

LA COURBE DE RENDEMENT

Le répit s'annonce de courte durée pour le marché obligataire

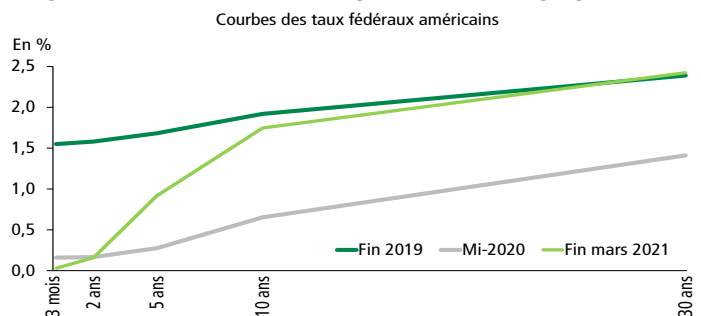
FAITS SAILLANTS

- ▶ Après de fortes hausses au premier trimestre, les taux obligataires ont reculé quelque peu en avril, particulièrement du côté américain. Toutefois, il y a tout lieu de croire que d'autres augmentations des taux obligataires sont à venir.
- ▶ La plupart des prévisionnistes, dont nous, anticipent une croissance très forte qui permettra aux économies, particulièrement en Amérique du Nord, de refermer rapidement l'écart entre le PIB et son plein potentiel qui s'est créé l'an dernier.
- ▶ Les dirigeants de la Réserve fédérale ne signalent toujours pas d'ajustement prochain à la politique monétaire. Toutefois, vu les progrès réalisés et attendus des situations économique et sanitaire, nous prévoyons qu'un premier signal pourrait survenir à la fin du printemps et que les achats quantitatifs commenceront à être réduits à l'automne prochain. Une première hausse de la fourchette cible des fonds fédéraux est prévue pour la fin de 2022.
- ▶ Avec l'amélioration des conditions économiques, la Banque du Canada (BdC) a récemment réduit la cible de ses achats hebdomadaires nets d'obligations fédérales à 3 G\$. Si la situation le permet, d'autres diminutions graduelles des achats sont à prévoir au cours des prochains trimestres. En ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs, la BdC ouvre la porte à une première augmentation en seconde moitié de 2022.

Le premier trimestre de 2021 a été très difficile pour le marché obligataire alors que l'amélioration claire des perspectives économiques, découlant entre autres du progrès des programmes de vaccination, des nouveaux plans d'aide du gouvernement américain et de la résilience croissante des économies face à la crise sanitaire, s'est traduite par une remontée importante des taux obligataires de moyen et de long terme. Il faut dire que l'activité économique est si forte dans certains secteurs que des signes de surchauffe ont fait leur apparition, entre autres du côté de l'immobilier résidentiel et des matières premières.

Les taux des obligations fédérales américaines et canadiennes de 10 ans ont ainsi terminé le mois de mars respectivement à 1,75 % et 1,55 %, des niveaux près de ceux observés avant la pandémie (graphique 1). Alors que les investisseurs ont commencé à anticiper une normalisation un peu plus rapide des politiques monétaires, les taux des obligations de 5 ans ont plus que doublé au premier trimestre des deux côtés de la frontière.

GRAPHIQUE 1 Même si les taux courts restent très faibles, les taux des plus longues échéances sont revenus près des niveaux prépandémie



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

TABLE DES MATIÈRES

Faits saillants et éditorial..... 1	Marché des titres à revenu fixe	Tableaux
Politiques monétaires	États-Unis..... 6	Canada..... 7
Réserve fédérale..... 3	Provinces..... 8	Taux directeurs..... 9
Banque du Canada..... 4		Marché des titres à revenu fixe..... 9
Banques centrales d'outre-mer..... 5		Calendrier des banques centrales..... 10

Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Mikhael Deutsch-Heng, macroéconomiste
Benoit P. Durocher, économiste principal • Francis Généreux, économiste principal • Hendrix Vachon, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2021, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

Reflétant les inquiétudes liées à la troisième vague de COVID-19 et une certaine consolidation après les importants mouvements du premier trimestre, les taux obligataires ont reculé quelque peu en avril, particulièrement du côté américain. Toutefois, il y a tout lieu de croire que d'autres augmentations des taux obligataires sont à venir.

Les perspectives de croissance sont très robustes

La principale raison pour laquelle d'autres augmentations des taux obligataires paraissent inévitables est le fait que tout indique que la croissance économique sera très forte au cours des prochains trimestres alors que l'efficacité des campagnes de vaccination permettra une réouverture graduelle des économies. Une telle réouverture est déjà en cours dans les pays où les campagnes de vaccination ont été les plus rapides, dont les États-Unis, le Royaume-Uni et Israël. La crise sanitaire n'est pas terminée, mais elle semble de plus en plus vouloir se transformer en une crise humanitaire, particulièrement du côté de l'Inde, plutôt qu'en une crise économique comme en 2020.

Les gouvernements ont déjà indiqué leur intention de continuer à soutenir la relance et à cumuler des déficits importants pour plusieurs années. Les ménages, dont l'épargne a explosé durant la pandémie, et les entreprises semblent également dans une excellente position pour augmenter vigoureusement leurs dépenses et leurs investissements au cours des prochains trimestres. La plupart des prévisionnistes, dont nous, anticipent ainsi une croissance très forte qui permettra aux économies, particulièrement en Amérique du Nord, de refermer rapidement l'écart entre le PIB et son plein potentiel qui s'était créé l'an dernier. Cette résorption rapide de l'*output gap* pourrait amplifier les pressions inflationnistes déjà observées, un sujet que nous avons traité plus en détail dans un récent [Point de vue économique](#).

Vers une normalisation graduelle des politiques monétaires

Les politiques ultra-agressives des banques centrales ont joué un rôle crucial lors de l'amorce de la crise sanitaire pour éviter une crise financière majeure qui aurait, selon certains, pu mener à une nouvelle dépression. Pour augmenter au maximum leurs effets expansionnistes, la Banque du Canada (BdC) et la Réserve fédérale (Fed) se sont engagées à garder les taux directeurs au plancher tant que la reprise économique ne serait pas complétée et à poursuivre longtemps leurs achats massifs d'obligations.

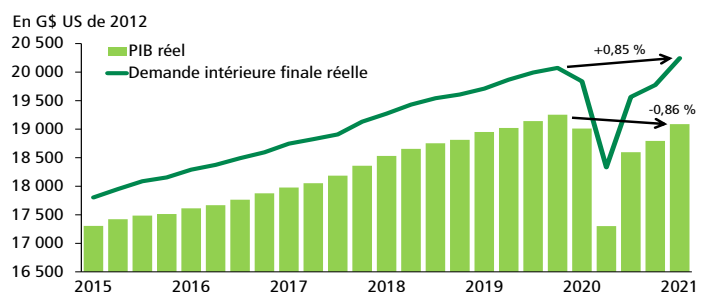
Les banques centrales ont pris ces engagements alors qu'elles s'attendaient à une reprise économique lente et difficile. Comme nous, elles observent maintenant une reprise beaucoup plus rapide qui amène le retour de certaines pressions inflationnistes. Dans ce contexte, la BdC a mis fin à la plupart des programmes spéciaux qu'elle avait mis en place pour soutenir les marchés l'an dernier et a annoncé, lors de sa rencontre d'avril, une réduction de ses achats d'obligations. Sans renier son engagement, elle voit

maintenant que la reprise pourrait être complétée dès la seconde moitié de 2022, ouvrant la porte à l'amorce d'un resserrement monétaire à ce moment. Les dernières prévisions de la BdC reconnaissent que le maintien de conditions monétaires plus expansionnistes plus longtemps que nécessaire, à cause de son engagement, engendrera un peu trop de pressions inflationnistes en 2023, mais elle semble déterminée à ramener rapidement l'inflation sous contrôle par la suite.

Avec une vaccination très avancée, un énorme soutien fiscal et une économie déjà très près de son niveau pré-pandémie (graphique 2), la Fed aurait encore plus de raisons que la BdC d'amorcer une normalisation de sa politique monétaire. Lors de sa rencontre de la fin d'avril, elle jugeait toutefois qu'il était encore trop tôt pour commencer à envisager une réduction de ses achats d'obligations. Faisant fi des perspectives très favorables et des signes d'accélération de l'inflation, la Fed veut observer un progrès significatif dans les données, en particulier du côté de l'emploi, avant d'agir. Les dirigeants de la Fed ne semblent pas voir de risque d'une accélération durable de l'inflation au-delà de ce qu'ils souhaitent. Nous continuons de penser que l'amélioration des statistiques économiques convaincra la Fed de commencer à réduire ses achats d'actifs l'automne prochain et d'amorcer un resserrement monétaire à la fin de 2022. Difficile toutefois de ne pas voir dans l'attitude actuelle de la Fed, combinée à l'adoption d'un ciblage de l'inflation en moyenne, la confirmation d'un biais expansionniste, ce qui pourrait justifier le maintien d'une prime pour l'inflation sur les taux américains.

GRAPHIQUE 2

Le PIB réel américain s'approche de son niveau pré-pandémie... mais la demande intérieure finale l'a déjà dépassé



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Dans tous les cas, l'expérience des derniers mois montre bien que le maintien d'un discours très prudent par la Fed n'est pas incompatible avec d'autres augmentations des taux obligataires. Celles-ci devraient toutefois se faire de façon plus graduelle que ce qui a été observé en début d'année. Nous anticipons ainsi que la poursuite de la reprise économique amènera les taux américain et canadien de 10 ans respectivement aux environs de 1,90 % et 1,80 % à la fin de 2021 et que la tendance haussière se poursuivra l'an prochain.

Réserve fédérale (Fed)

La Fed devra tôt ou tard ajuster sa politique monétaire

PRÉVISIONS

Les dirigeants de la Fed ne signalent toujours pas d'ajustement prochain à la politique monétaire. Toutefois, vu les progrès réalisés et attendus des situations économique et sanitaire, nous prévoyons qu'un premier signal pourrait survenir à la fin du printemps et que les achats quantitatifs commenceront à être réduits à l'automne prochain. Une première hausse de la fourchette cible des fonds fédéraux est prévue pour la fin de 2022.

L'économie américaine a déjà regagné une bonne partie de la chute d'activité engendrée par la pandémie de COVID-19. Par rapport au sommet cyclique du dernier trimestre de 2019, le manque à gagner du PIB réel n'était plus que de 0,9 % au premier trimestre de 2021. Cet écart devrait être comblé dès le printemps.

La politique monétaire très expansionniste de la Fed est l'un des facteurs qui ont soutenu la croissance depuis un an. Deux autres éléments sont aussi très importants et auront encore une influence considérable pour le reste de l'année, soit l'aide du gouvernement fédéral et, surtout, l'amélioration de la situation sanitaire, qui permet de rouvrir de plus en plus les secteurs d'activité encore touchés par la pandémie.

Cette combinaison de facteurs positifs permettra à l'économie américaine de bientôt dépasser son niveau potentiel (graphique 3). Un écart positif entre le PIB réel et le PIB potentiel devrait s'installer dès l'été et perdurer par la suite. Cela est généralement le signe que l'économie est assez vigoureuse pour engendrer des pressions inflationnistes.

La réouverture se reflétera évidemment sur le marché du travail. Il y avait en mars 2021 encore 8 403 000 emplois de moins qu'en février 2020, une situation souvent rappelée par le président de la Fed. On s'attend toutefois à ce que plusieurs millions d'emplois

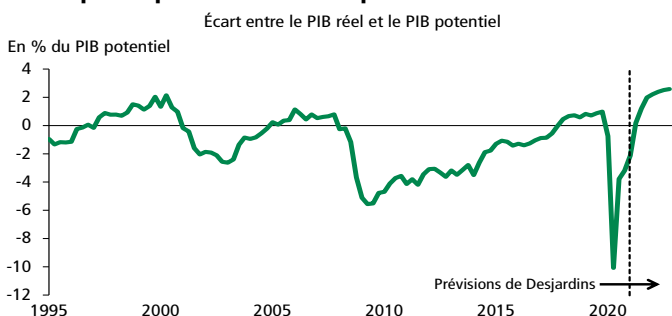
soient créés au cours des prochains trimestres. L'ensemble du manque à gagner devrait être comblé à l'été 2022, une situation qui devrait rassurer la Fed.

Qu'en est-il de l'inflation? Celle-ci a été affectée négativement au début de la pandémie. L'écho de cette faiblesse se reflète maintenant dans des effets de base qui poussent vers le haut la variation annuelle des indices de prix, notamment du côté des prix de l'énergie. De plus, on s'attend à ce que la vigueur de l'économie, l'essor des prix des matières premières et la montée des prix de l'immobilier soient tous des facteurs qui engendrent un peu plus de pressions inflationnistes. Cela dit, étant donné la faiblesse récente, les dirigeants de la Fed sont prêts à accepter plus d'inflation. D'ailleurs, nos propres prévisions n'amèneraient pas la moyenne des hausses de prix depuis le début de 2020 à franchir la cible de 2 % de la Fed (graphique 4).

Les perspectives pour l'économie et le marché du travail sont nettement positives. Au cours des prochains mois, les avancées devraient être assez claires pour être qualifiées de « progrès substantiels supplémentaires » par la Fed, ce qui amènerait celle-ci à commencer à préparer le terrain pour une réduction des achats de titres. La situation plus ambiguë de l'inflation suggère cependant que la baisse des achats de titres qui devrait commencer à l'automne sera très graduelle et que les premières hausses de taux ne surviendront pas avant décembre 2022.

GRAPHIQUE 3

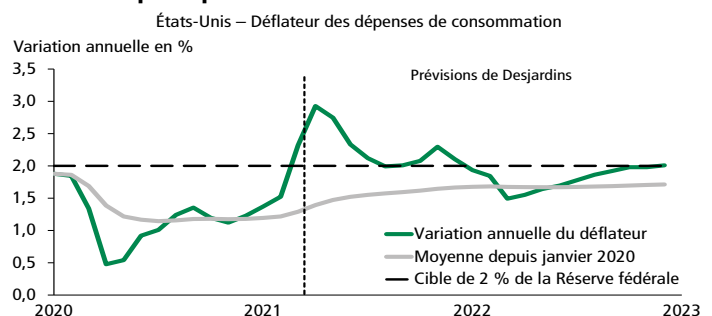
L'économie américaine dépassera bientôt son niveau potentiel et l'écart positif pourrait être élevé par la suite



Sources : Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4

Malgré de fortes croissances prévues, la moyenne de l'inflation n'atteindra pas rapidement la cible



Sources : Bureau of Labor Statistics, Claudia Sahm et Desjardins, Études économiques

Banque du Canada (BdC)

Le sentier vers des hausses de taux est tracé

PRÉVISIONS

Avec l'amélioration des conditions économiques, la BdC a récemment réduit la cible de ses achats hebdomadaires nets d'obligations fédérales à 3 G\$. Si la situation le permet, d'autres diminutions graduelles des achats sont à prévoir au cours des prochains trimestres. En ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs, la BdC ouvre la porte à une première augmentation en seconde moitié de 2022, soit lorsque les capacités excédentaires se seront suffisamment résorbées. Notre scénario table sur une première hausse en octobre 2022.

L'économie a fait preuve d'une grande résilience à la deuxième et à la troisième vague de COVID-19. Si certains secteurs sont touchés par les nouvelles restrictions sanitaires, plusieurs autres continuent de progresser à vive allure. De plus, la campagne de vaccination va bon train. Dans ces conditions, la BdC a récemment révisé fortement à la hausse ses prévisions de croissance pour l'économie canadienne. Une augmentation du PIB réel de 6,5 % est maintenant prévue pour 2021, suivie d'un gain de 3,7 % en 2022. Il s'agit d'un pronostic très similaire à notre dernier scénario.

Le secteur de l'habitation s'est particulièrement démarqué au cours des derniers mois. La demande est excessivement forte et l'offre ne parvient pas à suivre la cadence. Cela entraîne d'importantes pressions haussières sur les prix de l'immobilier, ce qui accentue les inquiétudes associées à une éventuelle correction dans certains marchés. L'endettement trop élevé des ménages est aussi redevenu une préoccupation majeure. Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a récemment proposé un rehaussement du taux admissible minimal applicable aux prêts hypothécaires non assurés, mais il est probable que d'autres mesures macroprudentielles soient nécessaires dans les mois à venir.

Des effets arithmétiques ont fortement contribué à augmenter le taux annuel d'inflation totale, qui est passé de 1,1 % en février

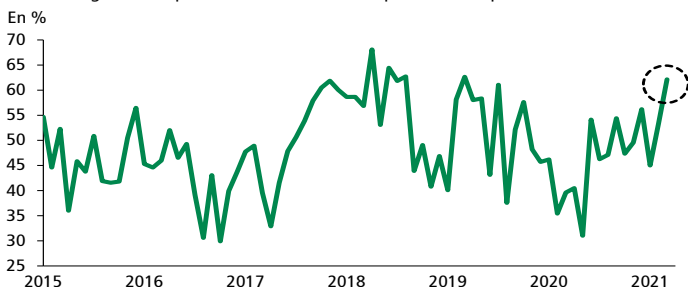
à 2,2 % en mars. C'est que les prix de l'essence sont maintenant comparés à ceux de mars 2020, qui avaient alors beaucoup diminué en raison de la propagation de la première vague de COVID-19. Cette réduction des prix de l'essence a toutefois été temporaire et une remontée s'est matérialisée dès le mois de mai 2020. Les baisses des prix de l'essence du printemps 2020 cesseront donc graduellement d'influencer la variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation (IPC) d'ici quelques mois. Même si le taux annuel d'inflation pourrait augmenter aux alentours de la cible supérieure (3 %) en avril, un retour rapide vers la cible médiane (2 %) est donc prévu par la suite. Au-delà des fluctuations des prix de l'essence, les pressions à la hausse sur les prix semblent toutefois se généraliser. Plus de 62 % des composantes de l'IPC affichaient en mars une croissance annuelle des prix plus élevée qu'il y a trois mois (graphique 5). Cela peut être un effet des déséquilibres actuellement observés entre l'offre et la demande pour certains biens et services.

Les risques associés à l'inflation sont définitivement orientés à la hausse. Cela se reflète notamment sur les derniers résultats de l'enquête de la BdC menée auprès des entreprises. La proportion des entreprises qui anticipent une croissance plus rapide des prix des intrants et des extrants a fortement augmenté par rapport aux trimestres précédents. Le bilan de l'enquête s'élève à 46 % pour les prix des intrants et à 45 % pour les prix des extrants (graphique 6). Dans les deux cas, il s'agit d'un sommet historique.

GRAPHIQUE 5

Les pressions à la hausse sur les prix sont assez généralisées au Canada

Pourcentage des composantes avec une inflation plus élevée depuis les trois derniers mois

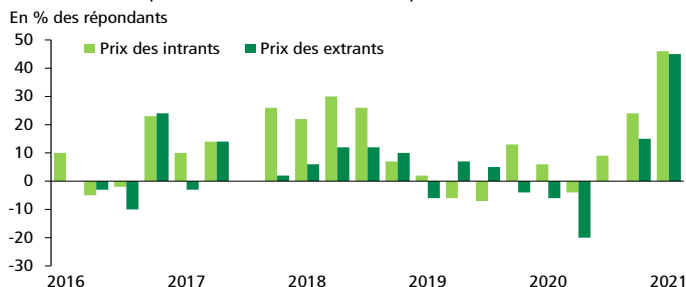


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6

Un nombre élevé d'entreprises canadiennes s'attendent à une croissance plus rapide des prix des intrants et des extrants

Solde des opinions concernant l'évolution des prix des intrants et des extrants



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Banques centrales d'outre-mer

Optimisme prudent

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

La troisième vague de COVID-19 perd de l'intensité sur le continent européen (graphique 7). La BCE préfère néanmoins jouer de prudence. En mars, elle avait annoncé une accélération du rythme de ses achats de titres. Cela visait à rassurer les marchés devant le début de la troisième vague, mais aussi devant la remontée des taux obligataires. La BCE a maintenu cette décision à l'issue de sa rencontre du mois d'avril. Il y a toutefois lieu de se demander si l'enveloppe de 1 850 G€ allouée aux achats d'actif sera suffisante pour se rendre jusqu'en mars 2022, date indiquée pour l'instant par la BCE. À cet égard, la présidente Christine Lagarde a laissé entendre que l'enveloppe pourrait finalement ne pas être complètement utilisée. Cela milite donc pour un scénario où les achats seraient réduits graduellement, après une courte période où ils auront été augmentés. Nous ne miserions cependant pas encore sur une remontée hâtive des taux directeurs en zone euro.

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

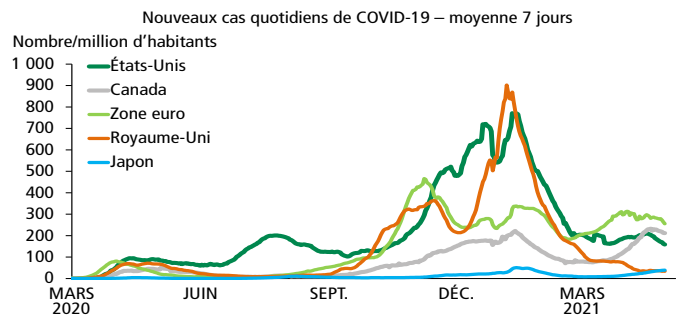
La situation épidémiologique est plus réjouissante au Royaume-Uni, où, comme aux États-Unis, l'effet d'une campagne de vaccination plus hâtive semble avoir permis d'éviter une troisième vague de COVID-19. Les restrictions sanitaires sont maintenant graduellement retirées et les données économiques montrent déjà que la reprise prend forme. Actuellement, la BoE vise à détenir 895 G£ d'actifs dans le cadre de sa politique monétaire quantitative. Au rythme actuel des achats, cela signifie qu'elle aura atteint son objectif vers la fin du mois d'octobre (graphique 8). Il serait étonnant que de nouveaux achats soient annoncés, à moins d'un autre rebondissement dans l'évolution de la pandémie. Comme la Réserve fédérale et la Banque du Canada, la BoE pourrait être prête à décréter une hausse de taux d'intérêt d'ici la fin de 2022.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

Depuis le début de la pandémie, les achats d'actifs n'ont pas été autant employés par la BoJ qu'ils ne l'ont été par les autres principales banques centrales. Il faut dire que celle-ci en détient déjà une très grande quantité après près de trois décennies de politique monétaire quantitative. Elle compte maintenant davantage sur des mesures de financement pour aider à améliorer les conditions d'emprunt au Japon. Cela dit, les achats d'actifs pourraient reprendre de la vigueur si le taux obligataire de 10 ans dépassait la fourchette cible de $\pm 0,25$ % établie par la BoJ. Actuellement, le taux de 10 ans se situe dans le haut de cette fourchette (graphique 9).

GRAPHIQUE 7

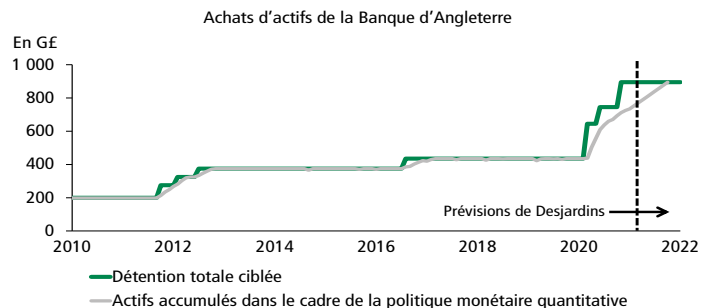
La troisième vague s'essouffle en zone euro



Sources : Organisation mondiale de la santé et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8

Au rythme actuel, la Banque d'Angleterre aura complété ses achats d'actifs en octobre prochain



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 9

Le taux japonais de 10 ans se situe dans le haut de sa fourchette cible de $\pm 0,25$ %



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Marché des titres à revenu fixe

Potentiel de baisse pour les écarts de taux Canada–États-Unis

PRÉVISIONS

Les facteurs militant en faveur d'une poursuite de la tendance haussière demeurent prépondérants et nous avons légèrement relevé notre cible de fin d'année pour le taux américain de dix ans, la portant à 1,90 %. Le taux canadien de 10 ans devrait pour sa part clôturer l'année à 1,80 %. À court terme, il y a un potentiel de revirement des écarts de taux Canada–États-Unis aux courtes échéances, alors que la Réserve fédérale pourrait commencer à envoyer des signaux un peu plus *hawkish*.

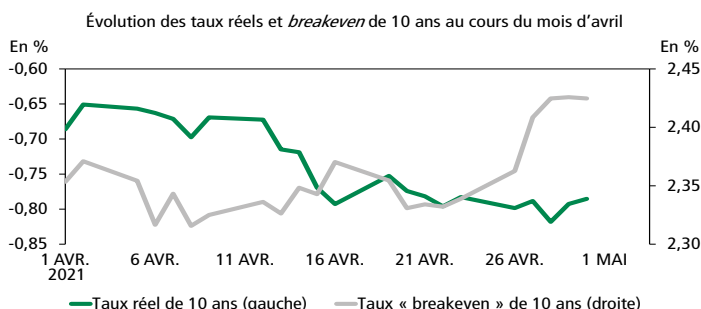
OBLIGATIONS AMÉRICAINES

Alors que les taux obligataires américains montaient de façon à peu près continue depuis la fin janvier, la tendance s'est renversée brusquement au début du mois d'avril. Par exemple, le taux américain de 10 ans a chuté de plus de 23 points de base entre le sommet de la fin mars (1,76 %) et le creux de la mi-avril (1,53 %). Cette baisse a été causée par un déclin considérable des taux réels, alors que la compensation pour l'inflation, mesurée selon les taux *breakeven*, est restée plutôt stable tout au long du mois d'avril (graphique 10). Notons que la compensation pour l'inflation se situe actuellement à des niveaux très élevés, soit 2,58 % sur l'horizon de cinq ans – un sommet depuis la crise financière de 2008 –, alors que sur l'horizon de dix ans, la compensation se situe à son plus haut point depuis 2013.

potentiel d'être plus persistants; par exemple, la croissance des salaires est demeurée résiliente malgré le chômage élevé et de plus en plus de compagnies font état d'une pénurie de main-d'œuvre. D'après l'indice Wage Growth Tracker de la Réserve fédérale (Fed) d'Atlanta, les salaires ont maintenu une croissance annuelle de 3,4 % en mars, bien au-delà de la moyenne du dernier cycle économique (graphique 11). Selon le dernier rapport manufacturier de l'ISM, plusieurs firmes ont de la difficulté à pourvoir leurs postes vacants, et ce, malgré le nombre considérable de travailleurs présentement au chômage. Par ailleurs, dans le dernier *Livre Beige* de la Fed, plusieurs entreprises ont mentionné hausser les salaires et offrir des bonis à la signature pour attirer ou retenir de la main-d'œuvre.

GRAPHIQUE 10

En avril, les taux réels ont diminué, tandis que les taux *breakeven* se sont stabilisés



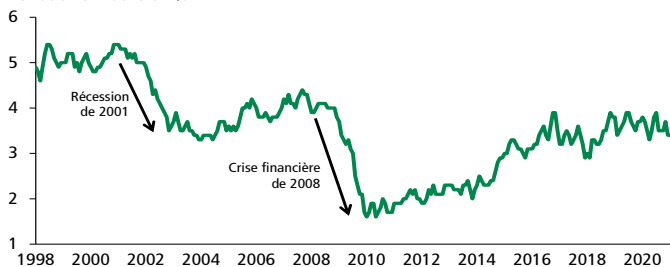
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Au cours des prochains mois, les investisseurs obligataires surveilleront de près les signes d'une inflation plus forte qu'anticipé. En effet, il existe à l'heure actuelle des [pressions](#) haussières considérables sur le prix des biens et des services. Du côté des biens, les entreprises font face à une flambée du prix des matières premières et des coûts de transport par conteneurs alors que les chaînes d'approvisionnement mondiales sont aux prises avec une pénurie de semi-conducteurs. À ces pressions temporaires s'ajoutent des effets ayant le

GRAPHIQUE 11

Contrairement aux deux récessions précédentes, la pandémie n'a pas causé de ralentissement de la croissance des salaires

Croissance des salaires selon l'indice Wage Growth Tracker de la Réserve fédérale d'Atlanta
Variation annuelle en %



Sources : Réserve fédérale d'Atlanta et Desjardins, Études économiques

Jusqu'à présent, les responsables de la Fed ont été imperturbables devant les diverses pressions inflationnistes auxquelles l'économie américaine fait face. Le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré après la réunion du 28 avril qu'il était improbable que l'inflation dépasse 2 % de manière durable tant que le marché du travail se trouve si loin du plein emploi. Selon lui, les pressions haussières actuelles sont temporaires et liées au processus de réouverture de l'économie, et elles ne nécessiteraient pas d'ajustement de la politique monétaire.

Pourtant, la politique budgétaire persiste et signe : le président Joe Biden a annoncé le 28 avril le *American Families Plan*, un investissement de 1 800 G\$ US pour les enfants, les familles et l'éducation. Partiellement financé par des hausses d'impôts auprès des ménages les plus nantis et des entreprises, la proposition s'ajoute au programme d'infrastructures de 2 250 G\$ US présenté par Joe Biden en mars. Bien qu'il soit peu probable que ces deux projets de loi soient adoptés tels quels au Congrès, et même si ces mesures auront un effet sur un horizon assez long, il n'en reste pas moins que la politique budgétaire américaine demeure expansionniste et résolue à atteindre un certain nombre d'objectifs concernant à la fois le potentiel de l'économie à long terme, la lutte aux changements climatiques et la réduction des inégalités.

La demande intérieure américaine a déjà retrouvé son niveau pré-pandémie, tandis que le PIB devrait atteindre ce seuil au deuxième trimestre de 2021, et dépasser son niveau potentiel dès le troisième trimestre. Si ce scénario se déroule comme prévu, la Fed devrait selon nous annoncer un début de réduction des achats quantitatifs vers la fin de l'année.

Avec une situation fondamentale aussi vigoureuse, il n'est donc pas surprenant que les taux obligataires se soient remis à augmenter. Les risques d'une inflation plus forte qu'anticipé seront à surveiller, car cela pourrait entraîner une nouvelle montée des mesures de compensation pour l'inflation. Pour l'instant, nous prévoyons un taux obligataire de 10 ans à 1,90 % en fin d'année et une pente de courbe similaire au niveau actuel.

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

Pour les obligations canadiennes, l'année 2021 se caractérise jusqu'à présent par une certaine volatilité des écarts par rapports aux taux américains, ce qui contraste sensiblement avec la situation de la seconde moitié d'année 2020, où les écarts évoluaient très peu. Ainsi, l'écart des taux de 5 ans a oscillé dans une fourchette allant de -2 points de base à 20 points de base. Le taux de 10 ans est passé de -31 points de base le 8 janvier et est monté jusqu'à -2 points de base le 22 avril, non sans plusieurs soubresauts durant cette période. En outre, depuis le début d'avril, les écarts à toutes les échéances ont augmenté, alors que les taux obligataires canadiens n'ont pas enregistré une descente similaire aux taux américains en début de mois, demeurant plutôt stables.

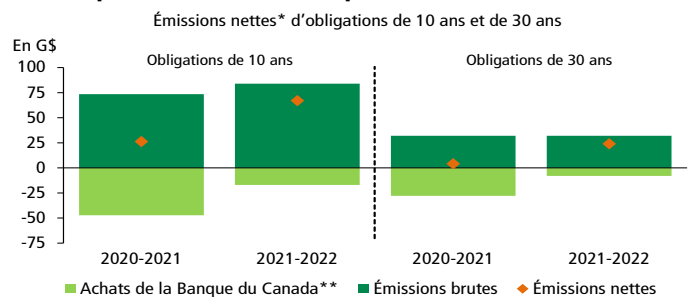
Les investisseurs en obligations canadiennes ont eu à intégrer un certain nombre de développements au cours des dernières semaines. D'un point de vue pandémique, le Canada a éprouvé d'importantes difficultés, alors qu'une troisième vague d'infections s'est manifestée seulement quelques semaines après le sommet des infections de la deuxième vague, entraînant de nouvelles mesures de restriction sanitaires relativement sévères

dans certaines provinces, comme l'Ontario. Néanmoins, du côté économique, le Canada s'est démarqué par sa surprenante résilience au premier trimestre : plutôt que la contraction que laissent présager les restrictions du début d'année, les données préliminaires font état d'un gain annualisé de 6,6 % du PIB réel. Cette surprenante tournure des événements a joué un grand rôle dans la décision de la Banque du Canada (BdC) d'annoncer une réduction de ses achats quantitatifs à la fin d'avril et de devancer à 2022 la fermeture prévue de l'écart de production.

Il y a également eu le budget fédéral, un premier en deux ans, comportant plus de 200 mesures de dépenses, consolidant la notion selon laquelle la politique budgétaire continuerait de jouer un rôle soutenu dans la reprise au Canada. L'un des principaux thèmes de la stratégie de gestion de la dette dévoilée dans le budget est un accent encore plus prononcé sur l'émission de dette de long terme. À titre de comparaison, à l'exercice financier 2019-2020, seulement 15 % des émissions brutes d'obligations étaient à des échéances de 10 ans ou plus. À l'exercice 2020-2021, cette proportion a grimpé à 29 %, et pour l'exercice 2021-2022, ce n'est pas moins de 42 % de la dette obligataire émise qui sera concentrée à ces échéances. Qui plus est, lors du dernier exercice financier, les achats de la BdC avaient pour effet de compenser en bonne partie la hausse des émissions. Par exemple, la BdC a acheté 64 % de la dette brute émise à l'horizon dix ans. Avec la réduction progressive des achats, la BdC absorbera une quantité moindre d'émissions, de sorte que les émissions nettes aux échéances plus longues seront en hausse (graphique 12) par rapport à l'an dernier. Un élargissement considérable de l'écart entre les taux canadien et américain de 30 ans s'est d'ailleurs observé après la parution du budget (graphique 13 à la page 8).

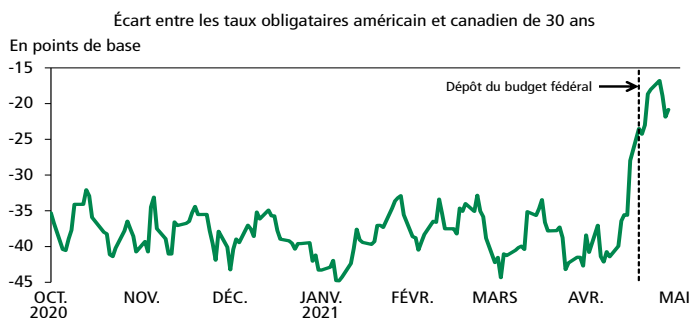
GRAPHIQUE 12

Dans les échéances longues, les marchés devront absorber un volume plus élevé d'émissions que lors du dernier exercice



* Nettes des achats en vertu du programme d'achat d'obligations du Canada; ** Suppose une réduction des achats hebdomadaires totaux de 1G\$ à tous les trimestres jusqu'en janvier 2022. Sources : Ministère des Finances du Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 13
L'écart de taux de 30 ans a bondi après le dépôt du budget fédéral



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Ce mouvement peut sembler représenter une occasion intéressante, mais avec une Fed qui continuera d'acheter des obligations à un rythme soutenu en 2021, notre préférence porte davantage sur la portion plus courte de la courbe, où il existe un meilleur potentiel de baisse dans les prochaines semaines, à notre avis. La partie courte de la courbe est davantage influencée par les anticipations quant au moment des premières hausses de taux que par l'assouplissement quantitatif. Les premiers signaux envoyés par la BdC pointant vers un début potentiel de remontée des taux directeurs en 2022 ont consolidé les perceptions préexistantes sur les marchés, selon lesquelles celle-ci resserrait sa politique plus agressivement que la Fed. Or, nous sommes d'avis que cette dernière commencera elle aussi à signaler une normalisation éventuelle, possiblement avec la parution des prévisions de taux lors de la prochaine réunion, en juin. Si les données économiques américaines continuent de carburger à vive allure, les dirigeants commenceront vraisemblablement à pointer vers la sortie, ce qui causera un rajustement des anticipations de marché. À l'heure actuelle, un tel rajustement constitue un risque beaucoup plus important du côté de la Fed que de celui de la BdC, que nous voyons mal adopter un discours beaucoup plus *hawkish*. Un positionnement en faveur d'une compression des écarts à deux ans nous paraît donc judicieux pour les investisseurs contemplant un renversement des récents mouvements d'écarts de taux.

TABLEAU 1
Taux d'intérêt directeurs

FIN DE PÉRIODE EN %	2020				2021				2022			
	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	0,50
Canada												
Taux des fonds à un jour	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Zone euro												
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Royaume-Uni												
Taux de base	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
Japon												
Principal taux directeur	-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
Marché des titres à revenu fixe

FIN DE PÉRIODE EN %	2020				2021				2022			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
ÉTATS-UNIS												
Bons du Trésor												
3 mois	0,11	0,16	0,10	0,09	0,03	0,05	0,10	0,15	0,15	0,15	0,20	0,45
Obligations fédérales												
2 ans	0,25	0,17	0,13	0,13	0,16	0,20	0,35	0,50	0,60	0,75	0,90	1,15
5 ans	0,36	0,28	0,27	0,35	0,92	0,90	1,00	1,15	1,25	1,35	1,50	1,70
10 ans	0,67	0,65	0,68	0,91	1,75	1,70	1,80	1,90	2,00	2,10	2,20	2,30
30 ans	1,32	1,41	1,45	1,64	2,42	2,35	2,45	2,55	2,65	2,70	2,80	2,90
Pentes												
5 ans - 3 mois	0,25	0,12	0,17	0,26	0,89	0,85	0,90	1,00	1,10	1,20	1,30	1,25
10 ans - 2 ans	0,41	0,49	0,55	0,79	1,59	1,50	1,45	1,40	1,40	1,35	1,30	1,15
30 ans - 3 mois	1,21	1,25	1,35	1,55	2,39	2,30	2,35	2,40	2,50	2,55	2,60	2,45
CANADA												
Bons du Trésor												
3 mois	0,21	0,20	0,12	0,06	0,09	0,10	0,15	0,20	0,20	0,25	0,35	0,60
Obligations fédérales												
2 ans	0,42	0,28	0,25	0,20	0,22	0,35	0,50	0,65	0,75	0,90	1,05	1,30
5 ans	0,60	0,36	0,36	0,39	0,99	1,00	1,10	1,25	1,35	1,50	1,65	1,85
10 ans	0,71	0,52	0,57	0,67	1,55	1,60	1,70	1,80	1,90	2,00	2,10	2,20
30 ans	1,32	0,99	1,11	1,21	1,97	2,10	2,15	2,25	2,35	2,40	2,50	2,60
Pentes												
5 ans - 3 mois	0,39	0,16	0,24	0,33	0,90	0,90	0,95	1,05	1,15	1,25	1,30	1,25
10 ans - 2 ans	0,29	0,24	0,32	0,47	1,33	1,25	1,20	1,15	1,15	1,10	1,05	0,90
30 ans - 3 mois	1,11	0,79	0,99	1,15	1,88	2,00	2,00	2,05	2,15	2,15	2,15	2,00
Écarts de taux (Canada-États-Unis)												
3 mois	0,10	0,04	0,02	-0,03	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,10	0,15	0,15
2 ans	0,17	0,11	0,12	0,07	0,06	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
5 ans	0,24	0,08	0,09	0,04	0,07	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,15
10 ans	0,04	-0,13	-0,11	-0,24	-0,20	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
30 ans	0,00	-0,42	-0,34	-0,43	-0,45	-0,25	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Calendrier 2021 des réunions des banques centrales

Date	Banques centrales	Décision	Taux
Janvier			
14	Banque de Corée	s.q.	0,50
20	Banque du Brésil	s.q.	2,00
20	Banque du Canada*	s.q.	0,25
20	Banque du Japon	s.q.	-0,10
21	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
21	Banque de Norvège	s.q.	0,00
27	Réserve fédérale	s.q.	0,25
Février			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	0,10
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,10
10	Banque de Suède	s.q.	0,00
11	Banque du Mexique	-25 p.b.	4,00
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	0,25
24	Banque de Corée	s.q.	0,50
Mars			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	0,10
10	Banque du Canada	s.q.	0,25
11	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
17	Banque du Brésil	+75 p.b.	2,75
17	Réserve fédérale	s.q.	0,25
18	Banque d'Angleterre	s.q.	0,10
18	Banque de Norvège	s.q.	0,00
19	Banque du Japon	s.q.	-0,10
25	Banque du Mexique	s.q.	4,00
25	Banque nationale suisse	s.q.	-0,75
Avril			
6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	0,10
13	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	0,20
14	Banque de Corée	s.q.	0,50
21	Banque du Canada*	s.q.	0,25
22	Banque centrale européenne	s.q.	0,00
27	Banque de Suède	s.q.	0,00
27	Banque du Japon	s.q.	-0,10
28	Réserve fédérale	s.q.	0,25
Mai			
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	0,10
5	Banque du Brésil		
6	Banque d'Angleterre		
6	Banque de Norvège		
13	Banque du Mexique		
25	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande		
26	Banque de Corée		
Juin			
1	Banque de réserve d'Australie		
9	Banque du Canada		
10	Banque centrale européenne		
16	Banque du Brésil		
16	Réserve fédérale		
17	Banque de Norvège		
17	Banque nationale suisse		
18	Banque du Japon		
24	Banque d'Angleterre		
24	Banque du Mexique		

Date	Banques centrales	Décision	Taux
Juillet			
1	Banque de Suède		
6	Banque de réserve d'Australie		
13	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande		
14	Banque de Corée		
14	Banque du Canada*		
16	Banque du Japon		
22	Banque centrale européenne		
28	Réserve fédérale		
Août			
3	Banque de réserve d'Australie		
4	Banque du Brésil		
5	Banque d'Angleterre		
12	Banque du Mexique		
17	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande		
19	Banque de Norvège		
25	Banque de Corée		
Septembre			
7	Banque de réserve d'Australie		
8	Banque du Canada		
9	Banque centrale européenne		
21	Banque de Suède		
22	Banque du Brésil		
22	Banque du Japon		
22	Réserve fédérale		
23	Banque d'Angleterre		
23	Banque de Norvège		
23	Banque nationale suisse		
30	Banque du Mexique		
Octobre			
4	Banque de réserve d'Australie		
5	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande		
11	Banque de Corée		
27	Banque du Brésil		
27	Banque du Canada*		
28	Banque centrale européenne		
28	Banque du Japon		
Novembre			
1	Banque de réserve d'Australie		
3	Réserve fédérale		
4	Banque d'Angleterre		
4	Banque de Norvège		
11	Banque du Mexique		
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande		
24	Banque de Corée		
25	Banque de Suède		
Décembre			
6	Banque de réserve d'Australie		
8	Banque du Brésil		
8	Banque du Canada		
15	Réserve fédérale		
16	Banque centrale européenne		
16	Banque d'Angleterre		
16	Banque de Norvège		
16	Banque du Mexique		
16	Banque nationale suisse		
17	Banque du Japon		

NOTE AUX LECTEURS : Certaines banques peuvent décider de modifier les taux entre les réunions prévues. Les simplifications s.q. et p.b. correspondent respectivement à *statu quo* et points de base. * Signale la publication du Rapport sur la politique monétaire.