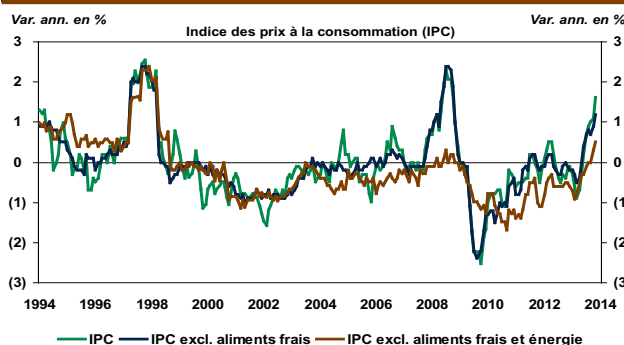
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Taux d'inflation au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Taux d'inflation au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

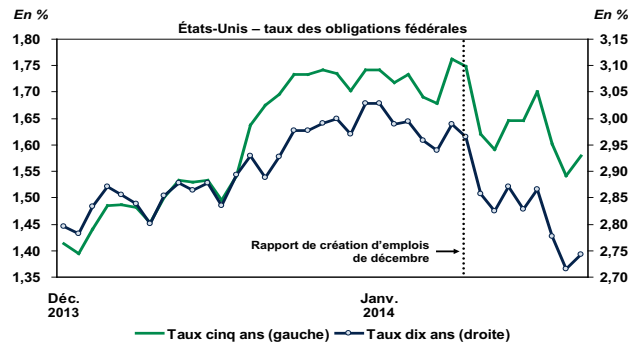
La remontée des taux marque le pas

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Les obligations défont les pronostics en ce début d'année 2014. Après la décision de la Fed de diminuer ses achats mensuels de titres, les taux ont remonté à un rythme qui s'est apparenté à celui de l'été 2013, permettant au taux de 10 ans de gagner le niveau de 3,00 %. Les investisseurs ont ensuite hésité à entraîner les taux à des niveaux qui pourraient provoquer une riposte de la Fed. Celle-ci n'a toutefois pas eu à intervenir, puisqu'un rapport démontrant la création de seulement 74 000 emplois en décembre (par rapport aux 200 000 embauches nettes anticipées par le consensus) a tût fait de corriger les taux à la baisse (graphique 12). Même si les pressions haussières avaient peu affecté la partie longue de la courbe en décembre, c'est elle qui a le plus bénéficié du nouvel élan du marché obligataire. Le taux de 30 ans est passé de 3,97 % à la fin de décembre à 3,74 % au 21 janvier. Un aplatissement important des courbes 5/30 et 10/30 a ainsi été observé (graphique 13).
- La Fed ne semble toutefois pas s'inquiéter du fait que la création d'emplois ait été décevante durant un mois. Plusieurs dirigeants ont indiqué que, d'un point de vue cumulatif, l'amélioration observée sur le marché du travail depuis le début des achats mensuels de titres restait satisfaisante. Pour certains d'entre eux, l'évolution vers une politique plus conventionnelle constitue une évolution bienvenue. S'il fallait que des risques haussiers sur l'inflation se matérialisent, la Fed ne voudrait probablement pas être engagée trop loin en zone d'accommodation. Ainsi, il ne faut pas s'attendre à ce que des surprises négatives ponctuelles sur l'emploi freinent la réduction des achats mensuels, d'autant plus que l'ajustement à la baisse des taux obligataires a lui-même un effet de stabilisation automatique.
- Les taux obligataires engageront à nouveau leur processus de remontée graduelle, conformément à notre scénario de croissance pour l'économie américaine. Avec un taux d'inflation qui convergera vers la cible de 2 % tout au long de l'année, les anticipations d'inflation (qui ont légèrement diminué en janvier) devraient reprendre le chemin de la hausse (graphique 14).

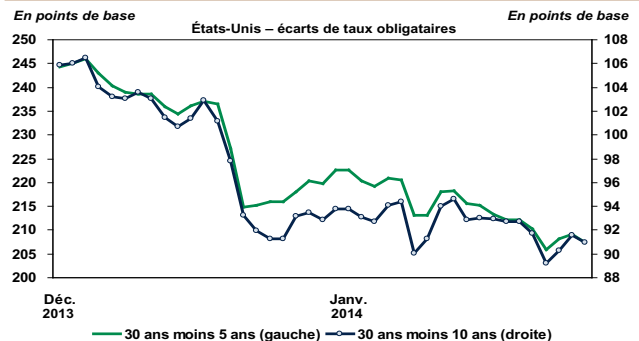
Prévisions : La récente baisse des taux constitue vraisemblablement une pause à l'intérieur d'une tendance de fond qui demeure haussière. Notre cible de fin d'année pour le taux de dix ans se situe à 3,60 %, avec une remontée qui prendra graduellement de l'ampleur durant l'année. Les courbes 2/10 et 5/10 devraient notamment poursuivre leur pentification amorcée en 2013 jusqu'à la fin de l'année, avec un renversement de tendance en 2015. Le premier resserrement monétaire, qui approchera alors à grands pas, appliquera des pressions haussières sur les taux des bons du Trésor et des obligations à coupon aux échéances de court terme.

Graphique 12 – Les taux ont lourdement chuté après la déception de l'emploi en décembre



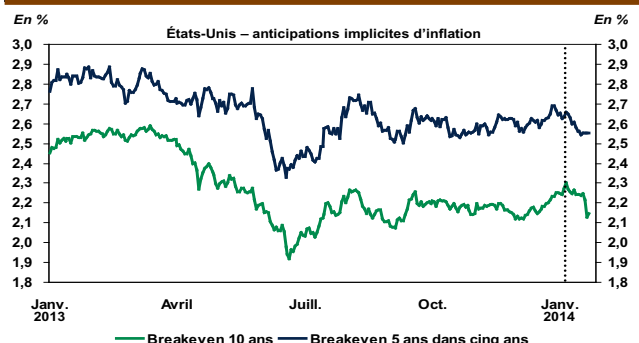
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Un aplatissement prononcé de la courbe s'est observé depuis le début de décembre



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – Légère baisse des anticipations d'inflation depuis le début de l'année



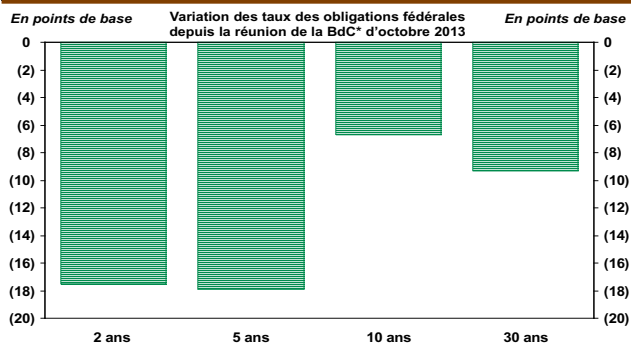
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Il faut reconnaître que la performance des obligations canadiennes en fin d'année 2013 a largement dépassé les attentes. À un certain niveau, le rétrécissement des écarts (graphique 15) de taux par rapport à ceux des obligations américaines s'apparente à une situation où la Banque du Canada (BdC) aurait décrété une baisse de taux. S'il n'en a pas été le cas, le ton de la BdC a été délibérément *dovish* depuis l'automne dernier, notamment par rapport à l'évolution de l'inflation, entraînant de fortes réactions autant du côté de la devise que des écarts de taux (graphique 16). Par exemple, l'écart des taux de deux ans entre le Canada et les États-Unis est passé sous les 70 points de base au début de l'année, fruit d'une chute abrupte d'environ 20 points de base au cours du quatrième trimestre de 2013. De façon encore plus remarquable, l'écart des taux de cinq ans s'est comprimé de 45 points de base au cours de la même période. Le taux de cinq ans canadien est récemment tombé sous le taux américain pour la première fois depuis la fin de la Grande Récession (graphique 17).
- Le changement de ton de la BdC et la présence d'un nouveau gouverneur encore peu connu ont eu un puissant impact sur la perception des marchés. La courbe des swaps indexés aux fonds à un jour a récemment démontré que les investisseurs anticipaient près de 40 % de probabilité d'une baisse des taux directs d'ici le milieu de l'année. Toutefois, bien que la BdC réitère sa préoccupation par rapport à la faible progression de l'inflation, le *Rapport sur la politique monétaire* a mentionné que les forces de compétition vives dans le secteur du détail appliquaient une pression négative de l'ordre de 0,3 point de pourcentage sur la variation annuelle de l'inflation, un effet qui devrait normalement s'être dissipé en 2015. De plus, la BdC a adopté un ton sensiblement plus optimiste quant aux perspectives pour l'économie américaine et en a profité pour relever sa prévision pour l'économie canadienne en 2014.
- La réaction des marchés semble ainsi quelque peu excessive, compte tenu de ce qui représente toujours le scénario le plus probable, soit celui de taux inchangés sur une longue période. Nous continuons de tabler sur une remontée des taux obligataires canadiens, mais force est de constater que les écarts pourraient mettre plus de temps que prévu à s'élargir. Il faudra des signes convainquants de raffermissement de l'inflation pour inciter la BdC à abandonner son biais *dovish*, une situation qui pourrait devoir attendre au milieu de l'année avant de se concrétiser.

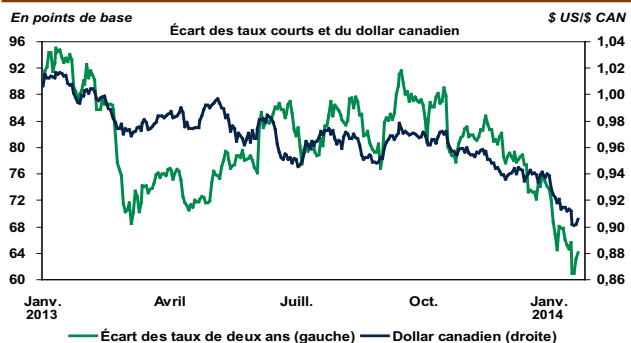
Prévisions : Les taux canadiens remonteront de façon un peu plus graduelle que prévu par rapport aux taux américains, et l'on s'attend désormais à ce que l'écart des taux de dix ans termine l'année à -30 points de base. Il serait étonnant que les écarts diminuent davantage d'un point de vue fondamental. Certains signes démontrent déjà que le secteur manufacturier bénéficie de la reprise américaine et la faible devise pourrait accentuer cette dynamique, de même que favoriser une remontée de l'inflation. Les anticipations de baisses de taux devraient diminuer à mesure que ces signes s'accumulent.

Graphique 15 – Les taux ont baissé à toutes les échéances, mais surtout dans la partie courte de la courbe



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

Graphique 16 – Le rétrécissement des écarts aux échéances courtes est allé de pair avec la dépréciation de la devise



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 17 – Les taux canadiens de cinq ans sont récemment passés sous les taux américains



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES ET CORPORATIVES

- Après s'être comprimés de façon significative au cours de l'automne, les écarts des taux des obligations des provinces par rapport à ceux du Canada ont affiché une certaine stabilisation en début d'année 2014 (graphique 18). Il faut dire que le niveau des écarts est actuellement très faible. Celui de l'Ontario à l'échéance de 30 ans a touché 90 points de base récemment, un creux datant de presque deux ans. Même constat pour l'obligation de 30 ans de la province de Québec, dont l'écart de taux par rapport à l'obligation canadienne à échéance équivalente est tombé à 100 points de base récemment.
- La dynamique interprovinciale a tout de même démontré un maintien de l'écart entre les taux du Québec et de l'Ontario, qui s'était sensiblement élargi en septembre dernier, alors que les spéculations sur la tenue possible d'une élection au Québec couraient bon train. Même si ce scénario ne s'est pas matérialisé, l'écart continue de fluctuer dans une fourchette allant de 11 à 14 points de base depuis lors. De façon contrastée, les obligations de la Colombie-Britannique ont bien performé au cours de l'automne face à celles de l'Ontario. S'il est acquis que la croissance économique des provinces de l'Ouest du pays demeurera plus rapide qu'au Québec et en Ontario, il est possible qu'un dollar canadien plus faible stimule le secteur manufacturier de ces provinces, ce qui pourrait se traduire en une croissance économique et des revenus des gouvernements plus importants que prévu. Dans un tel scénario, les obligations de l'Ouest pourraient avoir du mal à enregistrer des gains supplémentaires contre celles du Québec et de l'Ontario.
- Du côté des obligations corporatives, les écarts de rendement demeurent assez faibles (graphique 19), dans un contexte de début d'année relativement tranquille au niveau des émissions. Il semble y avoir une marge limitée pour un rétrécissement supplémentaire des écarts étant donné les niveaux actuels. Toutefois, l'intérêt accru des investisseurs étrangers pour le secteur corporatif canadien (graphique 20) devrait empêcher un élargissement prononcé.

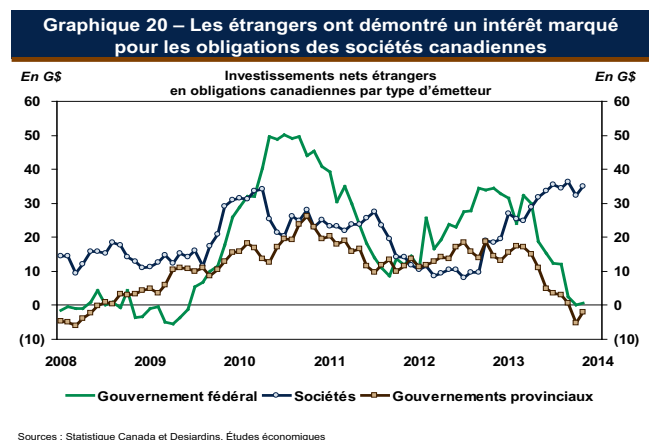
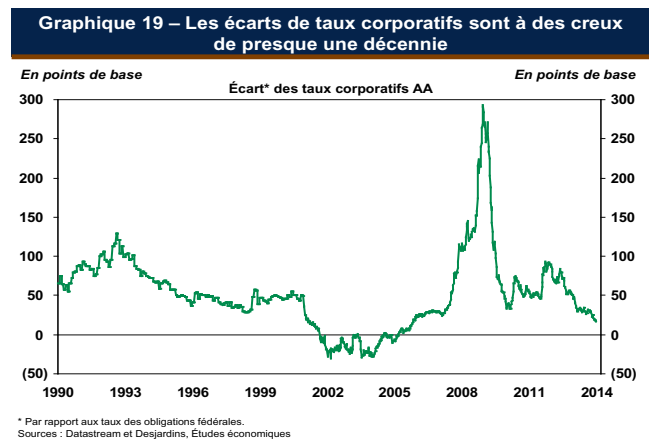
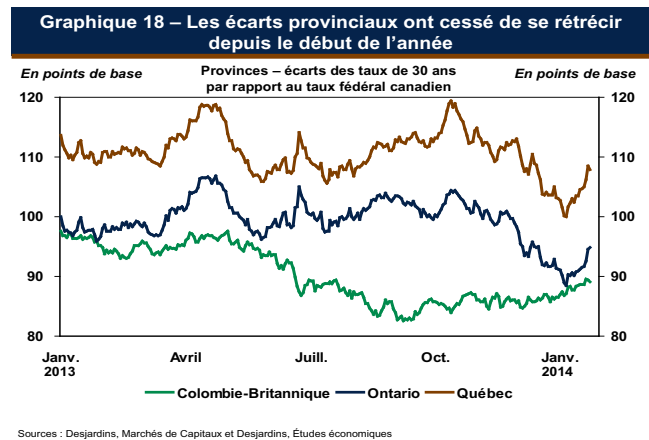


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	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	0,50	1,00
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	1,25	1,75
Zone euro												
Taux de refinancement	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25	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	0,75	1,00
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Octobre 2013			
25	Banque du Mexique	-25 p.b.	3,50
30	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
30	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
31	Banque du Japon	s.q.	0,10
Novembre 2013			
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
7	Banque centrale européenne	-25 p.b.	0,25
7	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
21	Banque du Japon	s.q.	0,10
27	Banque du Brésil	+50 p.b.	10,00
Décembre 2013			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	2,50
4	Banque du Canada	s.q.	1,00
5	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
5	Banque de Norvège	s.q.	1,50
6	Banque du Mexique	s.q.	3,50
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
12	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
17	Banque de Suède	-25 p.b.	0,75
18	Réserve fédérale américaine	s.q.	0,00 / 0,25
20	Banque du Japon	s.q.	0,10
Janvier 2014			
9	Banque centrale européenne	s.q.	0,25
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
15	Banque du Brésil	+50 p.b.	10,50
22	Banque du Canada	s.q.	1,00
22	Banque du Japon	---	---

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Janvier 2014	
29	Réserve fédérale américaine
30	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
31	Banque du Mexique
Février 2014	
4	Banque de réserve d'Australie
6	Banque centrale européenne
6	Banque d'Angleterre
12	Banque de Suède
18	Banque du Japon
26	Banque du Brésil
Mars 2014	
4	Banque de réserve d'Australie
5	Banque du Canada
6	Banque centrale européenne
6	Banque d'Angleterre
11	Banque du Japon
13	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
19	Réserve fédérale américaine
20	Banque nationale suisse
21	Banque du Mexique
27	Banque de Norvège
Avril 2014	
1	Banque de réserve d'Australie
2	Banque du Brésil
3	Banque centrale européenne
8	Banque de Suède
8	Banque du Japon
10	Banque d'Angleterre
16	Banque du Canada

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	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	0,50	1,00
Bons du Trésor												
3 mois	0,07	0,04	0,02	0,07	0,10	0,15	0,20	0,25	0,25	0,30	0,65	1,15
Obligations fédérales												
2 ans	0,25	0,34	0,32	0,36	0,45	0,60	0,80	1,05	1,30	1,65	1,95	2,30
5 ans	0,74	1,36	1,36	1,71	1,80	1,90	2,05	2,25	2,50	2,70	2,90	3,10
10 ans	1,85	2,48	2,62	3,01	3,10	3,25	3,40	3,60	3,70	3,75	3,80	3,85
30 ans	3,11	3,50	3,69	3,94	3,95	4,00	4,05	4,15	4,20	4,25	4,30	4,35
Pente												
5 ans - 3 mois	0,67	1,32	1,34	1,64	1,70	1,75	1,85	2,00	2,25	2,40	2,25	1,95
10 ans - 2 ans	1,60	2,14	2,30	2,65	2,65	2,65	2,60	2,55	2,40	2,10	1,85	1,55
30 ans - 3 mois	3,04	3,46	3,67	3,87	3,85	3,85	3,85	3,90	3,95	3,95	3,65	3,20

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2013				2014				2015			
	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	1,25	1,75
Bons du Trésor												
3 mois	0,97	1,02	0,98	0,91	0,95	1,00	1,00	1,00	1,00	1,05	1,40	1,85
Obligations fédérales												
2 ans	1,00	1,22	1,19	1,14	1,05	1,20	1,35	1,55	1,75	2,05	2,30	2,55
5 ans	1,30	1,80	1,86	1,96	1,85	2,05	2,20	2,40	2,60	2,80	3,00	3,20
10 ans	1,76	2,44	2,54	2,78	2,85	3,00	3,15	3,30	3,40	3,45	3,50	3,55
30 ans	2,51	2,90	3,07	3,24	3,25	3,40	3,50	3,60	3,70	3,75	3,80	3,85
Pente												
5 ans - 3 mois	0,33	0,78	0,88	1,05	0,90	1,05	1,20	1,40	1,60	1,75	1,60	1,35
10 ans - 2 ans	0,76	1,22	1,35	1,64	1,80	1,80	1,80	1,75	1,65	1,40	1,20	1,00
30 ans - 3 mois	1,54	1,88	2,09	2,33	2,30	2,40	2,50	2,60	2,70	2,70	2,40	2,00
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,90	0,98	0,96	0,84	0,85	0,85	0,80	0,75	0,75	0,75	0,75	0,70
2 ans	0,75	0,88	0,87	0,78	0,60	0,60	0,55	0,50	0,45	0,40	0,35	0,25
5 ans	0,56	0,44	0,50	0,25	0,05	0,15	0,15	0,15	0,10	0,10	0,10	0,10
10 ans	(0,09)	(0,04)	(0,08)	(0,23)	(0,25)	(0,25)	(0,25)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)
30 ans	(0,60)	(0,60)	(0,62)	(0,70)	(0,70)	(0,60)	(0,55)	(0,55)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,50)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques