



16 novembre 2015

LA RÉSERVE FÉDÉRALE DEVRAIT RELEVER SON TAUX DIRECTEUR EN DÉCEMBRE, MAIS ADOPTER UNE APPROCHE PROGRESSIVE EN 2016

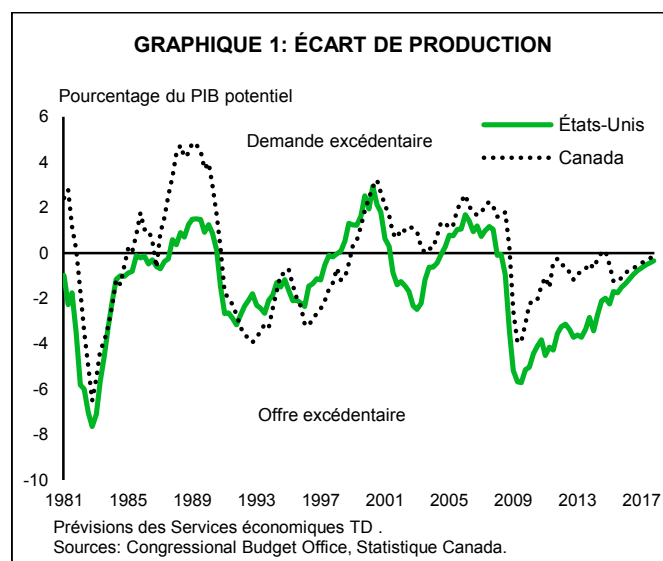
Faits saillants

- La vigueur persistante de la demande intérieure aux États-Unis, malgré les obstacles à l'échelle mondiale, suggère que l'économie américaine n'a plus besoin de taux d'intérêt extraordinairement bas. Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale des États-Unis (la Fed) relève le taux des fonds fédéraux à l'occasion de sa prochaine réunion, le 16 décembre.
- Une hausse du taux directeur de la Fed en décembre creusera l'écart entre les taux canadiens et américains. Étant donné que la Banque du Canada devrait rester sur la touche jusqu'au milieu de 2017, cet écart négatif continuera d'exercer des pressions à la baisse sur le huard, qui touchera vraisemblablement un creux de 71,4 cents US au premier trimestre de 2016.
- Une faible demande mondiale et un dollar américain fort devraient permettre de contenir les prix des produits de base et l'inflation. Malgré un taux de chômage de 5,0 % aux États-Unis, d'autres indicateurs témoignent de capacités excédentaires continues au sein de l'économie. Compte tenu de ce qui précède et de la taille sans précédent du bilan de la Fed, les prochaines étapes en vue d'une normalisation de la politique monétaire américaine seront empreintes de prudence.

L'année 2015 tirant à sa fin, les participants aux marchés financiers s'attendent désormais davantage à ce que la Fed commence à relever son taux directeur à l'occasion de sa dernière réunion de l'année, le 16 décembre prochain. La vigueur persistante de la demande intérieure aux États-Unis, malgré les obstacles à l'échelle mondiale, suggère que l'économie américaine est prête pour une augmentation des taux d'intérêt.

Du point de vue du Canada, une hausse du taux directeur de la Fed en décembre creusera davantage l'écart entre les taux canadiens et américains. Étant donné que la Banque du Canada devrait rester sur la touche jusqu'au milieu de 2017, les écarts négatifs entre les taux à court terme devraient persister jusqu'à la fin de 2017, ce qui continuera d'exercer des pressions à la baisse sur le huard. Nous nous attendons à ce que le dollar canadien touche un creux de 71,4 cents US au premier trimestre de 2016. La monnaie devrait demeurer relativement faible jusqu'au deuxième semestre de 2017, au moment où s'amorcera selon nous un cycle de hausse des taux d'intérêt de ce côté-ci de la frontière.

Puisque la Fed mènera le bal au chapitre des hausses de taux d'intérêt, le reste de notre article portera sur l'orientation des taux d'intérêt aux États-Unis. Afin de déterminer cette orienta-

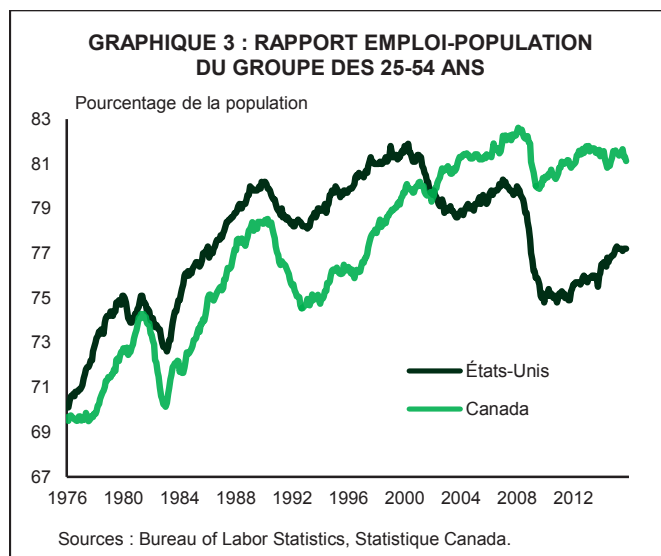
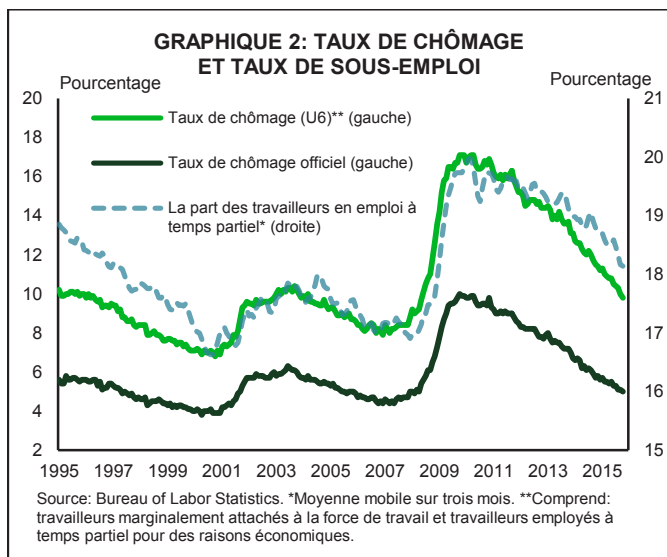


tion, il est essentiel de comprendre à quel point du cycle économique se situe l'économie américaine. Pour ce faire, les économistes se fondent souvent sur l'écart de production (graphique 1). Dans sa forme la plus simple, cet indicateur vise à mesurer à quel point l'économie est proche de sa production potentielle (c'est-à-dire son plein potentiel). Plus l'économie est proche de ce point, moins il est nécessaire d'adopter une politique monétaire expansionniste.

Pour mesurer l'écart de production, il faut tenir compte d'une combinaison de données : estimations du PIB potentiel, diverses mesures de l'emploi et influence de la situation mondiale sur les dynamiques de l'inflation du pays. La combinaison de ces éléments nous laisse deux impressions. Premièrement, les indicateurs américains font état d'une amélioration marquée. Deuxièmement, l'économie américaine ne présente aucun risque de surchauffe, et la Fed peut aller de l'avant prudemment.

À quel point du cycle économique les États-Unis se situent-ils?

Le point où se situe le taux de chômage par rapport au taux structurel constitue une mesure courante de l'écart de production. Six ans (au mois près) après avoir atteint un sommet de 10 %, le taux de chômage a chuté à 5 % en octobre aux États-Unis. Cela correspond aux estimations de ce qui est considéré comme « normal » dans une économie en équilibre. Mais alors, l'économie serait-elle déjà revenue à son plein potentiel? Et, le cas échéant, y a-t-il un risque que la politique monétaire exceptionnellement favorable en vigueur entraîne une accélération ou une accentuation des ajustements de taux d'intérêt?



La réponse : pas si on observe l'économie américaine dans son ensemble. Revenons à la notion de PIB réel par rapport au PIB potentiel, qui présente un point de vue différent. L'OCDE, le FMI et le CBO estiment qu'en 2015, la production réelle se situe de 1,0 à 2,5 % en deçà de la production potentielle (graphique 2). L'OCDE ne s'attend pas à ce que l'écart de production se résorbe avant 2017 aux États-Unis, tandis que le CBO et le FMI prévoient que cela se produira au cours de l'année prochaine¹, ce qui est correspond à notre estimation.

Les mesures de la production potentielle ou « normale » sont susceptibles d'être révisées. Toutes les grandes estimations du PIB potentiel ont chuté après la récession, les analystes ayant acquis une meilleure compréhension des conséquences à long terme d'une crise financière sur les investissements, la productivité et l'offre de travailleurs. Les estimations du taux de chômage structurel ont aussi été revues à la baisse. La moyenne des prévisions de la Fed a atteint 5,6 % en 2013, avant de revenir au niveau actuel de 5 %.

Dans le même ordre d'idées, le taux de chômage conventionnel ne constitue pas une mesure exhaustive des capacités excédentaires. D'autres indicateurs du marché du travail aux États-Unis se situent bien en dessous de leurs niveaux d'avant la récession. Par exemple, le taux de « sous-emploi » U6 additionne le nombre de personnes qui veulent un emploi (c'est-à-dire les gens qui veulent un emploi, mais qui n'en cherchent pas un en ce moment et ceux qui travaillent à temps partiel pour des raisons économiques). Ce taux se situe à 9,8 %, après avoir atteint un sommet de 17,1 %. Il

demeure néanmoins 1,4 point de pourcentage au-dessus de son niveau antérieur à la récession, fin 2007. De la même façon, le rapport emploi-population du groupe d'âge actif de base (les 25-54 ans) est encore inférieur de 3 points de pourcentage au niveau d'avant la récession (graphique 3).

En conclusion

À mesure que les capacités excédentaires seront absorbées, l'inflation devrait tout de même demeurer négligeable, car une faible croissance mondiale et un dollar américain fort permettront de la contenir. Or, comme l'a indiqué Janet Yellen, présidente de la Fed, compte tenu des retards sur le plan de la politique monétaire, la Fed ne peut se permettre d'attendre que les pressions sur les capacités soient manifestes pour commencer à normaliser sa politique monétaire. C'est d'autant plus vrai lorsque le point de départ est zéro.

Une augmentation des taux en décembre permettra à la Fed de prendre une pause pour étudier les nouvelles données

à sa disposition. Nous nous attendons ainsi à des hausses de taux totalisant environ 75 points de base seulement la première année. Compte tenu de l'inflation, le taux des fonds fédéraux demeurera donc en territoire négatif.

L'approche progressive décrite ci-dessus tient aussi compte du fait que la Fed a un bilan d'une taille sans précédent qu'elle doit réduire sans se hâter. Cette combinaison de réduction d'actifs et de hausses de taux d'intérêt apportera un double resserrement des conditions financières, en particulier si le billet vert demeure fort, alors que d'autres acteurs importants comme la zone euro, le Japon et la Chine continueront de privilégier une politique monétaire plus favorable. Tout cela suggère que la normalisation de la politique monétaire devrait se faire de manière fluide et progressive.

PERSPECTIVES DES INDICATEURS FINANCIERS													
	Taux au 16-nov.	2015				2016				2017			
		T1	T2	T3	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
CANADA													
Taux cible financement un jour (%)	0.50	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00	1.25
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	0.43	0.55	0.58	0.43	0.45	0.45	0.45	0.45	0.50	0.55	0.80	1.15	1.20
Rendem. oblig. d'État 2 ans (%)	0.61	0.51	0.49	0.53	0.60	0.65	0.75	0.80	0.90	1.05	1.20	1.50	1.75
Rendem. oblig. d'État 5 ans (%)	0.93	0.77	0.81	0.81	1.05	1.20	1.30	1.45	1.55	1.65	1.80	2.00	2.25
Rendem. oblig. d'État 10 ans (%)	1.63	1.36	1.68	1.45	1.80	1.90	2.00	2.10	2.15	2.25	2.35	2.50	2.65
Rendem. oblig. d'État 30 ans (%)	2.33	1.99	2.31	2.21	2.40	2.45	2.50	2.60	2.65	2.75	2.85	3.00	3.15
Écart oblig. 10 et 2 ans (%)	1.02	0.85	1.19	0.92	1.20	1.25	1.25	1.30	1.25	1.20	1.15	1.00	0.90
ÉTATS-UNIS													
Taux cible des fonds fédéraux (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	1.75	1.75
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	0.11	0.03	0.01	0.00	0.25	0.50	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50	1.50	1.50
Taux bons du Trésor 2 ans (%)	0.83	0.56	0.64	0.64	1.00	1.25	1.50	1.75	1.75	1.85	2.10	2.10	2.10
Taux bons du Trésor 5 ans (%)	1.63	1.37	1.63	1.37	1.80	2.00	2.10	2.25	2.25	2.35	2.45	2.45	2.45
Taux bons du Trésor 10 ans (%)	2.25	1.94	2.35	2.06	2.40	2.45	2.50	2.50	2.50	2.55	2.65	2.75	2.80
Taux bons du Trésor 30 ans (%)	3.04	2.54	3.11	2.87	3.15	3.15	3.20	3.20	3.20	3.20	3.25	3.30	3.35
Écart bons du Trésor 10 et 2 ans (%)	1.42	1.38	1.71	1.42	1.40	1.20	1.00	0.75	0.75	0.70	0.55	0.65	0.70
ÉCART CANADA - É.-U.													
Écart bons du Trésor 3 mois Can - É.-U.	0.32	0.52	0.57	0.43	0.20	-0.05	-0.30	-0.55	-0.50	-0.70	-0.70	-0.35	-0.30
Écart bons du Trésor 10 ans Can - É.-U.	-0.62	-0.58	-0.67	-0.61	-0.60	-0.55	-0.50	-0.40	-0.35	-0.30	-0.30	-0.25	-0.15

P: Prévisions du Groupe Banque TD, novembre 2015. Toutes les prévisions sont de fin de période.
Sources : Statistique Canada, Banque du Canada, Bloomberg.

MARCHÉS BOURSILIERS MONDIAUX					
	Prix au 16-nov.	% var. 30 jrs	% var. 2015	Sommet 52 sem.	Creux 52 sem.
Indice S&P 500	2,023	-0.5	-1.7	2,131	1,868
Ind. comp. S&P/TSX	13,075	-5.5	-10.6	15,451	13,005
Indice DAX	10,684	5.7	9.0	12,375	9,306
Indice FTSE 100	6,128	-3.9	-6.7	7,104	5,899
Indice Nikkei	19,394	6.0	11.1	20,868	16,755
Indice MSCI AC Monde	399	-2.1	-4.4	443	374

* Indice boursier pondéré comprenant les marchés développés et émergents.
Source : Bloomberg.

PERSPECTIVES DES PRIX DES PRODUITS DE BASE															
	Prix au 16-nov.	Sommet 52 sem.	Creux 52 sem.	2015				2016				2017			
				T1	T2	T3	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
Brut (WTI, \$US/baril)	41	76	38	49	59	47	44	48	50	58	63	65	65	65	70
Gaz naturel (\$US/mBTU)	2.01	4.41	1.90	2.87	2.78	2.52	3.05	3.20	3.10	3.25	3.40	3.60	3.40	3.20	3.80
Or (\$US/once troy)	1086	1302	1084	1218	1191	1125	1135	1100	1125	1175	1210	1200	1175	1125	1075
Argent (\$US/once troy)	14.3	18.3	14.1	16.74	16.44	14.90	15.35	14.90	15.75	16.25	16.75	16.65	16.25	14.90	14.75
Cuivre (Cents/livre)	219	308	219	264	275	236	238	234	230	225	225	220	225	250	250
Nickel (\$US/livre)	4.28	7.77	4.27	6.51	5.94	4.85	5.00	5.50	6.25	6.50	6.50	7.25	7.25	8.00	8.00
Aluminium (Cents/livre)	68	93	67	82	79	73	73	72	74	74	78	78	80	84	84
Blé (\$US/livre)*	6.40	8.85	5.82	7.45	7.34	6.50	6.25	6.50	6.75	6.90	7.00	7.10	7.25	7.35	7.50

P: Prévisions du Groupe Banque TD, novembre 2015. Toutes les prévisions sont des moyennes de période.
Sources : Bloomberg, USDA (Haver). *En date du 13 novembre 2015.

PERSPECTIVES DES DEVISES ÉTRANGÈRES														
Devise	Taux de change	Taux au 16-nov.	2015P				2016P				2017P			
			T1	T2	T3	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
Taux de change au dollar U.S.														
Yen japonais	JPY par USD	123.0	120.0	122.1	119.9	125.0	125.0	123.0	120.0	118.0	118.0	120.0	122.0	122.0
Euro	USD par EUR	1.07	1.07	1.12	1.12	1.02	1.03	1.06	1.10	1.12	1.15	1.15	1.20	1.20
Livre sterling	USD par GBP	1.52	1.49	1.57	1.51	1.46	1.49	1.58	1.62	1.65	1.64	1.64	1.67	1.67
Franc suisse	CHF par USD	1.01	0.97	0.94	0.97	1.06	1.04	1.01	0.97	0.96	0.92	0.94	0.92	0.92
Dollar canadien	CAD par USD	1.33	1.27	1.25	1.33	1.37	1.40	1.37	1.35	1.33	1.28	1.25	1.20	1.20
Dollar australien	USD par AUD	0.71	0.76	0.77	0.70	0.68	0.67	0.67	0.69	0.70	0.72	0.74	0.76	0.76
Dollar néo-zélandais	USD par NZD	0.65	0.75	0.68	0.63	0.62	0.61	0.59	0.57	0.56	0.58	0.58	0.60	0.61
Taux de change à l'euro														
Dollar U.S.	USD par EUR	1.07	1.07	1.12	1.12	1.02	1.03	1.06	1.10	1.12	1.15	1.15	1.20	1.20
Yen japonais	JPY par EUR	132	129	136	134	128	129	130	132	132	136	138	146	146
Livre sterling	GBP par EUR	0.71	0.72	0.71	0.74	0.70	0.69	0.67	0.68	0.68	0.70	0.70	0.72	0.72
Franc suisse	CHF par EUR	1.08	1.04	1.04	1.09	1.08	1.07	1.07	1.07	1.08	1.06	1.08	1.10	1.10
Dollar canadien	CAD par EUR	1.43	1.36	1.39	1.49	1.40	1.44	1.45	1.49	1.49	1.47	1.44	1.44	1.44
Dollar australien	AUD par EUR	1.51	1.41	1.45	1.60	1.50	1.54	1.58	1.59	1.60	1.60	1.55	1.58	1.58
Dollar néo-zélandais	NZD par EUR	1.66	1.44	1.65	1.78	1.65	1.69	1.80	1.93	2.00	1.98	1.98	2.00	1.97
Taux de change au yen japonais														
Dollar U.S.	JPY par USD	123.0	120.0	122.1	119.9	125.0	125.0	123.0	120.0	118.0	118.0	120.0	122.0	122.0
Euro	JPY par EUR	132	129	136	134	128	129	130	132	132	136	138	146	146
Livre sterling	JPY par GBP	187	178	192	181	183	186	194	194	195	194	197	204	204
Franc suisse	JPY par CHF	122.1	123.5	130.6	123.6	117.9	120.2	121.8	123.7	122.9	128.3	127.7	132.6	132.6
Dollar canadien	JPY par CAD	92.1	94.6	97.9	90.2	91.2	89.3	89.8	88.9	88.7	92.2	96.0	101.7	101.7
Dollar australien	JPY par AUD	87.2	91.5	94.1	83.9	85.0	83.8	82.4	82.8	82.6	85.0	88.8	92.7	92.7
Dollar néo-zélandais	JPY par NZD	79.6	89.8	82.8	75.5	77.5	76.3	72.6	68.4	66.1	68.4	69.6	73.2	74.4
Taux de change au dollar canadien														
Dollar U.S.	USD par CAD	0.75	0.79	0.80	0.75	0.73	0.71	0.73	0.74	0.75	0.78	0.80	0.83	0.83
Yen japonais	JPY par CAD	92.1	94.6	97.9	90.2	91.2	89.3	89.8	88.9	88.7	92.2	96.0	101.7	101.7
Euro	CAD par EUR	1.43	1.36	1.39	1.49	1.40	1.44	1.45	1.49	1.49	1.47	1.44	1.44	1.44
Livre sterling	CAD par GBP	2.03	1.88	1.96	2.01	2.00	2.09	2.17	2.19	2.20	2.10	2.05	2.00	2.00
Franc suisse	CHF par CAD	0.75	0.77	0.75	0.73	0.77	0.74	0.74	0.72	0.72	0.72	0.75	0.77	0.77
Dollar australien	AUD par CAD	1.06	1.03	1.04	1.07	1.07	1.07	1.09	1.07	1.07	1.08	1.08	1.10	1.10
Dollar néo-zélandais	NZD par CAD	1.16	1.05	1.18	1.19	1.18	1.17	1.24	1.30	1.34	1.35	1.38	1.39	1.37

P: Prévisions du Groupe Banque TD, novembre 2015. Toutes les prévisions sont de fin de période.
Sources : Réserve fédérale, TDBG, Bloomberg.

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.