

La Fed tirillée entre les risques inflationnistes et le ralentissement économique

FAITS SAILLANTS

- Après 325 points de base depuis la fin d'août 2007, la Fed signale clairement qu'elle n'entend pas poursuivre son assouplissement monétaire à moins d'une détérioration majeure du contexte économique et financier. À notre avis, les risques demeurent orientés à la baisse, mais l'option la plus probable, dans un contexte de craintes inflationnistes, s'annonce un *statu quo* prolongé.
- En dépit de l'accélération de l'inflation en avril, la BdC détient la marge de manœuvre nécessaire pour abaisser son taux directeur de 25 points de base, à 2,75 %, à sa réunion de juin.
- L'inflation galopante au Royaume-Uni lie les mains de la BoE. Il ne faut pas s'attendre à des baisses de taux à court terme.
- La BCE maintiendra un ton *hawkish* au cours des prochaines réunions. La possibilité de hausses de taux pourrait même être discutée.

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	12
Canada	13
Provinces	14
Tableaux	14-15

Sommaire

La volatilité sur le marché obligataire nord-américain s'est poursuivie au cours des dernières semaines. Toutefois, après la remontée rapide des taux obligataires observée de la mi-mars à la fin d'avril, la tendance est moins nette à ce stade. Le contexte reste caractérisé par le ralentissement économique aux États-Unis, mais la poussée frénétique des prix du pétrole, à plus de 135 \$ US le baril en mai, a ramené les craintes inflationnistes à l'avant-plan.

Il n'en fallait pas plus pour voir les *hawks* des banques centrales refaire surface. Après la Banque centrale européenne (BCE), qui tient depuis plusieurs mois un discours orienté sur les risques inflationnistes, les comptes rendus des réunions de la Banque d'Angleterre (BoE) et de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont montré que les cycles d'assouplissement monétaire respectifs en cours devaient visiblement être reportés.

Au Royaume-Uni, avec l'inflation déjà à la limite supérieure (3,0 %), le comité sur la politique monétaire a envoyé un message clair à ceux qui établissent les prix et les salaires, disant que la période d'inflation élevée serait temporaire et que la BoE s'engageait à ramener l'inflation à la cible de 2,0 %.

Aux États-Unis, la décision d'abaisser la cible des fonds fédéraux de 25 points de base, à 2,0 %, à la fin d'avril s'est avérée *a close call*. Pour plusieurs membres, la hausse des prix du pétrole, combinée à l'augmentation rapide des prix de la nourriture et des prix à l'importation, allait exercer des pressions haussières sur l'inflation au cours des prochains trimestres. Dans ces conditions, le comité a clairement indiqué qu'il ne fallait pas s'attendre à d'autres baisses de taux à court terme :

« ...several members noted that it was unlikely to be appropriate to ease policy in response to

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 principal

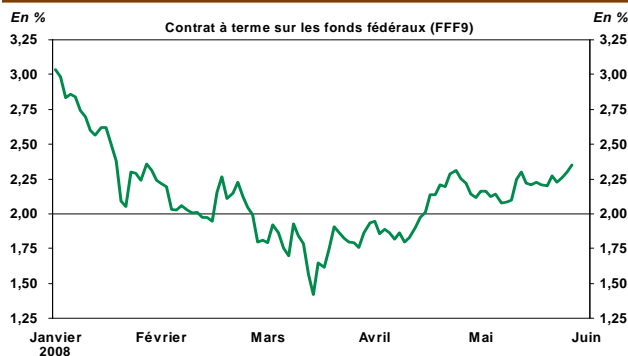
Hendrix Vachon
Économiste

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

information suggesting that the economy was slowing further or even contracting slightly in the near term, unless economic and financial developments indicated a significant weakening of the economic outlook ».

Néanmoins, les hausses de taux d'intérêt anticipées par le marché nous laissent perplexes (graphique 1). La situation de l'inflation est certes préoccupante, mais nous demeurons d'avis que les effets de seconde vague liés à l'accroissement des cours du brut demeureront limités.

Graphique 1 – Le marché anticipe environ une hausse et demie d'ici la fin de l'année



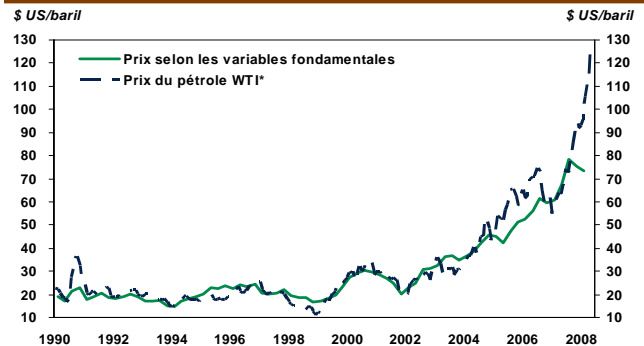
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Dans une étude¹ publiée plus tôt cette semaine, nous avons montré que le contexte demeurerait davantage déflationniste qu'inflationniste. Nous ne revenons pas ici en détail sur les conclusions, mais voici les faits saillants :

- 1) Les prix du pétrole sont nettement surévalués. Certes, les changements structurels qui s'opèrent depuis le début de la décennie, d'abord quant à l'importance grandissante de la demande asiatique, puis en ce qui concerne le désinvestissement graduel en exploration, expliquent aisément la tendance haussière observée depuis 2003. Toutefois, les conditions de l'offre et de la demande ne se sont pas détériorées au point de pousser les cours du brut en hausse de 25 % en l'espace de deux mois. Notre modèle d'équilibre montre qu'une prime d'environ 35 \$ US, essentiellement associée à la spéculation des marchés, est présentement liée aux prix actuels (graphique 2).
- 2) L'important est le changement dans la variation des prix. Après avoir augmenté de 57 % en 2007, il est peu probable que les cours du brut poursuivent à la hausse

¹ Voir le *Point de vue économique* « La poussée des prix du pétrole et de la nourriture devrait-elle inciter la Fed à cibler l'inflation totale? », 27 mai 2008.

Graphique 2 – Les prix du pétrole sont nettement surestimés par rapport à l'évolution des variables fondamentales

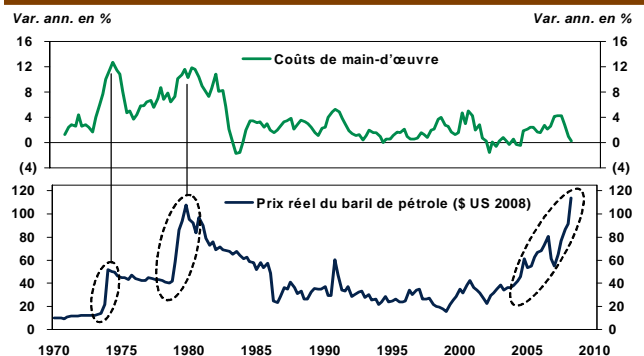


* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

à un rythme aussi soutenu indéfiniment (cela porterait les prix à plus de 150 \$ US à la fin de 2008, à 237 \$ US à la fin de 2009 et à 371 \$ US à la fin de 2010). Par conséquent, si les prix du pétrole plafonnent ou, mieux, se corrigent, l'effet sur l'IPC total se renversera au bout d'une année.

- 3) Pas d'effets de diffusion en vue. Sur une base historique, les marges des entreprises non financières sont relativement élevées, ce qui devrait permettre aux firmes d'absorber une bonne partie de l'augmentation des coûts énergétiques. La différence principale, toutefois, réside en la perte de pouvoir de négociation des syndicats représentant les travailleurs. Contrairement aux années 70, où la hausse des prix du pétrole s'est reflétée sur les salaires, les gains de productivité enregistrés depuis le début des années 2000 et la concurrence mondiale ont fait que l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre sont demeurés faibles (graphique 3).

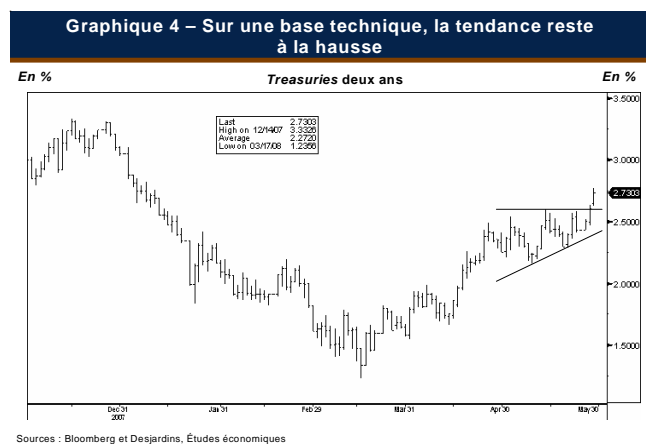
Graphique 3 – Contrairement aux chocs pétroliers précédents, la hausse des prix de l'énergie n'a pas eu d'effets sur les salaires



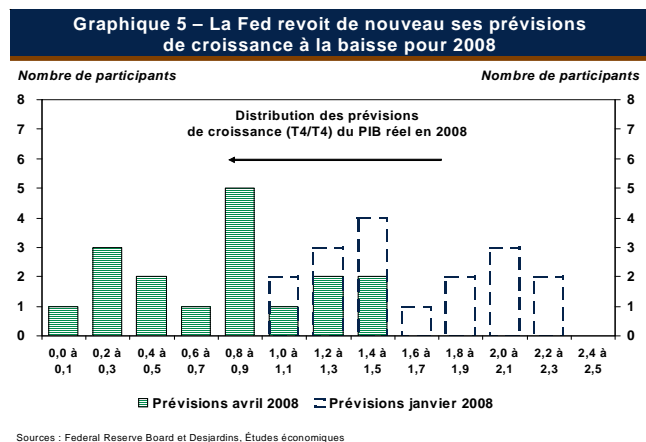
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À notre avis, les prix du pétrole sont mûrs pour une correction. Nous ne sommes peut-être pas encore rendus à un niveau de rupture, où le prix aura des conséquences plus visibles sur la demande, mais une hausse additionnelle des cours du brut ne pourrait provoquer qu'une correction plus sévère des prix. L'abandon des contrôles de prix par plusieurs pays asiatiques devrait aussi favoriser un repli des cours pétroliers.

Par conséquent, la hausse de la partie courte de la courbe paraît surfaite. Sur une base technique, le bris au-dessus de 2,60 % suggère que les taux des titres du Trésor américain de deux ans pourraient se maintenir à un niveau élevé à court terme (graphique 4). Toutefois, nous restons d'avis que la pression sur les taux obligataires reste davantage orientée à la baisse qu'à la hausse.



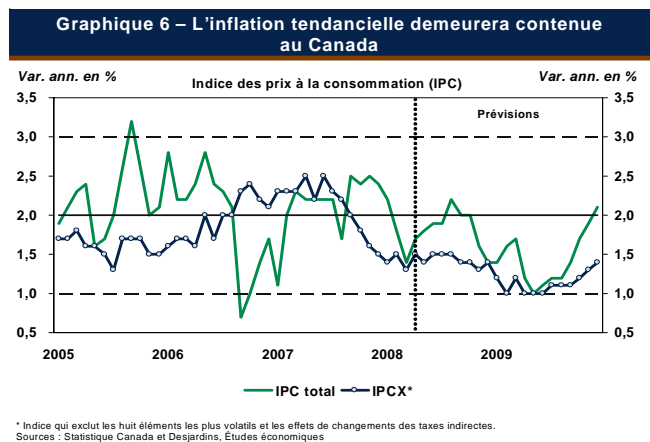
Il faut dire que la situation économique demeure sombre. La Fed a révisé ses prévisions de croissance à la baisse pour 2008 et s'attend même à une contraction en première moitié de l'année (graphique 5). L'effet stimulant du plan fiscal de l'administration Bush (dont les chèques ont commencé à être distribués) risque d'être contrebalancé en grande partie par le faible niveau de confiance des consommateurs et, surtout, par la hausse importante des prix de l'essence.



La correction immobilière se poursuit, et toute hausse des taux d'intérêt reporterait le rétablissement du marché de l'habitation. Par ailleurs, les conditions des banques demeurent serrées, et les taux d'intérêt réels devront demeurer en zone négative plus longtemps que prévu afin de permettre aux institutions financières de renouer avec les profits.

LE CANADA EN MEILLEURE POSTURE... POUR COMBIEN DE TEMPS?

Au Canada, la situation de l'inflation est nettement moins préoccupante. Cependant, la hausse plus forte que prévu de l'indice des prix à la consommation en avril a poussé le glissement annuel de 1,4 % à 1,7 %, marquant la première hausse depuis cinq mois. Avec l'augmentation récente des prix de l'essence, il est à parier que la pression exercée par les prix de l'énergie demeurera présente en mai. Cela dit, nous nous attendons à ce que le niveau élevé de la devise canadienne continue de contrebalancer les méfaits de l'appréciation des cours du brut, et maintienne l'inflation dans la partie inférieure de la fourchette cible de la Banque du Canada (BdC), en moyenne, d'ici la fin de 2009 (graphique 6).



Avec la Fed indiquant clairement qu'elle entend demeurer sur les lignes de côté au cours des prochains mois, le décalage entre les taux d'intérêt anticipés au Canada et aux États-Unis devrait se rétrécir. À notre avis, toutefois, la BdC détient la marge de manœuvre nécessaire pour abaisser son taux directeur d'un dernier 25 points de base, à 2,75 %, afin de limiter les effets du ralentissement américain et du resserrement des conditions de crédit sur l'économie canadienne.

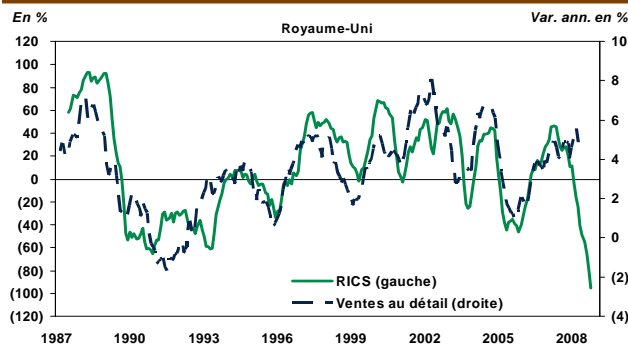
Par conséquent, la bonne performance du marché obligataire canadien tire à sa fin, mais l'inflation contenue au pays place encore le marché canadien en meilleure position face aux marchés américain et européens. La situation présente peu de valeur et appelle à la prudence, mais les taux de deux ans, à plus de 3,0 %, nous paraissent trop élevés. Avec les taux de

dix ans relativement stables, cela pourrait signifier une légère accentuation de la courbe au cours des prochaines semaines, particulièrement si les prix du pétrole se corrigent.

LE MARCHÉ BRITANNIQUE CONTRE LE MARCHÉ EUROLANDAIS?

Le contexte européen présente d'excellentes opportunités. Clairement, les *gilts* dix ans, à plus de 5 %, renferment une prime inflationniste importante. Toutefois, nous sommes d'avis que le marché a discrédité trop rapidement les risques de ralentissement qui émanent de la correction immobilière en cours. Les signes de ralentissement sont éloquentes. Les ventes au détail ont commencé à décélérer, et l'indice du Royal Institute of Chartered Survey, qui montre que plus de 95 % des intervenants du marché s'attendent à une correction immobilière, suggère que le pire est à venir (graphique 7).

Graphique 7 – Le ralentissement économique devrait s'intensifier



Sources : Royal Institute of Chartered Survey, Datastream et Desjardins, Études économiques

Toutefois, la prudence reste de mise. La BoE s'attend à ce que l'inflation annuelle augmente davantage au cours des prochains mois. Par conséquent, il ne faut vraisemblablement pas s'attendre à ce qu'elle ouvre la porte à des baisses de taux avant l'automne. Néanmoins, nous demeurons d'avis que le ralentissement économique aura préséance rapidement sur les risques inflationnistes. La façon la plus prudente de jouer le marché obligataire britannique est de le prendre contre les piliers eurolandais. La situation relative de la BCE est meilleure et les autorités monétaires sont réticentes à abaisser les taux.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre

Économiste principal

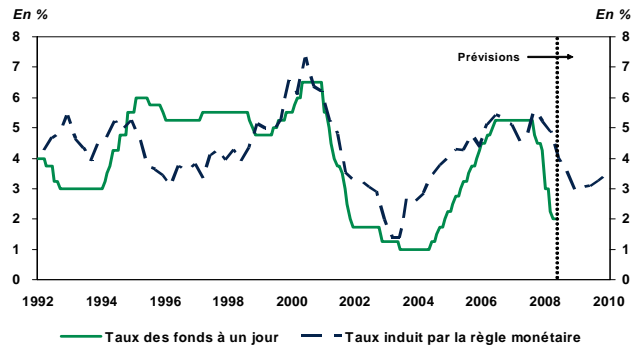
POLITIQUES MONÉTAIRES

Réserve fédérale américaine (Fed) : la résurgence des anticipations inflationnistes amène la Fed vers le *statu quo*

- Bien que l'incertitude économique demeure bien en place aux États-Unis et que les risques de récession soient loin d'être dissipés, la Fed semble disposée à ne plus modifier sa politique monétaire, du moins à court terme. C'est que les risques inflationnistes commencent de plus en plus à inquiéter les dirigeants de la Fed et les marchés financiers.
- En variation annuelle, l'indice total des prix à la consommation (IPC) était en hausse de 3,9 % en avril (l'augmentation était de 4,4 % au début de l'année). L'inflation de base se situe à 2,3 %. Heureusement, l'inflation de base montre des signes de ralentissement alors que sa variation sur trois mois a atteint, en avril, son plus faible taux depuis décembre 2003.
- Plus que les chiffres actuels d'inflation, c'est surtout la détérioration des anticipations inflationnistes qui dérange les dirigeants de la Fed. La progression des prix des aliments et de l'énergie contribue à une augmentation de ces anticipations de la part des consommateurs et des marchés financiers. La possibilité que les anticipations inflationnistes augmentent est perçue par la Fed comme un risque clé.
- Toujours selon la Fed, les risques haussiers plus importants concernant l'inflation équilibrent maintenant les risques à la baisse qui sont encore présents du côté de la croissance économique. Elle concède cependant que le resserrement marqué des conditions de crédit contrebalance en grande partie l'effet stimulant de ses baisses antérieures de taux directeurs.
- Selon le compte rendu de la dernière réunion de la Fed (29 et 30 avril), la décision de diminuer les taux directeurs de 25 points de base est qualifiée de *close call*. De plus, plusieurs membres notaient qu'il ne serait sans doute pas approprié d'assouplir davantage la politique monétaire, et ce, même si les indicateurs montrent que l'économie ralentit encore ou se contracte légèrement. Ainsi, il faudrait maintenant un choc important pour que la Fed agisse de nouveau.
- Il faut toutefois noter que les risques inflationnistes actuels risquent de s'apaiser au cours des prochains mois. Le ralentissement de l'économie, avec une baisse des pressions sur les salaires et la capacité de production, devrait amener de nouvelles décélérations de l'inflation de base. Toutefois, l'inflation totale restera plus élevée qu'initialement prévu pour 2008. Le contraste de cette situation amènera la Fed à opter pour un *statu quo* de sa politique monétaire tout au long de 2008. Celle-ci continuera toutefois à apaiser les pressions toujours présentes sur les marchés en continuant de fournir massivement des liquidités aux institutions financières.

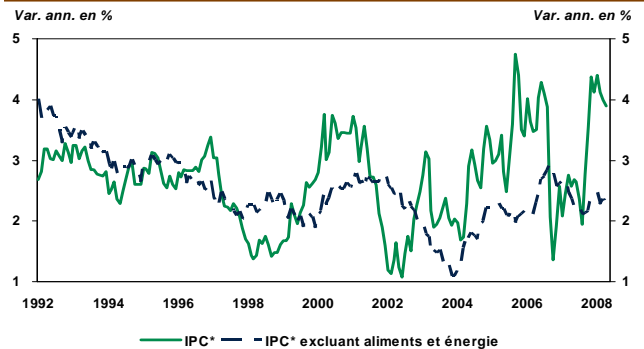
Prévisions : Le taux cible des fonds fédéraux devrait demeurer à 2,00 % en 2008. Le principal scénario alternatif demeure tourné vers un assouplissement monétaire additionnel dans le cas où la situation économique se dégraderait au-delà des attentes.

États-Unis – Règle monétaire



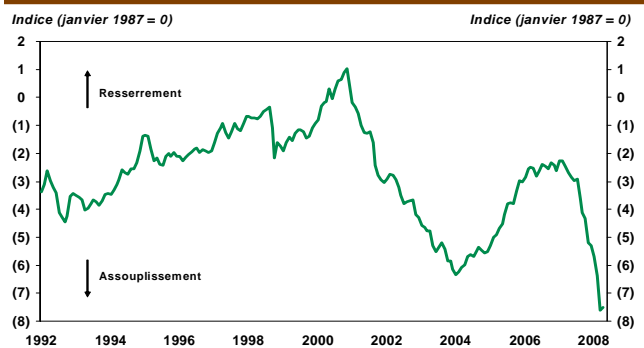
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Taux d'inflation



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

États-Unis – Indice des conditions monétaires

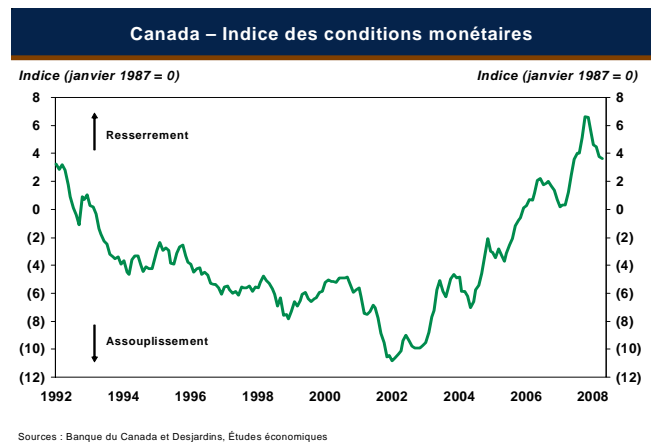
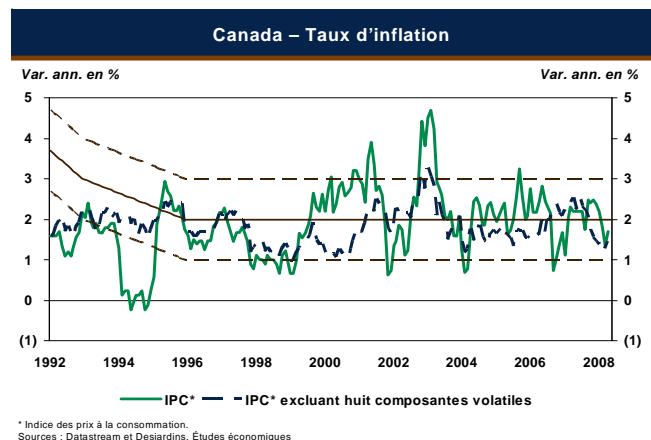
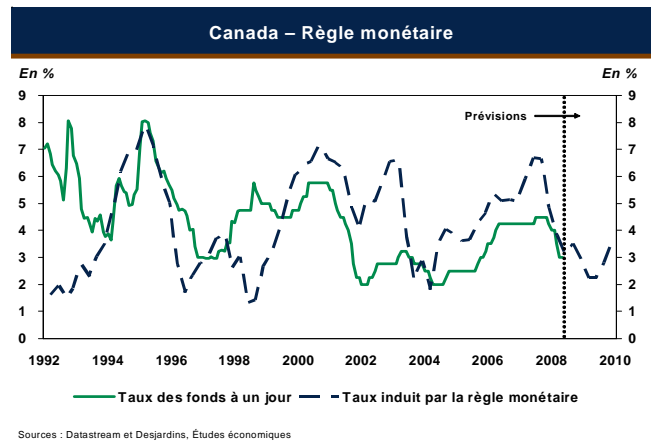


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Banque du Canada (BdC) : il y a encore de la place pour une dernière baisse de taux

- Les conditions restent en place pour que la BdC poursuive son assouplissement monétaire à sa réunion de juin. Toutefois, après la baisse des taux directeurs de 50 points de base décrétée en avril, il est probable que la BdC optera pour une diminution plus modeste.
- La situation financière s'est passablement améliorée avec, d'un côté, la hausse marquée des cours boursiers et, d'un autre côté, l'apaisement relatif des tensions sur le marché monétaire canadien. Toutefois, les risques demeurent orientés à la baisse et il reste difficile d'estimer l'impact du resserrement des conditions de crédit des banques sur les dépenses de consommation. Au dire de Mark Carney, le gouverneur de la BdC, « La turbulence qui secoue les marchés depuis l'été passé s'est atténuée ces dernières semaines. Ces progrès [...] ont amené certains à se demander si nous en sommes à la septième, huitième ou neuvième manche. Pour ma part [...] je ferais remarquer que les matchs de baseball comportent souvent des manches supplémentaires ».
- Par ailleurs, les perspectives économiques demeurent sombres. Le ralentissement américain, jumelé à la vitalité du huard, continue de freiner la croissance des exportations. Les dépenses de consommation ont poursuivi leur ascension, mais à un rythme nettement inférieur à celui observé à la fin de 2007. Par conséquent, le PIB réel a diminué de 0,3 % au premier trimestre. Il est d'ailleurs possible que la hausse marquée des prix de l'essence freine quelque peu la progression des autres biens et services d'ici l'été.
- La différence principale avec les autres économies industrialisées est que la situation de l'inflation au Canada donne à la BdC toute la marge de manœuvre nécessaire pour abaisser son taux directeur afin de limiter les risques baissiers sur la croissance. L'inflation totale s'est accélérée en avril, mais, à 1,7 %, elle demeure dans la partie inférieure de la fourchette cible de la BdC. À court terme, la hausse des prix du pétrole devrait continuer d'exercer des pressions haussières sur l'indice total, mais les méfaits seront contrebalancés en bonne partie par les pressions concurrentielles liées à la vitalité du huard.

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, à 2,75 %, dès la réunion du 10 juin. Par la suite, l'avenue la plus probable demeure un *statu quo* prolongé.

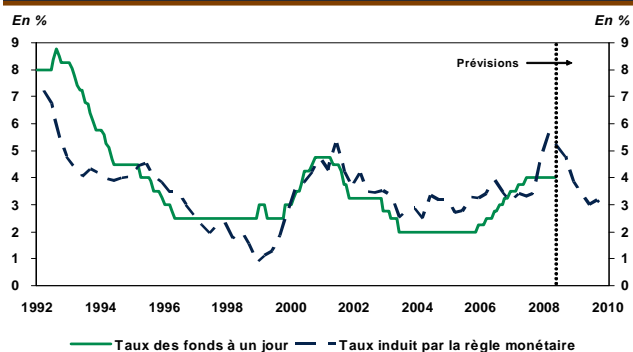


Banque centrale européenne (BCE) : l'inflation demeure la principale préoccupation

- Sans surprise, la BCE a maintenu son taux directeur à 4,00 % en mai et n'a aucunement ouvert la porte à un assouplissement monétaire. Les dirigeants les plus *hawkish*, en particulier le président de la Bundesbank, Axel Weber, semblent même vouloir raviver l'option d'une hausse de taux pour contenir les pressions inflationnistes. La majorité des membres du conseil de la BCE semblent cependant très à l'aise avec le niveau actuel du taux directeur.
- Malgré la légère modération de l'inflation, qui est passée de 3,6 % en mars à 3,3 % en avril, les pressions inflationnistes demeurent très élevées en zone euro. La poussée des prix internationaux des aliments et de l'énergie devrait maintenir le taux d'inflation bien au-dessus de la cible de 2 % de la BCE au cours des prochains mois. L'inflation de base, qui exclut l'énergie, la nourriture, l'alcool et le tabac, demeure beaucoup plus modérée, à 1,6 % en avril, mais ceci n'apporte qu'un faible réconfort aux autorités monétaires eurolandaises. La hausse rapide des prix à la production est une source supplémentaire d'inquiétude pour la BCE.
- La croissance économique, plus forte que prévu au premier trimestre de 2008, est venue appuyer la position de la BCE selon laquelle l'économie eurolandaise possède des fondements solides et ne devrait pas connaître un ralentissement trop prononcé. Le PIB réel de la zone euro a ainsi progressé d'un surprenant 0,7 %, non annualisé, grâce à une forte croissance en Allemagne. L'environnement économique est toutefois beaucoup plus difficile dans le reste de la zone, particulièrement en Espagne, où le marché immobilier connaît une correction, et en Italie, où l'activité stagne depuis quelques trimestres.
- Dans l'ensemble, les perspectives économiques demeurent assez sombres en zone euro, et le ralentissement de l'activité devrait devenir de plus en plus apparent au cours des prochains mois. Les banques européennes continuent de resserrer l'accès au crédit, et la confiance des consommateurs et des entreprises est à la baisse. De plus, les indices d'activité montrent une quasi-stagnation tant dans le secteur des services que pour les entreprises manufacturières. La BCE reconnaît que les perspectives de l'économie eurolandaise sont empreintes de beaucoup d'incertitude et que les risques d'un ralentissement plus marqué qu'anticipé sont prédominants.

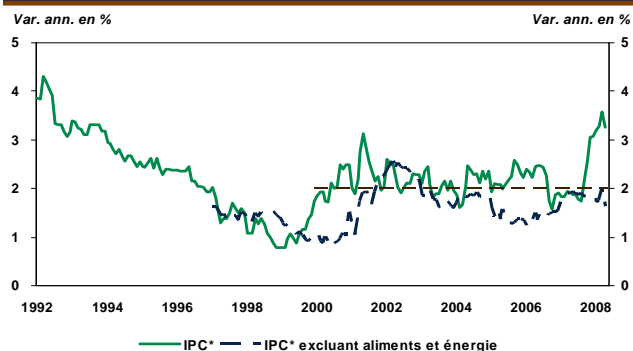
Prévisions : Étant donné la persistance des pressions inflationnistes et l'environnement économique difficile, le taux directeur devrait demeurer à 4,00 % pour encore plusieurs mois en zone euro. La BCE attendra des signes concrets de modération de l'inflation ou de ralentissement économique sérieux avant d'ouvrir la porte à un assouplissement monétaire. À notre avis, la BCE pourrait commencer à abaisser son taux directeur au quatrième trimestre de 2008, au plus tôt.

Zone euro – Règle monétaire



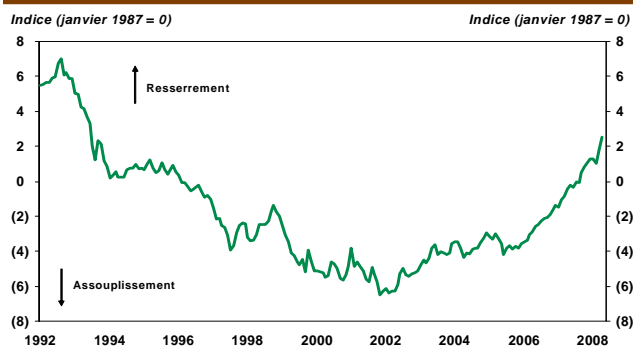
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Zone euro – Taux d'inflation



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

Zone euro – Indice des conditions monétaires

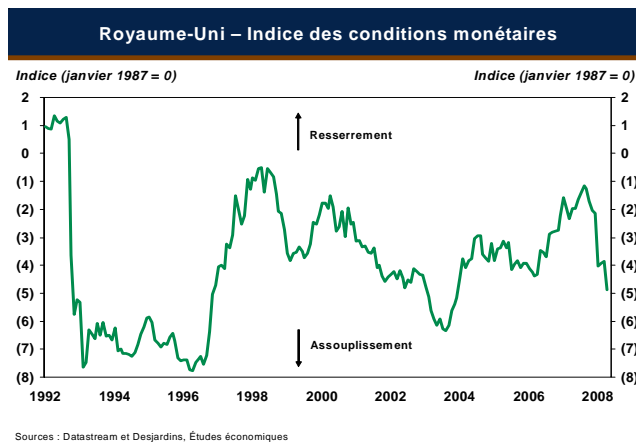
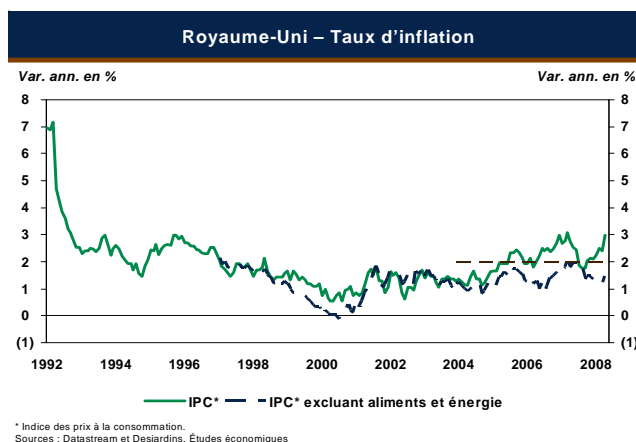
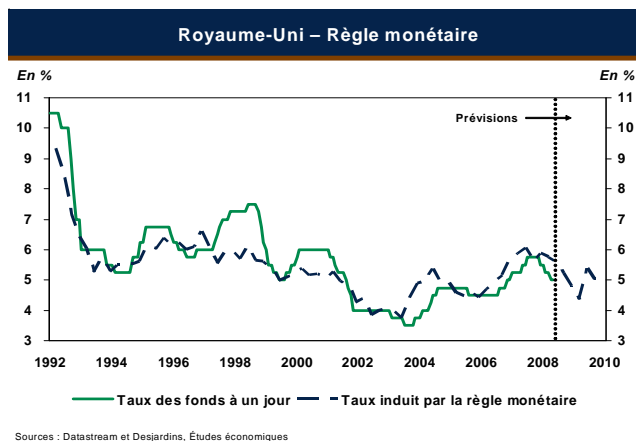


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Banque d'Angleterre (BoE) : l'accélération de l'inflation repousse les baisses de taux

- Après une baisse de 25 points de base en avril, la troisième depuis décembre 2007, la BoE a maintenu son taux directeur à 5,00 % en mai. Cette pause était anticipée, mais l'accroissement des pressions inflationnistes risque maintenant de lier les mains des dirigeants de la BoE pour plusieurs mois.
- Les statistiques sur les prix à la consommation du mois d'avril ont révélé que le taux annuel d'inflation avait bondi de 0,5 point de pourcentage pour atteindre 3,0 %. Comme dans le reste de l'Europe, c'est essentiellement la poussée des prix de l'énergie et des aliments qui gonfle l'inflation britannique alors que la croissance de l'indice de base demeure modérée. À la suite de cette hausse beaucoup plus rapide que prévu, l'inflation dépasse de 1 % la cible de la BoE et se situe à la limite au-dessus de laquelle le gouverneur Mervyn King doit adresser une lettre au chancelier britannique pour s'expliquer.
- De plus, le rapport sur l'inflation de mai a révélé que les autorités monétaires britanniques prévoient maintenant une hausse plus prononcée et plus durable de l'inflation d'ici la fin de 2008. Bien que la BoE ne vise qu'à contrôler l'inflation à moyen terme, elle ne peut ignorer le risque que la poussée actuelle des prix gonfle les anticipations d'inflation de façon durable. La BoE note ainsi que plusieurs indices mesurant les attentes d'inflation sont déjà en hausse depuis quelques mois.
- Cette poussée de l'inflation survient à un bien mauvais moment, puisque l'économie britannique pourrait grandement profiter d'un assouplissement des conditions monétaires. Le ralentissement de l'activité économique, déjà observable au premier trimestre, semble vouloir s'accroître alors que les dernières statistiques montrent des reculs mensuels de la production industrielle et des ventes au détail. La chute du marché immobilier semble de plus en plus prononcée, ce qui n'annonce rien de bon pour la consommation, surtout que la confiance des ménages est à un creux de 18 ans. Dans ce contexte, rien n'assure que la baisse prudente du taux directeur au cours des derniers mois sera suffisante pour empêcher l'économie britannique de chuter en récession.

Prévisions : La BoE est bien consciente des difficultés de l'économie britannique, mais elle devra suspendre ses baisses de taux pour quelques mois afin d'assurer sa crédibilité en tant que gardienne de la stabilité des prix. L'importance du ralentissement économique devrait cependant la convaincre de reprendre son assouplissement monétaire à partir de l'automne.

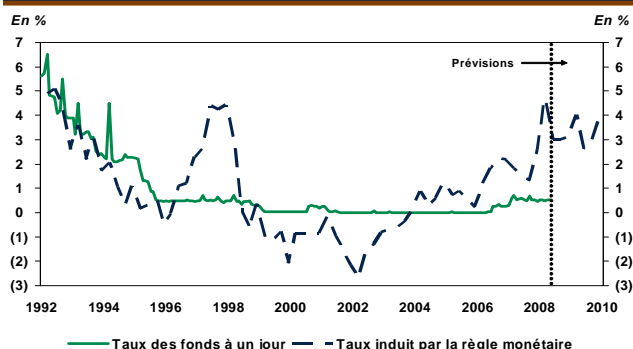


Banque du Japon (BoJ) : moins pressée à resserrer sa politique monétaire

- Comme prévu, la BoJ n'a pas modifié son taux directeur à sa réunion de politique monétaire du 19 mai. Il faut dire que la banque centrale avait adouci son ton vis-à-vis des hausses de taux d'intérêt lors de sa publication semi-annuelle sur les perspectives de l'économie et des prix, le 30 avril dernier. Le taux d'inflation semble s'installer plus confortablement en zone positive, mais les perspectives économiques découlant, entre autres, du ralentissement économique aux États-Unis et des prix élevés des matières premières demeurent inquiétantes.
- Le taux d'inflation au Japon est passé de 1,2 % en mars à 0,8 % en avril en raison de l'expiration d'une taxe sur l'essence. Cette taxe a toutefois été renouvelée en mai, ce qui devrait faire augmenter de nouveau le taux d'inflation le mois prochain. Si l'on exclut à la fois la variation des prix des aliments frais et de l'énergie, le taux d'inflation est retombé à -0,1 %. L'essentiel de l'inflation provient donc encore de facteurs qui ne sont pas liés à l'économie interne du Japon. Toutefois, le marché du travail serré et la rémunération des travailleurs en hausse devraient conduire tôt ou tard à une inflation plus soutenue.
- La croissance du PIB réel a surpris par sa vigueur au premier trimestre de 2008. En variation annualisée, elle s'est chiffrée à 3,3 % alors que le consensus prévoyait 2,4 %. La croissance des exportations nettes a encore été au rendez-vous, et la consommation, aidée par la hausse du revenu des ménages, a fortement augmenté. L'investissement a aussi contribué positivement aux résultats économiques du premier trimestre avec, en toile de fond, un rebond du secteur résidentiel par rapport au dernier trimestre de 2007. Cependant, les prochaines données économiques japonaises pourraient être moins reluisantes. Le ralentissement économique aux États-Unis devrait se traduire par un affaiblissement du secteur extérieur nippon. La situation pourrait s'aggraver davantage si l'économie mondiale venait à subir les contrecoups des difficultés de l'économie américaine. L'augmentation récente des prix de l'énergie risque aussi de freiner l'économie japonaise. Comme l'a mentionné, le 23 mai dernier, le ministre des Finances du Japon, Fukushima Nukaga, « *higher oil prices may affect corporate profits and consumer spending* ».
- L'indice des conditions monétaires s'est légèrement assoupli en avril avec la faiblesse du yen qui subit l'effet d'un regain d'appétit pour le risque de la part des investisseurs. Néanmoins, il faudrait que le yen se déprécie encore davantage pour libérer une marge de manœuvre suffisante à la BoJ.

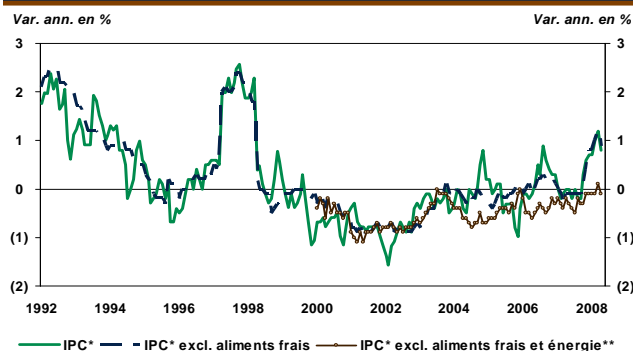
Prévisions : L'économie japonaise pourrait écopier du ralentissement américain et de la hausse des prix du pétrole et des matières premières. Une inflation par les coûts n'est pas le scénario idéal pour la BoJ, et le *statu quo* devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 2008.

Japon – Règle monétaire



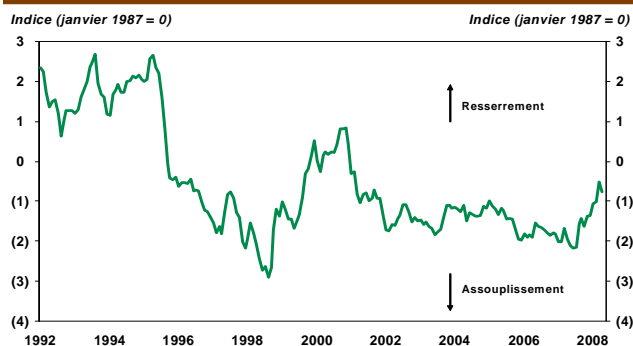
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Japon – Taux d'inflation



* Indice des prix à la consommation; ** La série débute en 2000.
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	2,00	2,00	2,00	2,00	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	2,75	2,75	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	5,00	5,00	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
Mars 2008			
5	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	8,25
5	Banque du Brésil	s.q.	11,25
6	Banque d'Angleterre	s.q.	5,25
6	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
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 d'Angleterre	-25 p.b.	5,00
10	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
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
Mai 2008			
6	Banque de réserve d'Australie	s.q.	7,25
8	Banque d'Angleterre	s.q.	5,00
8	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
16	Banque du Mexique	s.q.	7,50
19	Banque du Japon	s.q.	0,50
28	Banque de Norvège	s.q.	5,50

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3 Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Juin 2008	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
4	Banque du Brésil
5	Banque d'Angleterre
5	Banque centrale européenne
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
5	Réserve fédérale américaine
7	Banque d'Angleterre
13	Banque de Norvège
15	Banque du Mexique
18	Banque du Japon

Source : Desjardins, Études économiques

ANALYSE TECHNIQUE

COURBE CANADIENNE 2 ANS - 10 ANS : (60 POINTS DE BASE)

Après être allée toucher 110 points de base, la courbe de rendement canadienne 2/10 ans s'est repliée sur le support de la tendance haussière amorcée en août dernier. Une cassure de ce niveau pourrait amener une correction temporaire de la courbe des obligations canadiennes vers 40 points de base.



ANTICIPATIONS INFLATIONNISTES SUR LE TERME DIX ANS AMÉRICAIN

Avec la récente poussée des prix du pétrole, le différentiel de rendement entre les obligations nominales américaines et les obligations à rendement réel a revisité la zone de 250 à 255 points de base, confirmant l'inquiétude des marchés quant à l'inflation. Par contre, seule une sortie de 275 points de base devrait confirmer un dérapage des anticipations inflationnistes des marchés.



Martin Laforest
Trésorie du Mouvement Desjardins

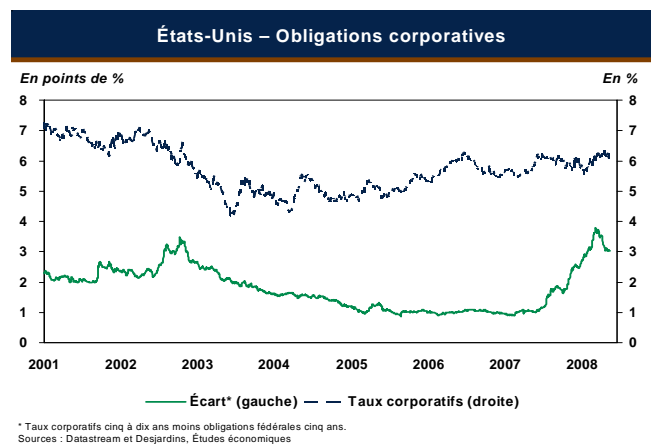
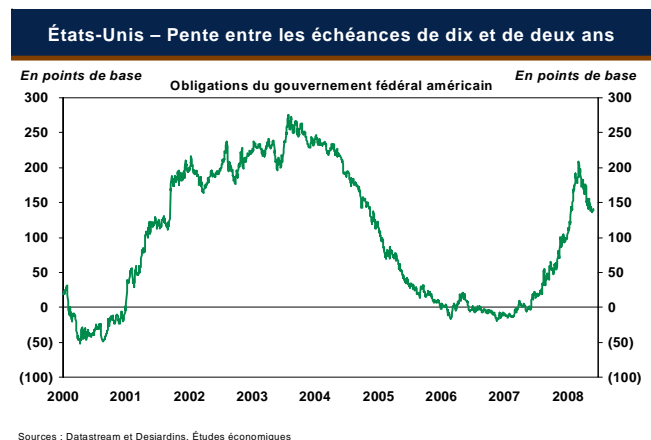
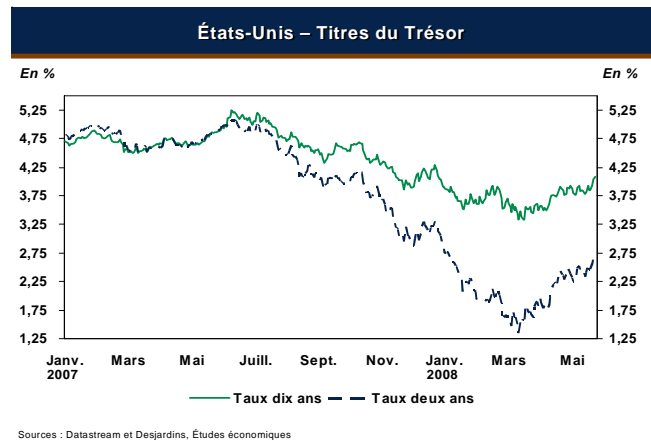
MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

États-Unis : obligations fédérales

OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

- La tendance haussière observée depuis la mi-mars sur le marché obligataire américain s'est stabilisée au cours des dernières semaines. Le contexte demeure caractérisé, d'un côté, par le ralentissement économique et, d'un autre côté, par la flambée des prix de l'énergie et les risques de diffusion à l'inflation tendancielle. Dans le compte rendu de la dernière réunion du FOMC, la Réserve fédérale américaine (Fed) a émis ses préoccupations face aux risques liés à un désancrage des anticipations inflationnistes sur l'établissement des prix. Ainsi, en dépit d'une contraction probable de l'économie américaine, les marchés ont fait le pari que le prochain changement de politique de la Fed allait être une hausse de taux.
- Après avoir augmenté d'un creux de 1,23 % le 17 mars à plus de 2,50 % au début de mai, les taux de deux ans ont oscillé dans une fourchette allant de 2,15 % à 2,75 %. Avec les attentes inflationnistes qui demeurent contenues, l'impact des prix élevés du pétrole et des anticipations de hausses de taux de la Fed a été plus mitigé sur les taux de dix ans, qui ont connu une hausse d'environ 70 points de base au cours de la même période.
- 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.
- La Fed a récemment indiqué clairement qu'elle n'entendait pas abaisser son taux directeur davantage à moins d'une détérioration majeure du contexte économique et financier. Toutefois, nous continuons de penser que le combat de l'inflation se limitera à un durcissement du ton de la Fed au cours des prochains mois. Par conséquent, il est probable que les hausses de taux anticipées par le marché seront renversées.

Prévisions : Avec la Fed sur les lignes de côté, la possibilité d'une baisse abrupte des taux de deux ans semble illusoire. Toutefois, à 2,75 %, la partie courte de la courbe montre encore un certain potentiel. À notre avis, la situation économique et financière demeure déflationniste, et les hausses de taux escomptées par le marché devraient être renversées prochainement. Nous continuons ainsi à favoriser une légère accentuation de la pente par une diminution de la partie courte de la courbe de rendement américaine. Les taux de dix ans devraient se consolider dans une fourchette serrée autour de 4,0 %.



Canada : obligations fédérales et provinciales

OBLIGATIONS FÉDÉRALES

- La remontée des taux obligataires canadiens s'est poursuivie au cours des dernières semaines, particulièrement dans la partie courte de la courbe. L'accentuation des pressions inflationnistes à l'échelle mondiale et les signes clairs que la Réserve fédérale américaine avait terminé son assouplissement monétaire ont amené les marchés à anticiper moins de baisses des taux directeurs au Canada.
- Le taux des obligations fédérales canadiennes d'une échéance de deux ans a ainsi augmenté d'environ 20 points de base depuis la fin d'avril pour remonter au-dessus de 3,00 %. La hausse du taux de dix ans a été beaucoup plus limitée, moins de 10 points de base, puisque ce taux est beaucoup moins influencé par les changements d'anticipation concernant la politique monétaire et que l'inflation canadienne, malgré une légère hausse en avril, demeure bien contrôlée. La pente canadienne 2/10 a donc continué de reculer et atteint maintenant seulement environ 60 points de base.
- Les écarts entre les taux canadiens et américains ont évolué différemment au cours des dernières semaines selon les échéances. Le changement des anticipations quant aux actions de la Banque du Canada a entraîné une hausse d'un peu plus de 10 points de l'écart entre les taux de deux ans canadien et américain. À l'inverse, l'accentuation plus marquée des pressions inflationnistes au sud de la frontière a fait augmenter le taux de dix ans américain un peu plus fortement qu'au Canada. Contrairement à ce qui avait été observé en avril, l'aplanissement de la pente 2/10 canadienne a ainsi été plus marqué qu'aux États-Unis au courant du mois de mai.
- Malgré la diminution des tensions sur les marchés financiers et l'excellente performance de la Bourse canadienne, le rétrécissement des écarts de crédit demeure limité pour le moment au Canada. Les indices obligataires montrent ainsi que l'écart entre les taux des obligations corporatives et fédérales a diminué de seulement 15 points de base par rapport à son sommet cyclique et demeure plus de deux fois plus élevé qu'avant l'éclatement de la crise en juillet 2007.

Prévisions : À notre avis, la partie courte de la courbe canadienne demeure attrayante étant donné le ralentissement économique et les pressions inflationnistes relativement limitées au Canada. Pour profiter de cette situation tout en limitant les conséquences d'une accélération plus rapide que prévu de l'inflation, nous recommandons de miser sur une augmentation de la pente canadienne 2/10.

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



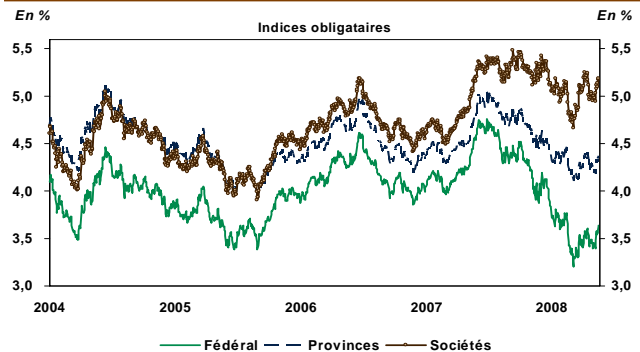
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES

- Les taux des obligations provinciales ont continué de se rapprocher légèrement de ceux des titres fédéraux au cours des dernières semaines. Comme dans le cas des obligations corporatives, les écarts demeurent toutefois très élevés par rapport à leurs moyennes historiques. L'amélioration est particulièrement notable pour les obligations québécoises d'une échéance de dix ans dont le taux est maintenant très près de celui des titres ontariens.
- En plus de devoir composer avec les difficultés de leur secteur extérieur, les économies du Québec et de l'Ontario doivent maintenant faire face à une diminution de la confiance des consommateurs, ébranlée par la flambée des prix de l'essence. La force de l'économie intérieure de ces deux provinces ne peut donc plus être prise pour acquis, et les risques d'essoufflement des dépenses des ménages sont bel et bien présents. Malgré certains chiffres d'emplois décevants, la situation demeure moins précaire au Québec qu'en Ontario, où les difficultés de l'industrie automobile continuent de faire très mal.
- Les dernières données sur le PIB réel des provinces ont révélé que les disparités régionales s'étaient fortement amoindries en 2007. La croissance économique des provinces de l'Ouest est demeurée supérieure à la moyenne nationale mais beaucoup moins que par les années passées.

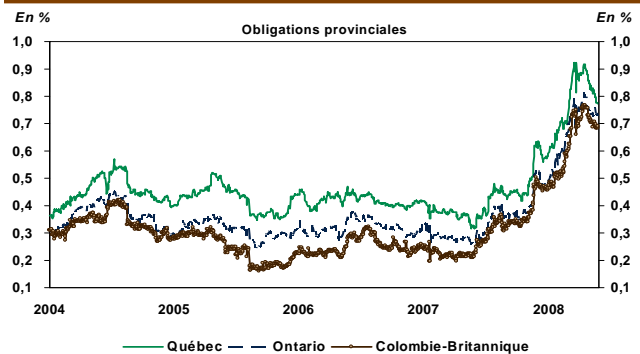
Prévisions : Les écarts de taux entre les titres provinciaux et fédéraux devraient continuer de se réduire progressivement au cours des prochains mois. Maintenant que les problèmes de l'économie ontarienne sont bien connus, la sous-performance relative des titres de cette province pourrait tirer à sa fin. Il serait maintenant tentant de miser sur un élargissement de l'écart entre les taux québécois et ontariens.

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	1 377	4,7	35,0	A	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	24	(37)	(0,8)	37,6	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	(336)	(317)	(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	329	0,7	30,4	AA	Aa1
Saskatchewan	398	693	1,4	26,5	AA	Aa1
Alberta	8 510	4 031	1,6	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	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,75	3,50
Bons du Trésor												
3 mois	5,04	4,82	3,82	3,36	1,38	1,95	2,10	2,00	2,05	2,15	2,90	3,60
Obligations fédérales												
2 ans	4,58	4,87	3,96	3,07	1,62	2,25	2,40	2,00	2,90	3,30	3,80	4,20
5 ans	4,54	4,93	4,23	3,46	2,47	3,10	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	3,80	4,10	4,20	4,40	4,70
30 ans	4,85	5,13	4,83	4,45	4,30	4,55	4,65	4,60	4,65	4,70	4,80	4,90
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,50)	0,11	0,41	0,10	1,09	1,15	1,00	0,90	1,45	1,65	1,20	1,00
10 ans - 2 ans	0,07	0,16	0,62	0,96	1,81	1,55	1,55	1,80	1,20	0,90	0,60	0,50
30 ans - 3 mois	(0,19)	0,31	1,01	1,09	2,92	2,60	2,55	2,60	2,60	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	2,75	2,75	2,75	3,25	3,50	4,00
Bons du Trésor												
3 mois	4,18	4,43	3,98	3,83	1,88	2,80	2,85	2,80	2,90	3,55	3,75	4,15
Obligations fédérales												
2 ans	3,98	4,58	4,08	3,74	2,63	3,00	3,10	2,70	3,10	3,80	4,00	4,35
5 ans	4,01	4,56	4,21	3,87	2,91	3,20	3,30	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	3,65	4,05	4,15	4,40	4,70
30 ans	4,20	4,49	4,45	4,10	3,94	4,10	4,30	4,35	4,45	4,55	4,65	4,80
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,17)	0,13	0,23	0,04	1,03	0,40	0,45	0,05	0,55	0,45	0,45	0,35
10 ans - 2 ans	0,13	(0,03)	0,26	0,25	0,80	0,60	0,80	0,95	0,95	0,35	0,40	0,35
30 ans - 3 mois	0,02	0,06	0,47	0,27	2,06	1,30	1,45	1,55	1,55	1,00	0,90	0,65
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	(0,86)	(0,39)	0,16	0,47	0,50	0,85	0,75	0,80	0,85	1,40	0,85	0,55
2 ans	(0,60)	(0,29)	0,12	0,67	1,01	0,75	0,70	0,70	0,20	0,50	0,20	0,15
5 ans	(0,53)	(0,37)	(0,02)	0,41	0,44	0,10	0,20	(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)	(0,45)	(0,35)	(0,25)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	(0,10)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques