

Stagflation?

Les risques de croissance faible prédominent sur les risques inflationnistes : les baisses de taux d'intérêt directeur se poursuivront

Faits saillants

- Réserve fédérale américaine : malgré l'inflation résiliente, l'attention est dirigée vers les risques économiques
- Banque du Canada : le gouverneur Carney osera-t-il une baisse de 50 points de base?
- Banque centrale européenne : l'inflation demeure la priorité, mais le discours est adouci
- Banque d'Angleterre : jusqu'où les taux d'intérêt seront-ils diminués?
- Banque du Japon : le *statu quo* se poursuivra
- Il est trop tôt pour miser sur la fin du cycle d'assouplissement de la Réserve fédérale américaine.
- Les mauvaises nouvelles économiques et les pressions inflationnistes plus faibles ont ramené les taux de dix ans canadiens légèrement sous les taux américains.

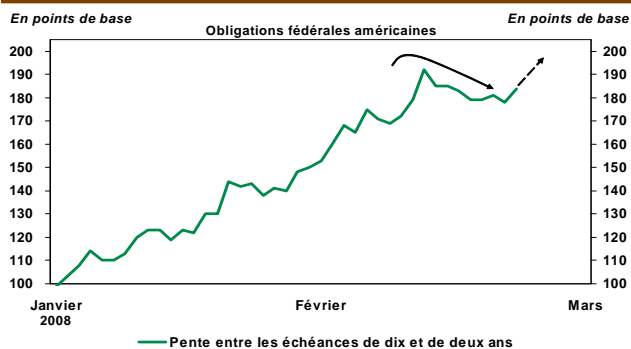
TABLE DES MATIÈRES

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

La volatilité s'est poursuivie sans relâche sur les marchés financiers au cours des derniers jours alors que les craintes de stagflation, c'est-à-dire une croissance économique faible jumelée à une inflation élevée, sont venues hanter les investisseurs. Avec la remontée des taux de dix ans, la pente de la courbe de rendement s'est accentuée davantage en février, atteignant jusqu'à 190 points de base par rapport aux taux de deux ans, avant de retraiter quelque peu à la suite de prises de profits et à cause d'un nouveau doute des investisseurs quant à l'ampleur de l'assouplissement monétaire à venir en raison des risques inflationnistes accrus (graphique 1).

Graphique 1 – L'aplatissement récent de la pente ne reflète pas les fondements économiques



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Il faut dire que l'inflation demeure une préoccupation un peu partout au sein des principales économies de la planète. Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 0,4 % en janvier, poussant la variation annuelle à 4,3 %. Le compte rendu de la dernière réunion du comité de la politique monétaire fédérale montre, par ailleurs, que la

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste

Francis Généreux
Économiste senior

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

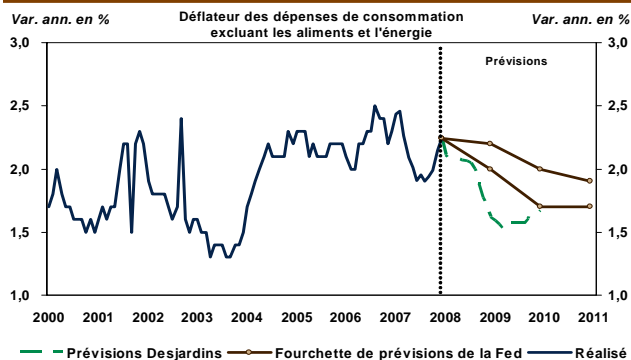
Martin Lefebvre
Économiste senior

Hendrix Vachon
Économiste

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

Réserve fédérale américaine (Fed) a révisé son scénario d'inflation à la hausse pour 2008 (graphique 2). L'inflation eurolandaise, à 3,2 %, a atteint son plus haut niveau depuis 1993, et les dernières prévisions de la Banque centrale européenne repoussent l'inflation annuelle de 0,5 point de pourcentage, de 2,1 % à 2,6 % pour 2008. De plus, la Chine devra multiplier les mesures afin de contrer une inflation au-dessus de 7,0 %.

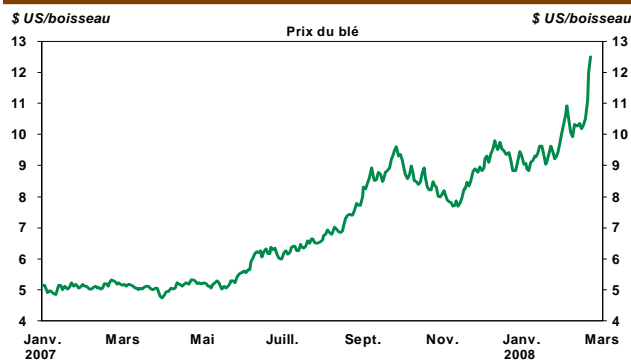
Graphique 2 – La Fed a révisé son scénario d'inflation à la hausse



Sources : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

En parallèle, les prix des matières premières continuent de défier la gravité. En dépit du ralentissement américain, les prix du pétrole ont franchi de nouveau la barre des 100 \$ US le baril en février; l'or a établi une nouvelle marque, à plus de 950 \$ US l'once; et le prix du blé a plus que doublé par rapport à l'an dernier, s'élevant à un record de 11,50 \$ US le boisseau (graphique 3).

Graphique 3 – Le prix du blé a plus que doublé depuis un an

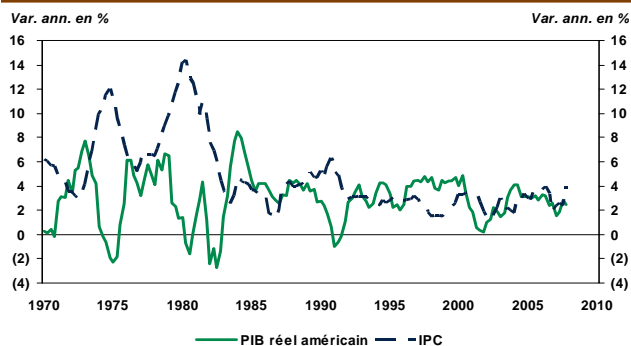


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Avec de fortes probabilités de récession aux États-Unis, la situation a de quoi inquiéter, mais à notre avis il n'y a pas lieu de paniquer. Certes, à lui seul, le mot *stagflation* n'est pas sans rappeler une période difficile pour l'économie mondiale. Toutefois, il serait surprenant que nous assistions à une

reprise des années 70 et 80. À cette époque, la hausse marquée des prix du pétrole avait mené l'inflation américaine annuelle bien au-delà des 10 % et avait provoqué une forte contraction de l'activité économique (graphique 4).

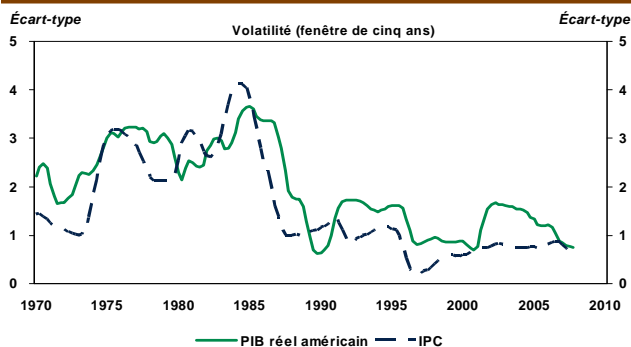
Graphique 4 – On est bien loin de ce que la stagflation a déjà représenté



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Aujourd'hui, la mondialisation des marchés et une plus grande crédibilité des banques centrales à l'égard du contrôle de l'inflation ont résulté en de meilleurs ancrages des anticipations inflationnistes et en une réduction graduelle de la volatilité de la croissance économique et de l'inflation depuis les années 80 (graphique 5). Par conséquent, il est maintenant peu probable que l'on revive une contraction sévère de l'activité économique jumelée à une montée inflationniste.

Graphique 5 – Les cycles économiques et l'inflation sont beaucoup moins volatils depuis les années 90

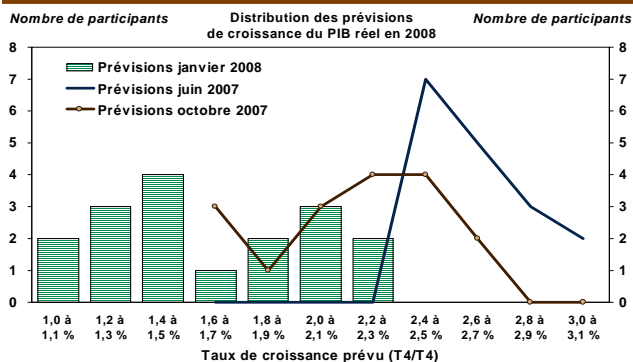


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À notre avis, avec la prédominance des risques pour la croissance, le niveau actuel de l'inflation ne devrait pas entraver le travail de la Fed. L'inflation est un indicateur retardé du cycle économique, et d'autres baisses de taux sont donc à prévoir au cours des prochains mois. Les signes de ralentissement sont sans équivoque, à un point tel que la Fed a révisé ses perspectives de croissance annuelle à la baisse pour la fin de 2008, soit entre 1,3 % et 2,0 %. Les

perspectives de l'ensemble des membres se situent maintenant à un niveau inférieur au scénario le plus pessimiste établi en juin 2007 (graphique 6).

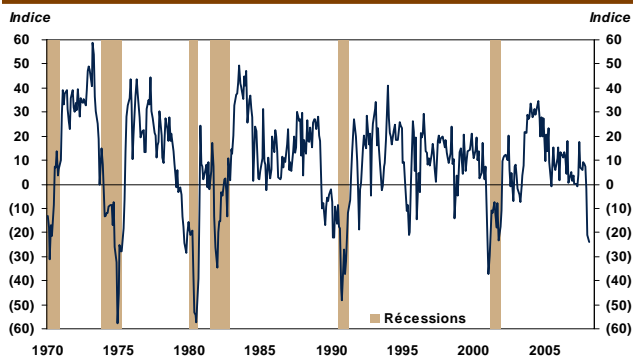
Graphique 6 – Les prévisions de croissance économique de la Fed ont de nouveau été revues à la baisse pour 2008



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Du côté des entreprises, après la baisse abrupte de l'indice ISM non manufacturier en janvier, la diminution de l'indice de la Fed de Philadelphie est maintenant compatible avec une récession dans le secteur manufacturier (graphique 7).

Graphique 7 – L'indice de la Fed de Philadelphie a continué sa chute en février et est maintenant compatible avec une récession



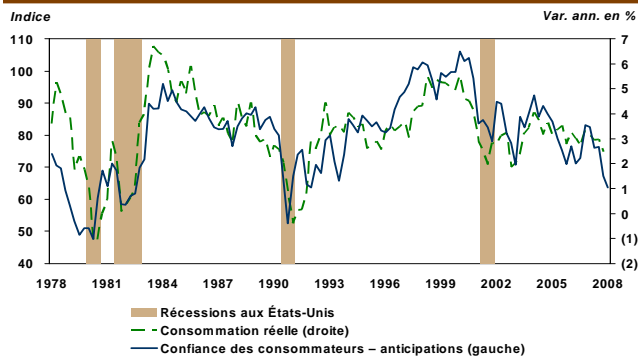
Sources : Réserve fédérale de Philadelphie et Desjardins, Études économiques

Du côté des consommateurs, les indices de confiance ont chuté fortement en janvier, signalant qu'une baisse marquée du rythme des dépenses des consommateurs est à prévoir (graphique 8).

Cela ne sera aidé en rien par le niveau de l'emploi qui a reculé pour la première fois depuis août 2003. La perte de 17 000 postes en janvier n'a encore rien de dramatique, mais la composante « emplois » de l'indice ISM combiné (manufacturier et non manufacturier) indique que les pertes d'emplois pourraient s'accroître prochainement (graphique 9).

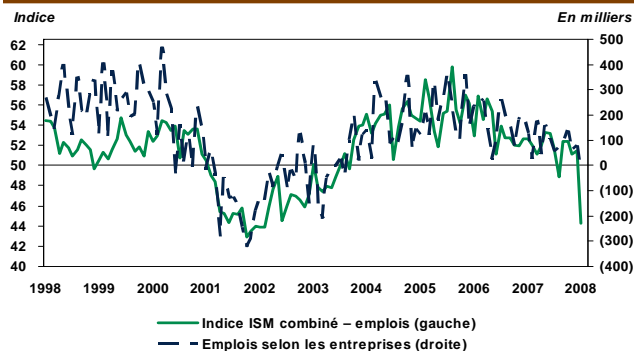
Par ailleurs, malgré les efforts de restructuration et les plans de sauvetage des réassureurs obligataires (*monolines*), les

Graphique 8 – La baisse de la confiance des consommateurs signale un ralentissement des dépenses de consommation



Sources : Bureau of Economic Analysis, Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

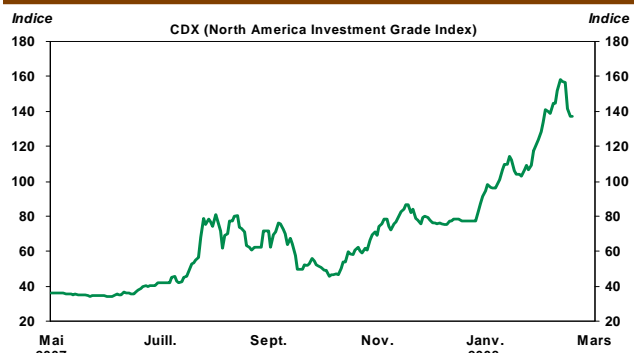
Graphique 9 – La composante « emplois » de l'indice ISM combiné laisse entrevoir une détérioration marquée du marché du travail



Sources : Bureau of Labor Statistics, Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

tensions sur le marché du crédit sont encore palpables. Le maintien de la cote AAA par Standard & Poor's pour les *monolines* Ambac et MBIA est venu rassurer les marchés, mais, de façon générale, les risques de défaut de crédit demeurent anormalement élevés (graphique 10).

Graphique 10 – Les risques de crédit se sont apaisés, mais ils demeurent élevés



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

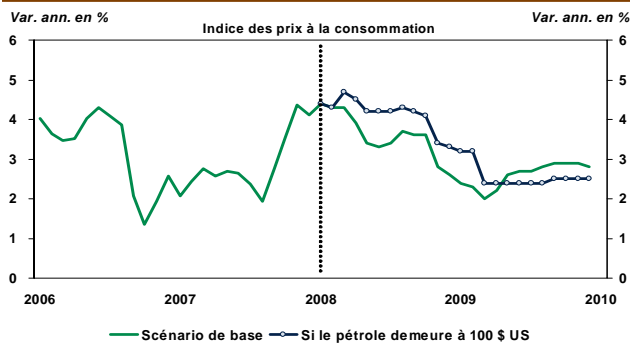
Ainsi, en dépit des prix du pétrole élevés, nous maintenons que le ralentissement économique, la crise des liquidités et le resserrement des conditions de crédit devraient amener un

apaisement des pressions inflationnistes d'ici la deuxième moitié de l'année. Cela est conforme au scénario de la Fed :

« [...] many (members) believe that the slow growth in economic activity anticipated in the first half of this year and the associated slack in resource utilization would contribute to an easing of price pressures. [...] »

Advenant le maintien des prix du pétrole à près des 100 \$ US le baril, nous estimons une augmentation de 0,4 point de pourcentage à notre prévision de l'inflation annuelle de l'IPC américain en 2008 (graphique 11). Toutefois, le niveau record des prix du pétrole nous paraît injustifié et la réduction de la demande mondiale, conjuguée à un accroissement des stocks de pétrole américain, devrait provoquer un recul graduel des prix du brut vers les 90 \$ US d'ici l'été, une situation qui devrait permettre à l'IPC de retourner vers les 2,5 %.

Graphique 11 – L'inflation américaine devrait se modérer au courant de 2008



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Si l'inflation ne nous pose pas de problème à court terme, il est probable, toutefois, que les baisses de taux agressives de la Fed conduiront à une remontée de l'inflation à partir de 2009. Dans ces conditions, la pression demeurera à la hausse sur les taux de long terme. L'écart s'est déjà passablement creusé sur la partie longue de la courbe, la

Graphique 12 – Les craintes inflationnistes ont-elles pousser la partie longue de la courbe en forte hausse?

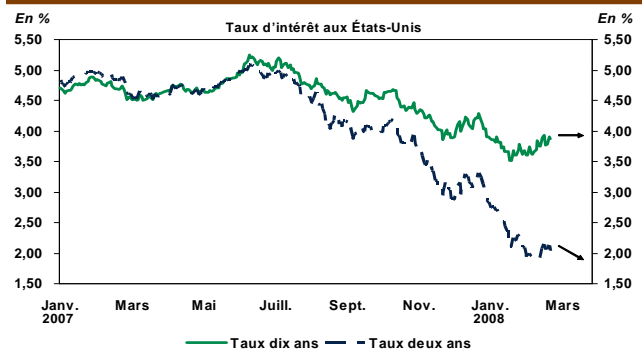


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

pente entre les échéances de 10 et de 30 ans s'accroissant à près de 75 points de base au cours des derniers jours, alors que l'écart était d'environ 40 points de base au début de l'année (graphique 12).

Les taux de deux ans ont remonté quelque peu ces derniers jours alors que le marché anticipe que la Fed pourrait ne pas abaisser ses taux directeurs autant qu'escompté préalablement en raison des craintes inflationnistes. Toutefois, avec bon nombre de mauvaises nouvelles encore à prévoir au cours des prochaines semaines (tant sur le plan économique que sur le plan financier), il est probable que la pression sur les taux de deux ans demeurera à la baisse jusqu'à ce que la Fed signale que le cycle d'assouplissement tire à sa fin. Avec les risques baissiers prédominant sur les risques inflationnistes, le creux de 1,82 % enregistré le 15 février pourrait être testé au gré des mauvaises nouvelles. Ainsi, nous recommandons de privilégier la partie courte de la courbe et de continuer à favoriser une accentuation de la pente entre les échéances de deux et de dix ans (graphique 13).

Graphique 13 – Il est trop tôt pour miser sur la fin des baisses de taux d'intérêt



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre
Économiste senior

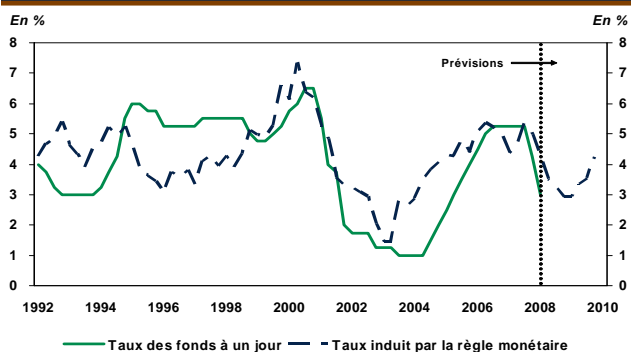
POLITIQUES MONÉTAIRES

Réserve fédérale américaine (Fed) : malgré l'inflation résiliente, l'attention est dirigée vers les risques économiques

- Le compte rendu de la plus récente réunion du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) montre que les baisses de taux d'intérêt directeurs effectuées à la fin de janvier cherchaient à mettre en évidence la volonté de la Fed d'agir énergiquement afin de contrer la détérioration des conditions économiques.
- Malgré ces baisses de taux massives, les dirigeants de la Fed jugent que les risques menaçant la croissance économique demeurent élevés. D'un côté, la Fed s'inquiète du fait que la baisse des indices boursiers, conjuguée à la diminution de la valeur des maisons, amène les ménages à limiter leur consommation. D'un autre côté, la Fed remarque la diminution des indices de confiance et d'activité au sein des entreprises. Elle mentionne également que le resserrement des conditions de crédit se manifeste de plus en plus sur les projets d'investissement, notamment du côté de l'immobilier commercial.
- La Fed a revu ses prévisions de croissance économique à la baisse. La fourchette de prévisions pour la fin d'année table sur une croissance du PIB réel entre 1,3 % et 2,0 %. Nos propres prévisions tablent sur un PIB réel américain qui n'augmenterait que de 1,3 % en 2008 (0,8 % en variation annuelle au dernier trimestre). Les prochains mois devraient d'ailleurs afficher un recul de l'activité économique, et l'évolution du PIB réel pourrait s'avérer négative. Le plan de stimulation fiscale devrait écourter la période de repli de l'économie en amenant une forte croissance du revenu disponible et de la consommation.
- Avec la récente poussée du prix du pétrole, l'inflation demeure cependant une préoccupation. L'indice total des prix à la consommation est en hausse de 4,3 % depuis un an et l'inflation de base est passée de 2,4 % à 2,5 % en juillet. Ces taux de croissance sont supérieurs à la zone de confort (sous 2 %) de plusieurs membres du FOMC. Le ralentissement économique devrait toutefois permettre un retrait graduel de l'inflation au cours des prochains trimestres.
- Après une diminution de 225 points de base depuis l'automne dernier, les taux directeurs américains sont à un niveau compatible avec la règle monétaire. Toutefois, cela est sans compter le pessimisme qui reste perceptible sur les marchés financiers et la volonté de la Fed de pallier le resserrement des conditions de crédit et la stabilité des marchés.

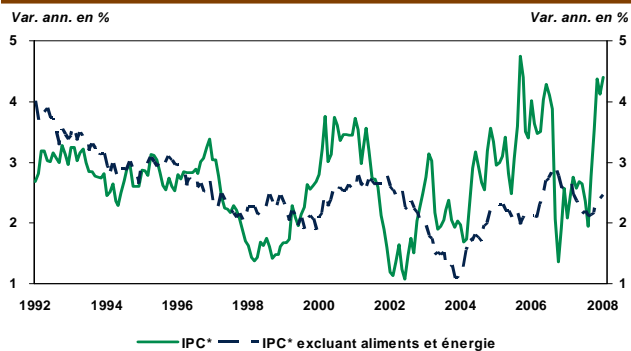
Prévisions : L'assouplissement monétaire se poursuivra aux États-Unis. La Fed devrait diminuer de 50 points de base le taux cible des fonds fédéraux à sa réunion du mois de mars. D'autres baisses, plus modérées, suivront. Le taux cible devrait se rendre à 2,00 % à la mi-année. Toutefois, les dirigeants de la Fed pourraient remonter les taux rapidement lorsque la croissance économique sera plus solide.

États-Unis – Règle monétaire



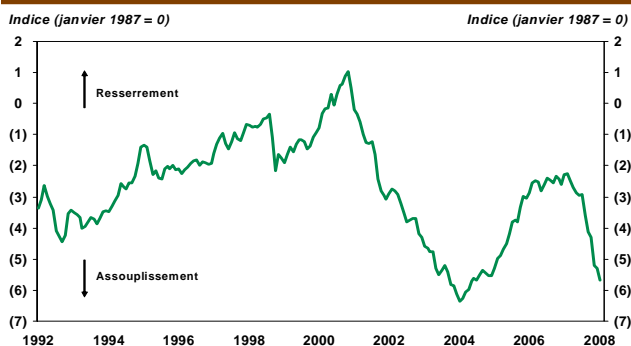
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Taux d'inflation



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

États-Unis – Indice des conditions monétaires

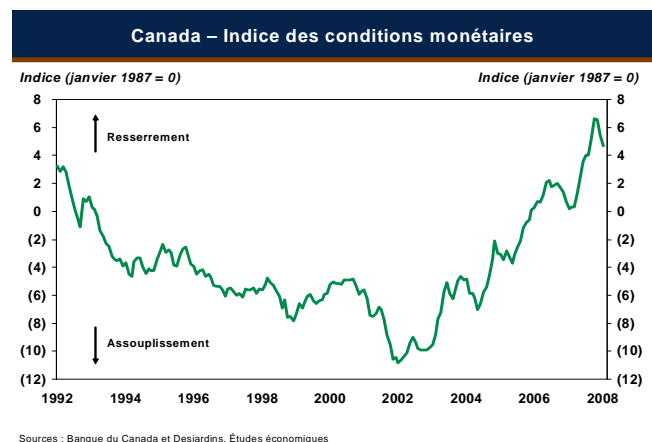
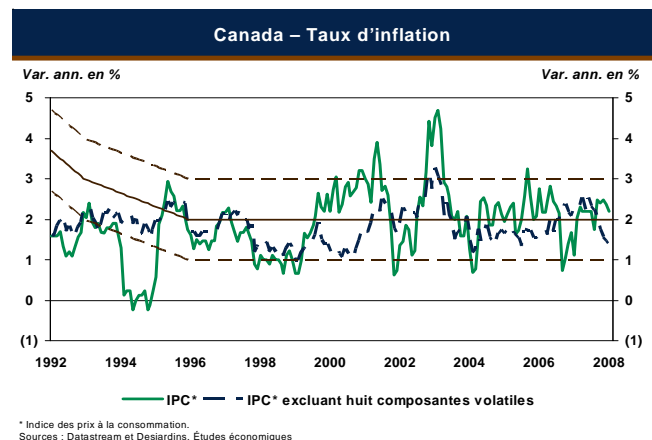
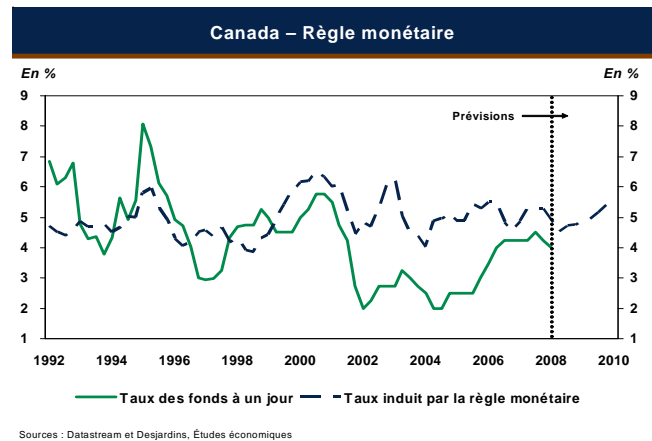


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Banque du Canada (BdC) : le gouverneur Carney osera-t-il une baisse de 50 points de base?

- Au Canada, après la baisse de 25 points de base, à 4,00 %, décrétée en janvier, il est probable que la détérioration du contexte économique américain et son impact sur l'économie canadienne inciteront la BdC à diminuer ses taux directeurs à un niveau plus faible et plus rapide que ce que nous anticipions préalablement.
- De façon générale, les indicateurs économiques publiés au cours des dernières semaines montrent que la croissance de l'économie canadienne s'est modérée significativement à la fin de 2007. En outre, sous l'effet conjugué de la vitalité du huard et du ralentissement américain, les exportations nettes de marchandises ont subi une importante diminution en décembre, portant le solde commercial à -15,6 G\$ de 2002 pour le quatrième trimestre de 2007. Cela pourrait retrancher un peu plus de 2 % à la croissance du PIB réel que nous avons révisée à 1,4 % pour les trois derniers mois de 2007.
- Certes, il subsiste encore certaines pressions inflationnistes : l'économie opère encore au-dessus de son potentiel de production, les conditions prévalant sur le marché du travail demeurent serrées, les salaires réels sont en hausse et les prix du pétrole sont à un niveau record. Toutefois, 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 et des prix élevés de certaines matières premières.
- Ainsi, l'inflation totale et de référence devrait retraiter dans le bas de la fourchette cible (1 %) 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.
- La BdC est déjà d'avis que des baisses de taux additionnelles seront nécessaires pour ramener l'inflation en ligne avec la cible de la Banque à moyen terme. « [...] monetary stimulus is likely to be required in the near term to keep aggregate supply and demand in balance and to return inflation to target of the medium term. The timing and degree of that stimulus will be determined at future fixed announcement dates [...] ».
- Avec la Réserve fédérale américaine en mode agressif d'assouplissement monétaire, la BdC devrait s'assurer de ne pas laisser l'écart entre les taux d'intérêt de court terme canadiens et américains s'accroître davantage afin de limiter les pressions haussières sur le huard.

Prévisions : La détérioration rapide du contexte économique canadien devrait amener la BdC à abaisser 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.

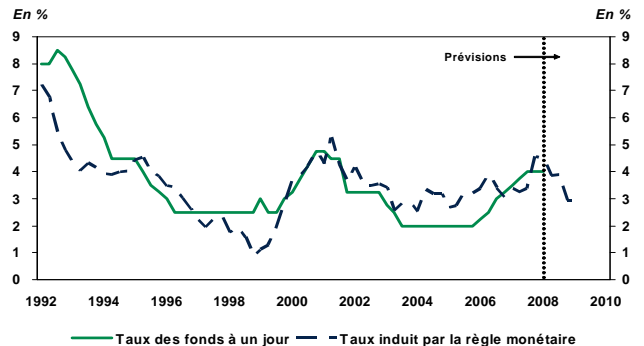


Banque centrale européenne (BCE) : l'inflation demeure la priorité, mais le discours est adouci

- Sans surprise, la BCE a maintenu son taux directeur à 4,00 % lors de sa rencontre du 7 février, alors que le conseil des gouverneurs continue de juger que les risques à la stabilité des prix sont orientés à la hausse. La BCE a cependant légèrement adouci son discours pour tenir compte des risques grandissants de ralentissement économique. Le biais de la BCE paraît donc maintenant plus neutre et il est significatif que, contrairement aux réunions précédentes, la possibilité de relever le taux directeur n'ait pas été envisagée en février.
- La croissance économique en zone euro a diminué de moitié au dernier trimestre de 2007, à 0,4 % à rythme trimestriel non annualisé. Le ralentissement de la consommation devrait se poursuivre au début de 2008, puisque la confiance des ménages continue de diminuer et que les institutions financières resserrent les conditions de crédit. L'évolution de la balance commerciale, qui est devenue négative en décembre dernier pour la première fois depuis 16 mois, risque aussi de freiner la croissance. La force de l'euro et le ralentissement mondial limiteront la demande pour les exportations européennes.
- Par conséquent, la Commission européenne a récemment révisé à la baisse, de 2,2 % à 1,8 %, la croissance prévue en zone euro pour l'année 2008. Malgré tout, certains gouverneurs de la BCE espèrent encore que l'économie eurolandaise résistera au ralentissement américain. Christian Noyer, le gouverneur de la Banque de France, déclarait récemment « s'agissant de la zone euro, nous avons des facteurs autonomes de croissance, qui incitent à un certain optimisme... ».
- Les développements les plus récents du côté de l'inflation ne vont pas dans le sens d'une baisse imminente du taux directeur en zone euro. L'estimation rapide de l'inflation annuelle la place à 3,2 % en février, ce qui serait le pire résultat depuis 1993. C'est la force des prix du pétrole et des aliments qui a poussé l'inflation à plus de 3 % depuis quelques mois. Le retour du pétrole au-dessus des 100 \$ US le baril à la mi-février et les nouvelles hausses des prix des céréales n'annoncent pas un ralentissement immédiat des pressions inflationnistes. De plus, la crainte de la BCE que l'inflation élevée n'entraîne une accélération des salaires a sûrement été alimentée par l'annonce selon laquelle le plus important syndicat allemand, IG Metall, avait obtenu une augmentation salariale de 5,2 %, sur 14 mois, pour 85 000 de ses membres.

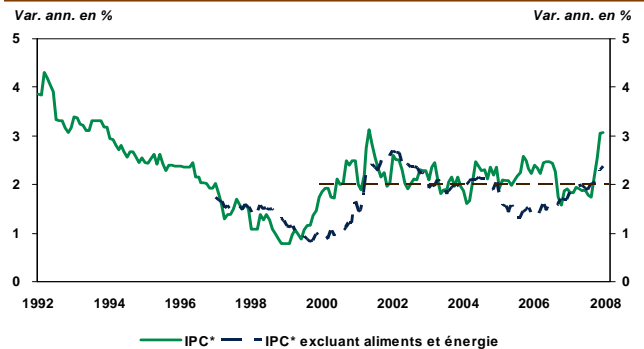
Prévisions : La BCE maintiendra le *statu quo* tant que le ralentissement de l'économie européenne ne sera pas plus évident et que les pressions à la hausse sur l'inflation n'auront pas commencé à se dissiper. Le ralentissement économique devrait cependant la convaincre de réduire son taux directeur vers la mi-année.

Zone euro – Règle monétaire



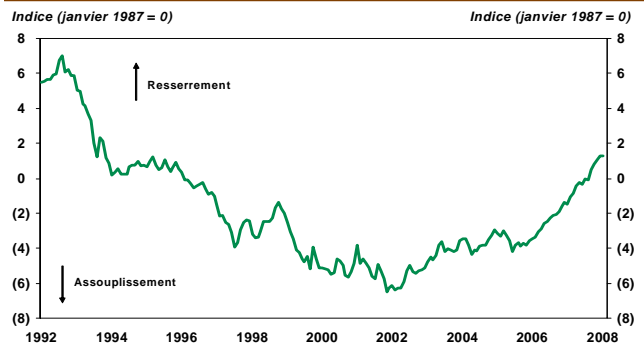
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Zone euro – Taux d'inflation



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

Zone euro – Indice des conditions monétaires

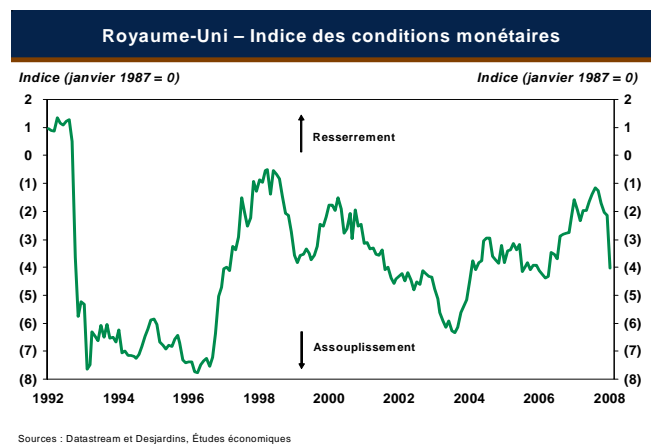
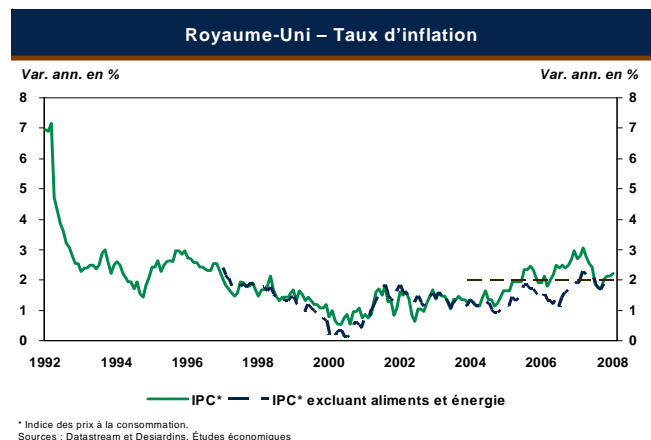
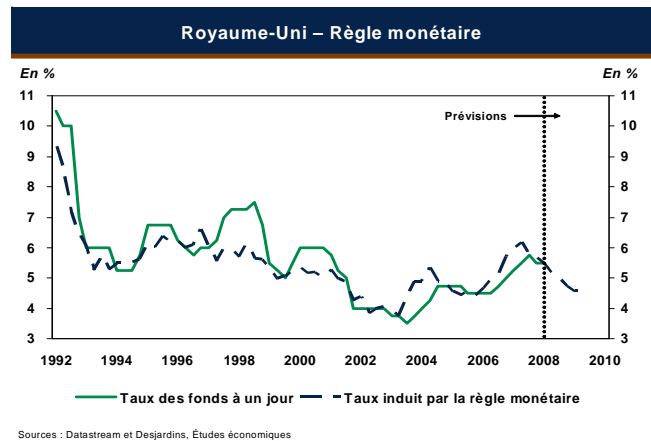


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Banque d'Angleterre (BoE) : jusqu'où les taux d'intérêt seront-ils diminués?

- Tel que prévu, la BoE a poursuivi son assouplissement monétaire amorcé en décembre dernier en annonçant une deuxième baisse de 0,25 % du taux directeur le 7 février. À 5,25 %, ce taux demeure toutefois encore élevé comparativement à ce qui est observé dans les autres importantes économies de la planète. Le compte rendu de la rencontre (huit en faveur de la décision contre un) a montré qu'un des gouverneurs, David Blanchflower, aurait préféré une baisse immédiate de 50 points de base étant donné le risque d'un ralentissement économique très prononcé au Royaume-Uni.
- Le rapport d'inflation de février montre comment la situation s'est compliquée pour la BoE au cours des derniers mois. D'un côté, le ralentissement attendu de l'économie britannique devrait être plus prononcé et plus long que ce que prévoyait la BoE en novembre dernier. Cela provient surtout de la demande intérieure, puisque le ralentissement plus important de l'économie mondiale devrait être contrebalancé en partie par la dépréciation de la livre sterling. Le resserrement des conditions de crédit, les difficultés du marché immobilier et les pressions à la baisse sur le revenu réel devraient freiner la consommation et l'investissement au cours des prochains mois au Royaume-Uni. Le rebond des ventes au détail en janvier peut sembler surprenant dans ce contexte, mais il s'explique principalement par des baisses de prix importantes et par des facteurs saisonniers liés au fait que Pâques aura lieu très tôt cette année.
- D'un autre côté, et malgré les perspectives économiques moins favorables, la BoE a dû revoir à la hausse son scénario d'inflation. La croissance annuelle des prix à la consommation a légèrement augmenté à 2,2 % en janvier, mais elle demeure près de la cible de 2 %. La faiblesse de la livre combinée aux prix très élevés de l'énergie et des aliments devrait toutefois faire bondir le taux d'inflation au cours des prochains mois. En principe, cette augmentation serait temporaire, mais la hausse récente des anticipations d'inflation, à des niveaux relativement élevés, inquiète les gouverneurs de la BoE.
- Le nouveau scénario d'inflation de la BoE la forcera à la prudence et exclut pour le moment des assouplissements monétaires agressifs. Toutefois, le niveau actuel du taux directeur paraît encore trop restrictif étant donné la fragilité de l'économie britannique. L'assouplissement monétaire devrait ainsi se poursuivre progressivement au cours des prochains mois. L'évolution de la crise du crédit et les effets des resserrements des conditions de prêt sur l'économie britannique détermineront en bonne partie jusqu'où exactement les taux descendront.

Prévisions : La BoE demeurera prudente en raison des anticipations inflationnistes, mais la détérioration du marché immobilier et les méfaits sur les dépenses de consommation l'amèneront à procéder à d'autres diminutions de 0,25 % de son taux directeur d'ici l'été.

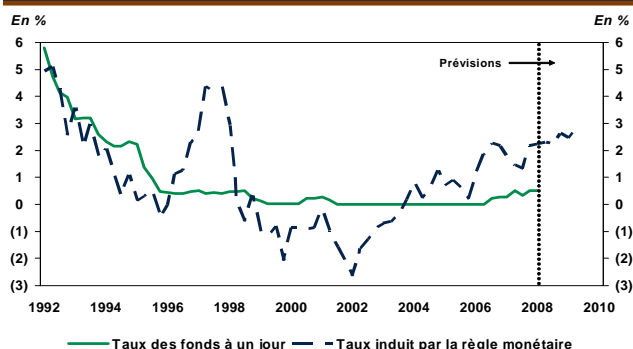


Banque du Japon (BoJ) : le *statu quo* se poursuivra

- Comme prévu, la BoJ a maintenu son *statu quo* le 15 février dernier : le taux directeur est demeuré inchangé à 0,50 %. Le ralentissement de l'économie américaine, les risques financiers liés aux actifs adossés aux prêts hypothécaires à risque, la faiblesse structurelle de l'économie japonaise et un taux d'inflation annuel qui, en excluant les prix de l'énergie, réussit difficilement à se maintenir au-dessus de zéro sont autant de facteurs qui incitent la BoJ à demeurer sur les lignes de côté.
- Stimulée par l'investissement en capital, la croissance économique a bondi de 3,7 % au Japon, à rythme annualisé, au quatrième trimestre, alors que le consensus prévoyait 1,7 %. Au-delà de cette donnée reluisante, les perspectives économiques demeurent sombres pour les mois à venir. Entre autres, un changement dans la réglementation sur les normes de construction entraîne une baisse marquée de l'investissement résidentiel au Japon, et la faiblesse de l'économie américaine devrait se traduire par une diminution des exportations japonaises. Le gouvernement japonais a par ailleurs révisé à la baisse ses prévisions économiques pour l'année. Même si les exportations nippones dépendent moins du marché américain qu'auparavant, le gouvernement s'attend à ce que le ralentissement aux États-Unis touche tôt ou tard la demande intérieure asiatique, ce qui affectera par la bande l'économie japonaise.
- Des changements seront annoncés sous peu à la BoJ. Le mandat de l'actuel gouverneur, Toshihiko Fukui, prendra fin le 19 mars prochain. Nous ne connaissons pas encore son remplaçant, mais tout porte à croire que le sous-gouverneur Toshiro Muto sera l'élu. Dans un contexte où l'économie japonaise risque de vaciller, certains voient avec ce changement de garde une possible baisse de taux d'intérêt au Japon. En ce qui nous concerne, ce scénario paraît peu probable, mais les prochaines hausses de taux pourraient être reportées en 2009.
- Dernièrement, l'appréciation du yen a eu un effet restrictif sur les conditions monétaires au Japon, ce qui constitue un argument supplémentaire pour ne pas précipiter les hausses de taux. Toutefois, en seconde moitié d'année, une augmentation attendue de l'inflation et une plus forte croissance économique restent compatibles avec un resserrement des taux tel que suggéré par l'estimation de notre règle monétaire.

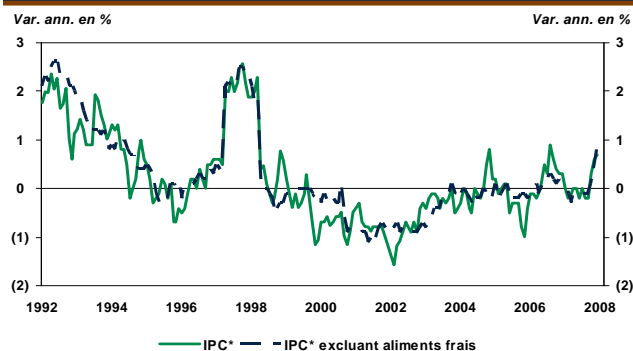
Prévisions : À court terme, le ralentissement américain et l'appréciation du yen inciteront la BoJ à demeurer sur les lignes de côté. Une inflation supérieure à zéro et stable ainsi que des signes de reprise économique pourraient ouvrir la porte à une hausse de taux vers la fin de 2008.

Japon – Règle monétaire



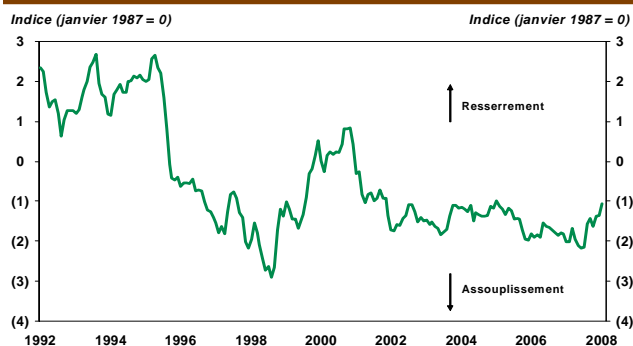
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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
États-Unis												
Fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	2,50	2,00	2,00	2,00	2,50	3,00	3,00	3,50
Canada												
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
Zone euro												
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
Royaume-Uni												
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
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Novembre 2007			
12	Banque du Japon	s.q.	0,50
23	Banque du Mexique	s.q.	7,50
Décembre 2007			
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
Janvier 2008			
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
Février 2008			
4	Banque de réserve d'Australie	+25 p.b.	7,00
7	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
7	Banque d'Angleterre	-25 p.b.	5,25
13	Banque de Suède	+25 p.b.	4,25
14	Banque du Japon	s.q.	0,50
15	Banque du Mexique	s.q.	7,50

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Mars 2008	
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
Avril 2008	
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
30	Réserve fédérale américaine
Mai 2008	
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque centrale européenne
8	Banque d'Angleterre
16	Banque du Mexique
19	Banque du Japon

Source : Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

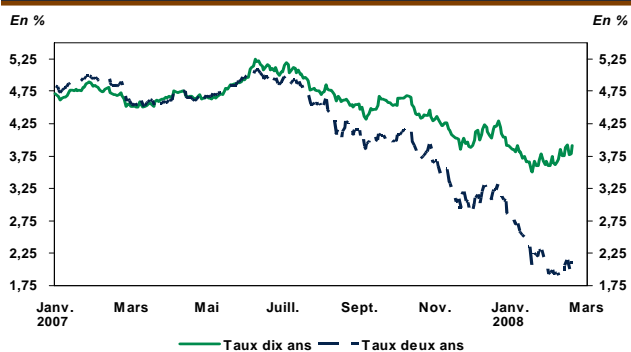
États-Unis : obligations fédérales

OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

- La volatilité est demeurée très présente au cours des dernières semaines au sein du marché obligataire américain. Le tout s'est joué sous le signe des craintes inflationnistes, alors que la conjugaison d'une inflation plus forte que prévu aux États-Unis, d'une révision à la hausse du scénario d'inflation annuelle de la Réserve fédérale américaine (Fed) et d'une flambée des prix des matières premières a provoqué une réduction des anticipations de baisses de taux au pays.
- Le taux des obligations fédérales d'une échéance de deux ans a ainsi fortement remonté, passant d'un creux de 1,82 % le 15 février à près de 2,20 % en l'espace de quelques jours. Toutefois, les signes de ralentissement (d'abord la baisse inattendue du Philly Fed et la diminution de l'indicateur avancé le 21 février, puis la chute des nouvelles commandes le 27 février) ont rapidement repris le dessus, ramenant le taux de deux ans vers 1,90 %.
- Le taux de dix ans a poursuivi sa remontée entamée à la fin de janvier, confirmant que le creux, à 3,29 %, a vraisemblablement été atteint le 23 janvier dernier. Le taux de dix ans s'est élevé jusqu'à 3,95 % le 20 février, avant de retraiter vers les 3,75 % le lendemain sous l'effet des mauvaises nouvelles économiques.
- À notre avis, les risques inflationnistes sont exagérés et il nous paraît opportun de regarnir le portefeuille de titres fédéraux d'une échéance de deux ans dès l'apparition de tout signe de faiblesse du marché. Avec bon nombre de mauvaises nouvelles encore à prévoir au cours des prochaines semaines (tant sur le plan économique que sur le plan financier), il est probable que la pression sur les taux de deux ans demeurera à la baisse jusqu'à ce que la Fed signale que le cycle d'assouplissement tire à sa fin. Les risques baissiers prédominant sur les risques inflationnistes, le creux du 15 février devrait être testé au gré de résultats décevants.
- Si l'inflation ne nous pose pas de problème à court terme, il est probable, toutefois, que les baisses de taux agressives de la Fed conduiront à une remontée de l'inflation à partir de 2009. Dans ces conditions, la pression demeurera à la hausse sur les taux de la partie longue de la courbe de rendement. À court terme, le taux de dix ans pourrait subir les soubresauts de l'économie américaine, mais à moins d'une détérioration majeure du contexte économique, il devrait continuer d'évoluer graduellement à la hausse en raison des risques inflationnistes.

Prévisions : Nous recommandons de privilégier la partie courte de la courbe et de continuer à favoriser une accentuation de la pente entre les échéances de deux et de dix ans. L'aplatissement récent ne reflétait pas les fondements de l'économie, et un recul de la pente sous les 180 points de base paraît un bon point d'entrée.

États-Unis – Obligations fédérales



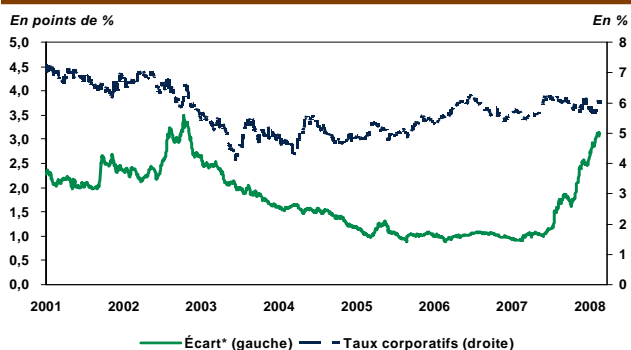
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Pente entre les échéances de dix et de deux ans



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Obligations corporatives



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

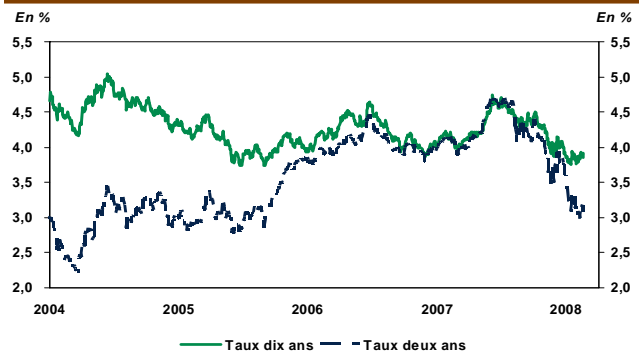
Canada : obligations fédérales et provinciales

OBLIGATIONS FÉDÉRALES

- Après avoir fortement diminué au cours des mois précédents, les taux des obligations fédérales canadiennes se sont stabilisés depuis quelques semaines. Le taux obligataire d'une échéance de deux ans évolue ainsi entre 3,0 % et 3,2 % depuis le début du mois, comparativement à une fourchette de 3,80 % à 3,95 % pour le taux de dix ans.
- Cette récente stabilisation reflète deux forces contraires. D'un côté, les problèmes de crédit ont pris un tournant inquiétant sur le plan international et le ralentissement économique est de plus en plus perceptible au pays. Cela incitera la Banque du Canada à poursuivre son assouplissement monétaire.
- D'un autre côté, la force des prix des matières premières, particulièrement le prix record des céréales et la remontée des cours pétroliers au-dessus des 100 \$ US le baril, a ravivé les craintes d'une accélération de l'inflation partout sur la planète. Ces pressions inflationnistes limitent le recul des taux obligataires et ont même entraîné une remontée d'environ 20 points de base du taux de 30 ans canadien depuis la mi-janvier.
- Après avoir atteint 84 points de base à la mi-février, le plus haut niveau depuis deux ans, la pente entre les échéances de deux et de dix ans a reculé de dix points de base au cours des derniers jours. L'influence des taux américains et la perception des marchés selon laquelle les pressions inflationnistes pourraient limiter les assouplissements monétaires expliquent ce léger aplatissement de la pente.
- L'écart entre les taux fédéraux du Canada et des États-Unis est demeuré à un peu plus de 100 points de base pour les échéances de deux ans, ce qui reflète surtout la chute de 125 points de base du taux directeur américain en janvier. L'écart positif de 0,25 % qui prévalait à la fin de janvier entre les taux de dix ans canadiens et américains est maintenant légèrement négatif. Les nouvelles économiques plus décevantes au Canada depuis quelques semaines et des pressions inflationnistes moins inquiétantes expliquent ce renversement de l'écart.
- Le 26 février, le gouvernement Harper a présenté un budget sans grande surprise. La diminution de l'offre de titres fédéraux devrait se poursuivre au cours des prochaines années, mais à un rythme moins rapide alors que le remboursement prévu de la dette fédérale passerait, en principe, de 10,2 G\$ pour l'exercice 2007-2008 à 2,3 G\$ en 2008-2009. La situation budgétaire canadienne demeure cependant enviable, malgré les risques de ralentissement économique.

Prévisions : D'autres mauvaises nouvelles liées à la crise du crédit devraient entraîner une diminution des taux canadiens au cours des prochains mois, en particulier dans la partie courte de la courbe qui bénéficiera en premier lieu des diminutions des taux directeurs.

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 – Écart par rapport aux obligations fédérales américaines



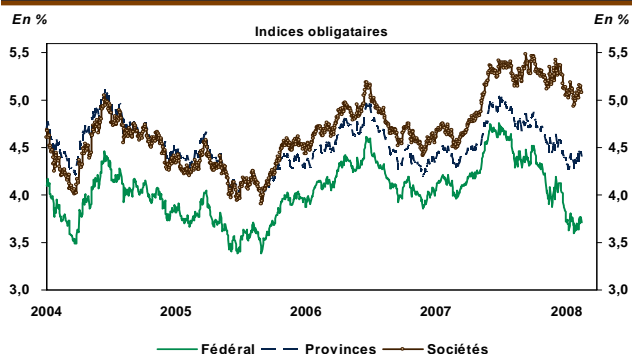
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES

- Les obligations provinciales n'ont pas été épargnées par le nouvel élargissement des primes de risque. Les écarts entre les taux des obligations provinciales et fédérales atteignent ainsi maintenant des sommets datant de 2001 pour les obligations québécoises, et d'encore plus loin dans le cas de l'Ontario et de la Colombie-Britannique.
- Les difficultés de l'économie canadienne continuent d'être concentrées au Québec et en Ontario où l'industrie manufacturière compose difficilement avec la force du dollar et le ralentissement de la demande américaine. Le commerce extérieur de ces deux provinces s'est fortement détérioré au cours des derniers mois et les pertes d'emplois sont très nombreuses dans le secteur industriel. Dernièrement, les nouvelles ont été particulièrement mauvaises en Ontario où les difficultés de l'industrie automobile font très mal. Cela a contribué à une légère sous-performance des obligations ontariennes par rapport à celles des autres grandes provinces.
- En Colombie-Britannique, la vigueur de l'économie a permis au gouvernement provincial de présenter le 19 février un budget excédentaire à saveur écologique. Pour l'exercice 2007-2008, la Colombie-Britannique prévoit maintenant un excédent budgétaire qui frôle les 2 G\$, et les importantes réserves prévues dans le plan budgétaire devraient suffire à maintenir la province en surplus au cours des prochaines années.

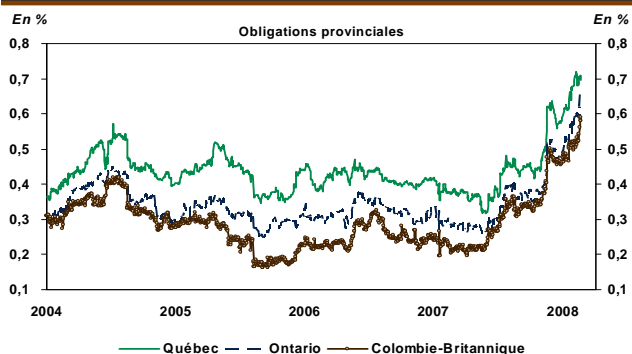
Prévisions : Les écarts de taux, historiquement très élevés, des obligations provinciales rendent ces titres attrayants car le risque réel de défaut des provinces canadiennes semble pratiquement nul. Cependant, puisque les turbulences financières risquent de se poursuivre au cours des prochains mois, il est probable que les écarts de taux se creuseront encore un peu à court terme avant de s'amenuiser progressivement lorsque le calme reviendra sur les marchés.

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	10 200	0,7	29,9	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	1 970	1,0	19,0	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
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	2,50	2,00	2,00	2,00	2,50	3,00	3,00	3,50
Bons du Trésor												
3 mois	5,04	4,82	3,82	3,36	2,10	2,00	2,15	2,25	2,70	3,10	3,25	3,60
Obligations fédérales												
2 ans	4,58	4,87	3,96	3,07	1,80	2,00	2,40	2,80	3,10	3,40	3,80	4,20
5 ans	4,54	4,93	4,23	3,46	2,90	3,10	3,30	3,40	3,50	3,70	4,10	4,50
10 ans	4,65	5,03	4,58	4,03	3,75	3,90	3,95	4,00	4,10	4,20	4,40	4,70
30 ans	4,85	5,13	4,83	4,45	4,50	4,55	4,60	4,65	4,65	4,70	4,80	4,90
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,50)	0,11	0,41	0,10	0,80	1,10	1,15	1,15	0,80	0,60	0,85	0,90
10 ans - 2 ans	0,07	0,16	0,62	0,96	1,95	1,90	1,55	1,20	1,00	0,80	0,60	0,50
30 ans - 3 mois	(0,19)	0,31	1,01	1,09	2,40	2,55	2,45	2,40	1,95	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
Taux directeurs												
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
Bons du Trésor												
3 mois	4,18	4,43	3,98	3,83	3,30	2,85	3,05	3,10	3,35	3,55	3,75	4,15
Obligations fédérales												
2 ans	3,98	4,58	4,08	3,74	2,80	2,90	3,15	3,45	3,60	3,80	4,05	4,35
5 ans	4,01	4,56	4,21	3,87	3,50	3,65	3,75	3,80	3,85	4,00	4,20	4,50
10 ans	4,11	4,55	4,34	3,99	3,75	3,85	3,90	3,95	4,05	4,15	4,40	4,70
30 ans	4,20	4,49	4,45	4,10	4,20	4,25	4,35	4,40	4,45	4,55	4,65	4,80
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,17)	0,13	0,23	0,04	0,20	0,80	0,70	0,70	0,50	0,45	0,45	0,35
10 ans - 2 ans	0,13	(0,03)	0,26	0,25	0,95	0,95	0,75	0,50	0,45	0,35	0,35	0,35
30 ans - 3 mois	0,02	0,06	0,47	0,27	0,90	1,40	1,30	1,30	1,10	1,00	0,90	0,65
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	(0,86)	(0,39)	0,16	0,47	1,20	0,85	0,90	0,85	0,65	0,45	0,50	0,55
2 ans	(0,60)	(0,29)	0,12	0,67	1,00	0,90	0,75	0,65	0,50	0,40	0,25	0,15
5 ans	(0,53)	(0,37)	(0,02)	0,41	0,60	0,55	0,45	0,40	0,35	0,30	0,10	0,00
10 ans	(0,54)	(0,48)	(0,24)	(0,04)	0,00	(0,05)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	0,00	0,00
30 ans	(0,65)	(0,64)	(0,38)	(0,35)	(0,30)	(0,30)	(0,25)	(0,25)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	(0,10)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques