

## La Réserve fédérale américaine prend le taureau par les cornes, mais d'autres baisses de taux seront nécessaires

### Faits saillants

- Réserve fédérale américaine : l'assouplissement monétaire se poursuit à vive allure!
- Banque du Canada : vers des baisses de taux plus importantes au Canada.
- Banque centrale européenne : les pressions inflationnistes lient les mains de la BCE.
- Banque d'Angleterre : les risques inflationnistes pourraient limiter les baisses de taux.
- Banque du Japon : pas de hausses prévues avant la mi-2008.
- La réappréciation du risque continue de favoriser les valeurs refuges.
- La pente de la courbe de rendement devrait s'accroître davantage.

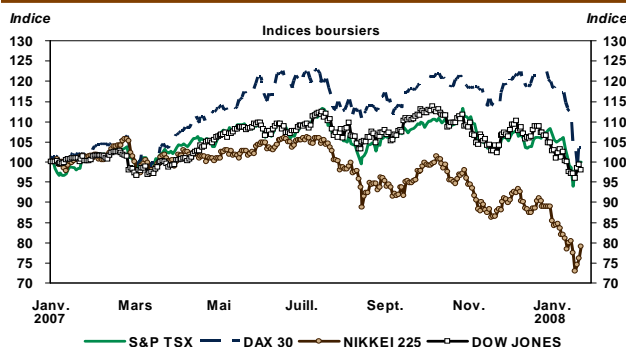
### TABLE DES MATIÈRES

Sommaire .....	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale américaine .....	5
Banque du Canada .....	6
Banque centrale européenne .....	7
Banque d'Angleterre .....	8
Banque du Japon .....	9
Tableaux .....	10
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis .....	11
Canada .....	12
Provinces .....	13
Tableaux .....	13-14

### Sommaire

Les dernières semaines ont été tumultueuses sur les marchés financiers (graphique 1). Les craintes d'un ralentissement économique généralisé ont été amplifiées récemment par le pessimisme des agences de notation (dont la décote de Ambac par Fitch de AAA à AA) à l'endroit des assureurs obligataires (*monolines*) et par un volume inhabituel de transactions de liquidations sur les Bourses européennes en raison d'une fraude historique de 7,1 G\$ US chez Société Générale. Au bord de la panique, le marché s'est rué sur les valeurs refuges, poussant les taux sur les obligations fédérales américaines de deux ans à un creux cyclique de moins de 1,90 %, leur plus bas niveau depuis avril 2004. Même la baisse surprise de 75 points de base de la Réserve fédérale américaine (Fed) a laissé le marché pantois.

Graphique 1 – Les indices boursiers se sont corrigés un peu partout sur la planète



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Et puis le ciel s'est éclairci. L'anticipation de baisses additionnelles des fonds fédéraux, le plan potentiel de 15 G\$ US pour sauver les *monolines* (graphique 2) et l'entente de principe de l'administration Bush visant une aide aux entreprises et aux ménages américains de 145 G\$ US ont finalement permis un regain d'espoir sur les marchés, poussant

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste

**Martin Lefebvre**  
Économiste senior

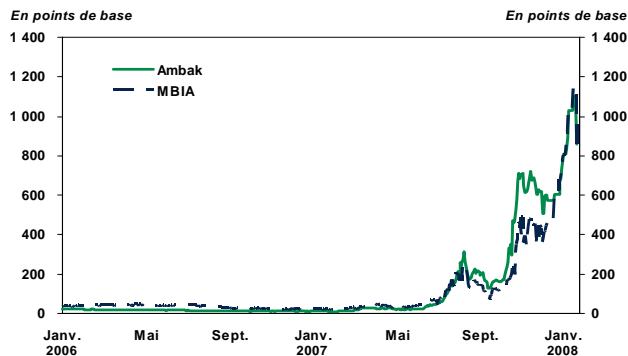
**Yves St-Maurice**

Directeur et économiste en chef adjoint

**Hendrix Vachon**  
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Graphique 2 – Les assureurs obligataires (monolines) sont sous surveillance**



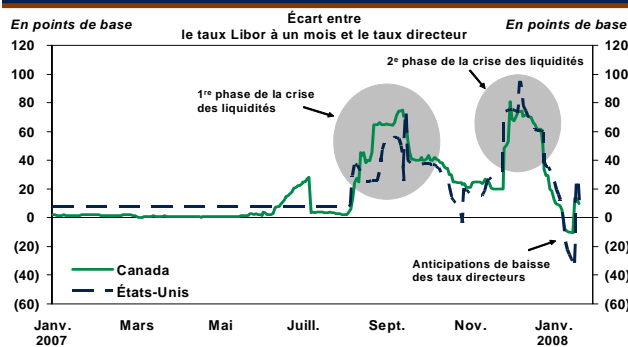
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

les taux d'intérêt obligataires américains en hausse de près de 30 points de base sur l'ensemble de la courbe.

### ACCENTUATION DE LA PENTE DE LA COURBE DE RENDEMENT

Pour le moment, nous croyons que d'autres baisses de taux verront le jour. Les tensions sur le marché monétaire se sont calmées avec le passage de la fin d'année (graphique 3), mais les risques de crédit restent abondants, et ce, particulièrement au sein des entreprises financières (graphique 4).

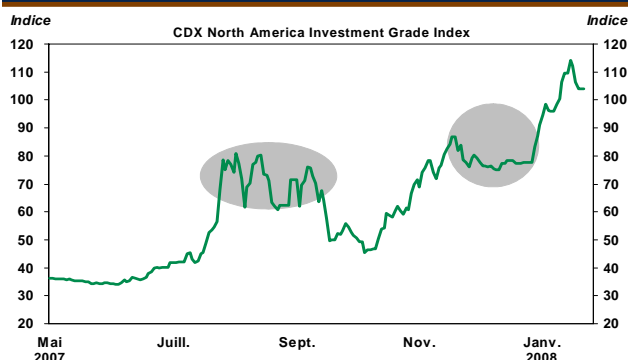
**Graphique 3 – Les risques de liquidité sont résorbés...**



Note : Le taux Libor (London interbank offered rate) est un taux moyen auquel un échantillon de grandes banques établies à Londres prêtent à d'autres grandes banques.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

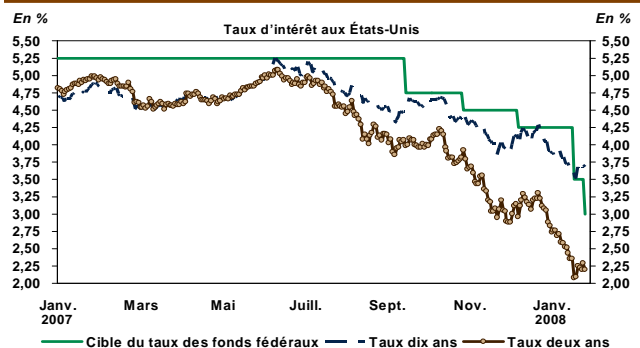
**Graphique 4 – ... mais les risques de crédits restent élevés**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, la pente de la courbe de rendement devra s'accroître davantage pour permettre aux sociétés financières de renouer avec la profitabilité. Toutefois, après des baisses des fonds fédéraux de 125 points de base en l'espace d'une semaine, la Fed est maintenant moins décalée par rapport aux anticipations du marché (graphique 5) et elle voudra certainement ralentir le rythme de son assouplissement monétaire afin de garder une marge de manœuvre dans la gestion de sa politique monétaire en cas d'une détérioration encore plus marquée de la situation économique ou de craintes de déflation. Cela, d'autant plus qu'aucun signe concret de récession ne s'est manifesté (outre le marché de l'habitation) et qu'aucune perte nette d'emplois n'a été enregistrée jusqu'à maintenant.

**Graphique 5 – La Fed a abaissé agressivement son taux directeur**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### DÉCOUPLAGE?

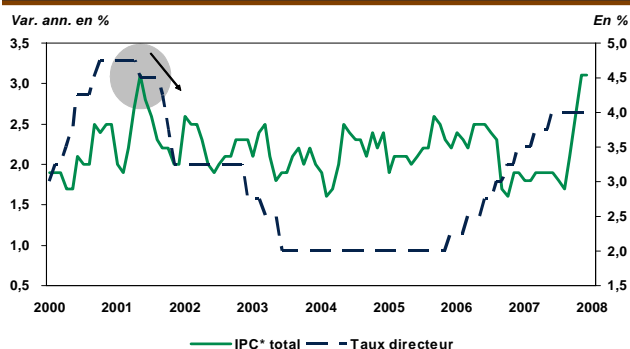
À notre avis, le scénario de récession n'est pas le plus probable pour l'économie américaine, mais un ralentissement marqué semble maintenant inévitable. Dans ces conditions, il est fort attendu que le reste des économies industrielles emboîtent le pas à la Fed et amorcent ou poursuivent leur cycle d'assouplissement monétaire. C'est que si les pays industrialisés et les économies émergentes ont peu souffert de la correction du secteur immobilier américain (peu intense en importations), les effets de deuxième vague liés à la perte de richesse et à l'accroissement anticipé de l'épargne sur les dépenses de consommation (très intenses en importations) pourraient vraisemblablement avoir un impact sur le reste du monde.

### L'ENTÊTEMENT DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE NE DEVRAIT PAS DURER

Pour le moment, avec l'inflation à plus d'un point de pourcentage au-dessus de sa cible maximale, seule la Banque centrale européenne (BCE) est réticente à abaisser ses taux d'intérêt. Toutefois, les distorsions récentes au sein du conseil des gouverneurs portent à croire que la BCE pourrait être amenée à modifier son discours advenant des signes concrets de ralentissement. Deux points méritent ici d'être mentionnés.

D'abord, l'inflation est un indicateur retardé du cycle économique : avec plusieurs signes précurseurs de ralentissement en zone euro, l'inflation devrait ralentir au cours des prochains mois. Puis, le niveau élevé de l'inflation n'est pas incontournable : en dépit d'une inflation à 2,7 % en mai 2001, la BCE n'a pas hésité à baisser son taux directeur de 25 points de base afin de limiter les risques de contagion du ralentissement américain à l'économie eurolandaise (graphique 6).

**Graphique 6 – L'inflation élevée ne sera pas un obstacle une fois que les signes de ralentissement seront manifestes**

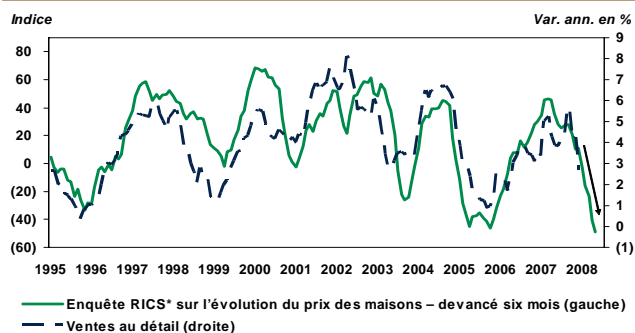


\* Indice des prix à la consommation.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

## LE MARCHÉ IMMOBILIER BRITANNIQUE AU BORD DE L'ABÎME?

Au Royaume-Uni, le cycle d'assouplissement monétaire a été amorcé en décembre avec une baisse de 25 points de base, à 5,50 %. En raison des craintes du comité à l'égard d'une montée de l'inflation, le marché escompte maintenant un peu moins de baisses de taux de la part de la Banque d'Angleterre (BoE). Toutefois, le secteur immobilier paraît nettement surévalué et la correction en cours aura une incidence certaine sur la croissance économique britannique (graphique 7). Dans ces conditions, d'autres diminutions du taux de base seront nécessaires d'ici la mi-2008.

**Graphique 7 – La correction du marché immobilier britannique devrait entraîner un fort ralentissement de la consommation**



\* Indice des prix à la consommation.  
Sources : Royal Institution of Chartered Surveyors, Office of National Statistics et Desjardins, Études économiques

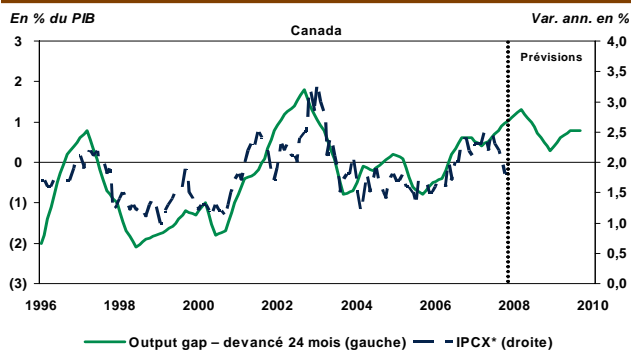
## DES BAISSES DE TAUX PLUS IMPORTANTES À PRÉVOIR AU CANADA

Au Canada, la diminution de 25 points de base du taux directeur canadien décrétée le 22 janvier, moins d'une heure après la baisse surprise de 75 points de base des fonds fédéraux aux États-Unis, indique que la décision de la Fed a été prise à la hâte et que celle-ci n'a certainement pas cru bon (ou nécessaire) de prévenir la Banque du Canada (BdC). Le gouverneur Dodge a affirmé vaguement qu'en temps de crise la BdC et la Fed demeuraient en contact, mais tout porte à croire que la rencontre de la Fed s'est tenue à son insu. De toute façon, cette réunion de la Fed ayant eu lieu le soir par téléphone, la BdC n'aurait pas eu le temps de modifier son communiqué.

Néanmoins, le ton du communiqué de presse accompagnant la décision a légèrement changé lors de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*. Les prévisions économiques de court terme portent maintenant à croire que le rythme d'assouplissement monétaire s'accélérera au cours des prochains mois. Évidemment, les baisses de 125 points de base au total de la Fed en un peu plus d'une semaine seront d'une grande influence sur les décisions à venir de la BdC.

Pour le moment, rien n'empêche la BdC de procéder à des baisses de taux plus musclées. Certes, il subsiste certaines pressions inflationnistes : l'économie opère encore au-dessus de son potentiel de production (graphique 8), les conditions prévalant sur le marché du travail demeurent serrées et les

**Graphique 8 – Les pressions inflationnistes sous-jacentes à la bonne tenue de la demande intérieure canadienne...**

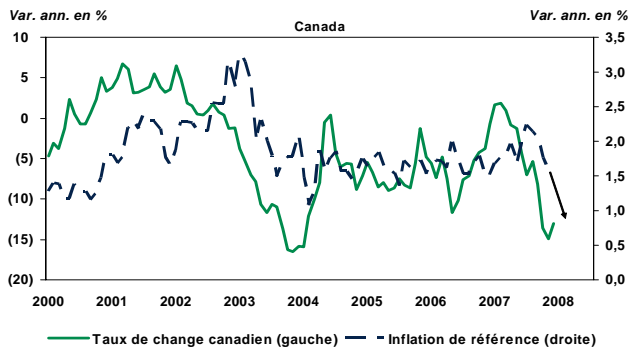


\* Indice des prix à la consommation excluant les huit éléments les plus volatils.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

salaires réels sont en hausse.

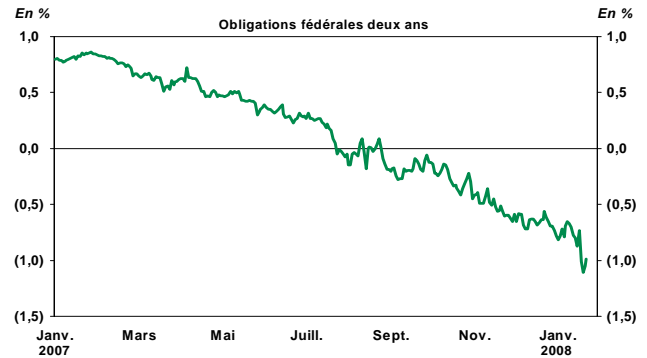
Toutefois, les révisions à la baisse sur la croissance devraient apporter une offre légèrement excédentaire dès le deuxième trimestre de 2008. Par ailleurs, l'accentuation des pressions concurrentielles liées à la vitalité du huard devrait permettre de contrebalancer les risques inflationnistes découlant de la bonne tenue de l'économie intérieure (graphique 9).

**Graphique 9 – ... devraient être contrebalancées par l'accentuation des pressions concurrentielles découlant de la vitalité du huard**



Sources : Statistiques Canada et Desjardins, Études économiques

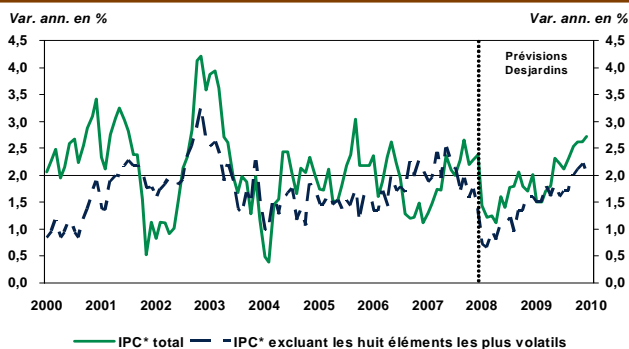
**Graphique 11 – Pente CAN/US**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Par conséquent, il est probable que l'inflation de référence se rapprochera de la borne inférieure de la fourchette cible de la BdC (1,0 %) au cours des prochains mois, laissant à la BdC la marge de manœuvre nécessaire pour abaisser davantage ses taux d'intérêt afin de limiter les risques d'un ralentissement plus marqué (graphique 10).

**Graphique 10 – La bonne tenue de l'inflation donne toute la marge de manœuvre nécessaire à la BdC pour abaisser ses taux**



\* Indice des prix à la consommation.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Toutefois, cela ne permettra pas au retard pris par la baisse des taux obligataires du gouvernement canadien sur leurs équivalents américains d'être renversé à court terme. Dans ces conditions, il est encore trop tôt pour miser sur un aplatissement de la pente deux ans CAN/US (graphique 11).

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

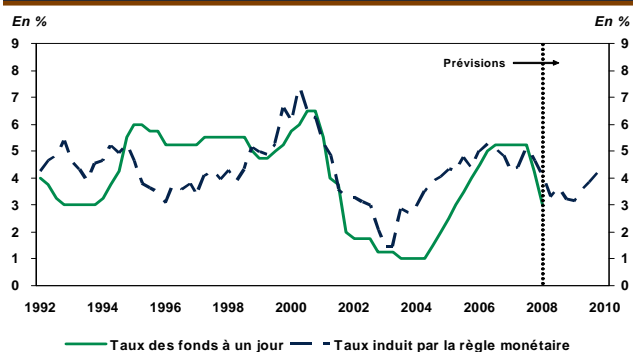
**Martin Lefebvre**  
Économiste senior

# POLITIQUES MONÉTAIRES

## Réserve fédérale américaine (Fed) : l'assouplissement monétaire se poursuit à vive allure!

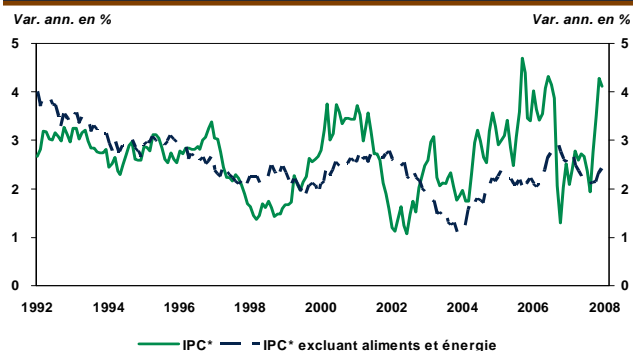
- La Fed a surpris les marchés avec une baisse de 75 points de base, le 22 janvier, suivie d'une diminution additionnelle de 50 points de base, le 30 janvier, portant la cible des fonds fédéraux de 4,25 % à 3,00 % en l'espace d'une semaine.
- L'assombrissement des perspectives économiques indique que d'autres baisses de taux seront nécessaires à court terme. Selon la Fed : « Les marchés financiers demeurent soumis à des tensions et les conditions de crédit se resserrent encore. La situation du marché immobilier résidentiel se détériore davantage et il y a des signes d'une faiblesse du marché du travail. Les risques à la baisse pesant sur la croissance économique demeurent. »
- Le net ralentissement du PIB réel, de 4,9 % au troisième trimestre de 2007 à seulement 0,6 % au quatrième trimestre, à rythme annualisé, était largement anticipé et a eu peu d'effet sur les marchés financiers. Toutefois, la poursuite de la correction immobilière et les difficultés des institutions financières ont amené la Fed à faire un pas de plus pour éviter à l'économie américaine d'entrer en récession.
- Toutefois, à la lumière de nos prévisions sur la croissance et l'inflation, notre règle monétaire pour le taux directeur américain indique que la Fed pourrait vouloir limiter les prochaines baisses de taux afin de se garder une marge de manœuvre dans la gestion de sa politique monétaire.
- Il faut dire que l'ampleur des baisses récentes a été très rapide. Il est maintenant difficile d'accuser M. Bernanke et ses collègues du FOMC de dogmatisme anti-inflation. La diminution des taux directeurs se fait dans un contexte où la hausse des prix demeure plus élevée que la zone de confort de plusieurs dirigeants de la Fed. En décembre, l'inflation totale s'est chiffrée à 4,1 % et l'inflation de base, à 2,4 %. Par conséquent, on est maintenant bien loin d'une banque centrale qui se concentre uniquement sur sa cible d'inflation.
- Les prix élevés du pétrole demeurent préoccupants, mais on s'attend à ce que cela soit contrebalancé en partie par une désinflation continue dans les prix des logements. Ces effets, conjugués à la baisse de cadence de l'économie américaine, devraient permettre à la variation annuelle de l'inflation de base de passer sous les 2 % au cours de 2008.
- **Prévisions** : L'ampleur des baisses de taux d'intérêt déjà effectuées par la Fed est considérable, mais le travail n'est pas terminé. Nous prévoyons que l'assouplissement monétaire se continuera, la Fed cherchant à éviter à tout prix une récession. Le taux cible des fonds fédéraux pourrait se rendre à 2,25 % à la mi-année.

### États-Unis – Règle monétaire



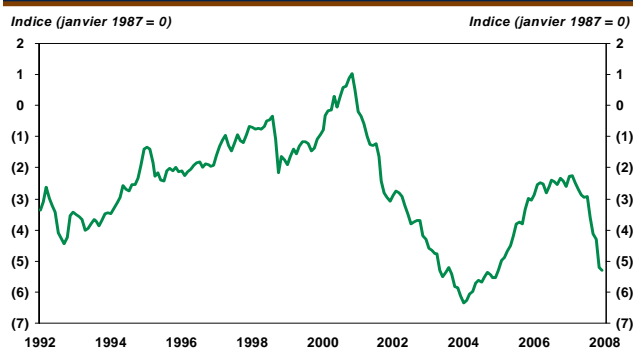
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### États-Unis – Taux d'inflation



\* Indice des prix à la consommation.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

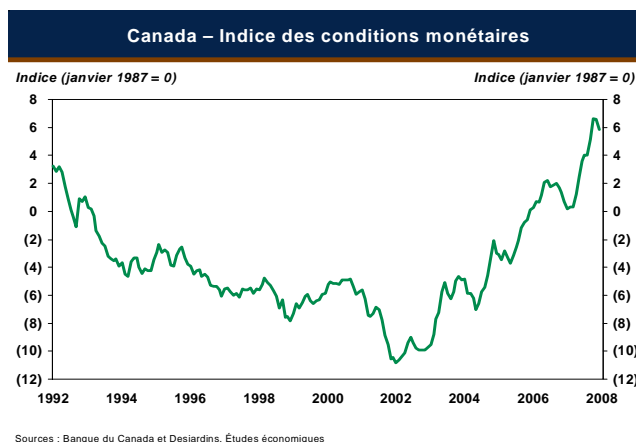
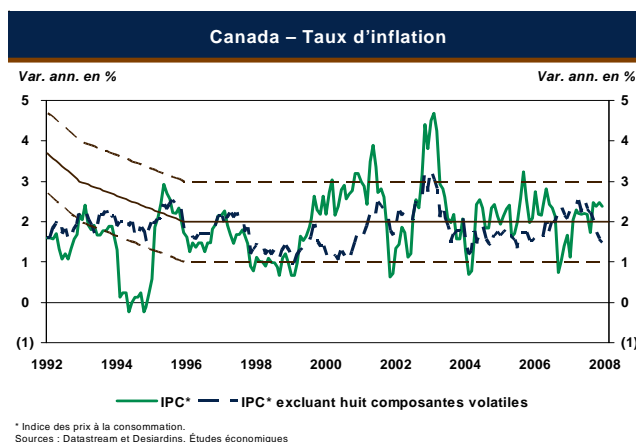
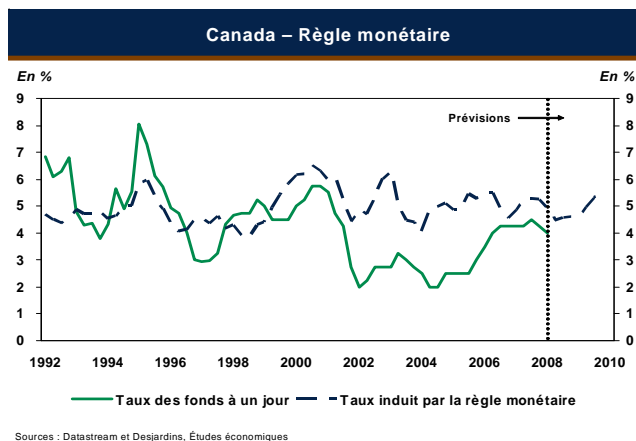
### États-Unis – Indice des conditions monétaires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

## Banque du Canada (BdC) : vers des baisses de taux plus importantes au Canada

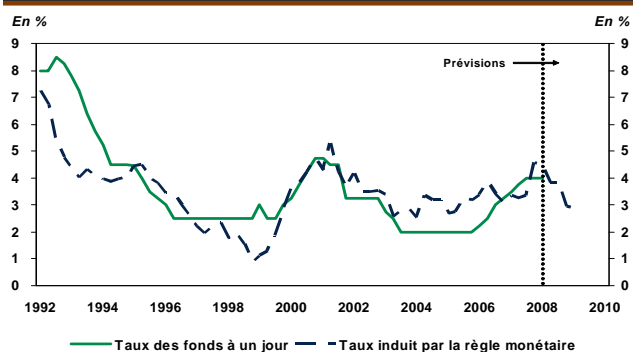
- La BdC s'est montrée réservée avec la diminution de 25 points de base, à 4,00 %, de son taux directeur en janvier. Toutefois, ses prévisions économiques de court terme portent à croire que le rythme d'assouplissement monétaire s'accélénera au cours des prochains mois. La baisse surprise de 75 points de base de la Réserve fédérale américaine (Fed), mardi dernier, et la baisse de 50 points additionnels, hier, seront d'une grande influence sur les décisions à venir de la BdC.
- La prépondérance des risques baissiers incitera la BdC à diminuer ses taux directeurs à un niveau plus faible et plus rapide que ce que nous anticipions préalablement. En particulier, le recul du marché immobilier résidentiel aux États-Unis est plus prononcé et devrait perdurer plus que prévu, ce qui pourrait découler en un affaiblissement plus marqué de la demande intérieure américaine. Conjuguée à la vitalité du dollar, cette mollesse aura évidemment des incidences importantes sur notre commerce extérieur.
- En dépit du resserrement des conditions de crédit, nous demeurons optimistes que la demande intérieure canadienne restera robuste. Nous continuons de tabler sur une croissance de la demande intérieure finale au-dessus du rythme potentiel de l'économie canadienne. Toutefois, l'assombrissement des perspectives concernant le commerce extérieur amène une révision à la baisse de notre scénario pour le PIB réel, à environ 2,0 % pour 2008.
- Pour le moment, rien n'empêche la BdC de procéder à des baisses de taux plus musclées. Certes, il subsiste certaines pressions inflationnistes : l'économie opère encore au-dessus de son potentiel de production, les conditions prévalant sur le marché du travail demeurent serrées et les salaires réels sont en hausse. Toutefois, les révisions à la baisse sur la croissance devraient apporter une offre légèrement excédentaire dès le deuxième trimestre de 2008.
- Par ailleurs, l'accentuation des pressions concurrentielles liées à la vitalité du huard devrait permettre de contrebalancer les risques inflationnistes découlant de la bonne tenue de l'économie intérieure. Avec le huard, en moyenne, à parité depuis octobre, il est probable que les détaillants seront incités à réduire leur marge bénéficiaire prochainement, ce qui permettra aux ajustements baissiers sur les prix des biens de se poursuivre. Par conséquent, l'inflation totale et celle de référence retraiteront à près de 1,5 % d'ici la mi-2008, laissant à la BdC la marge de manœuvre nécessaire pour abaisser davantage ses taux d'intérêt afin de limiter les risques d'un ralentissement plus marqué.
- **Prévisions** : Avec la Fed en mode agressif d'assouplissement monétaire, il est probable que la BdC abaissera son taux directeur de 50 points de base à sa réunion du 4 mars. Deux autres baisses de taux suivront afin de contrer les risques de ralentissement au Canada, ce qui porterait le taux directeur à près de 3,0 % au printemps.



## Banque centrale européenne (BCE) : les pressions inflationnistes lient les mains de la BCE

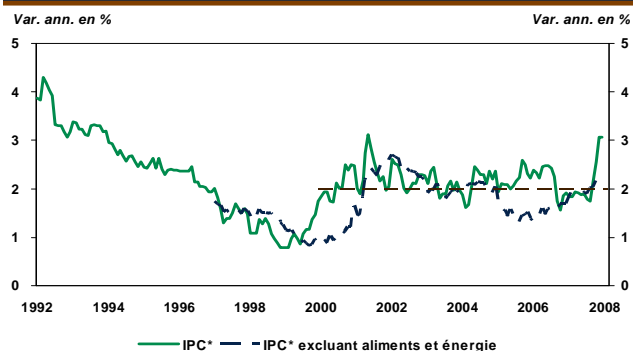
- La BCE a maintenu son taux directeur inchangé à 4,00 % lors de sa dernière réunion tenue le 10 janvier. Elle se montre toujours très préoccupée par l'inflation et garde un biais restrictif alors que seulement deux options, une hausse des taux directeurs et le *statu quo*, sont envisagées. Selon la BCE : « A cross-check of the outcome of the economic analysis with that of the monetary analysis fully confirms the assessment that there are upside risks to price stability over the medium term ».
- Le taux d'inflation en zone euro est monté à 3,2 % en janvier, soit plus de 1 % au-dessus de la cible de la BCE. La force de l'inflation provient principalement de la poussée des prix du pétrole et de la nourriture. Ces facteurs ont aussi entraîné une accélération des prix à la production. La BCE est très préoccupée par cette accélération de l'inflation et assure qu'elle n'hésitera pas à augmenter ses taux directeurs si elle perçoit des effets de second tour, entre autres par le biais des négociations salariales. Même en supposant une modération des prix des matières premières et l'absence d'effet de second tour, l'inflation devrait demeurer significativement au-dessus des 2 % au cours des prochains mois et ne se modérera que graduellement par la suite, selon la BCE.
- Le refus de la BCE d'envisager une baisse de taux repose en partie sur un scénario économique optimiste : « Our main scenario remains that of real GDP growth broadly in line with trend potential. The fundamental of the euro area economy are sound... ». Elle reconnaît cependant que les risques sont à la baisse alors que les effets négatifs découlant de la réappréciation du risque sur les marchés financiers pourraient être plus importants que prévu. À notre avis, l'économie de la zone euro montre déjà des signes d'essoufflement, et la BCE devra tôt ou tard revoir à la baisse ses perspectives économiques puisque la force de l'euro et le ralentissement américain risquent d'entraîner un ralentissement marqué de la croissance européenne.
- À la suite de la baisse surprise de 75 points de base de la Réserve fédérale américaine, certains commentaires d'officiels de la BCE ont été perçus par les marchés comme le commencement d'un assouplissement du discours de la banque centrale. Le président de la BCE, Jean-Claude Trichet, a cependant rectifié le tir en affirmant qu'il devenait encore plus important de fixer les attentes en matière d'inflation dans un contexte de turbulences financières.
- **Prévisions** : La BCE maintiendra sa politique monétaire inchangée au cours des prochains mois et attendra de voir des signes clairs d'un ralentissement économique avant de modifier son discours. Malgré tout, elle devra amorcer un assouplissement monétaire vers la mi-année.

### Zone euro – Règle monétaire



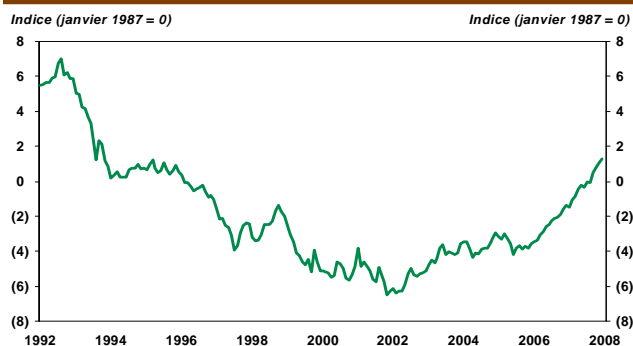
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Zone euro – Taux d'inflation



\* Indice des prix à la consommation.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

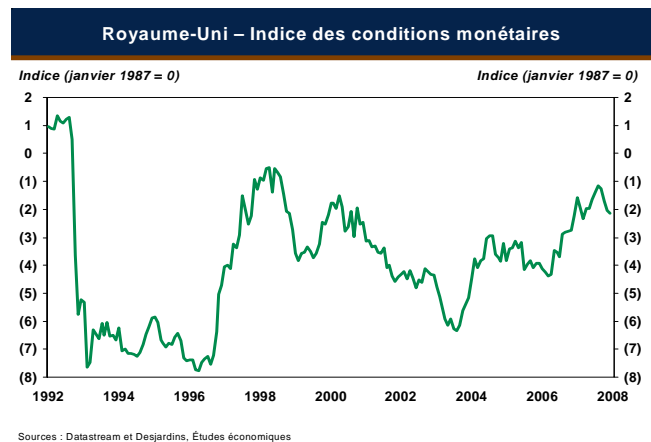
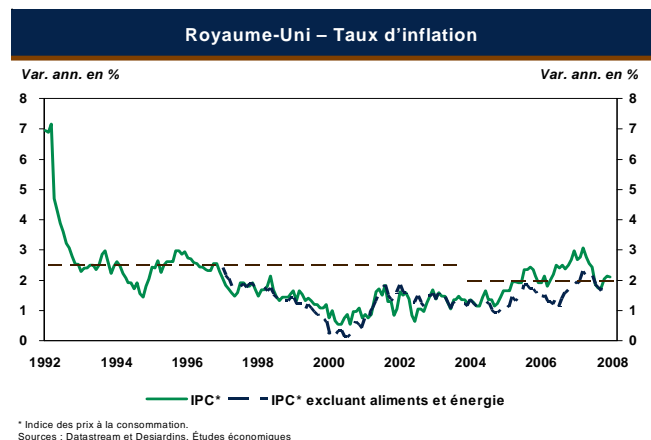
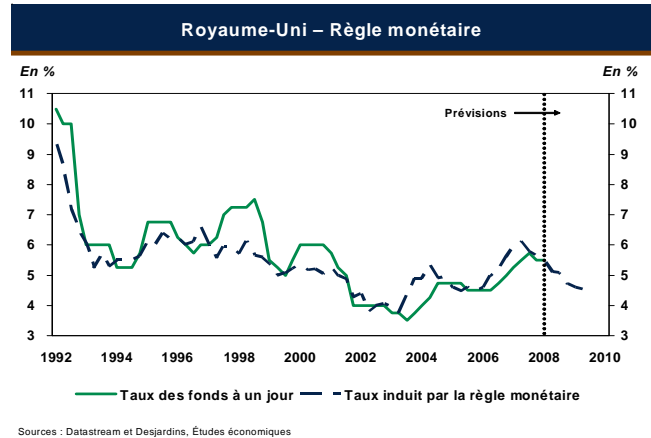
### Zone euro – Indice des conditions monétaires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

## Banque d'Angleterre (BoE) : les risques inflationnistes pourraient limiter les baisses de taux

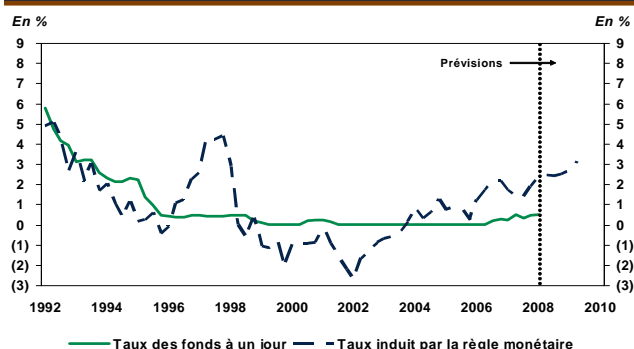
- Comme prévu, la BoE a maintenu son taux directeur inchangé à 5,50 % lors de sa réunion du début du mois de janvier, préférant attendre le rapport sur l'inflation de février avant de poursuivre l'assouplissement monétaire débuté en décembre dernier. Le compte rendu de la dernière rencontre de la BoE montre cependant qu'un membre du comité était en faveur de réduire le taux directeur dès janvier.
- Jusqu'à maintenant, l'économie britannique est demeurée relativement vigoureuse alors que la croissance annualisée de 2,4 % du PIB réel au quatrième trimestre lui a permis d'enregistrer une progression de 3,1 % pour l'ensemble de l'année 2007. Tout annonce cependant un ralentissement marqué en 2008. Les turbulences des marchés financiers ont entraîné un resserrement des conditions de crédit au Royaume-Uni, ce qui ne pourra qu'amplifier le ralentissement significatif du marché de l'habitation. La confiance des consommateurs est déjà tombée à son plus bas niveau depuis 1994 et, selon Mervyn King, le gouverneur de la BoE : « So in 2008 it is likely that a less buoyant housing market will go hand in hand with slower growth of consumer spending ».
- À première vue, l'inflation semble parfaitement sous contrôle au Royaume-Uni alors que la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation a été de 2,1 % en décembre, comparativement à seulement 1,4 % pour l'inflation de base. Cependant, les hausses récentes des prix du pétrole et de la nourriture et l'annonce d'augmentations importantes des tarifs de gaz et d'électricité font craindre à la BoE une accélération significative de l'inflation au cours des prochains mois. La baisse marquée de la livre en début d'année risquait aussi d'avoir un effet inflationniste; cette devise a cependant repris quelques plumes depuis.
- La position de la BoE semble ainsi s'être compliquée au cours des dernières semaines puisque les risques à la hausse sur l'inflation ont augmenté en même temps que les risques à la baisse sur la croissance économique. Dans un discours récent, Mervyn King résumait ainsi le défi auquel fait face la BoE en 2008 : « To put it bluntly, this year we are probably facing a period of above target inflation and a market slowing in growth ».
- **Prévisions** : Malgré les risques à la hausse sur l'inflation, la BoE diminuera son taux directeur en février puisque le niveau actuel paraît trop restrictif dans le contexte actuel. La BoE se montrera prudente par la suite afin de maintenir sa crédibilité en matière de lutte contre l'inflation, mais les difficultés du marché immobilier pourraient l'amener à abaisser ses taux plus qu'escompté par les marchés.



## Banque du Japon (BoJ) : pas de hausses prévues avant la mi-2008

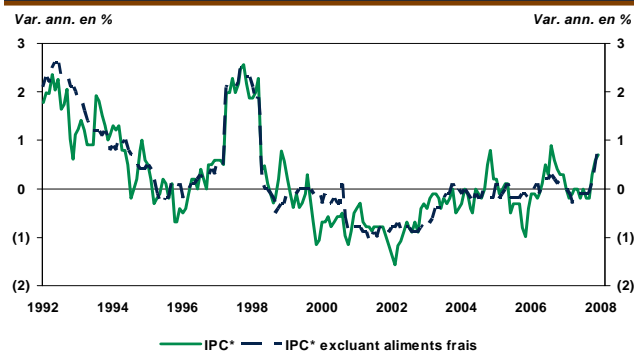
- Le 22 janvier dernier, la BoJ a annoncé qu'elle maintenait son taux directeur inchangé à 0,50 %. Malgré l'inflation plus élevée, le ralentissement économique et les difficultés financières ne permettaient pas d'aller de l'avant avec une hausse de taux.
- Nous n'anticipons pas de changement de ton au cours des prochains mois. Sur fond d'incertitude aux États-Unis, l'indice boursier Nikkei est en baisse de près de 10 % depuis le début de l'année. Certes, l'inflation excluant les aliments frais est passée de 0,4 % en novembre à 0,8 % en décembre, mais la conjoncture économique décevante du Japon retarde les hausses de taux. L'investissement a été en baisse en 2007 et l'économie montre des signes inquiétants de récession. En dépit du rebond modéré de 1,5 % au troisième trimestre, le niveau du PIB reste inférieur à celui observé au début de 2007.
- Le 11 janvier, lors de son énoncé concernant le rapport semi-annuel sur la devise et la politique monétaire, le gouverneur de la BoJ, Toshihiko Fukui, a réaffirmé qu'ils attendront que des signes de reprise économique et d'inflation stable se soient manifestés avant d'intervenir : « The pace of increase in interest rates should be determined in accordance with improvements in the economic and price situation without any predetermined view ».
- Signes encourageants, le taux de chômage a baissé à 3,8 % en novembre et les exportations nettes sont en hausse. Néanmoins, la croissance au quatrième trimestre de 2007 ne devrait être que de 1 %, et les véritables signes de reprise économique pourraient ne se manifester qu'en deuxième moitié de 2008. Le ralentissement aux États-Unis et l'appréciation du yen pourraient limiter la progression des exportations nettes. Cependant, une demande mondiale relativement soutenue et l'appréciation d'autres devises comme le yuan devraient à terme maintenir la croissance des exportations japonaises.
- Jusqu'à tout récemment, le taux estimé par notre règle monétaire était en baisse. Toutefois, une augmentation attendue de l'inflation et une plus forte croissance économique restent compatibles avec une augmentation des taux d'intérêt en deuxième moitié de 2008.
- Prévisions :** À court terme, aucune hausse de taux n'est prévue au Japon. Les effets du ralentissement américain, conjugués à l'appréciation du yen, garderont la BoJ sur les lignes de côté. D'ici la fin de 2008, une inflation supérieure à zéro et stable ainsi que des signes de reprise économique pourraient donner le feu vert à la BoJ pour des hausses de taux.

### Japon – Règle monétaire



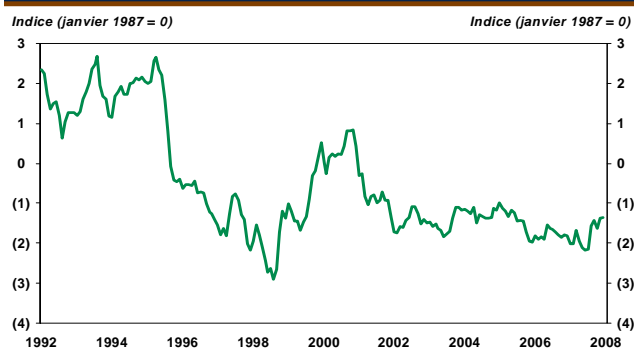
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Japon – Taux d'inflation



\* Indice des prix à la consommation.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Japon – Indice des conditions monétaires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 1 Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2007				2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>États-Unis</b>												
Fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	2,75	2,25	2,25	2,25	2,50	3,00	3,00	3,50
<b>Canada</b>												
Taux des fonds à un jour	4,25	4,25	4,50	4,25	3,50	3,00	3,00	3,00	3,25	3,50	3,50	4,00
<b>Zone euro</b>												
Taux de refinancement	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,50	3,75
<b>Royaume-Uni</b>												
Taux de base	5,25	5,50	5,75	5,50	5,25	4,75	4,75	5,00	5,25	5,25	5,50	5,75
<b>Japon</b>												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,75

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 2 Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
<b>Octobre 2007</b>			
30	Banque du Japon	s.q.	0,50
31	Banque de Norvège	s.q.	5,00
31	Réserve fédérale américaine	-25 p.b.	4,50
<b>Novembre 2007</b>			
6	Banque de réserve d'Australie	+25 p.b.	6,75
8	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
8	Banque d'Angleterre	s.q.	5,75
12	Banque du Japon	s.q.	0,50
23	Banque du Mexique	s.q.	7,50
<b>Décembre 2007</b>			
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	6,75
4	Banque du Canada	-25 p.b.	4,25
5	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	8,25
5	Banque du Brésil	s.q.	11,25
6	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
6	Banque d'Angleterre	-25 p.b.	5,50
7	Banque du Mexique	s.q.	7,50
11	Réserve fédérale américaine	-25 p.b.	4,25
<b>Janvier 2008</b>			
10	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
10	Banque d'Angleterre	s.q.	5,50
18	Banque du Mexique	s.q.	7,50
21	Banque du Japon	s.q.	0,50
22	Banque du Canada	-25 p.b.	4,00
22	Réserve fédérale américaine	-75 p.b.	3,50
17	Banque de Norvège	s.q.	5,25
24	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	8,25
30	Banque du Brésil	s.q.	11,25
30	Réserve fédérale américaine	-50 p.b.	3,00

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

Source : Desjardins, Études économiques

### Tableau 3 Calendrier à venir

Date	Banque centrale
<b>Février 2008</b>	
4	Banque de réserve d'Australie
7	Banque centrale européenne
7	Banque d'Angleterre
13	Banque de Suède
14	Banque du Japon
15	Banque du Mexique
<b>Mars 2008</b>	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque du Canada
5	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
5	Banque du Brésil
6	Banque centrale européenne
6	Banque d'Angleterre
6	Banque du Japon
13	Banque de Norvège
13	Banque nationale suisse
14	Banque du Mexique
18	Réserve fédérale américaine
<b>Avril 2008</b>	
1	Banque de réserve d'Australie
8	Banque du Japon
10	Banque centrale européenne
10	Banque d'Angleterre
16	Banque du Brésil
18	Banque du Mexique
22	Banque du Canada
23	Banque de Norvège
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
23	Banque de Suède
29	Banque du Japon

Source : Desjardins, Études économiques

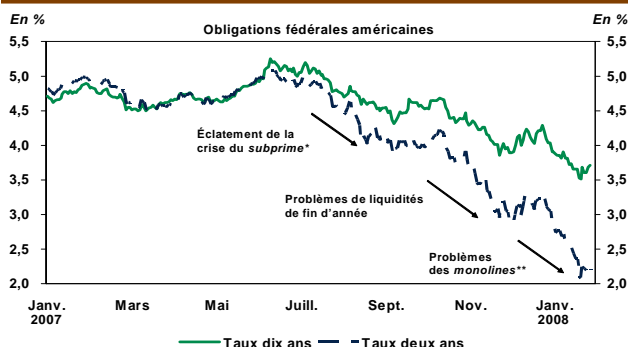
# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

## États-Unis : obligations fédérales

### OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

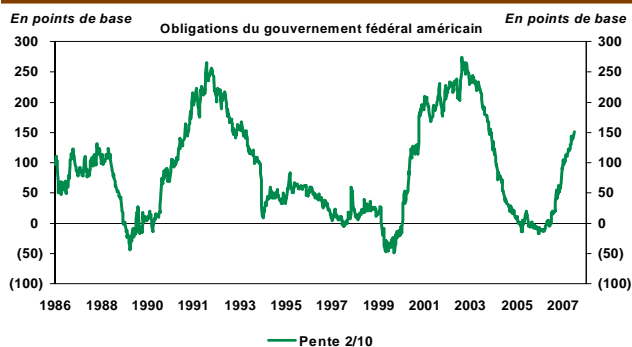
- L'évolution récente des marchés obligataires continue de refléter le pessimisme accru des investisseurs. Le passage de la fin d'année et les efforts concertés des autorités monétaires des grandes banques centrales ont récemment permis aux problèmes de liquidités de se résorber en partie. Toutefois, les risques de crédit restent importants en raison du pessimisme des agences de cotation face aux assureurs obligataires (*monolines*). Conjugué à la correction boursière, cela a entraîné une baisse importante, plus marquée que ce que nous anticipions, du rendement exigé sur les titres gouvernementaux.
- Aux États-Unis, le taux des obligations fédérales d'une échéance de deux ans a ainsi chuté jusqu'à un creux cyclique de 1,84 % le 23 janvier dernier. Le taux de dix ans a suivi la cadence, perdant près de 100 points de base par rapport au sommet observé à la fin de 2007. La baisse surprise des fonds fédéraux et le plan potentiel de sauvetage des *monolines* a redonné en partie l'espoir aux marchés, ce qui a conduit à une remontée des taux obligataires d'environ 30 points de base en moyenne sur l'ensemble des échéances de la courbe de rendement.
- À notre avis, d'autres diminutions des fonds fédéraux verront le jour. Avec des baisses de 125 points de base en l'espace d'une semaine, la Réserve fédérale américaine (Fed) s'est rapprochée des anticipations du marché, mais les taux de court terme signalent que le marché est encore positionné pour des baisses supplémentaires, soit d'environ 75 à 100 points de base d'ici le printemps. Toutefois, la Fed pourrait vouloir chercher à limiter ses prochaines interventions afin de garder une marge de manœuvre dans la gestion de sa politique monétaire en cas de détérioration plus marquée du contexte économique et financier.
- Étant donné la volatilité extrême sur les marchés financiers et la prédominance des risques à la baisse sur la croissance économique, il semble encore trop tôt pour réduire la durée des portefeuilles obligataires en deçà des benchmarks. Les mauvaises nouvelles n'ont certainement pas fini de faire les manchettes (les pertes de 2,3 G\$ US de l'assureur obligataire MBIA liées aux *subprime* et CDOs en est un bon exemple) et les obligations fédérales continueront de bénéficier d'une réappréciation généralisée du risque. Toutefois, la remontée récente de la courbe présage que les gains potentiels seront plus limités.
- Avec la cible des fonds fédéraux maintenant à 3,0 %, le creux des obligations de dix ans semble maintenant derrière nous. Les risques inflationnistes qui découlent des baisses de taux et des prix élevés du pétrole devraient amener une remontée graduelle des taux de dix ans au cours des prochains mois. Dans ces conditions, il faut s'attendre à une accentuation de la pente 2/10 d'ici la mi-2008, potentiellement jusqu'à 200 points de base.

### États-Unis – Les valeurs refuges continuent de bénéficier du pessimisme accru des investisseurs



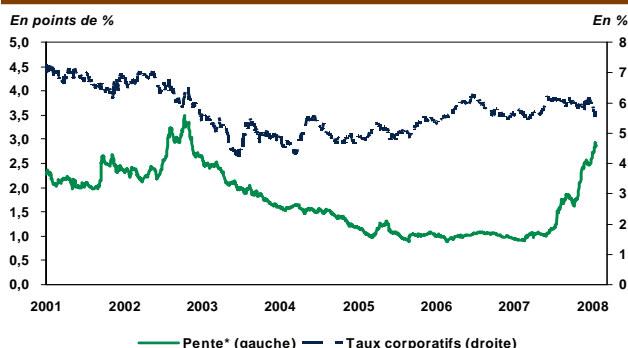
\* Prêts hypothécaires à risque; \*\* Assureurs obligataires.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### États-Unis – La pente de la courbe de rendement devrait s'accroître davantage



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### États-Unis – La réappréciation du risque se reflète sur les obligations corporatives

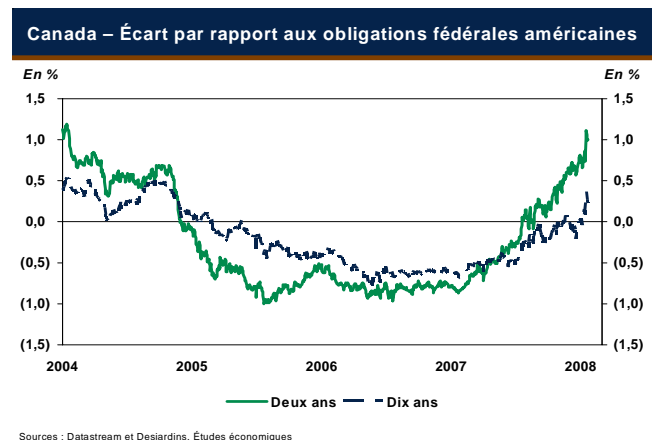
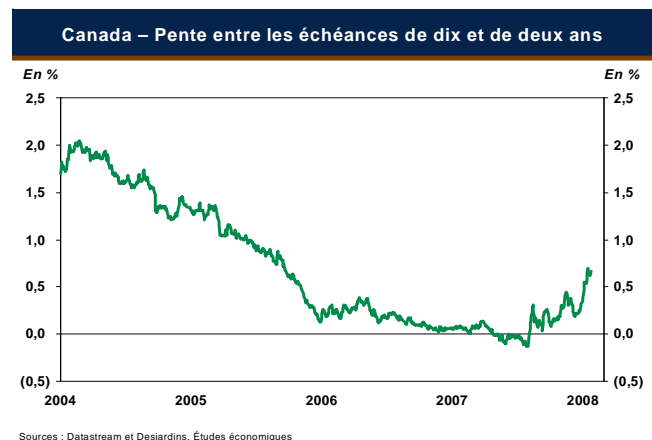
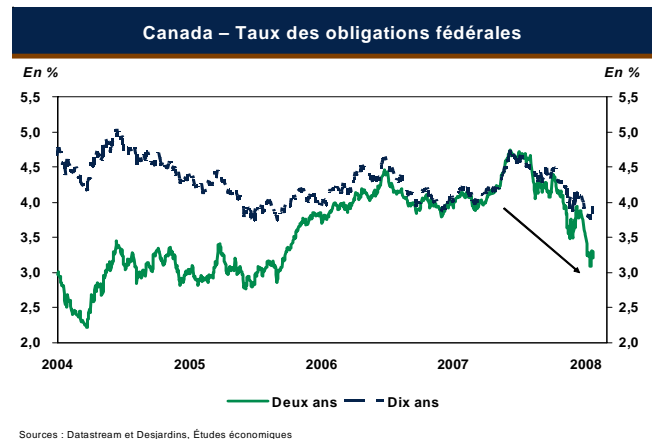


\* Taux corporatifs cinq à dix ans moins obligations fédérales cinq ans.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

## Canada : obligations fédérales et provinciales

### OBLIGATIONS FÉDÉRALES

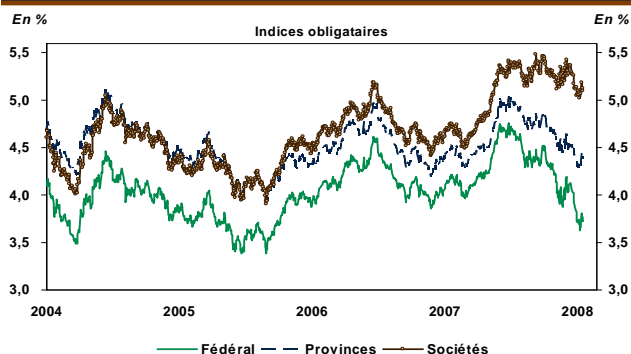
- La diminution des taux obligataires canadiens s'est poursuivie au cours des dernières semaines, en particulier les taux des titres fédéraux qui ont bénéficié de la forte demande des investisseurs pour les valeurs refuges.
- Au pire de la correction boursière, le 21 janvier, le taux des obligations fédérales d'une échéance de deux ans est allé toucher les 3,01 % alors que le taux de dix ans est descendu sous les 3,70 % pour la première fois.
- Un retour au calme sur les marchés à la suite de l'action énergique de la Réserve fédérale américaine a fait remonter les taux canadiens de quelques dizaines de points de base au cours des derniers jours, mais les niveaux actuels demeurent très faibles.
- La baisse marquée des taux de deux ans reflète les anticipations d'une baisse des taux directeurs canadiens plus importante qu'anticipé précédemment à la suite de l'assombrissement des perspectives économiques canadiennes. Les taux directeurs canadiens devraient cependant demeurer significativement au-dessus des fonds fédéraux américains. Toutefois, des baisses plus importantes que prévu du côté des taux directeurs canadiens pourraient permettre une stabilisation de l'écart entre les taux de deux ans du Canada et ceux des États-Unis, lequel s'est fortement accru récemment à environ 1 %.
- La baisse des taux canadiens de plus long terme a aussi été moins prononcée qu'aux États-Unis, ce qui a ramené le taux de dix ans canadien au-dessus de son homologue américain récemment. Les taux de court terme plus élevés et des risques de récession beaucoup plus faibles expliquent cet écart positif en faveur des taux canadiens malgré une inflation très faible au pays.
- Pour le moment, il semble trop tôt pour raccourcir la durée d'un portefeuille d'obligations gouvernementales canadiennes. Les mauvaises nouvelles ne sont vraisemblablement pas terminées et le contexte économique et financier difficile devrait entraîner une diminution additionnelle des taux obligataires. Dans ces conditions, nous continuons de tabler sur une accentuation de la pente 2/10 en première moitié de 2008.



## OBLIGATIONS PROVINCIALES

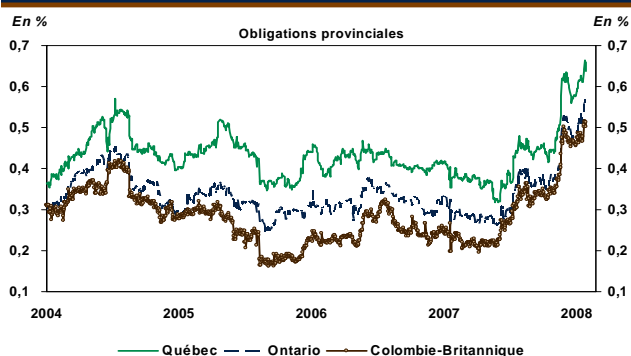
- À l'image des titres fédéraux, les obligations provinciales ont bénéficié de l'assombrissement récent des perspectives économiques et de la chute des indices boursiers. Le taux des obligations ontariennes d'une échéance de dix ans est ainsi descendu sous les 4,30 % le 21 janvier, mais il est remonté depuis aux alentours de 4,50 %. Les écarts entre les taux provinciaux et fédéraux se sont légèrement accrus depuis le début de l'année mais beaucoup moins que dans le cas des titres corporatifs.
- Les difficultés des économies du Québec et de l'Ontario devraient se poursuivre en 2008. Le commerce extérieur de ces deux provinces semble destiné à connaître une nouvelle dégradation sous l'influence du ralentissement de l'économie américaine et de la force du huard. La vigueur de la demande intérieure québécoise et ontarienne, soutenue par diverses mesures gouvernementales, devrait cependant limiter le ralentissement économique et permettre d'éviter une récession au centre du pays.
- Les provinces de l'Ouest seront moins touchées par le ralentissement américain et continueront de bénéficier du prix élevé des matières premières. De plus, les préparatifs en vue des Jeux olympiques de 2010 soutiendront la croissance en Colombie-Britannique. Cette meilleure performance économique combinée à une situation fiscale enviable pourrait entraîner une légère accentuation de l'écart négatif entre les taux des obligations de la Colombie-Britannique et ceux des titres du Québec et de l'Ontario.
- Dans l'ensemble, les écarts de taux entre les obligations provinciales et fédérales devraient s'amoinrir progressivement en 2008 à mesure que les tensions sur les marchés financiers s'amenuiseront. Il serait cependant surprenant de retrouver prochainement des écarts de taux aussi faibles que ceux enregistrés en première moitié de 2007.

### Évolution des taux obligataires canadiens



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Écart de taux par rapport aux titres fédéraux



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Tableau 4**  
**Canada : finances publiques des gouvernements fédéral et provinciaux**

	Surplus (déficit) (1) en M\$		Surplus (déficit) budgétaire en % du PIB	Dette totale (2) en % du PIB	Cote de crédit	
	2006-2007	2007p-2008p	2007p-2008p	2007p-2008p	S&P	Moody's
Gouvernement fédéral	13 752	3 270	0,2	34,9	AAA	Aaa
T.-N.-L.	76	261	1,0	35,0	A	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	1	(42)	(1,0)	37,6	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	(336)	(383)	(1,2)	34,4	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	237	37	0,1	28,9	AA-	Aa1
Québec	1 829	0	0,0	55,3	A+	Aa2
Ontario	2 269	750	0,1	26,4	AA	Aa1
Manitoba	1 430	175	0,4	30,4	AA	Aa1
Saskatchewan	398	(188)	(0,4)	26,5	AA	Aa1
Alberta	8 510	2 480	1,0	0,0	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	4 056	2 150	1,2	17,0	AAA	Aaa

p : prévisions

(1) Incluent des réserves pour éventualités pour certains gouvernements, (2) Ajustés selon Dominion Bond Rating Service.

Sources : Budget du gouvernement fédéral, ministère des Finances du Québec et Desjardins, Études économiques

### Tableau 5

#### États-Unis : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2007				2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	2,75	2,25	2,25	2,25	2,50	3,00	3,00	3,50
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	5,04	4,82	3,82	3,36	2,00	2,10	2,25	2,35	2,70	3,10	3,25	3,60
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	4,58	4,87	3,96	3,07	1,80	1,70	2,40	2,60	3,00	3,40	3,90	4,30
5 ans	4,54	4,93	4,23	3,46	2,45	2,50	2,90	3,10	3,40	3,70	4,10	4,50
10 ans	4,65	5,03	4,58	4,03	3,30	3,40	3,65	3,80	3,90	4,20	4,40	4,70
30 ans	4,85	5,13	4,83	4,45	4,05	4,15	4,35	4,50	4,60	4,70	4,80	4,90
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	(0,50)	0,11	0,41	0,10	0,45	0,40	0,65	0,75	0,70	0,60	0,85	0,90
10 ans - 2 ans	0,07	0,16	0,62	0,96	1,50	1,70	1,25	1,20	0,90	0,80	0,50	0,40
30 ans - 3 mois	(0,19)	0,31	1,01	1,09	2,05	2,05	2,10	2,15	1,90	1,60	1,55	1,30

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 6

#### Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2007				2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds à un jour	4,25	4,25	4,50	4,25	3,50	3,00	3,00	3,00	3,25	3,50	3,50	4,00
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	4,18	4,43	3,98	3,83	3,25	2,85	3,05	3,10	3,35	3,55	3,75	4,15
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	3,98	4,58	4,08	3,74	2,90	2,60	3,15	3,30	3,60	3,90	4,30	4,60
5 ans	4,01	4,56	4,21	3,87	3,20	3,20	3,40	3,55	3,80	4,10	4,40	4,70
10 ans	4,11	4,55	4,34	3,99	3,60	3,65	3,85	4,00	4,10	4,40	4,55	4,80
30 ans	4,20	4,49	4,45	4,10	3,95	4,05	4,25	4,40	4,55	4,65	4,80	4,90
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	(0,17)	0,13	0,23	0,04	(0,05)	0,35	0,35	0,45	0,45	0,55	0,65	0,55
10 ans - 2 ans	0,13	(0,03)	0,26	0,25	0,70	1,05	0,70	0,70	0,50	0,50	0,25	0,20
30 ans - 3 mois	0,02	0,06	0,47	0,27	0,70	1,20	1,20	1,30	1,20	1,10	1,05	0,75
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	(0,86)	(0,39)	0,16	0,47	1,25	0,75	0,80	0,75	0,65	0,45	0,50	0,55
2 ans	(0,60)	(0,29)	0,12	0,67	1,10	0,90	0,75	0,70	0,60	0,50	0,40	0,30
5 ans	(0,53)	(0,37)	(0,02)	0,41	0,75	0,70	0,50	0,45	0,40	0,40	0,30	0,20
10 ans	(0,54)	(0,48)	(0,24)	(0,04)	0,30	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20	0,15	0,10
30 ans	(0,65)	(0,64)	(0,38)	(0,35)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,05)	(0,05)	0,00	0,00

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques