

Nouvelle poussée spectaculaire du marché obligataire La fenêtre d'opportunité s'est refermée pour la Banque du Canada

FAITS SAILLANTS

- La remontée des taux obligataires en mars a été de courte durée et d'importantes pressions baissières sont rapidement réapparues alors que la situation devenait de plus en plus préoccupante en zone euro et que certaines données américaines, particulièrement celles du marché du travail, ont déçu.
- Un résultat positif lors de l'élection grecque du 17 juin serait certainement accueilli avec soulagement par les marchés. Peu importe le résultat, il faut cependant prévoir que la crise européenne des dettes publiques demeure un soutien important pour le marché obligataire.
- Une intervention rapide des autorités européennes pour recapitaliser le système bancaire espagnol paraît maintenant inévitable.
- Plusieurs banques centrales qui avaient adopté un ton plus *hawkish* vers la fin de l'hiver ont récemment fait marche arrière.
- La faible croissance de 1,9 % de l'économie canadienne au premier trimestre et le ralentissement inquiétant de la création d'emplois aux États-Unis devraient convaincre la Banque du Canada à modérer quelque peu son discours.

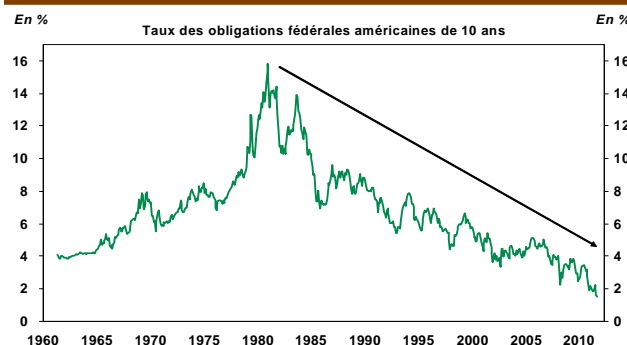
TABLE DES MATIÈRES

Sommaire	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale	5
Banque du Canada	6
Banques centrales d'outre-mer	7
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis	8
Canada	9
Tableaux	10-11

Éditorial

Après plus de trente années de performance remarquable, le marché obligataire nord-américain semble destiné à offrir un rendement médiocre aux investisseurs au cours de la prochaine décennie. Alors que plusieurs taux obligataires réels sont en territoire négatif et que les taux nominaux s'approchent de la limite de zéro, il est difficile de nier que le marché obligataire est actuellement extrêmement cher, voire surévalué (graphique 1). Malgré cela, il refuse toujours d'abdiquer.

Graphique 1 – Après plus de 30 ans de baisse, les taux obligataires s'approchent de leur plancher théorique



Sources : U.S. Department of the Treasury et Desjardins, Études économiques

La remontée des taux obligataires en mars a ainsi été de courte durée et d'importantes pressions baissières sont rapidement réapparues alors que la situation devenait de plus en plus préoccupante en zone euro et que certaines données américaines, particulièrement celles du marché du travail, ont déçu. Le taux de 10 ans américain, qui avait atteint 2,40 % en mars, a ainsi chuté récemment sous 1,45 %. Reculant de plus de 60 points de base depuis la mi-mars, les taux canadiens de 10 ans et de 30 ans ont atteint de nouveaux creux respectifs de 1,62 % et de 2,20 % (graphique 2 à la page 2).

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

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

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

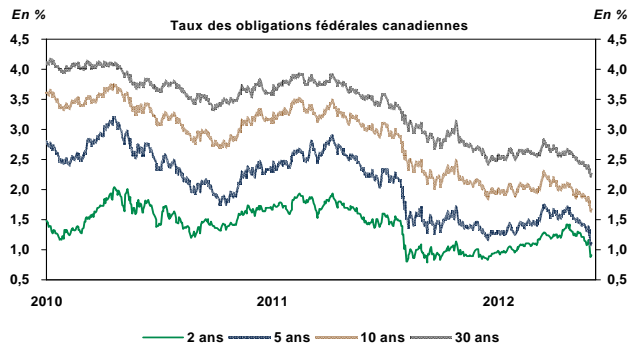
Benoit P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

Graphique 2 – Les taux des obligations canadiennes de long terme sont particulièrement faibles



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LA SAGA GRECQUE SE TERMINERA-T-ELLE LE 17 JUIN?

Si certaines données américaines ont été plus décevantes depuis quelques mois, particulièrement les derniers chiffres sur l'emploi, elles ne justifient pas la remontée observée des tensions financières internationales. C'est principalement la crise des dettes souveraines en zone euro qui incite les investisseurs à se réfugier du côté des obligations nord-américaines. La chute des prix de l'or et l'envolée du billet vert confirment que les inquiétudes des investisseurs sont concentrées en Europe (graphique 3).

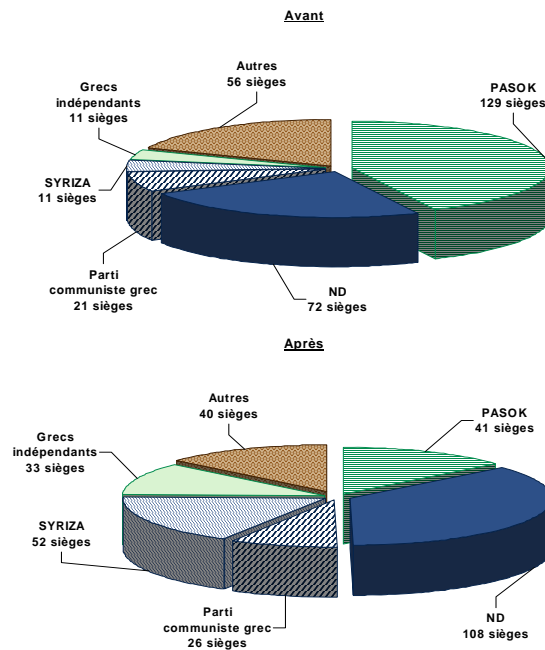
Graphique 3 – Le billet vert joue beaucoup mieux son rôle de valeur refuge que l'or



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Il est quelque peu décourageant de constater que ce sont encore une fois les difficultés de la Grèce qui menacent la survie de l'union monétaire européenne. Déjà en mars et en avril, les problèmes de l'Espagne et de son secteur bancaire avaient commencé à affecter le sentiment des investisseurs. Alors que les marchés semblaient nerveux à l'approche de l'élection française du 6 mai, qui a finalement porté au pouvoir le candidat socialiste François Hollande, c'est l'élection grecque tenue le même jour qui a causé une onde de choc. Les gains spectaculaires des partis opposés aux mesures d'austérité (graphique 4), en particulier la Coalition de la

Graphique 4 – Répartition des sièges au parlement hellénique avant et après les élections du 6 mai



Sources : Ministère grec de l'intérieur et Desjardins, Études économiques

gauche radicale (SYRIZA) qui a terminé deuxième, ont immédiatement ravivé les craintes que la Grèce quitte l'union monétaire. Les partis politiques étant incapables de s'entendre pour former un gouvernement, une nouvelle élection sera tenue le 17 juin.

Les marchés resteront sans doute très nerveux d'ici à ce que le nouveau gouvernement grec soit connu. La mise en place d'un gouvernement farouchement opposé à toute mesure d'austérité placerait la zone euro dans une impasse qui rendrait probable une sortie incontrôlée et très dommageable de la Grèce de l'union monétaire. Les coûts d'une telle décision seraient astronomiques, particulièrement pour la Grèce, qui verrait immédiatement son secteur bancaire s'effondrer, qui se retrouverait dans l'incapacité de rembourser ses créanciers étrangers et qui ferait sans doute face à un recul important de son économie jumelé à une poussée de l'inflation. Le départ de la Grèce affaiblirait aussi le reste de la zone euro alors que le pare-feu européen et la Banque centrale européenne (BCE) subiraient des pertes importantes et que les craintes d'autres départs augmenteraient la pression sur les pays en difficulté, dont le Portugal et l'Espagne. La situation économique et financière de ces deux pays soulève déjà énormément d'inquiétudes sur les marchés.

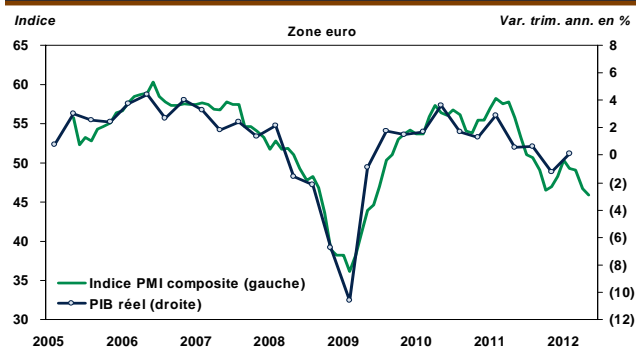
Malgré l'envenimement récent de la situation, ce scénario demeure toutefois peu probable à notre avis, puisque tous les acteurs du drame grec semblent progressivement prendre

note du sérieux de la situation. La population grecque est très largement favorable au maintien de l'euro, et le parti Nouvelle Démocratie, qui s'est engagé à respecter l'entente signée avec l'Union européenne et le Fonds monétaire international, est revenu récemment en avance dans les sondages. L'élection de François Hollande et les discussions concernant un pacte de croissance pour la zone euro laissent aussi entrevoir que les partenaires de la Grèce seraient prêts à se montrer compréhensifs et à trouver des moyens de réduire l'impact de l'austérité sur ce pays. Il nous semble donc probable qu'une entente de dernière minute surviendra pour maintenir intacte la zone euro.

LES DIFFICULTÉS ÉCONOMIQUES DE LA ZONE EURO SERONT LONGUES À RÉGLER

Les problèmes de la zone euro ne se limitent cependant pas à la crise politique en Grèce. La difficulté généralisée des gouvernements européens à assainir leurs finances publiques, malgré la mise en place de mesures d'austérité, demeure un défi beaucoup plus sérieux. Une forte progression de l'économie allemande a permis à la zone euro d'éviter de justesse de retomber officiellement en récession au premier trimestre de 2012. La dégradation récente de certains indicateurs économiques confirme cependant que la situation économique demeure très difficile (graphique 5), et le deuxième trimestre risque bien de se solder par un recul généralisé de l'activité dans la zone euro. En plus d'affecter les finances publiques, ce contexte économique difficile est néfaste pour le système financier. Une intervention rapide des autorités européennes pour recapitaliser le système bancaire espagnol paraît ainsi maintenant inévitable.

Graphique 5 – L'économie de la zone euro hésite entre la stagnation et la contraction



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

Alors qu'il semble illusoire de miser sur un regain rapide de la confiance des investisseurs envers les obligations des pays en difficulté, tout indique que les prochaines années seront difficiles en zone euro. En plus d'assainir progressivement leur situation fiscale, les gouvernements européens devront trouver des moyens pour soutenir leur économie et contenir

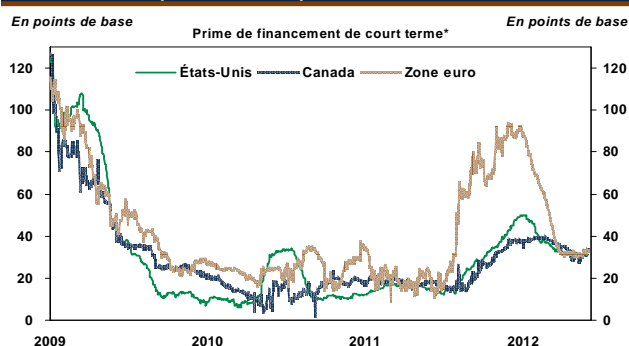
le mécontentement de leur population. En l'absence de solutions simples et rapides, la seule issue semble être la mise en place de réformes structurelles permettant d'accroître la compétitivité des économies plus faibles de la zone. En acceptant une inflation un peu plus élevée et en stimulant leur demande intérieure, les économies fortes de la zone, particulièrement l'Allemagne, pourraient faciliter la période de transition chez leurs partenaires. Une accélération de la croissance mondiale ou une dépréciation durable de l'euro aiderait aussi la zone euro à se sortir de l'impasse actuelle, mais, pour le moment, l'appui externe s'annonce limitée.

Un résultat positif lors de l'élection du 17 juin serait certainement accueilli avec soulagement par les marchés. Peu importe le résultat, il faut cependant prévoir que la crise européenne des dettes publiques demeure un soutien important pour le marché obligataire pour plusieurs trimestres, voire plusieurs années.

LES POLITIQUES MONÉTAIRES DEMEURERONT TRÈS ACCOMMODANTES

Plusieurs banques centrales qui avaient adopté un ton plus *hawkish* vers la fin de l'hiver ont récemment fait marche arrière. La BCE et la Banque d'Angleterre se montrent très préoccupées par la remontée des tensions financières. Pour le moment, elles observent la situation, mais tout signe d'un commencement de crise de liquidité devrait les convaincre de mettre en place de nouvelles mesures non traditionnelles (graphique 6). Aux États-Unis, les dernières données très faibles sur l'emploi ont calmé les dirigeants les plus *hawkish* de la Réserve fédérale. Il faut dire que la modération des prix du pétrole au cours des derniers mois est aussi venue enlever un des principaux risques à la hausse pesant sur les scénarios d'inflation.

Graphique 6 – Jusqu'à maintenant, il ne semble pas y avoir de problème de liquidité sur les marchés

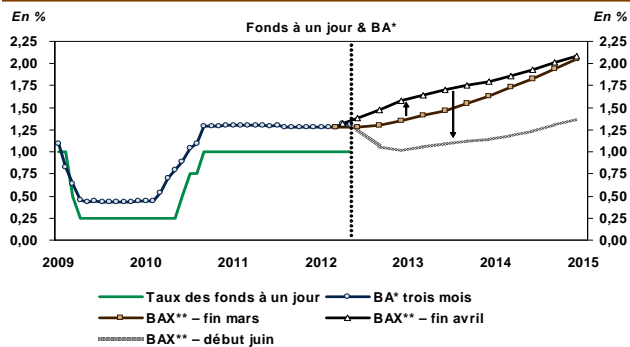


* Écart entre le taux Libor trois mois et le taux des fonds à un jour prévu sur cette période.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La Banque du Canada (BdC) est dans une situation particulière. La force des dernières données sur l'emploi et les mises en chantier ont temporairement laissé penser aux marchés

qu'elle pourrait remonter son taux directeur dès la fin de l'été. Les anticipations de marché se sont toutefois retournées brusquement (graphique 7) alors qu'il est devenu clair que la BdC ne pourrait ignorer le contexte international. La faible croissance de 1,9 % de l'économie canadienne au premier trimestre, alors que la BdC misait sur une progression de 2,5 %, et le ralentissement inquiétant de la création d'emplois aux États-Unis devraient la convaincre de modérer quelque peu son discours dans son prochain communiqué.

Graphique 7 – Les anticipations des marchés concernant les taux directeurs canadiens sont volatiles



* Acceptation bancaire; ** Contrat à terme sur les acceptations bancaires trois mois.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

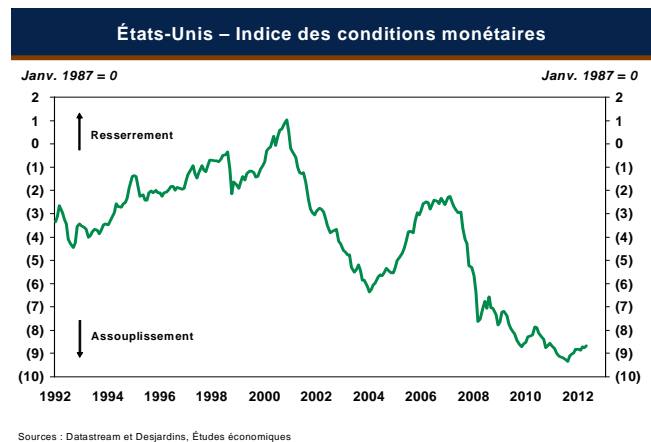
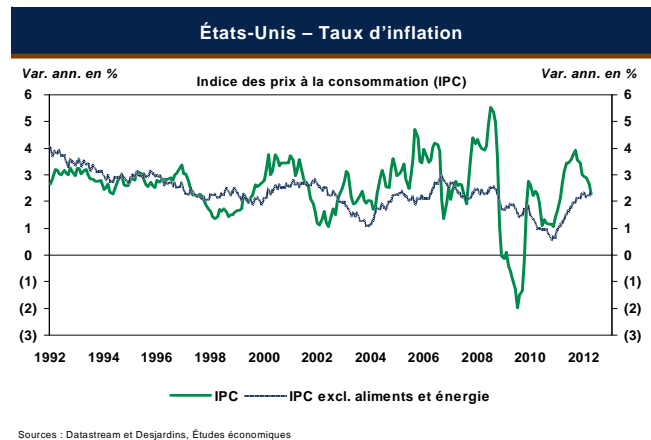
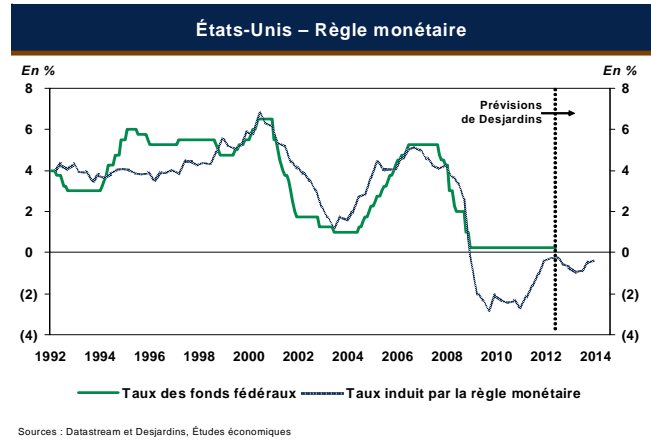
Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal

RÉSERVE FÉDÉRALE

Un QE3 probable sans être imminent

- Les indicateurs économiques publiés depuis la dernière réunion de la Réserve fédérale (Fed) montrent une image un peu moins reluisante de la croissance américaine. C'est surtout vrai pour le marché du travail où un ralentissement est flagrant depuis le début du printemps. La moyenne mensuelle des embauches est tombée de 252 000 entre décembre 2011 et février dernier à 96 000 depuis le mois de mars. La faiblesse des embauches et des autres indicateurs inquiétera sans doute les dirigeants de la Fed. Toutefois, la poursuite d'une croissance modeste de l'économie devrait faire qu'une autre salve d'assouplissement quantitatif ne sera pas jugée nécessaire dans les prochains mois.
- Du côté de l'inflation, la situation s'apaise grâce à la baisse des prix du pétrole et de l'essence. Pour la première fois depuis 2009, la variation annuelle des prix de l'essence à la pompe est maintenant négative. L'énergie devrait de plus en plus contribuer négativement au glissement annuel de l'indice des prix à la consommation. L'inflation de base qui exclut les aliments et l'énergie se fait un peu plus tenace, mais elle ne se situe pas non plus à un niveau très alarmant. On s'attend d'ailleurs à la voir ralentir au cours de 2012. De plus, les anticipations inflationnistes se font plutôt stables. Calculées à partir des titres à rendement réel, les anticipations implicites sur un horizon de cinq années, mais à partir de cinq ans, demeurent dans le corridor qu'elles empruntent depuis le début de 2012. Il faudrait que les anticipations inflationnistes reculent de façon marquée, à l'image des fins d'été de 2010 et de 2011 pour inciter la Fed à mettre en place d'autres mesures.
- Nonobstant les scénarios alternatifs alimentés par une très grave détérioration de la situation économique et financière en Europe, peu d'éléments devraient déstabiliser suffisamment l'économie américaine pour forcer Ben Bernanke et ses collègues à réagir cette année. La faiblesse de l'emploi en mai est toutefois inquiétante, mais le début de 2013 s'annonce encore plus périlleux. La possibilité d'un *fiscal cliff*, c'est-à-dire le relèvement soudain des taux d'imposition accompagné d'une baisse drastique des dépenses, est importante, vu la mésentente entre le Congrès et la Maison-Blanche. Même un compromis postélectoral tablant sur un relèvement partiel des impôts et sur des coupes moins sévères pourrait suffisamment affecter la croissance pour que la Fed aille de l'avant avec un QE3 au début de l'an prochain.

Prévisions : Le scénario ne prévoit pas de hausse des taux directeurs avant l'automne 2014. Du côté des politiques quantitatives, le *statu quo* devrait rester de mise en 2012, mais de nouvelles mesures pourraient avoir lieu au début de 2013.

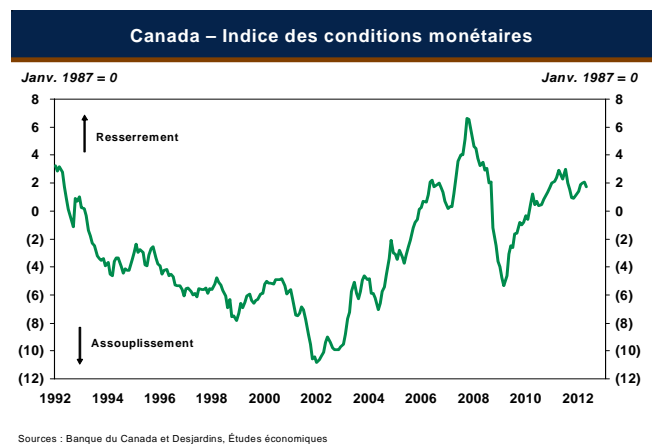
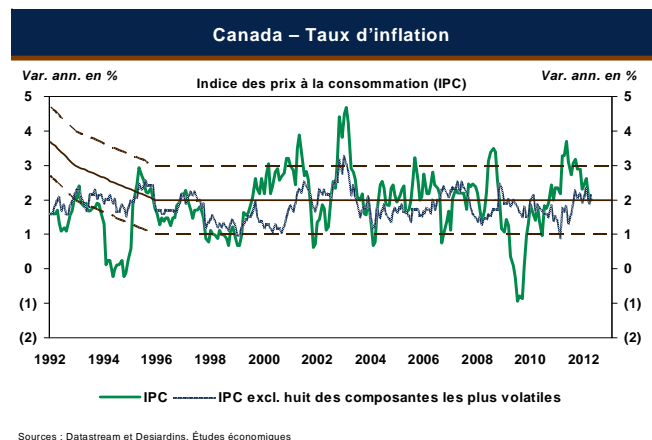
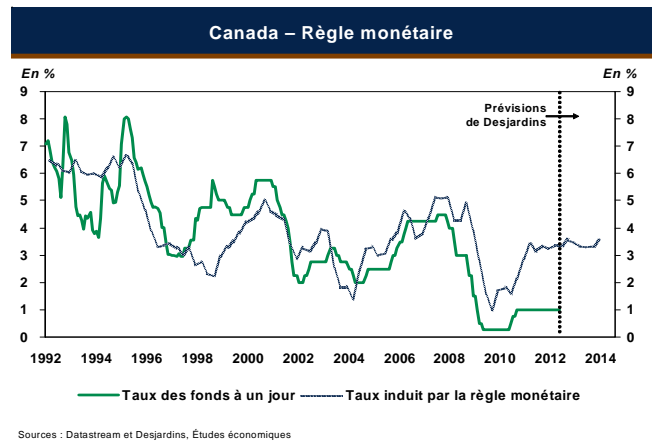


BANQUE DU CANADA

Pas de hausse de taux avant le dernier trimestre de 2013

- Les dernières semaines ont été marquées par des résultats parfois très positifs au Canada. Par exemple, le marché du travail a bénéficié d'une création totale de 140 500 emplois en mars et en avril. Le nombre de mises en chantier a atteint 244 800 unités en avril, soit le niveau le plus élevé depuis septembre 2007.
- Cela dit, plusieurs autres indicateurs économiques ont progressé beaucoup plus modestement récemment, dont les ventes au détail et les ventes de gros. Ainsi, le PIB réel par industrie n'a augmenté que de 0,1 % en mars dernier.
- Compte tenu de la baisse de 0,2 % répertoriée en février, le premier trimestre de 2012 s'est soldé par une hausse de seulement 1,9 % du PIB réel. De plus, il serait très étonnant que la croissance du PIB réel dépasse la barre des 2 % au deuxième trimestre de 2012. Rappelons que les dernières prévisions de la Banque du Canada (BdC) comportaient une hausse de 2,5 % pour le premier et le deuxième trimestre de 2012. Il faut donc s'attendre à ce que les dirigeants de la BdC révisent à la baisse leur scénario économique.
- L'écart négatif entre la production et son plein potentiel, évalué à -0,5 % à la fin de 2011 par la BdC, continuera à se résorber graduellement. Nos projections indiquent que le retour au plein potentiel pourrait survenir à l'automne de 2013.
- Le taux annuel d'inflation totale est passé de 1,9 % en mars à 2,0 % en avril. La variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation n'aura donc été sous la cible médiane (2 %) de la BdC que durant un seul mois. L'inflation totale pourrait toutefois revenir épisodiquement sous la cible médiane, bien que la tendance générale ne devrait pas trop s'en éloigner. En outre, des effets de base favorables et un apaisement des prix de l'énergie amèneront une diminution de l'inflation totale dès le mois de mai. Malgré de nouveaux gains mensuels des prix de l'essence, les variations annuelles des prix de l'énergie ont déjà ralenti considérablement, soit de 5,1 % en mars à 1,1 % en avril.
- Avec un gain mensuel de 0,4 %, la hausse de l'indice de référence de la BdC (IPCX) a été plus importante en avril qu'anticipé. Il faudra donc surveiller les prochaines variations de l'IPCX afin de mesurer l'ampleur des pressions haussières. Ces dernières devraient néanmoins demeurer limitées étant donné la présence d'un écart négatif entre la production et son plein potentiel.

Prévisions : Les incertitudes demeurent nombreuses et la croissance économique modeste répertoriée au début de 2012 met en évidence à quel point la situation nécessite encore une détente monétaire exceptionnelle. Le taux cible des fonds à un jour demeurera donc vraisemblablement à 1,00 % jusqu'à l'automne 2013.



BANQUES CENTRALES D'OUTRE-MER

Le ton redevient plus *dovish* en Europe

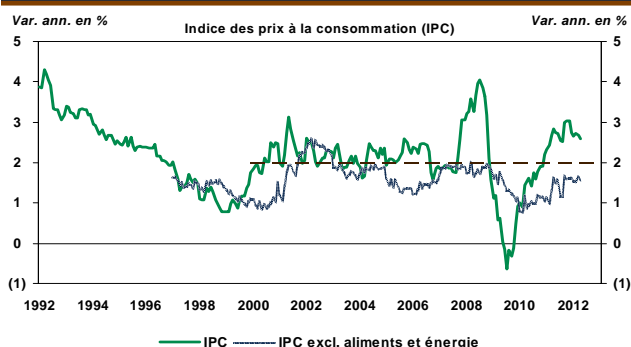
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

- La BCE s'est montrée plus *dovish* dans son dernier communiqué de politique monétaire. Elle a notamment souligné la dégradation de certains indicateurs économiques et elle semble s'inquiéter davantage que les risques baissiers identifiés sur son scénario de croissance se concrétisent. Du côté de l'inflation, la BCE a retiré la mention selon laquelle les risques inflationnistes étaient orientés à la hausse à court terme.
- La forte progression de l'économie allemande au premier trimestre a permis à la zone euro d'éviter de justesse de retomber officiellement en récession, mais cela ne devrait pas modifier significativement le scénario de la BCE et son évaluation des risques. La situation économique demeure très difficile dans plusieurs pays de la zone. La hausse des tensions financières observée à la suite des élections non concluantes en Grèce et l'inquiétude grandissante envers le secteur bancaire espagnol sont de plus venues assombrir le portrait au cours des dernières semaines. Rien n'annonce pour le moment le retour d'une véritable croissance.
- Malgré tout, la BCE pourrait encore se montrer réticente à intervenir. De nouvelles opérations de refinancement de long terme auront lieu seulement si le système bancaire européen montre des problèmes de liquidité. En ce qui a trait à l'achat de titres souverains de moins bonne catégorie, la BCE pourrait juger qu'elle a suffisamment pris de risques. Préférant maintenant jouer un peu plus de prudence, elle a récemment cessé ses opérations courantes avec certaines banques grecques. Enfin, les baisses de taux d'intérêt continueront d'être évaluées en fonction de la balance des risques sur l'économie et l'inflation.

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

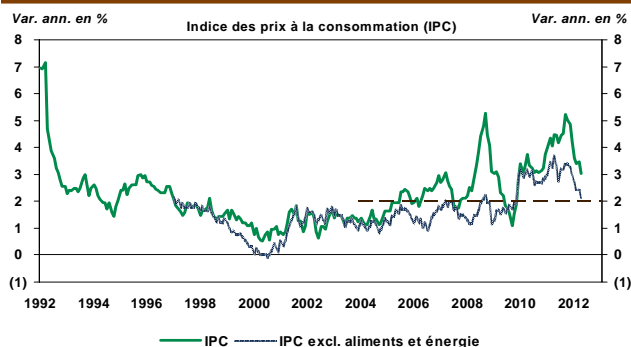
- Malgré la confirmation que l'économie britannique est entrée officiellement en récession au premier trimestre de 2012, la BoE a décidé de ne pas bonifier son programme d'assouplissement quantitatif au début du mois de mai. Les titres financiers acquis depuis la réinitialisation de ce programme en octobre 2011 totalisent 125 G£ (192 G\$ US) et s'ajoutent aux 200 G£ (308 G\$ US) qui avaient déjà été accumulés précédemment.
- La décision de la BoE s'explique en partie par une hausse des perspectives d'inflation à court terme alors que la croissance des prix se maintient au-dessus de sa cible depuis déjà quelques années au Royaume-Uni. La BoE demeure néanmoins prête à intervenir davantage. D'après le compte rendu de la rencontre de politique monétaire tenue en mai, la porte reste ouverte selon l'évolution des prévisions. À cet égard, le rapport sur l'inflation, publié le 16 mai dernier, montre que la BoE reste très inquiète de l'état de l'économie. Elle a revu à la baisse ses perspectives de croissance et elle insiste sur l'importance des risques provenant de la zone euro, particulièrement pour le secteur financier britannique.

Zone euro – Taux d'inflation



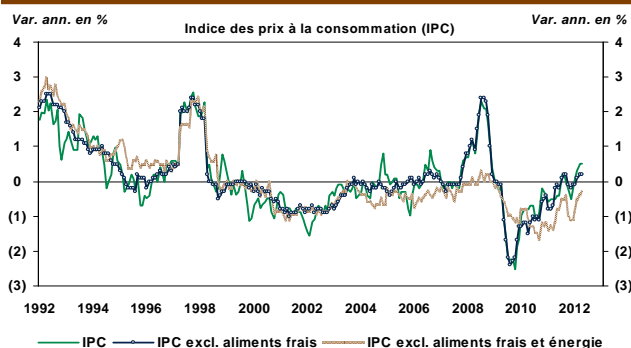
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Royaume-Uni – Taux d'inflation



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Japon – Taux d'inflation



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

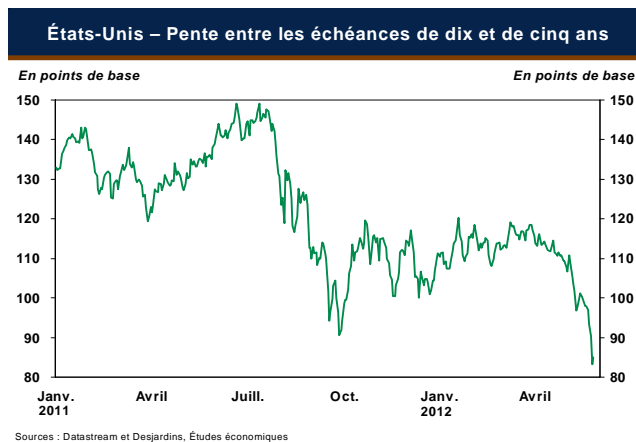
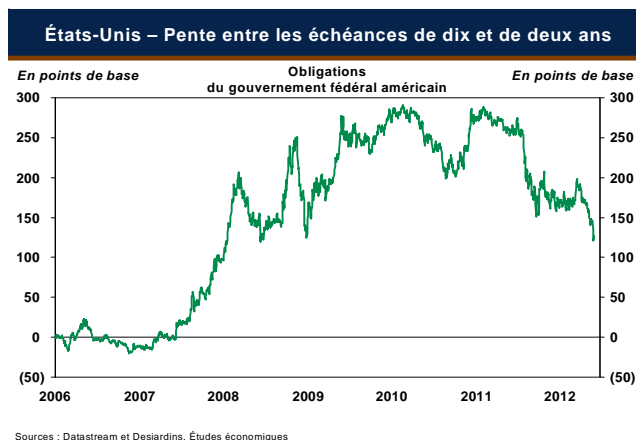
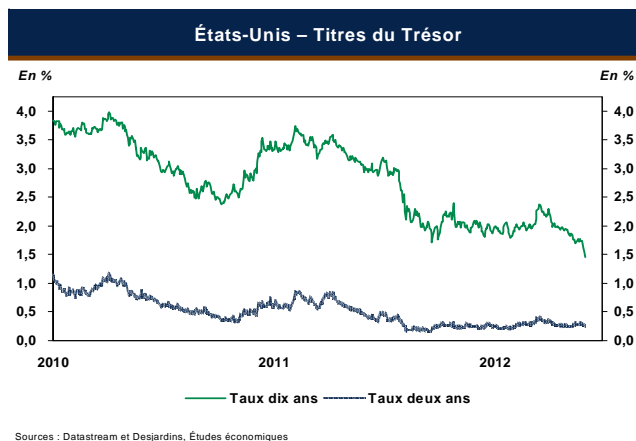
MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

Séquelles des traumatismes de 2011

OBLIGATIONS AMÉRICAINES

- Alors que certains croyaient que la fin de l'ère des taux bas était indéniablement à nos portes au début du printemps, voilà que le taux obligataire américain de dix ans a entrepris une chute le menant à forger un nouveau creux historique de 1,45 % le 1^{er} juin. Ainsi, les *Treasuries*, que d'aucuns jugeaient surévalués après qu'ils ont trôné en roi et maître en 2011 et offrant un rendement négatif après l'inflation, sont de nouveau en forte demande.
- Dans la foulée des événements suivant l'élection échouée en Grèce le 6 mai, la pente de la courbe de rendement américaine s'est considérablement aplatie, non seulement dans sa partie médiane mais également dans la partie plus longue, alors que les obligations de trente ans ont performé de manière exceptionnelle, faisant fi des problèmes fiscaux irrésolus aux États-Unis. De plus, le gouvernement américain parvient actuellement à émettre sa dette à des taux d'aubaine. À titre d'exemple, l'émission de 29 G\$ US d'obligations de sept ans tenue en mai s'est effectuée à un taux record de seulement 1,203 %.
- Par ailleurs, les indicateurs économiques toujours décevants au sud de la frontière, conjugués à la baisse des prix des matières premières, ont provoqué une modération marquée des anticipations d'inflation. C'est d'ailleurs cette composante du taux nominal qui explique l'essentiel de la baisse : les taux réels ont plutôt augmenté à certaines échéances, même s'ils demeurent solidement en territoire négatif dans le cas des échéances allant jusqu'à dix ans.
- D'ici les élections grecques, le niveau d'anxiété demeurera élevé. À l'échelle nationale, les indicateurs économiques offrant peu d'encouragement continueront d'alimenter les spéculations quant à l'annonce d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif, ce que la Réserve fédérale (Fed) ne combattra sûrement pas. Elle ne passera toutefois pas à l'action sans qu'il y ait des diminutions supplémentaires dans les anticipations d'inflation.

Prévisions : Nous intégrons quelques ajustements à la baisse à nos cibles du deuxième trimestre, alors qu'il semble peu probable qu'il y ait des développements assez constructifs pour repousser le taux de dix ans au-dessus de 2,0 % dans un horizon de court terme. Même si la pente de la courbe 5/10, qui s'est rabattue de 33 points de base depuis le début d'avril, peut paraître très plate, l'ampleur des risques fait qu'il est prématuré d'espérer une pentification rapide. Le discours de la Fed sera toutefois un élément à surveiller, considérant que les précédents épisodes d'aplatissement de la courbe 5/10 similaires au cas actuel ont connu leurs points culminants avec des annonces de la Fed.

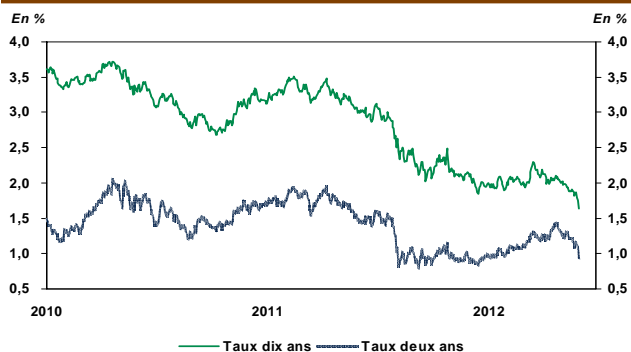


OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Avec la grande aversion pour le risque qui a sévi en mai, les obligations gouvernementales canadiennes ont fortement performé, surtout dans la partie courte et médiane de la courbe. L'obligation de deux ans, qui avait fait les frais du ton *hawkish* de la Banque du Canada (BdC) en avril (son taux atteignant 1,42 % à la fin du mois), a profité du renversement de sentiment, n'affichant plus que 0,91 % au moment d'écrire ces lignes. Les courbes 2/10 et 2/30 se sont d'ailleurs pentifiées de façon marquée. Autre fait marquant, l'écart du taux de cinq ans canadien par rapport à son équivalent américain est retombé à 56 points de base, soit près de la moyenne de février et de mars, après s'être aventuré jusqu'à 85 points en avril.
- L'un des grands facteurs derrière ces mouvements a été la réévaluation des anticipations quant à la politique monétaire. La probabilité implicite d'une hausse d'ici la réunion du 17 juillet, qui était montée jusqu'à 58 % à la fin d'avril, avait clairement démontré une exagération dans les attentes du marché. En mai, non seulement les tensions globales se sont amplifiées, mais la croissance canadienne s'est révélée plus faible que la BdC ne l'anticipait au premier trimestre. Devant ces constats, les investisseurs ont changé leur fusil d'épaule, mais de façon très abrupte : les craintes ont gagné les marchés à un point tel que même un scénario de baisses de taux a commencé à faire son chemin dans les anticipations. La première hausse est désormais escomptée pour 2014. À notre avis, la rapidité du changement de point de vue du marché suggère néanmoins un pessimisme surfait.
- Le communiqué qui émanera de la réunion de la BdC le 5 juin prochain sera scruté de très près. Le recul des anticipations de hausses est conforme au point de vue selon lequel la BdC tempêrera son optimisme devant l'environnement de risque en Europe et la croissance canadienne. Le risque serait toutefois qu'elle continue d'envoyer des signaux *hawkish*, ce qui pourrait ramener les anticipations de marché à un horizon moins étendu pour la première hausse de taux.

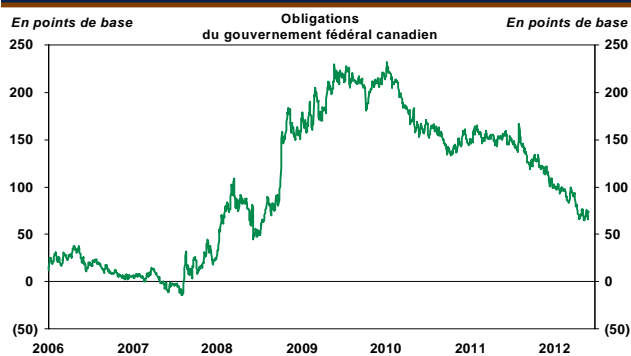
Prévisions : Tant qu'il manquera de clarté autour de la situation en Grèce, les taux canadiens auront du mal à progresser. Les données économiques américaines auront également un impact indirect sur la courbe canadienne, surtout si d'autres déceptions devaient alimenter les spéculations quant à un troisième programme d'assouplissement quantitatif. Les cibles sont revues à la baisse pour tenir compte du contexte qui risque de demeurer tendu à court terme. Toutefois, à moyen terme, les écarts pourraient s'élargir de nouveau, dans un scénario où les nuages se dissipent. À notre avis, il fait toujours peu de doute que, dans l'univers des banques centrales majeures, la BdC demeure parmi celles dont la poursuite de la normalisation approche le plus rapidement, bien que ce ne soit pas incessamment.

Canada – Obligations fédérales



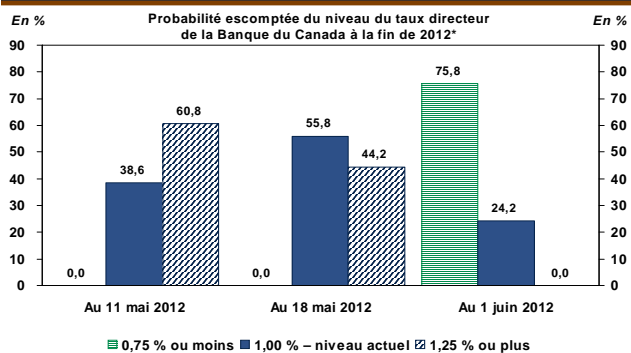
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Pente entre les échéances de dix et de deux ans



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Anticipations de taux



* Selon les swaps trois mois indexés sur le taux à un jour.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Tableau 1 Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Canada												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
Zone euro												
Taux de refinancement	1,00	1,25	1,50	1,00	1,00	1,00	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
Mars 2012			
7	Banque du Brésil	-75 p.b.	9,75
8	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
8	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
8	Banque du Canada	s.q.	1,00
13	Banque du Japon	s.q.	0,10
13	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
14	Banque de Norvège	-25 p.b.	1,50
15	Banque nationale suisse	s.q.	0,00
16	Banque du Mexique	s.q.	4,50
Avril 2012			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	4,25
4	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
9	Banque du Japon	s.q.	0,10
17	Banque du Canada	s.q.	1,00
18	Banque de Suède	s.q.	1,50
18	Banque du Brésil	-75 p.b.	9,00
25	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
25	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
26	Banque du Japon	s.q.	0,10
27	Banque du Mexique	s.q.	4,50
Mai 2012			
1	Banque de réserve d'Australie	-50 p.b.	3,75
3	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10	Banque de Norvège	s.q.	1,50
22	Banque du Japon	s.q.	0,10
30	Banque du Brésil	-50 p.b.	8,50

 s.q. : statu quo ; p.b. : points de base
 Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3 Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Juin 2012	
5	Banque de réserve d'Australie
5	Banque du Canada
6	Banque centrale européenne
7	Banque d'Angleterre
8	Banque du Mexique
13	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
14	Banque nationale suisse
14-15	Banque du Japon
20	Banque de Norvège
20	Réserve fédérale
Juillet 2012	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque de Suède
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
11	Banque du Brésil
11-12	Banque du Japon
17	Banque du Canada
20	Banque du Mexique
25	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
31	Réserve fédérale
Août 2012	
2	Banque centrale européenne
2	Banque d'Angleterre
6	Banque de réserve d'Australie
8-9	Banque du Japon
29	Banque de Norvège
29	Banque du Brésil

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Bons du Trésor												
3 mois	0,09	0,03	0,02	0,02	0,07	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20
Obligations fédérales												
2 ans	0,76	0,44	0,26	0,23	0,35	0,30	0,35	0,35	0,35	0,40	0,50	0,60
5 ans	2,19	1,72	0,94	0,81	1,03	0,75	0,95	0,95	0,95	1,05	1,15	1,30
10 ans	3,45	3,16	1,93	1,88	2,22	1,65	2,00	2,10	2,10	2,25	2,40	2,60
30 ans	4,51	4,38	2,92	2,89	3,35	2,70	3,00	3,00	3,00	3,15	3,30	3,50
Pente												
5 ans - 3 mois	2,10	1,69	0,92	0,79	0,96	0,65	0,85	0,85	0,80	0,90	0,95	1,10
10 ans - 2 ans	2,70	2,72	1,66	1,64	1,87	1,35	1,65	1,75	1,75	1,85	1,90	2,00
30 ans - 3 mois	4,42	4,35	2,90	2,87	3,28	2,60	2,90	2,90	2,85	3,00	3,10	3,30

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
Bons du Trésor												
3 mois	0,96	0,93	0,81	0,82	0,92	0,90	0,95	1,00	1,05	1,15	1,25	1,60
Obligations fédérales												
2 ans	1,83	1,60	0,88	0,96	1,20	0,95	1,15	1,20	1,20	1,35	1,65	1,90
5 ans	2,77	2,33	1,39	1,28	1,57	1,20	1,45	1,55	1,60	1,80	2,00	2,20
10 ans	3,35	3,11	2,15	1,94	2,11	1,80	2,10	2,15	2,20	2,35	2,55	2,75
30 ans	3,80	3,58	2,77	2,49	2,66	2,35	2,60	2,60	2,60	2,75	2,90	3,10
Pente												
5 ans - 3 mois	1,81	1,40	0,58	0,46	0,65	0,30	0,50	0,55	0,55	0,65	0,75	0,60
10 ans - 2 ans	1,52	1,51	1,27	0,98	0,91	0,85	0,95	0,95	1,00	1,00	0,90	0,85
30 ans - 3 mois	2,84	2,65	1,96	1,67	1,74	1,45	1,65	1,60	1,55	1,60	1,65	1,50
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,87	0,90	0,79	0,80	0,85	0,80	0,85	0,90	0,90	1,00	1,05	1,40
2 ans	1,08	1,16	0,62	0,73	0,85	0,65	0,80	0,85	0,85	0,95	1,15	1,30
5 ans	0,58	0,62	0,45	0,47	0,54	0,45	0,50	0,60	0,65	0,75	0,85	0,90
10 ans	(0,10)	(0,05)	0,22	0,06	(0,11)	0,15	0,10	0,05	0,10	0,10	0,15	0,15
30 ans	(0,71)	(0,80)	(0,15)	(0,40)	(0,69)	(0,35)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques