

L'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale américaine est-il vraiment terminé?

FAITS SAILLANTS

- Les marchés financiers sont trop complaisants : la situation appelle à d'autres baisses de taux.
- Réserve fédérale américaine : le dilemme des autorités monétaires encore en place.
- Banque du Canada : l'assouplissement monétaire sera poursuivi au cours des prochains mois.
- Banque centrale européenne : le *statu quo* sera maintenu pour plusieurs mois.
- Banque d'Angleterre : les craintes de ralentissement économique ont le dessus pour le moment.
- Banque du Japon : malgré l'inflation en hausse, le resserrement de la politique monétaire attendra encore.
- La partie courte de la courbe de rendement américaine redevient intéressante : favoriser une accentuation de la pente.

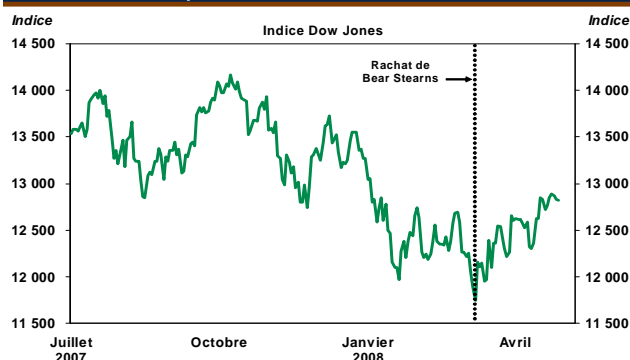
TABLE DES MATIÈRES

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
Analyse technique	11
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis	13
Canada	14
Provinces	15
Tableaux	15-16

Sommaire

Le marché obligataire américain a entrepris un virage à 180 degrés. Si le pessimisme des investisseurs nous semblait exagéré au début du mois de mars, l'optimisme renouvelé depuis le sauvetage de Bear Stearns, orchestré par la Réserve fédérale américaine (Fed) et J. P. Morgan, l'est tout autant. Certes, l'implication directe de la Fed en tant que prêteur (et emprunteur) de dernier recours s'avère un point tournant de la crise, mais l'enthousiasme des marchés depuis le 17 mars, marqué par un rebond de près de 10 % de la Bourse de New York, par un repli significatif des coûts d'assurance liés au risque de défaut et par une remontée de près de 120 points de base des taux des obligations fédérales de deux ans, nous rend perplexes (graphiques 1, 2 et 3).

Graphique 1 – Les Bourses se sont ralliées significativement depuis le rachat de Bear Stearns...



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

LES MARCHÉS FINANCIERS SONT TROP COMPLAISANTS

Avec les dévaluations bancaires liées aux pertes sur les prêts *subprime* maintenant bien escomptées, l'accalmie procurée par des statistiques économiques moins « négatives » aura provoqué un transfert de la demande des valeurs refuges (obligations fédérales) vers les valeurs plus à risque (notamment les obligations de sociétés), permettant un rétrécissement important des écarts (graphique 4).

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Francis Généreux
Économiste senior

Yves St-Maurice

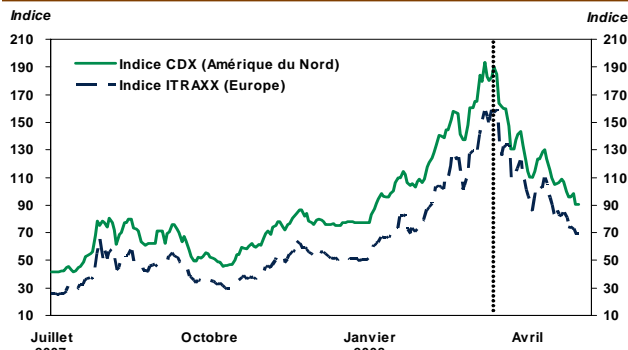
Directeur et économiste en chef adjoint

Martin Lefebvre
Économiste senior

Hendrix Vachon
Économiste

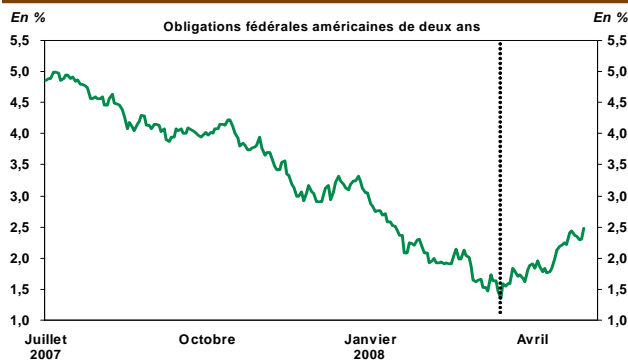
514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Graphique 2 – ... le coût de l'assurance contre le risque de défaut a beaucoup diminué...



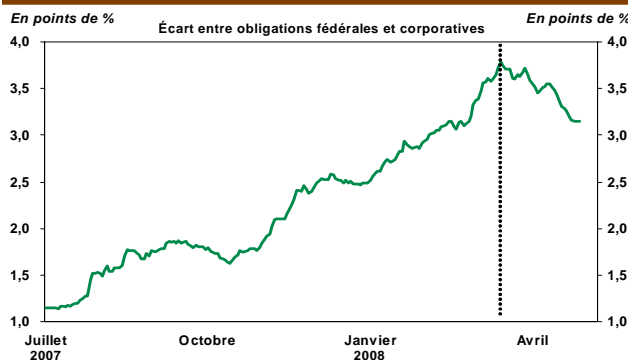
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – ... et les taux d'intérêt ont entrepris une remontée



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

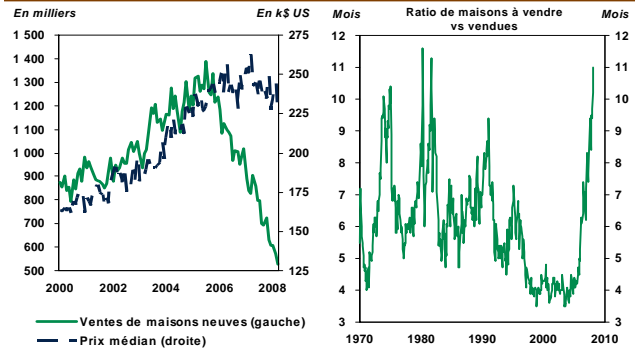
Graphique 4 – Le retrait des valeurs refuges a été bénéfique aux écarts de taux des sociétés



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Pourtant, les nouvelles économiques n'ont rien de particulièrement réjouissant. Les ventes de maisons sont en chute libre (graphique 5), et nous estimons qu'une baisse additionnelle de 10 % à 15 % du prix des maisons sera nécessaire pour stabiliser le marché immobilier. Le problème est que la situation est exacerbée par un cercle vicieux où la correction du prix des maisons incite un nombre de plus en

Graphique 5 – La baisse des prix n'est pas suffisante pour espérer une stabilisation prochaine du marché des maisons neuves



Sources : Census Bureau et Desjardins, Études économiques

plus grand de propriétaires en difficulté à remettre leur clé, ce qui accroît le stock de maisons et exerce des pressions baissières additionnelles sur la valeur des maisons.

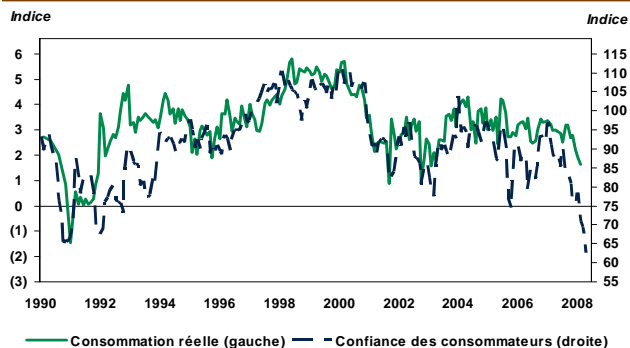
Par ailleurs, si la croissance modeste de 0,6 % du PIB réel, à rythme annualisé, au premier trimestre de 2008, a pu en rassurer plusieurs sur le fait qu'une récession technique (deux trimestres consécutifs de décroissance) est encore évitable, plusieurs poches de faiblesse signalent clairement que l'économie américaine est en nette difficulté. Les dépenses de consommation n'ont progressé que de 1,0 % au cours de l'hiver, soit la pire performance en 13 ans. L'investissement non résidentiel (-2,5 %) a enregistré son pire recul des quatre dernières années. L'investissement résidentiel (-26,7 %) a connu la chute la plus sévère depuis 1981. Ensemble, ces facteurs ont contribué à une baisse de 0,4 % de la demande intérieure finale, ce qui marque la première contraction depuis 1991.

D'AUTRES MAUVAISES NOUVELLES À VENIR

Rien n'indique que la situation soit sur le point de s'améliorer. Avec le prix de l'essence à un niveau record et la richesse des ménages affectée par la chute du prix des maisons et la correction boursière, la confiance des consommateurs est à son plus bas niveau depuis mars 1982. Le bilan des entreprises demeure relativement sain, mais le resserrement des conditions de crédit des banques n'augure rien de bon pour l'investissement non résidentiel au cours des prochains trimestres (graphiques 6 et 7).

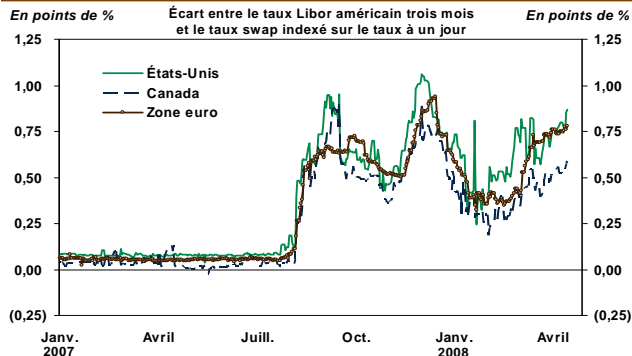
Les taux de deux ans étant à plus de 25 points de base au-dessus des fonds fédéraux, le marché semble indiquer que la Fed a terminé son cycle d'assouplissement monétaire (graphique 8). Après des baisses totalisant 325 points de base en l'espace de seulement sept mois, la Fed est sûrement soulagée d'entrevoir la possibilité de prendre une pause. Le retrait, dans le communiqué accompagnant la dernière décision du FOMC, de la mention voulant que les risques sur

Graphique 6 – La baisse de la confiance signale clairement une diminution de la consommation réelle des ménages



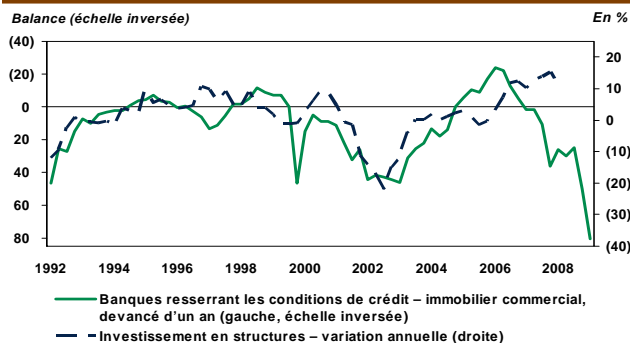
Sources : Bureau of Economic Analysis, Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La tension demeure élevée sur les marchés monétaires



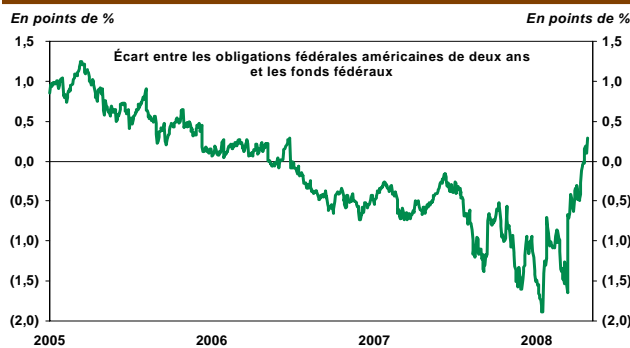
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Le resserrement des conditions de crédit devrait conduire à une baisse de l'investissement non résidentiel



Sources : Federal Reserve Board, U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Le marché indique que la Fed en a assez fait



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

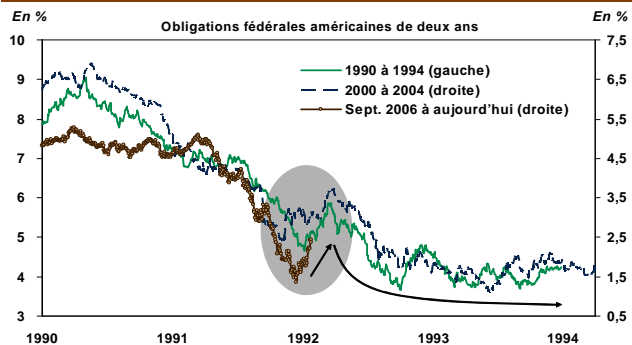
la croissance demeurent orientés à la baisse point quelque peu dans cette direction. À notre avis, toutefois, il est encore trop tôt pour miser sur la fin des diminutions de taux. Bien qu'elles aient réussi à limiter les dégâts et à stabiliser les marchés financiers, les baisses de la Fed ont eu peu d'impact sur le marché monétaire (graphique 9) et les conditions de crédit des banques.

LA PARTIE COURTE DE LA COURBE EST INTÉRESSANTE

Il y a un peu plus d'un mois, le marché obligataire américain représentait à nos yeux peu de valeur et nous recommandions de raccourcir la durée des portefeuilles obligataires. Mais aujourd'hui, après une remontée de près de 120 points de base des taux des obligations fédérales de deux ans, la partie courte de la courbe présente un potentiel intéressant.

En fait, une rétrospective des deux dernières récessions montre que le marché a tendance à surestimer les événements, tant à la hausse qu'à la baisse, en période d'assouplissement monétaire. Certes, la persistance des prix élevés de l'énergie constitue un enjeu de taille pour les autorités monétaires. Par conséquent, il est possible que les taux obligataires demeurent influencés à la hausse à court terme. Toutefois, le contexte général demeure déflationniste (ralentissement économique, augmentation des capacités de production, pertes d'emplois) et la priorité restera axée sur la relance économique. Ainsi, un peu à l'image des récessions de 1991 et de 2001, le marché, après une période de pessimisme lié aux craintes inflationnistes, devrait repousser les taux d'intérêt à la baisse (graphique 10).

Graphique 10 – Le marché semble anticiper une fin trop hâtive de l'assouplissement monétaire de la Fed



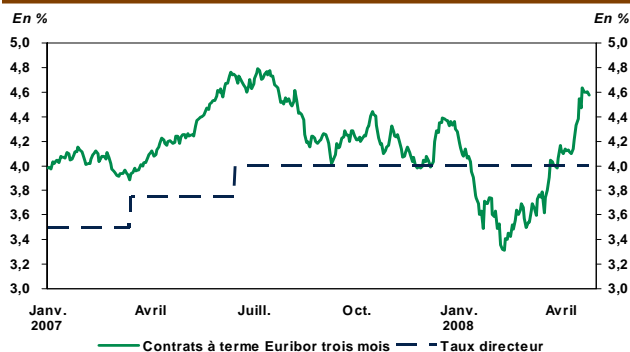
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À notre avis, la Fed pourrait devoir réduire de nouveau la cible des fonds fédéraux d'ici la fin de l'été afin de permettre aux banques commerciales d'assouplir les conditions de crédit. Dans ces circonstances, nous continuons de favoriser une accentuation de la pente de la courbe de rendement à moyen terme.

ZONE EURO : TROP TÔT POUR MISER SUR UNE BAISSÉ DE TAUX

Avec l'inflation eurolandaise à 3,6 % en mars (l'indice flash non détaillé place l'inflation à 3,3 % en avril), la principale préoccupation de la Banque centrale européenne (BCE) demeure les risques inflationnistes. Toutefois, nous sommes rendus à penser que le ton *hawkish* des autorités monétaires eurolandaises est la source même de leurs tourments. En maintenant une position ferme sur l'inflation, les marchés en sont venus à escompter que le prochain changement de direction de la BCE serait une hausse de taux (graphique 11).

Graphique 11 – Zone euro : le ton *hawkish* de la BCE est-il inflationniste?



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Or, l'attitude de la BCE ne fait que maintenir les pressions baissières sur le billet vert et, par ricochet, attiser les prix des matières premières, le pétrole à l'avant-plan. Les prix de l'énergie étant au cœur de l'inflation actuelle en zone euro, la BCE aurait ainsi intérêt à calmer le jeu. Habituellement, la politique monétaire a peu d'impact sur les prix du pétrole, ces derniers étant fixés par le marché mondial. Mais les tensions actuelles, caractérisées par une spéculation élevée, bénéficieraient d'un changement de cap de la part de la BCE.

À notre avis, une baisse de taux en zone euro aurait l'avantage de régler deux problèmes d'un seul coup. Avec le gros de l'assouplissement monétaire de la Fed déjà effectué, l'ouverture de la BCE face à des baisses de taux, d'un côté, provoquerait une correction de l'euro, ce qui relancerait le secteur extérieur de la zone euro; d'un autre côté, cela permettrait un rebond du billet vert et, par conséquent, un repli des prix du pétrole (graphique 12).

Graphique 12 – Une correction de l'euro ramènerait les prix du pétrole à un niveau plus près des déterminants fondamentaux



* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Il est encore trop tôt pour espérer des baisses de taux, mais les signes de ralentissement économique devraient s'accumuler peu à peu, laissant à la BCE plus de marge de manœuvre dans l'élaboration de sa politique monétaire. La baisse de l'indice IFO allemand, un important baromètre de l'activité économique en zone euro, est un pas dans cette direction. Cependant, les baisses de taux ne verront sans doute pas le jour avant une décélération concrète de l'inflation. À cet effet, la baisse mensuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation allemands, qui a permis un repli de l'inflation annuelle de 3,2 % en mars à 2,5 % en avril, est encourageante. Ainsi, nous continuons d'anticiper des baisses de taux en zone euro, mais il semble de plus en plus évident que la BCE n'ouvrira pas la porte dans ce sens avant septembre prochain.

Dans ces conditions, la patience reste de mise. Des possibilités plus claires de pentification des courbes eurolandaises ou de rétrécissement des écarts de taux entre la zone euro et les États-Unis devraient se créer au cours des prochains mois.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre
Économiste senior

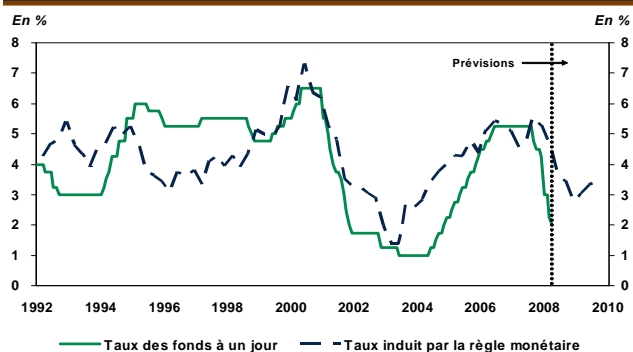
POLITIQUES MONÉTAIRES

Réserve fédérale américaine (Fed) : le dilemme des autorités monétaires encore en place

- La Fed a parfaitement répondu aux attentes des marchés en abaissant de seulement 25 points de base la cible des fonds fédéraux lors de sa réunion qui s'est terminée le 30 avril. La stabilisation des marchés boursier et obligataire au cours du dernier mois a largement atténué le sentiment d'urgence qui prévalait depuis le début de l'année. Ainsi, la Fed a pu modérer ses ardeurs, et le taux d'intérêt cible des fonds fédéraux passe donc de 2,25 % à 2,00 %.
- Dans le communiqué accompagnant cette décision, la Fed mentionne que l'inflation de base montre des signes d'amélioration, mais que certains indicateurs liés aux anticipations inflationnistes se sont détériorés. Elle anticipe toutefois que l'inflation se modérera au cours des prochains trimestres.
- Pourtant, l'incertitude sur la situation inflationniste demeure élevée, et les plus récents résultats concernant les prix à la consommation sont assez décevants. Après une certaine accalmie en février, l'indice des prix à la consommation a connu une nouvelle hausse en mars. Le gain mensuel de 0,3 % a maintenu l'inflation annuelle à 4,0 %. De son côté, l'inflation de base s'est accélérée, passant de 2,3 % à 2,4 %. La nouvelle poussée des prix de l'énergie et les inquiétudes liées aux prix des aliments menacent toutefois les prochains chiffres d'inflation et l'équilibre des anticipations inflationnistes. Il est donc clair que l'évolution des prix restera une contrainte pour l'évolution future de la politique monétaire.
- La situation économique demeure aussi un défi important pour la Fed. La croissance du PIB, sans être négative, a été anémique au premier trimestre de 2008 avec un gain annualisé de seulement 0,6 %. Cette hausse provient surtout d'un restockage de la part des entreprises et d'un commerce extérieur favorable. La demande intérieure finale américaine a diminué de 0,4 % à l'hiver, un premier recul depuis la récession de 1991. De plus, les mises à pied s'accumulent. Il s'est perdu 260 000 emplois depuis le début de l'année, et le marché du travail devrait continuer à se détériorer.
- Il est difficile de croire que les problèmes liés au crédit soient réellement terminés. Dans son plus récent communiqué, la Fed mentionne encore que les marchés financiers sont soumis à de fortes tensions. Malgré les baisses des taux directeurs depuis le début de la crise financière et l'ajout de liquidités aux institutions, les taux d'intérêt hypothécaires n'ont pas vraiment diminué.

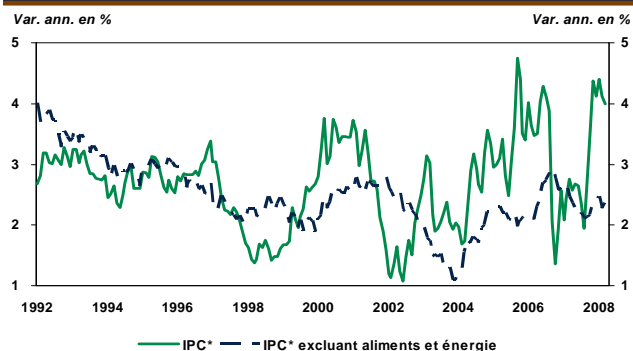
Prévisions : Comme les mauvaises nouvelles continueront de s'accumuler et que la Fed cherchera encore à offrir un contrepoids aux conditions de crédit, il n'est pas exclu que les taux directeurs diminuent de nouveau au cours des prochaines réunions. Il faudra cependant que la situation inflationniste permette ces mouvements. Nous tablons sur une autre baisse de 25 points des taux directeurs lors de la réunion des 24 et 25 juin.

États-Unis – Règle monétaire



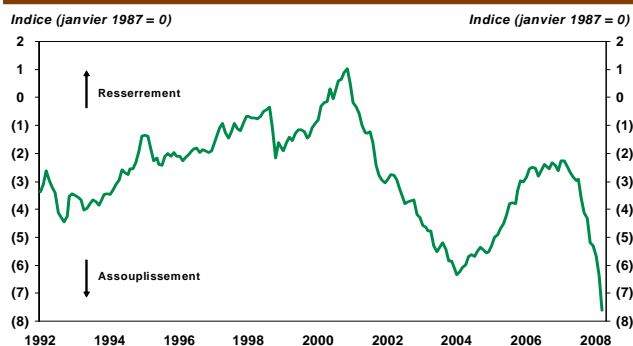
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Taux d'inflation



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

États-Unis – Indice des conditions monétaires

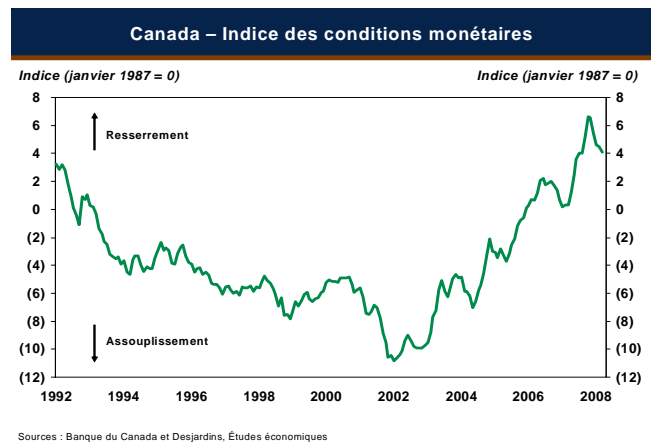
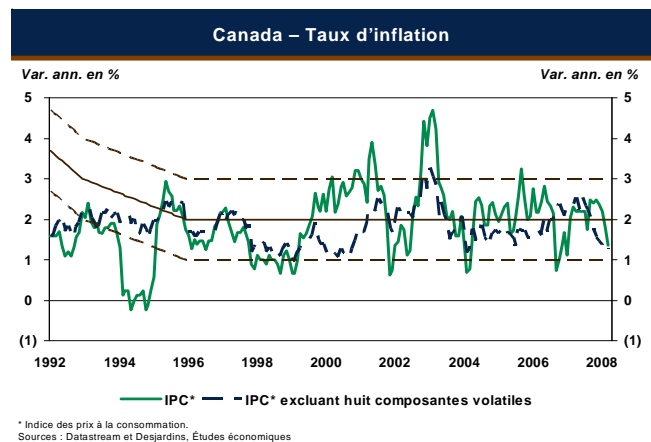
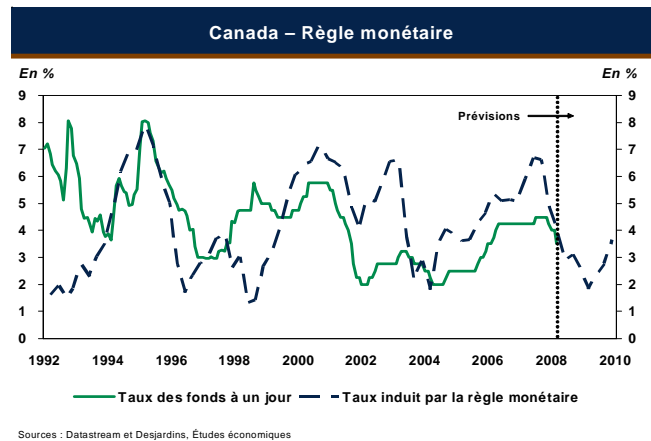


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Banque du Canada (BdC) : l'assouplissement monétaire sera poursuivi au cours des prochains mois

- La BdC a abaissé son taux directeur de 50 points de base pour une deuxième rencontre consécutive en avril, portant le taux des fonds à un jour à 3,00 %.
- La poursuite de l'assouplissement monétaire et l'ampleur de la baisse décrétée n'étaient pas une surprise. En dépit de la bonne tenue de la demande intérieure, les perspectives de croissance de l'économie canadienne, dans l'ensemble, se sont assombries davantage que prévu. Certes, le Canada continue de montrer des signes de découplage face à son voisin du sud, notamment en ce qui a trait à l'emploi, aux salaires et à la consommation; toutefois, la poursuite des difficultés financières, le resserrement des conditions de crédit et l'impact combiné d'une devise forte et du ralentissement américain sur le secteur extérieur canadien signalent que l'activité économique s'annonce terne au cours des prochains trimestres.
- Dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'avril, la BdC sous-entend que les risques de récession aux États-Unis auront des répercussions négatives sur l'économie canadienne. Ainsi, la BdC a révisé ses perspectives de croissance au pays à la baisse, à 1,4 % pour 2008 et à 2,0 % pour 2009.
- À notre avis, bien que la BdC indique clairement que le moment de toute nouvelle baisse de taux dépendra de l'évolution des économies mondiale et canadienne, la situation reste propice à la poursuite de l'assouplissement monétaire.
- La faiblesse de l'inflation donne toute la marge de manœuvre voulue à la BdC. Malgré les hausses faramineuses des prix du pétrole et des céréales, l'impact sur l'ensemble des prix à la consommation au pays reste mitigé. Les effets de la baisse de la taxe sur les produits et services (TPS), jumelés aux pressions concurrentielles liées à la vitalité du huard, ont permis une décélération notable de l'inflation totale, à 1,4 % en mars. À court terme, la hausse du prix de l'essence devrait continuer de se faire sentir sur l'indice total, mais le ralentissement économique devrait favoriser le développement d'une offre excédentaire d'ici la fin de l'année, ce qui maintiendra l'inflation dans le bas de la fourchette cible de la BdC.

Prévisions : Avec la Réserve fédérale américaine signalant une pause dans son cycle d'assouplissement monétaire, la nécessité d'assouplir encore agressivement la politique monétaire au Canada est révolue. À notre avis, la situation reste toutefois favorable à une baisse additionnelle de 25 points de base dès la réunion du 10 juin.

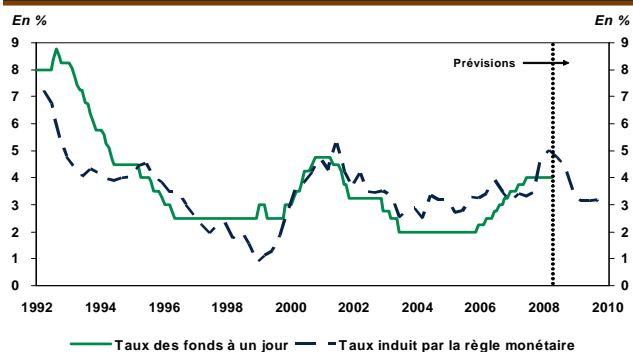


Banque centrale européenne (BCE) : le *statu quo* sera maintenu pour plusieurs mois

- Comme prévu, la BCE a conservé son taux directeur à 4,00 % en avril, pour un onzième mois consécutif. Loin d'assouplir son discours, la BCE a réaffirmé avec force que son seul objectif était la stabilité des prix. Certains dirigeants ont même déclaré que la BCE ne pourrait se permettre d'abaisser son taux directeur en 2008 étant donné l'inflation trop élevée. Cela a convaincu les marchés financiers que la BCE maintiendra sa politique monétaire inchangée d'ici la fin de l'année.
- L'intransigeance des autorités monétaires eurolandaises provient du fait que l'inflation, qui a atteint un record de 3,6 % en mars, devrait demeurer plusieurs mois significativement au-dessus de la cible de 2 %. Les dernières prévisions de la Commission européenne anticipent que l'inflation de la zone euro atteindra en moyenne 3,2 % en 2008 avant de ralentir à 2,2 %. Tout comme la BCE, la Commission juge que les risques demeurent à la hausse pour l'inflation.
- Toutefois, l'augmentation rapide des prix à la consommation reflète surtout la poussée des prix de l'énergie et de certains aliments et devrait donc être temporaire. Pour le moment, les effets de diffusion semblent limités, et l'inflation aurait déjà ralenti quelque peu à 3,3 % au mois d'avril selon l'estimation préliminaire.
- Les perspectives économiques continuent de se détériorer et la Commission européenne a dû revoir significativement à la baisse la croissance prévue en zone euro. La hausse du PIB réel devrait se limiter à 1,7 % en 2008 et à 1,5 % en 2009. Les risques demeurent à la baisse sur ce scénario et les perspectives du Fonds monétaire international sont encore un peu plus pessimistes. Le ralentissement économique mondial et la force de l'euro nuiront aux exportateurs eurolandais, mais l'économie intérieure sera aussi durement touchée par une correction du secteur résidentiel et par une diminution de la confiance des ménages et des entreprises.
- Le ralentissement économique et l'appréciation marquée de l'euro ont amené plusieurs intervenants, dont les gouvernements français et italien, à demander à la BCE de faire preuve de plus de souplesse. Bien que M. Trichet, le président de la BCE, se montre inquiet face aux possibles impacts des fortes fluctuations des devises sur la stabilité financière et économique, il a encore affirmé le 28 avril : « [...] It's crucial that the Governing Council sets the appropriate monetary policy stance on the basis of no other considerations than the delivery of price stability in the medium term [...] ».

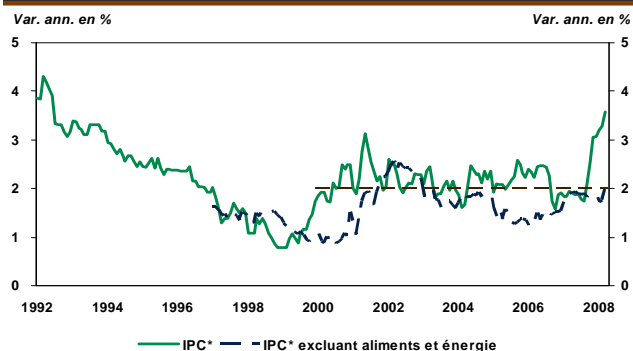
Prévisions : Les pressions sur la BCE continueront d'augmenter au cours des prochains mois alors que les risques de ralentissement économique prononcé devraient s'intensifier et que l'inflation commencera à se modérer. Les autorités monétaires ne voudront cependant pas perdre la face et attendront au moins à l'automne avant de procéder à une première baisse de taux.

Zone euro – Règle monétaire



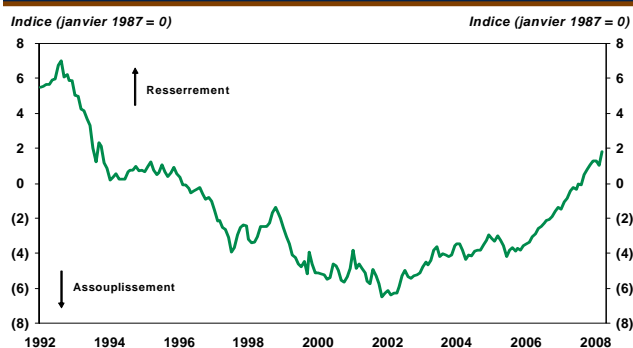
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Zone euro – Taux d'inflation



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

Zone euro – Indice des conditions monétaires

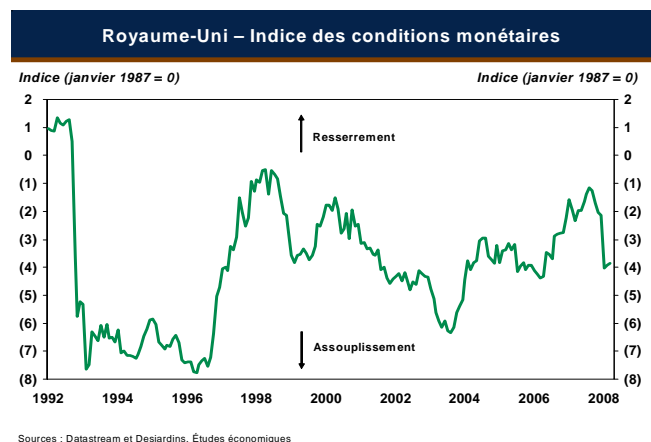
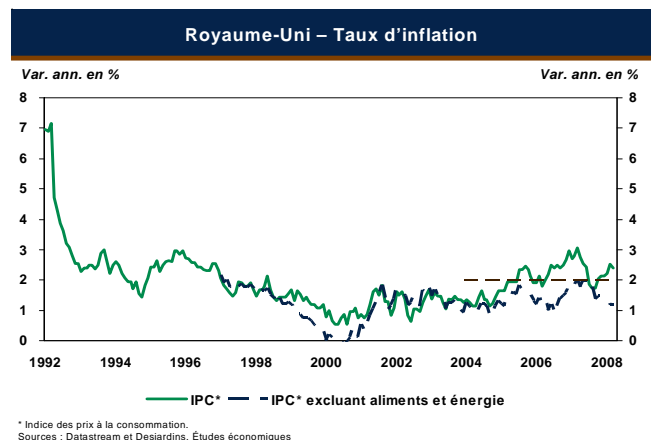
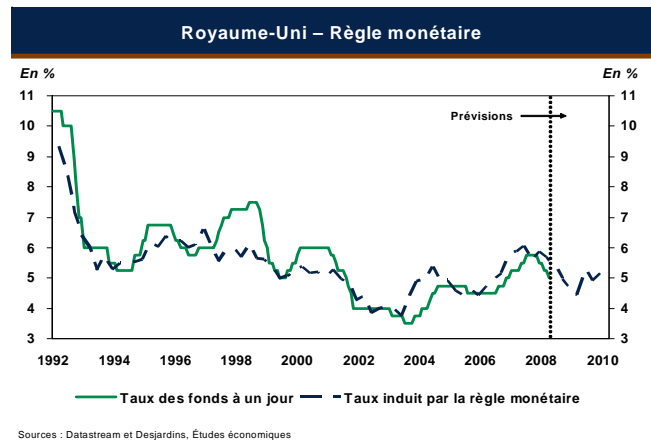


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Banque d'Angleterre (BoE) : les craintes de ralentissement économique ont le dessus pour le moment

- La BoE a poursuivi son assouplissement monétaire en diminuant de 25 points de base son taux directeur en avril. Depuis décembre dernier, la BoE a ainsi réduit ce taux de 75 points de base pour le porter à 5,00 %. Le compte rendu de la réunion du mois d'avril a révélé que seulement six des neuf membres du comité qui détermine la politique monétaire ont voté en faveur de la décision de la BoE. Un membre aurait opté pour une diminution immédiate de 50 points, alors que deux autres préféraient le *statu quo*, même s'ils reconnaissaient que le taux directeur devrait probablement être réduit au cours des prochains mois. La grande incertitude entourant les perspectives d'inflation explique l'absence de consensus au sein de la BoE.
- D'un côté, les pressions inflationnistes découlant de la hausse mondiale des prix de l'énergie et des aliments affectent le Royaume-Uni et devraient maintenir l'inflation bien au-dessus de la cible de 2 % à court terme. Le taux d'inflation est demeuré à 2,5 % au mois de mars et devrait atteindre 3 %, ou même plus, d'ici quelques mois. Le taux d'inflation de base de seulement 1,2 % confirme cependant que la hausse de prix provient de facteurs extérieurs bien spécifiques et que celle-ci n'a pas eu beaucoup d'effets sur l'ensemble des biens de consommation.
- D'un autre côté, l'économie du Royaume-Uni connaît un ralentissement qui pourrait faire descendre l'inflation sous la cible à moyen terme. La croissance du PIB réel britannique n'a été que de 0,4 % au dernier trimestre de 2007, le résultat le plus faible en trois ans, et le Fonds monétaire international prévoit maintenant une croissance annuelle de seulement 1,6 % en 2008.
- Le secteur immobilier est particulièrement inquiétant. Plusieurs indices de prix signalent déjà un recul de la valeur des propriétés britanniques, et on ne peut exclure la possibilité d'une correction semblable à celle du marché résidentiel américain. David Blanchflower, le membre du comité de la BoE en faveur d'une baisse de 50 points de base en avril, n'hésite pas à affirmer qu'il craint une récession au Royaume-Uni découlant des problèmes immobiliers : « [...] More bad news is on the way. I think it is very plausible that falling house prices will lead to a sharp drop in consumer spending growth. Developments in the UK are starting to look eerily similar to those in the US six months or so ago [...] ».

Prévisions : Fidèle à son habitude, il est probable que la BoE, après avoir abaissé les taux en avril, prendra une pause en mai. Mais la détérioration du contexte économique suggère que l'assouplissement monétaire sera repris dès juin. Le rapport sur l'inflation, publié le 14 mai, donnera une meilleure idée de la vision de la BoE.

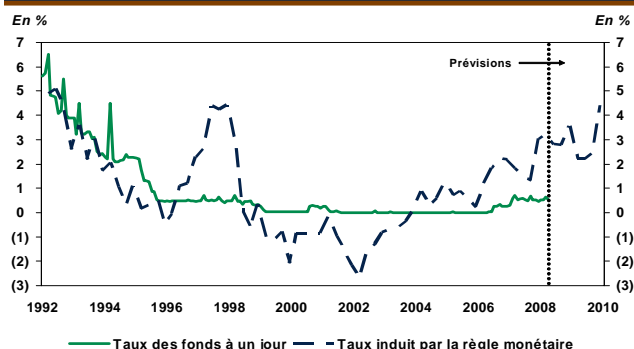


Banque du Japon (BdJ) : malgré l'inflation en hausse, le resserrement de la politique monétaire attendra encore

- Comme prévu, la BdJ est demeurée une fois de plus sur les lignes de côté lors de sa réunion de politique monétaire du 29 avril dernier. Le taux directeur japonais est fixé à 0,50 % depuis plus d'un an maintenant, et peu d'éléments justifient un changement au cours des mois à venir. La BdJ a d'ailleurs ajusté son discours en faveur du *statu quo* dans sa publication semi-annuelle sur les perspectives de l'économie et des prix. Malgré un taux d'inflation en hausse, plusieurs facteurs incitent à la prudence, dont le ralentissement économique américain, les risques financiers qui demeurent encore présents, l'appréciation du yen et, maintenant, la montée en flèche des prix du pétrole et d'autres produits de base.
- En mars, l'inflation totale et l'inflation excluant les aliments frais ont toutes deux atteint 1,2 % en variation annuelle. Si l'on exclut aussi les prix de l'énergie, la variation n'a toutefois été que de 0,1 %, ce qui demeure néanmoins la variation la plus élevée jamais observée depuis août 1998. Cette nouvelle encourageante pour la banque centrale nippone ne justifie cependant pas encore la poursuite du resserrement monétaire. L'essentiel de l'inflation provient de l'offre (coûts de l'énergie et des matières premières), et plusieurs facteurs assombrissent les perspectives économiques à court terme.
- Le ralentissement aux États-Unis et l'appréciation du yen laissent craindre que le Japon puisse éventuellement écopier par le biais de son secteur extérieur. Heureusement, la demande provenant des pays émergents d'Asie demeure vigoureuse pour l'instant. Pour les autres composantes économiques, les nouvelles sont toujours mitigées. La confiance des consommateurs japonais évolue à des niveaux historiquement bas. Le secteur de la construction résidentielle continue de décevoir. L'indice Tankan, souvent associé à l'investissement en capital et en machinerie, est en repli, et la production industrielle a chuté fortement en mars après un rebond observé en février.
- L'indice des conditions monétaires s'est à nouveau resserré en mars avec l'appréciation du yen, ce qui constitue un argument supplémentaire pour ne pas précipiter les hausses de taux. Néanmoins, l'indice devrait montrer un peu plus de souplesse prochainement avec le recul de la devise nippone, et redonner de l'espace pour un éventuel resserrement monétaire.
- Après quelques rebondissements au parlement japonais, c'est finalement Masaaki Shirakawa qui a été nommé gouverneur de la BdJ le 7 avril dernier. Cette nomination ne devrait pas faire dévier la banque centrale de ses objectifs malgré un ton maintenant plus neutre.

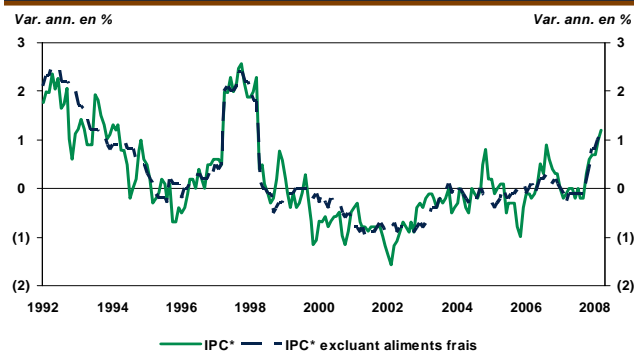
Prévision : L'économie japonaise pourrait écopier du ralentissement américain et de l'appréciation du yen. La hausse des prix du pétrole et des matières premières demeure aussi une source d'inquiétude. Une inflation par les coûts n'est pas le scénario idéal, et la BdJ devrait demeurer sur les lignes de côté jusqu'à la fin de 2008.

Japon – Règle monétaire



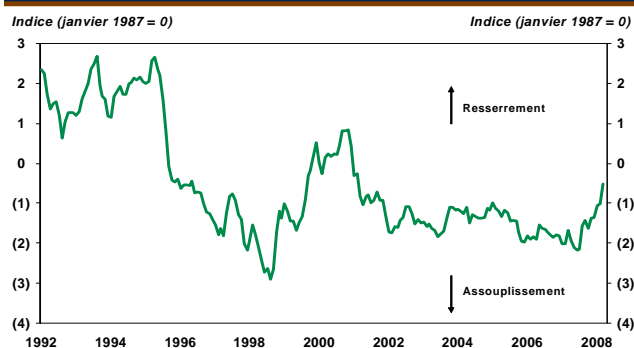
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	2,25	1,75	1,75	1,50	1,50	2,00	2,75	3,50
Canada												
Taux des fonds à un jour	4,25	4,25	4,50	4,25	3,50	2,75	2,50	2,50	2,75	3,25	3,50	4,00
Zone euro												
Taux de refinancement	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,50	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	4,50	4,50	5,00	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
Février 2008			
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
Mars 2007			
3	Banque de réserve d'Australie	+25 p.b.	7,25
4	Banque du Canada	-50 p.b.	3,50
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	s.q.	5,25
6	Banque du Japon	s.q.	0,50
13	Banque de Norvège	s.q.	5,25
13	Banque nationale suisse	s.q.	2,75
14	Banque du Mexique	s.q.	7,50
18	Réserve fédérale américaine	-75 p.b.	2,25
10	Banque de réserve d'Australie	s.q.	7,25
Avril 2008			
8	Banque du Japon	s.q.	0,50
10	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
10	Banque d'Angleterre	-25 p.b.	5,00
16	Banque du Brésil	+50 p.b.	11,75
18	Banque du Mexique	s.q.	7,50
22	Banque du Canada	-50 p.b.	3,00
23	Banque de Norvège	+25 p.b.	5,50
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	8,25
23	Banque de Suède	s.q.	4,25
29	Banque du Japon	s.q.	0,50
30	Réserve fédérale américaine	-25 p.b.	2,00

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Mai 2008	
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque centrale européenne
8	Banque d'Angleterre
16	Banque du Mexique
19	Banque du Japon
28	Banque de Norvège
Juin 2008	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
4	Banque du Brésil
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
10	Banque du Canada
12	Banque du Japon
19	Banque nationale suisse
20	Banque du Mexique
25	Banque de Norvège
25	Réserve fédérale américaine
Juillet 2008	
1	Banque de réserve d'Australie
3	Banque centrale européenne
3	Banque de Suède
10	Banque d'Angleterre
14	Banque du Japon
15	Banque du Canada
18	Banque du Mexique
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
23	Banque du Brésil
Août 2008	
5	Banque de réserve d'Australie

Source : Desjardins, Études économiques

ANALYSE TECHNIQUE

UST 10 ANS : (3,70 %)

Le taux de dix ans américain est sorti de son corridor baissier vers 3,70 %. Un bris de 3,90 % confirmerait une hausse rapide vers 4,25 %, caractérisée par une accentuation de la courbe de rendement américaine.



INDICE CRB : (409)

Le graphique de l'indice CRB (Commodity Research Bureau) démontre que nous assisterons à une phase de consolidation pour la demande des matières premières. Des supports à 400 et à 380 sont anticipés. Seul un bris du niveau de 422 confirmerait la reprise à la hausse.



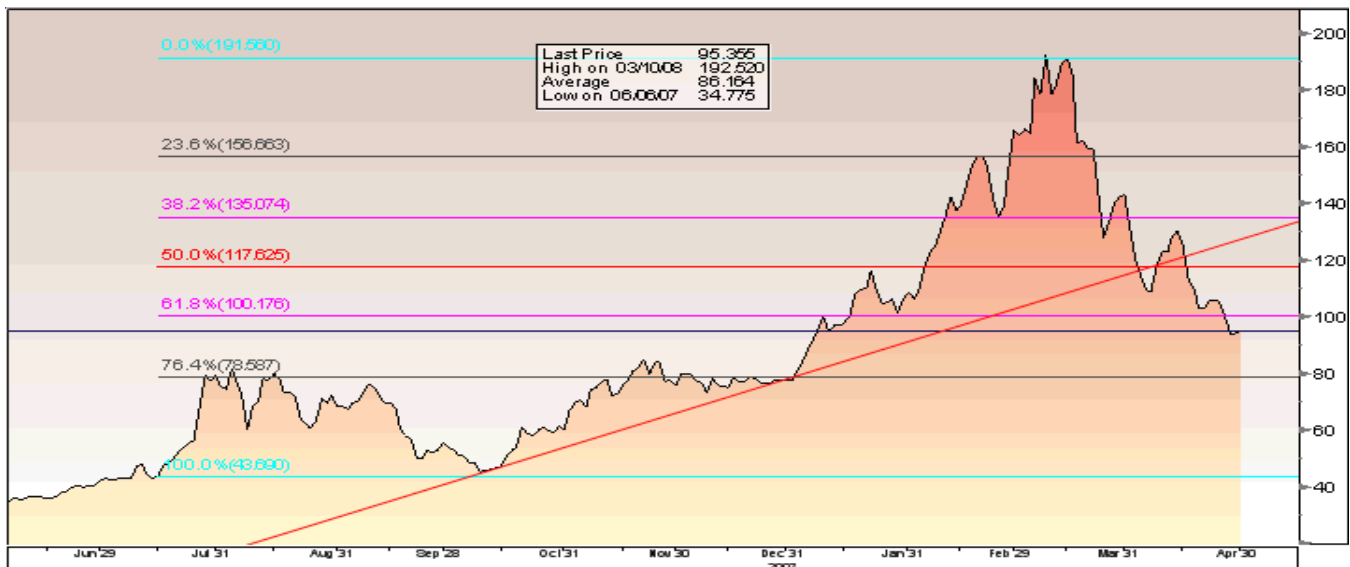
MERR US : (49,80)

Un bon indicateur afin de savoir si le marché boursier anticipe et valide la fin de la présente crise financière, du moins à court terme, est d'observer si le prix de l'action de Merrill Lynch aux États-Unis parvient à transiger et à fermer au-dessus de 50 \$. Le bris de la ligne de tendance baissière serait confirmé, et on devrait assister à une poussée vers 59 \$.



CDX : (95,3)

Comme nous pouvons le constater, la tendance négative au chapitre des crédits, amorcée depuis le début de la crise en juillet, a été brisée près de 120. Nous avons pu remarquer une résistance autour de 100, qui a, elle aussi, été brisée la semaine dernière. Nous pouvons anticiper que l'indice CDX touchera 80 points dans un avenir assez rapproché. Donc, à court terme, les crédits devraient continuer de bien performer.



Martin Laforest
Caisse centrale Desjardins

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

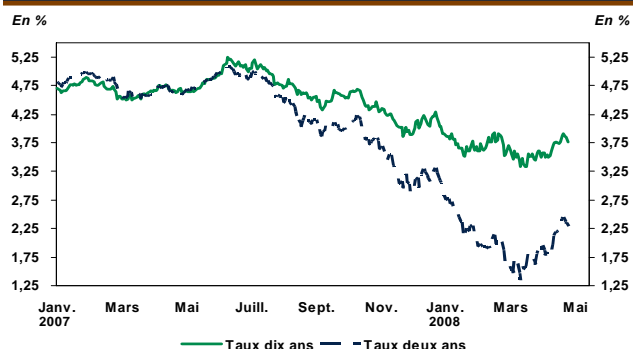
États-Unis : obligations fédérales

OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

- Le marché obligataire américain a entrepris un revirement catégorique. D'un côté, dans un contexte d'inflation élevée, la flambée des prix de l'énergie et des céréales continue de jouer sur les craintes inflationnistes. D'un autre côté, le rachat de la banque d'investissement Bear Stearns aura permis un retour à l'optimisme sur les places financières, poussant le marché obligataire à anticiper la fin des baisses de taux de la Réserve fédérale américaine (Fed).
- Reflète d'un délaissement pour les valeurs refuges, le taux des obligations fédérales d'une échéance de deux ans a ainsi fortement remonté, passant d'un creux de 1,26 %, le 17 mars (date du sauvetage de Bear Stearns par la Fed et J. P. Morgan), à un sommet cyclique de 2,50 %, le 25 avril dernier. Quelques mauvaises nouvelles, dont la chute de confiance des consommateurs, ont permis une légère correction, mais les résultats moins négatifs que prévu de l'emploi en avril ont reporté l'écart à 120 points de base depuis la mi-mars.
- 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 en cours de séance le 23 janvier. Au cours des dernières semaines, les taux de dix ans ont poursuivi leur remontée, s'élevant jusqu'à 3,90 % le 25 avril.
- Il est possible que les craintes inflationnistes continuent d'exercer des pressions à la hausse sur les taux obligataires à court terme. Toutefois, la situation s'annonce temporaire. Avec bon nombre de mauvaises nouvelles encore à prévoir au cours des prochaines semaines, la situation économique et financière demeure dans l'ensemble déflationniste. À notre avis, une contraction du PIB réel au deuxième trimestre est probable, et les pertes d'emplois continueront de se faire sentir jusqu'à l'automne.
- Dans ces conditions, nous estimons qu'il est encore trop tôt pour miser sur la fin des baisses de taux de la Fed. Au cours des deux dernières récessions, le marché obligataire a devancé trop hâtivement la fin de l'assouplissement monétaire américain, et il semble que l'histoire soit en voie de se répéter.

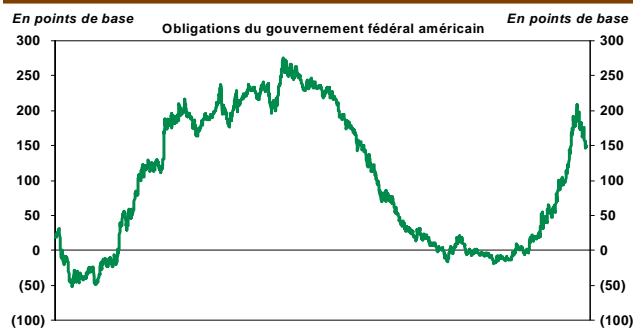
Prévisions : Étant donné la remontée de près de 110 points de base des taux de deux ans, la partie courte de la courbe redevient intéressante. Avec le bris de la tendance baissière observée au cours des six derniers mois, il est probable que les taux de dix ans demeureront au-dessus des 3,50 %. À court terme, nous continuons ainsi à favoriser une accentuation de la pente de la courbe de rendement américaine.

États-Unis – Obligations fédérales



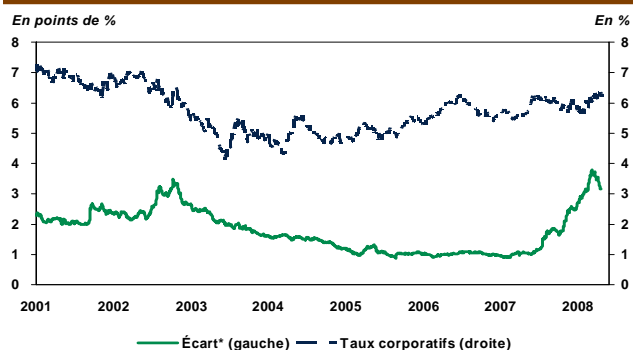
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

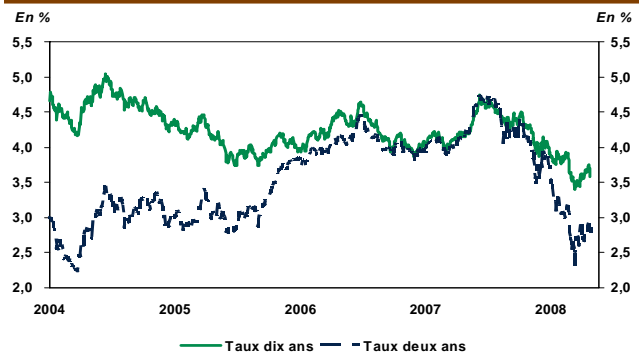
Canada : obligations fédérales et provinciales

OBLIGATIONS FÉDÉRALES

- L'évolution des taux obligataires canadiens a fortement été influencée par le marché américain au cours des dernières semaines. Après avoir établi un creux cyclique à la mi-mars, les taux des titres du gouvernement du Canada ont remonté significativement à la suite du regain d'optimisme des investisseurs qui ont délaissé les valeurs refuges. Les craintes inflationnistes sur le plan mondial, découlant de la poussée des prix de l'énergie et des aliments, ont aussi contribué à la remontée des taux obligataires canadiens. La pente canadienne (10 ans - 2 ans), qui avait atteint les 110 points de base à la mi-mars, a diminué aux environs de 85 points à la suite de la remontée rapide des taux de deux ans.
- L'influence du marché américain est particulièrement visible dans la partie courte de la courbe. Le taux canadien de deux ans a bondi d'environ 50 points de base depuis la mi-mars, aux environs de 2,80 %, malgré le fait que la Banque du Canada (BdC) ait poursuivi son assouplissement monétaire agressif. Cette remontée est directement liée à celle encore plus importante des taux de deux ans américains depuis que les marchés croient que la Réserve fédérale américaine a terminé son assouplissement monétaire. L'écart entre les taux de deux ans canadiens et américains est ainsi passé de plus de 100 points de base en mars à moins de 50 points.
- Le taux de dix ans canadien a aussi moins augmenté que celui des États-Unis depuis quelques semaines et il se retrouve maintenant environ 15 points en dessous de son homologue américain. La dégradation des perspectives économiques canadiennes et des pressions inflationnistes beaucoup moins fortes qu'au sud de la frontière, grâce entre autres à la force du huard, justifient des taux de long terme un peu plus faibles au Canada.
- Contrairement à ce qui a été observé aux États-Unis, la baisse des tensions sur les marchés financiers n'a pas encore beaucoup profité aux obligations corporatives canadiennes. Les écarts de taux par rapport aux titres fédéraux n'ont redescendu que de dix points de base au cours des dernières semaines et demeurent très élevés. Il semble que la demande un peu moins forte pour les valeurs refuges ait beaucoup plus profité aux marchés boursiers qu'aux titres obligataires canadiens plus risqués.

Prévision : La remontée rapide des taux canadiens au cours des dernières semaines ouvre la porte à une éventuelle correction. Le contexte économique et financier demeure très incertain, et quelques nouvelles décevantes suffiraient pour convaincre les investisseurs de recommencer à accumuler des valeurs refuges. La partie courte de la courbe est à favoriser, car elle devrait aussi profiter de la poursuite de l'assouplissement monétaire de la BdC.

Canada – Obligations fédérales



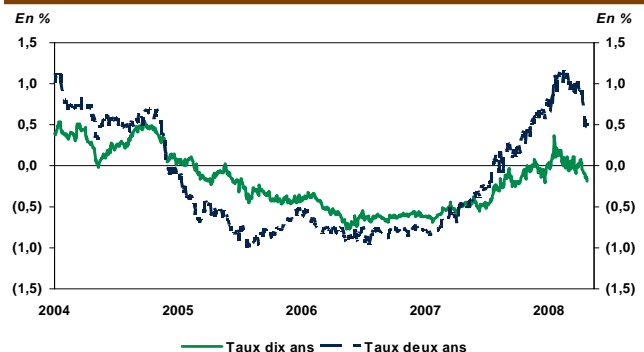
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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



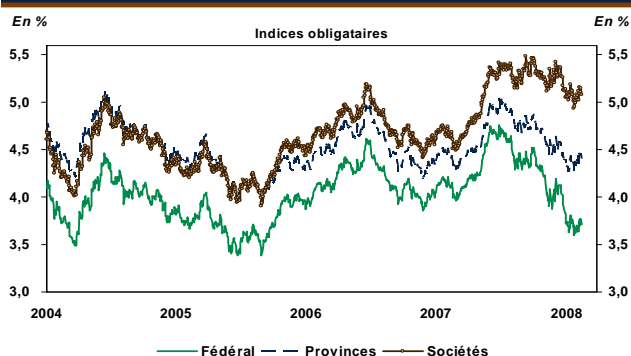
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES

- Tout comme les titres corporatifs, les taux des obligations provinciales ont peu profité jusqu'à maintenant du regain de confiance des investisseurs. Les titres provinciaux ont plutôt évolué parallèlement aux obligations fédérales, et les écarts de taux n'ont redescendu que de quelques points de base. À 85 points de base, l'écart entre les obligations de dix ans du Québec et du Canada demeure près de son sommet cyclique de 92 points établi à la fin du mois de mars.
- La situation économique des provinces du centre-est du pays continue d'être préoccupante. Malgré une demande intérieure vigoureuse, la croissance s'annonce très faible au Québec et en Ontario cette année, puisque la force du huard, le ralentissement de la demande américaine et la concurrence étrangère entraîneront une nouvelle dégradation importante de la balance commerciale de ces deux provinces.
- À l'inverse, tout porte à croire que les provinces de l'Ouest ont maintenu une croissance économique supérieure à la moyenne nationale depuis le début de l'année. L'économie de la Colombie-Britannique n'échappera toutefois pas à un certain ralentissement alors que la réduction de la demande américaine pour les produits forestiers accentue les difficultés de son commerce extérieur.

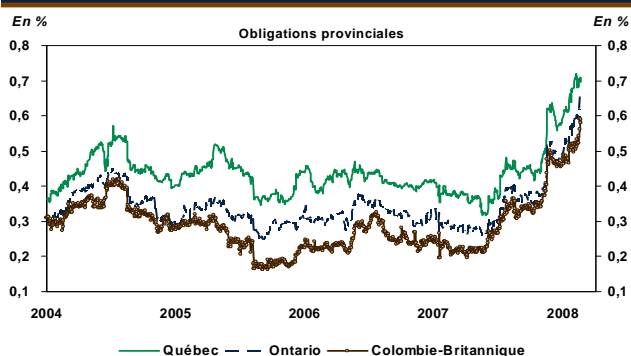
Prévision : Si le pire des tensions financières est véritablement derrière nous, la prime exigée sur les obligations provinciales devrait bientôt commencer à diminuer. Les écarts de taux pourraient cependant encore augmenter quelque peu à très court terme si de mauvaises nouvelles viennent affecter l'optimisme encore fragile des investisseurs.

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	34,9	AAA	Aaa
T.-N.-L.	154	882	3,0	35,0	A	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	24	(42)	(0,9)	37,6	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	(336)	(347)	(1,0)	34,4	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	237	18	0,1	28,9	AA-	Aa1
Québec	1 993	1 695	0,6	55,3	A+	Aa2
Ontario	2 269	600	0,1	26,4	AA	Aa1
Manitoba	430	298	0,6	30,4	AA	Aa1
Saskatchewan	398	693	1,4	26,5	AA	Aa1
Alberta	8 510	3 988	1,5	0,0	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	4 056	2 120	1,1	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	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	2,25	1,75	1,75	1,50	1,50	2,00	2,75	3,50
Bons du Trésor												
3 mois	5,04	4,82	3,82	3,36	1,38	1,40	1,50	1,40	1,80	2,15	2,90	3,60
Obligations fédérales												
2 ans	4,58	4,87	3,96	3,07	1,62	2,00	2,40	2,10	2,90	3,30	3,80	4,20
5 ans	4,54	4,93	4,23	3,46	2,47	3,00	3,10	2,90	3,50	3,80	4,10	4,60
10 ans	4,65	5,03	4,58	4,03	3,43	3,80	3,95	3,75	4,10	4,20	4,40	4,70
30 ans	4,85	5,13	4,83	4,45	4,30	4,50	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	1,09	1,60	1,60	1,50	1,70	1,65	1,20	1,00
10 ans - 2 ans	0,07	0,16	0,62	0,96	1,81	1,80	1,55	1,65	1,20	0,90	0,60	0,50
30 ans - 3 mois	(0,19)	0,31	1,01	1,09	2,92	3,10	3,10	3,25	2,85	2,55	1,90	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	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	4,25	4,25	4,50	4,25	3,50	2,75	2,50	2,50	2,75	3,25	3,50	4,00
Bons du Trésor												
3 mois	4,18	4,43	3,98	3,83	1,88	2,40	2,60	2,70	3,00	3,55	3,75	4,15
Obligations fédérales												
2 ans	3,98	4,58	4,08	3,74	2,63	2,70	2,90	2,70	3,40	3,80	4,00	4,35
5 ans	4,01	4,56	4,21	3,87	2,91	2,90	3,05	2,85	3,45	4,00	4,20	4,50
10 ans	4,11	4,55	4,34	3,99	3,43	3,60	3,90	3,60	4,05	4,15	4,40	4,70
30 ans	4,20	4,49	4,45	4,10	3,94	4,20	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	1,03	0,50	0,45	0,15	0,45	0,45	0,45	0,35
10 ans - 2 ans	0,13	(0,03)	0,26	0,25	0,80	0,90	1,00	0,90	0,65	0,35	0,40	0,35
30 ans - 3 mois	0,02	0,06	0,47	0,27	2,06	1,80	1,75	1,70	1,45	1,00	0,90	0,65
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	(0,86)	(0,39)	0,16	0,47	0,50	1,00	1,10	1,30	1,20	1,40	0,85	0,55
2 ans	(0,60)	(0,29)	0,12	0,67	1,01	0,70	0,50	0,60	0,50	0,50	0,20	0,15
5 ans	(0,53)	(0,37)	(0,02)	0,41	0,44	(0,10)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	0,20	0,10	(0,10)
10 ans	(0,54)	(0,48)	(0,24)	(0,04)	0,00	(0,20)	(0,05)	(0,15)	(0,05)	(0,05)	0,00	0,00
30 ans	(0,65)	(0,64)	(0,38)	(0,35)	(0,36)	(0,30)	(0,25)	(0,25)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	(0,10)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques