

## La Réserve fédérale et le Trésor au secours des piliers hypothécaires américains

### FAITS SAILLANTS

- *Too big to fail* : Washington adopte un plan d'urgence pour sauver les piliers du financement hypothécaire américain.
- Le niveau élevé de l'inflation est préoccupant, mais la Réserve fédérale ne peut se permettre de relever ses taux directeurs avant que le marché immobilier se soit clairement stabilisé.
- Le mélange de faible croissance et d'inflation inciteront la Banque du Canada à la prudence : stabilité de la politique monétaire en vue.
- À court terme, la Banque centrale européenne maintiendra le cap sur l'inflation : il est encore trop tôt pour attendre un changement de ton.
- L'inflation lie les mains de la Banque d'Angleterre, mais la mollesse économique en cours devrait lui permettre d'abaisser ses taux à la fin de l'automne.

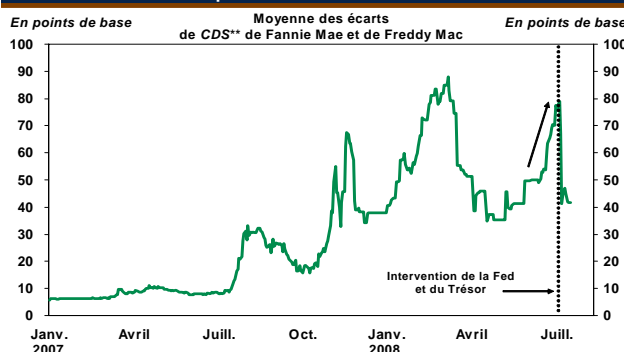
### TABLE DES MATIÈRES

Sommaire .....	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale .....	6
Banque du Canada .....	7
Banque centrale européenne .....	8
Banque d'Angleterre .....	9
Banque du Japon .....	10
Tableaux .....	11
Analyse technique .....	12
Marché des titres à revenu fixe	
Tableaux .....	14

### Sommaire

Les marchés financiers demeurent fragiles. Déjà tirillés entre les effets des prix élevés du pétrole sur l'inflation et sur les risques de ralentissement économique, la possibilité d'un effroulement du système financier américain est venue hanter les investisseurs internationaux à nouveau. Après la faillite du prêteur hypothécaire IndyMac Inc., les rumeurs de sous capitalisation des poids lourds du marché immobilier américain, Fannie Mae et Freddy Mac, ont eu l'effet d'une douche froide sur les marchés financiers (graphique 1).

Graphique 1 – Les craintes de sous capitalisation ont poussé les indices de risques de défaut des GSE\* en forte hausse



\* Government Sponsored Enterprises; \*\* Credit Default Swap.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

### TOO BIG TO FAIL

Il faut dire qu'avec près de 50 % (en détention et garanties) d'un marché de 10,6 billions de \$ US, l'effet de domino résultant d'une faillite de l'un des deux GSE (*Government Sponsored Enterprises*) aurait été catastrophique. Afin d'éviter une léthargie, le gouvernement n'a eu d'autre choix que de mettre sur place un (autre) plan de secours (voir l'encadré à la page 3 pour plus de détails). La Réserve fédérale (Fed) a mis à la disposition des GSE un accès illimité d'emprunt au taux d'escompte et le Trésor a annoncé qu'il entendait injecter du capital (montant non spécifié). Il est

**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

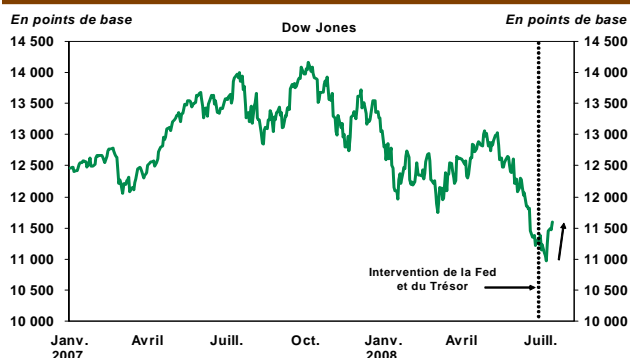
**Hendrix Vachon**  
Économiste

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

estimé que Fannie Mae et Freddy Mac devront lever près de 25 G\$ US au cours des 18 prochains mois. Toutefois, ce montant pourrait être beaucoup plus élevé advenant un prolongement du marasme immobilier.

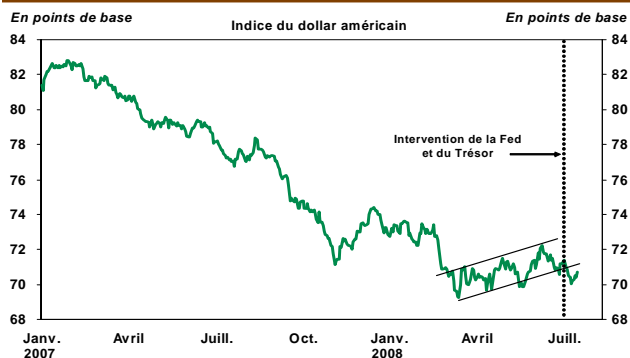
Le plan a été bien accueilli par les marchés. Les Bourses ont rebondi de leurs nouveaux creux cycliques, le billet vert est retourné vers son corridor ascendant et la demande pour les valeurs refuges s'est estompée, poussant les taux des titres du Trésor en hausse (graphiques 2 à 4).

**Graphique 2 – Le marché boursier a bien réagi au plan d'intervention de Washington**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 3 – Le dollar américain a repris une trajectoire ascendante**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – Les taux obligataires ont effectué une remontée**



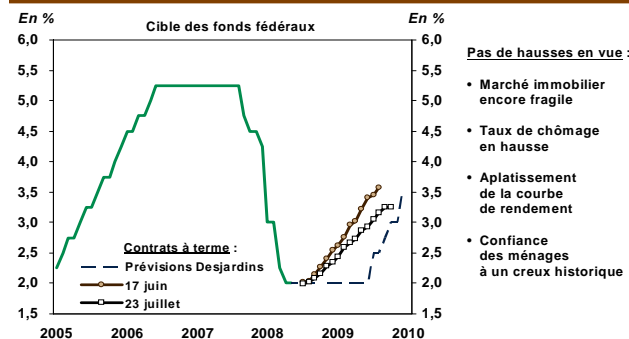
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Cela dit, ces évènements ont vite rappelé que la crise du crédit allait prendre du temps à se résorber. Le Secrétaire du Trésor Paulson exhorte les banques américaines à poursuivre leur ménage dans leurs prêts hypothécaires douteux afin de ramener la confiance le plus rapidement possible. Toutefois, si l'on se fie à la crise des *Savings and Loan*, qui a marqué la faillite de plusieurs centaines d'institutions de dépôts en deuxième moitié des années 80, la situation ne reprendra pas son cours normal avant plusieurs trimestres.<sup>1</sup>

### STABILITÉ MONÉTAIRE EN VUE

Les marchés ont révisé à la baisse leurs anticipations de hausses de taux (graphique 5), mais nous maintenons notre position que l'avenue la plus probable s'annonce une période prolongée de stabilité monétaire. Certes, en raison des prix élevés du pétrole, l'évolution de l'inflation totale est préoccupante. Toutefois, la situation reste imprégnée d'incertitudes et plusieurs indicateurs continuent de montrer une économie en difficulté. Les prix de l'essence sont très élevés, le marché boursier est volatil, les ventes de maisons sont en chute libre, la détérioration du marché de l'emploi se poursuit et la confiance des ménages est à un creux historique.

**Graphique 5 – Le marché a révisé les anticipations de hausses de taux d'intérêt à la baisse... mais pas assez!**



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, si l'action rapide des autorités gouvernementales américaines, jumelée au repli des cours pétroliers, a permis une embellie sur les marchés boursiers, le plan de secours ne réglera en rien le problème principal de la crise actuelle, soit la dépréciation rapide du prix des maisons. En dépit d'une diminution de 325 points de base des fonds fédéraux américains depuis septembre 2007, les tensions sur le marché interbancaire se poursuivent et, dans bien des cas, les taux d'emprunts sont supérieurs à il y a un an (graphiques 6 et 7). Cela vient compromettre grandement la stabilisation du marché immobilier américain.

<sup>1</sup> Voir le *Point de vue économique* « La crise du crédit hypothécaire à risque : le gouvernement doit-il (encore) intervenir? », 24 avril 2008.

### Washington adopte un plan de sauvetage

La nécessité d'adopter le plan de secours détaillé du gouvernement américain s'est accélérée au cours des derniers jours alors qu'une nouvelle vague de la crise financière a déferlé sur les marchés, menaçant la stabilité des piliers du financement hypothécaire aux États-Unis, Fannie Mae et Freddie Mac. Dans un « grand compromis » face au Congrès, le Président Bush n'a pas exécuté son droit de veto.

Les principaux éléments du plan sont les suivants :

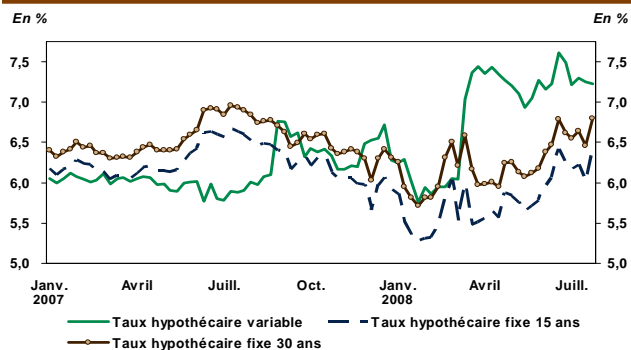
- Refonte complète de la réglementation de Fannie Mae et Freddie Mac : le manque de supervision a substantiellement érodé leur crédibilité.
- Augmentation permanente des limites des prêts octroyés par les *GSEs* (*Government Sponsored enterprises*). La limite précédente de 425 000 \$ fermait l'accès à plusieurs marchés au pays, ce qui a mené à de la discrimination régionale au chapitre des termes et des conditions de crédit.
- Financement d'une importante expansion du programme d'assurance de prêt du *FHA* (*Federal Housing Administration*) : un programme volontaire qui favorise plus de liquidité dans le marché hypothécaire et permet à certaines institutions financières de se départir d'actifs immobiliers dépréciés.
- Aide de 3,9 G\$ aux gouvernements d'États et des localités pour réhabiliter les maisons saisies : rabais d'impôt pour soutenir le marché immobilier et les premiers acheteurs.
- Autorisation d'emprunt plus élevée pour le Trésor pour prêter ou acheter du capital dans les *GSEs* afin de stabiliser leur condition financière et supporter leur capitalisation.

**Graphique 6 – Les tensions sur le marché monétaire restent vives**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 7 – En dépit des baisses agressives de la Fed, les taux d'intérêt de détail demeurent élevés**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, les marchés reverront davantage à la baisse leurs anticipations de hausses de taux. L'effet déflationniste causé par le ralentissement économique, la détérioration du marché de l'emploi et la diminution de l'utilisation des capacités de production, donne une bonne marge de manœuvre à la Fed pour maintenir ses taux inchangés. À notre avis, elle devra s'assurer que le marché immobilier a atteint un creux et que la majeure partie des méfaits de la crise du crédit hypothécaire à risque est purgée du système financier avant d'entreprendre un resserrement monétaire. Cela nous mènerait aisément en 2009, potentiellement même en deuxième moitié de l'année.

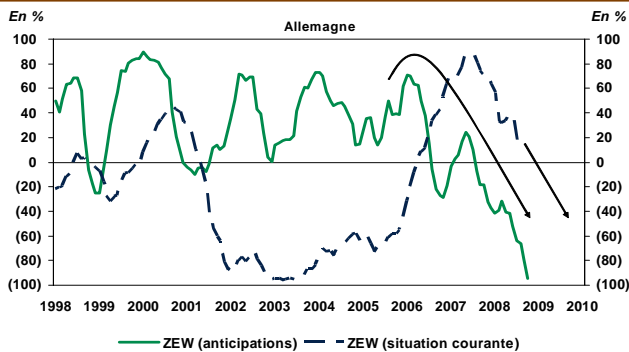
### À COURT TERME, LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE MAINTIENDRA LE CAP SUR L'INFLATION

La hausse des salaires et les prix élevés du pétrole ont incité la Banque centrale européenne (BCE) à faire un pas de plus dans sa lutte contre l'inflation. Tel que prévu, la BCE a augmenté son taux directeur de 25 points de base, à 4,25 %, à sa réunion de juillet. Avec l'inflation estimée à 4 % en juin, soit plus de deux points de pourcentage au-dessus de la cible de la BCE, toute autre décision aurait été surprenante. Toutefois, cela semble la fin d'un long cycle de resserrement monétaire plutôt que l'amorce d'une nouvelle période de hausses de taux. La BCE n'aura voulu qu'affirmer qu'elle était prête à mettre ses menaces à exécution.

Le prochain mouvement de taux devrait néanmoins être une baisse. L'économie européenne montre de plus en plus de

signes de faiblesse. La composante courante de l'indice ZEW a commencé à rattraper celle liée aux anticipations des intervenants des marchés financiers eurolandais (graphique 8). Par ailleurs, les indices PMI du secteur manufacturier sont à des niveaux qui ont par le passé incité la BCE à assouplir sa politique monétaire.

**Graphique 8 – Le ralentissement économique devrait s'intensifier**



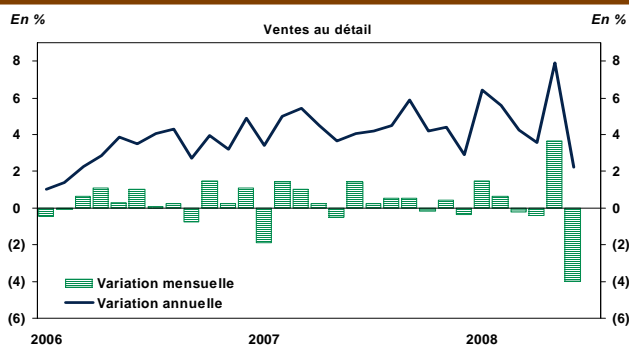
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Pour le moment, cependant, la prudence reste de mise. L'inflation empêche la BCE d'ouvrir la porte à des baisses de taux et il est encore trop tôt pour espérer un changement de ton soudain.

**LA BANQUE D'ANGLETERRE NE PEUT SE PERMETTRE DE HAUSSER SES TAUX**

L'inflation plus élevée que souhaité continue de lier les mains de la Banque d'Angleterre (BoE), mais les difficultés du marché immobilier britannique devraient l'inciter à assouplir sa politique monétaire à la fin de 2008 ou au début de 2009. Après un rebond inattendu en mai, en raison d'un devancement des achats estivaux, les ventes au détail se sont écroulées en juin (graphique 9).

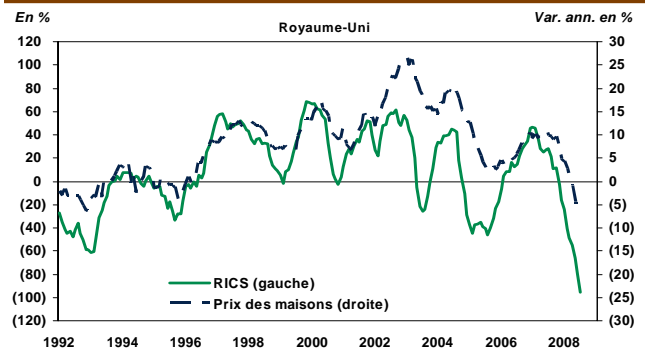
**Graphique 9 – Royaume-Uni : plus forte baisse mensuelle jamais répertoriée des ventes au détail**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Or, si le rythme des ventes observé en mai paraissait clairement insoutenable, rien ne laisse présager d'un rebond significatif prochainement. Le prix des maisons a chuté pour un huitième mois consécutif, portant la variation annuelle en baisse de 6,3 % en juin, soit le plus bas niveau depuis 1992 (graphique 10).

**Graphique 10 – Le marché immobilier britannique commence à s'écrouler**

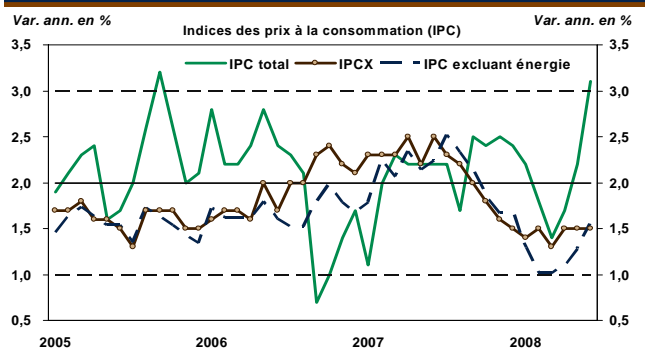


Sources : Royal Institute of Chartered Survey, Nationwide et Desjardins, Études économiques

**LA BANQUE DU CANADA DEMEURERA PRUDENTE**

La Banque du Canada (BdC) n'échappe plus à la problématique liée à la stagflation. Alors que l'économie montre décidément des signes de ralentissement, l'inflation s'est accélérée à 3,1 % en juin, soit au-dessus de la cible supérieure de la BdC (graphique 11).

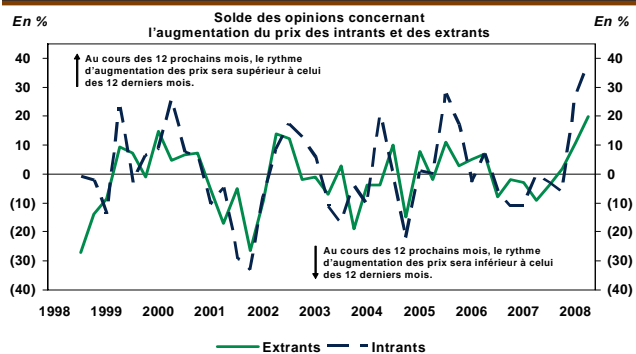
**Graphique 11 – Les pressions inflationnistes s'accroissent**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Pour le moment, l'inflation de référence demeure largement contenue, à moins de 2,0 %, mais la BdC est préoccupée par les effets de diffusion potentiels. Selon un sondage mené par la Banque, les entreprises s'attendent à une hausse marquée du prix de leurs intrants et, dans une moindre mesure, du prix de leurs extrants. Dans les deux cas, les soldes de l'enquête ont atteint des sommets historiques (graphique 12).

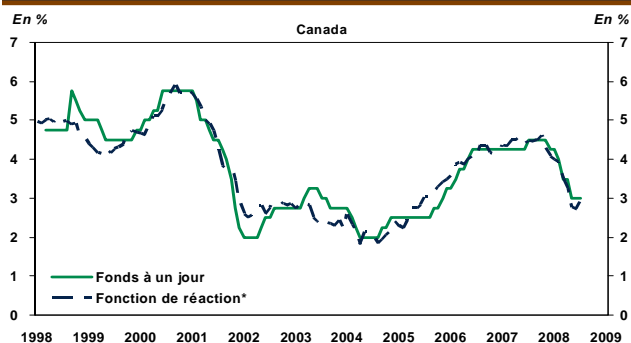
**Graphique 12 – Les entreprises s’attendent à une inflation plus rapide**



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

En raison du ralentissement économique en cours, la BdC restera prudente au cours des prochains mois. Notre fonction de réaction de la Banque centrale montre que le niveau des taux est approprié (graphique 13). Ainsi, à moins d’une nouvelle accélération des prix du pétrole, l’avenue la plus probable s’annonce une période prolongée de *statu quo*.

**Graphique 13 – La politique monétaire est appropriée**



\* Basée sur des variables financières et économiques susceptibles d’influencer la Banque du Canada.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

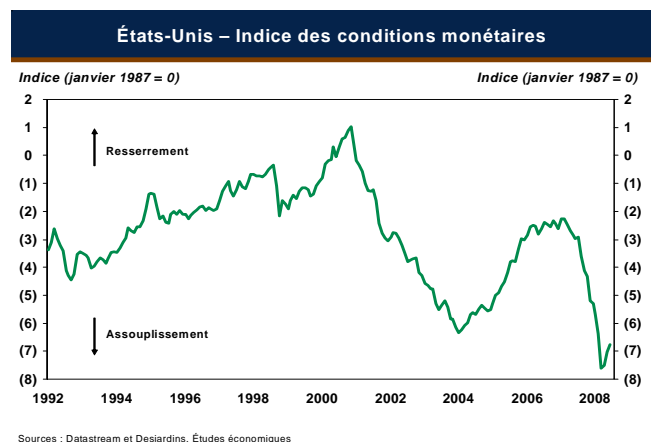
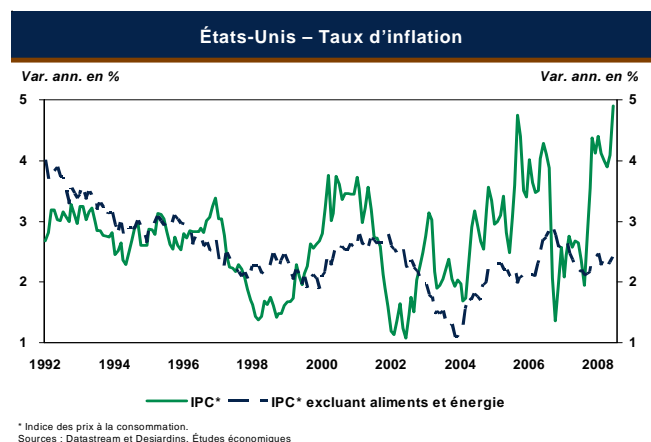
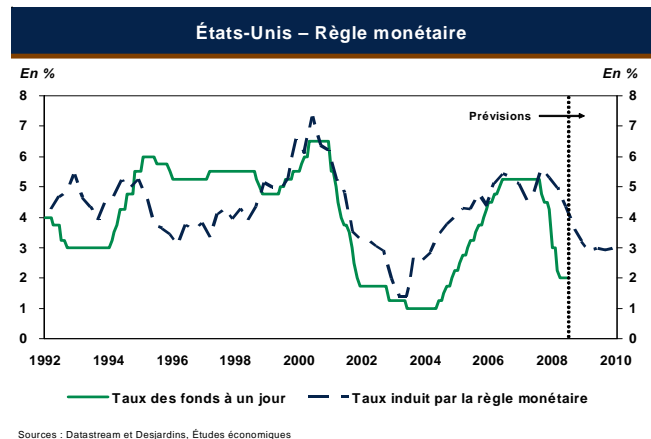
**Martin Lefebvre**  
Économiste principal

# RÉSERVE FÉDÉRALE

## Pas de changement avant d'avoir atteint un creux

- Tel que prévu, la Réserve fédérale (Fed) a maintenu son taux directeur à 2,0 % à la fin de juin. Cette décision était escomptée à 88,4 % par le marché à terme et prévue par l'ensemble des 102 économistes ou analystes du consensus de la firme Bloomberg. Toutefois, le ton du communiqué est maintenant un peu plus *hawkish*, les risques inflationnistes l'emportant sur la détérioration de l'économie.
- À notre avis, ce ton plus dur ne laisse pas envisager des hausses des taux directeurs à court terme. À moins que la poussée des prix de l'énergie se poursuive au même rythme, un début de resserrement de la politique monétaire est difficilement envisageable avant 2009. En raison du resserrement des conditions de crédit, les effets de la baisse de 325 points de base des taux directeurs depuis septembre 2007 ne se font pas pleinement sentir sur les taux de détail.
- Malgré tout, les risques liés à l'inflation continueront d'inquiéter la Fed encore quelque temps. La hausse des prix de l'essence demeure préoccupante et la déstabilisation des anticipations inflationnistes est dans la mire de la Fed. La variation annuelle de 5,0 % de l'indice des prix à la consommation (IPC) en juin est la plus élevée depuis février 1991. De plus, une variation mensuelle supérieure à 1,0 % ne s'était pas vue depuis le passage de l'ouragan Katrina en septembre 2005. La principale cause de cette poussée des prix provient évidemment de l'augmentation des coûts de l'énergie. Le prix de l'essence a augmenté de 10,1 % en juin alors que le prix du mazout a crû de 8,5 %. Indirectement, on observe les conséquences de ces hausses sur le prix des transports publics qui, avec une augmentation mensuelle de 3,4 %, ont connu leur plus importante hausse mensuelle depuis l'automne 1999.
- Toutefois, les effets économiques de la hausse du prix de l'essence, la chute de la confiance des consommateurs, la précarité du marché immobilier, le repli du marché du travail, l'instabilité des marchés financiers et l'accroissement de la surcapacité de production font que la conjoncture n'est pas propice à une augmentation prochaine du loyer de l'argent. Par ailleurs, la forte augmentation des prix continue de gruger le revenu hebdomadaire moyen des travailleurs qui a diminué de 0,9 % en juin, une fois ajusté pour l'inflation. Les résultats de juin de l'IPC viennent aussi miner davantage la faible croissance des ventes au détail du même mois. Ainsi, en termes réels, la consommation personnelle risque d'être faible malgré l'apport des rabais d'impôts.

**Prévisions** : Il est difficile pour la Fed de maintenir l'équilibre entre la menace inflationniste et la précarité de l'économie. À court terme, un mouvement à la hausse des taux directeurs serait cependant inopportun. La Fed cherchera plutôt à calmer le jeu par une rhétorique musclée. D'ailleurs, la parole risque d'être plus utilisée que les actes. Les taux directeurs devraient donc demeurer inchangés d'ici le reste de l'année.



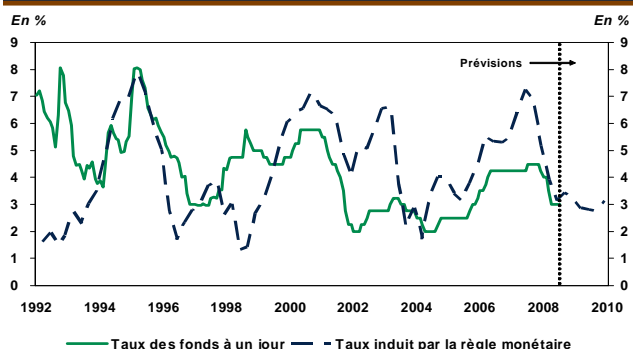
## BANQUE DU CANADA

### Le mélange de faible croissance et d'inflation incitera à la prudence

- La Banque du Canada (BdC) n'aura créé aucune surprise en maintenant son taux directeur à 3,0 % en juillet, tel que prévu par les 28 prévisionnistes du consensus. La poussée des prix de l'énergie est préoccupante, mais l'inflation tendancielle reste contenue pour le moment et les risques baissiers sur la croissance économique abondent. La récente tournure des événements, avec une nouvelle vague de pessimisme liée au secteur bancaire, montre que la crise du crédit est loin d'être terminée et que le *statu quo* monétaire pourrait être maintenu encore plusieurs mois.
- Certes, en raison de la persistance des prix élevés du pétrole, la BdC a revu ses prévisions d'inflation totale à la hausse, potentiellement à plus d'un point de pourcentage au-dessus de sa cible supérieure. La variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation s'est inscrite au-dessus de la fourchette cible de la BdC (3 %) en juin. Cette accélération de l'inflation totale est évidemment attribuable à la forte progression des prix de l'essence et des autres sources d'énergie. Ainsi, la variation annuelle des composantes énergétiques s'élève à 18,0 %, son niveau le plus élevé depuis les ouragans Katrina et Rita en septembre 2005.
- Même si nous prévoyons que la correction actuelle des prix du pétrole se poursuivra, les pressions haussières en provenance de l'énergie seront encore présentes au cours des prochains mois. Il faut donc s'attendre à ce que l'inflation totale demeure au-dessus de la fourchette cible (3 %) jusqu'au début de 2009. Toutefois, les effets devraient être transitoires, une stabilisation des prix du pétrole ramenant rapidement l'inflation en ligne avec l'indice de référence. Or, nous estimons que la mollesse actuelle de l'économie canadienne permettra à l'inflation de référence de se maintenir dans la partie inférieure ciblée par la BdC jusqu'en 2009.
- Déjà, la contraction de l'activité économique au premier trimestre (-0,3 %) a généré une offre légèrement excédentaire et rien n'indique que la croissance économique a rebondi significativement au cours du printemps. L'économie intérieure reste saine, mais le marché de l'emploi plafonne et l'accélération de l'inflation se répercute négativement sur la progression des salaires réels des ménages et des dépenses de consommation. Par ailleurs, le secteur extérieur canadien reste vulnérable au ralentissement économique américain et à la vitalité du huard.

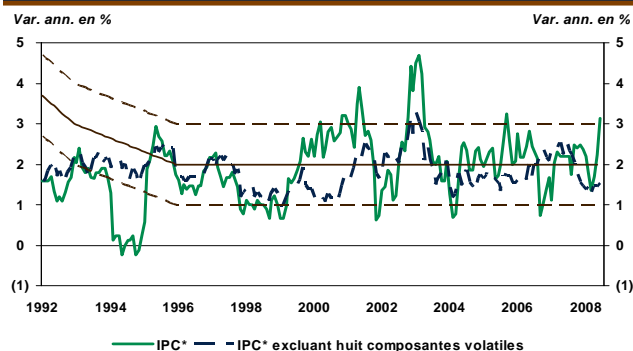
**Prévisions :** La BdC semble annoncer qu'elle est à l'aise avec une accélération temporaire de l'inflation totale au-dessus de la cible supérieure de 3 %. Ainsi, à moins d'une hausse continue des prix du pétrole au cours des prochains mois, il est peu probable qu'elle cherche à modifier sa politique monétaire. L'avenue la plus probable s'annonce une longue période de *statu quo*.

#### Canada – Règle monétaire



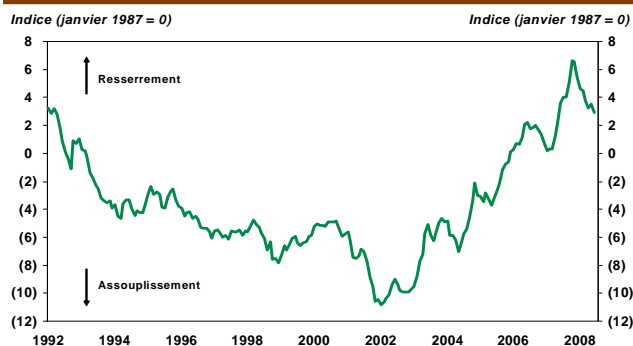
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

#### Canada – Taux d'inflation



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

#### Canada – Indice des conditions monétaires



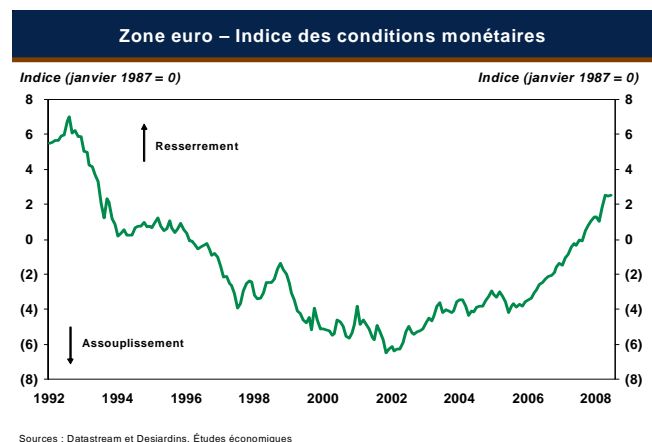
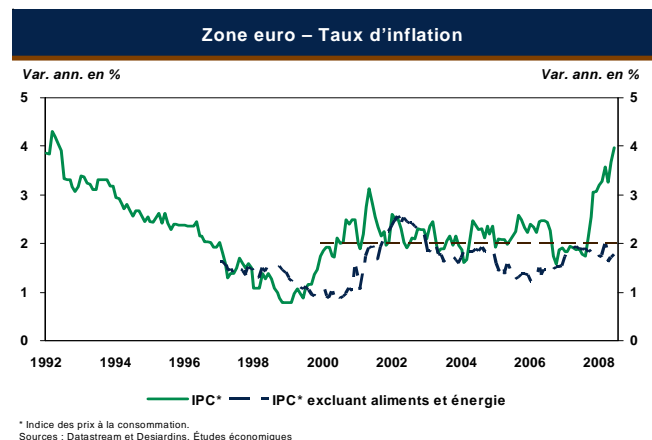
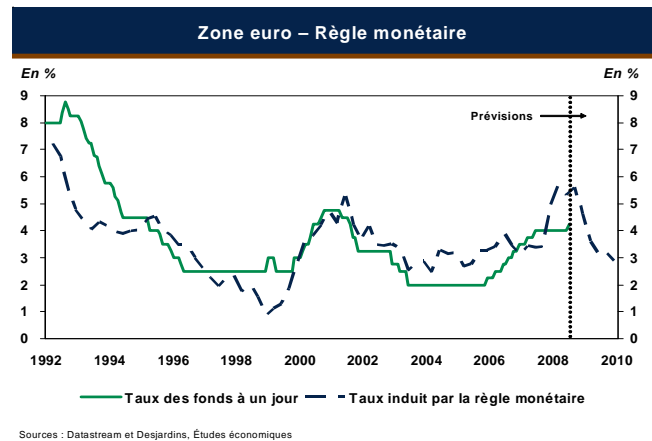
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

# BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

## Pas de baisse avant un ralentissement de l'inflation

- La hausse des salaires et les prix élevés du pétrole ont incité la Banque centrale européenne (BCE) à faire un pas de plus dans sa lutte contre l'inflation. Tel que prévu, la BCE a augmenté son taux directeur de 25 points de base, à 4,25 %, à sa réunion de juillet. Toute autre décision aurait été surprenante, le président Trichet ayant annoncé en juin qu'une augmentation de taux était grandement probable en juillet. Avec l'inflation estimée à 4 % en juin, soit plus de deux points de pourcentage au-dessus de la cible de la BCE, cette dernière n'allait certainement pas perdre l'opportunité d'assurer sa crédibilité en tant que défenderesse de la stabilité des prix.
- Toutefois, cela semble la fin d'un long cycle de resserrement monétaire plutôt que l'amorce d'une nouvelle période de hausses de taux. La hausse de taux de 25 points de base décrétée en juillet aura peu d'effet sur l'inflation totale, cette dernière découlant principalement de l'augmentation des prix de l'énergie, établis sur les marchés mondiaux. Toutefois, en raison de la persistance des prix élevés du pétrole, de la détérioration des perspectives d'inflation et de l'accroissement des anticipations inflationnistes, la BCE est préoccupée par les effets de seconde vague liés à l'établissement des prix et des salaires.
- L'augmentation en juillet ne devrait pas s'inscrire dans une série de hausses des taux d'intérêt. Selon la BCE, le niveau des taux d'intérêt est approprié et le retrait de la mention *heightened alertness* dans le communiqué indique en quelque sorte que la BCE aimerait garder ses taux stables.
- À plus long terme, nous continuons cependant d'anticiper des baisses de taux. L'économie européenne montre de plus en plus de signes de faiblesse. Déjà, les indices PMI manufacturiers et des services sont sous la barre de 50, ce qui signale une contraction de l'activité économique dans ces secteurs. Après les effets positifs de la température clémente sur l'activité de construction au premier trimestre, il faut s'attendre à un effet de ressac sur la croissance du PIB réel au deuxième trimestre de 2008.

**Prévisions :** La situation économique au sein des PIGS (Portugal, Italie, Grèce et Espagne) est déjà fragile et des taux plus élevés ne feraient qu'accroître le risque d'un ralentissement généralisé en zone euro. Cela dit, bien que l'on anticipe une correction des prix du pétrole, le niveau élevé de l'inflation devrait empêcher la BCE d'amorcer un cycle d'assouplissement monétaire avant 2009.



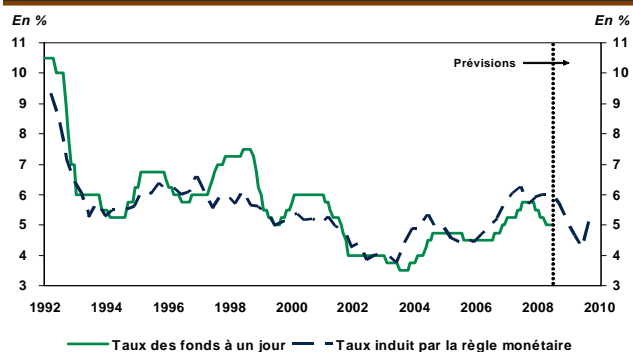
# BANQUE D'ANGLETERRE

## Maintien du ton *hawkish*, mais pas de hausse en vue

- Sans surprise, la Banque d'Angleterre (BoE) a choisi de maintenir son taux directeur à 5,00 % en juillet. Les risques conjugués d'inflation et de ralentissement économique ont enlevé toute marge de manœuvre à la BoE à court terme.
- D'un côté, la BoE continue d'être préoccupée par l'inflation. La variation annuelle de l'indice des prix à la consommation s'est chiffrée à 3,8 % en juin, excédant la cible de la BoE de près de deux points de pourcentage. Or, les autorités monétaires britanniques s'attendent à une hausse plus prononcée et plus durable de l'inflation qui pourrait atteindre les 4,0 % d'ici la fin de 2008.
- De l'autre côté, les signes de ralentissement s'accumulent au Royaume-Uni. Il faut dire que le marché immobilier, très sensible à l'évolution des taux d'intérêt, est mal en point. L'enquête de la *Royal Institute of Chartered Surveyors* a légèrement rebondi en juin, mais plus de 92 % des agents immobiliers sondés continuent d'anticiper une correction du marché. Or, le prix des maisons a connu une huitième baisse mensuelle consécutive en juin et la variation annuelle est à son plus faible niveau depuis la récession de 1992.
- Les ménages britanniques ont tenu le coup en mai, mais le rebond spectaculaire des ventes au détail (3,5 % m/m) était clairement insoutenable. L'effet de ressac a été violent, les ventes se sont écroulées de 3,9 % en juin, soit leur pire performance jamais répertoriée.
- Par ailleurs, les indicateurs de production signalent qu'un ralentissement est en cours. La production industrielle a chuté de 0,8 % en mai, portant la variation annuelle en baisse de 1,6 %. Les indices PMI manufacturier (45,8) et des services (47,1) ont chuté plus fortement que prévu en juin et indiquent maintenant une contraction de l'activité économique dans ces secteurs.

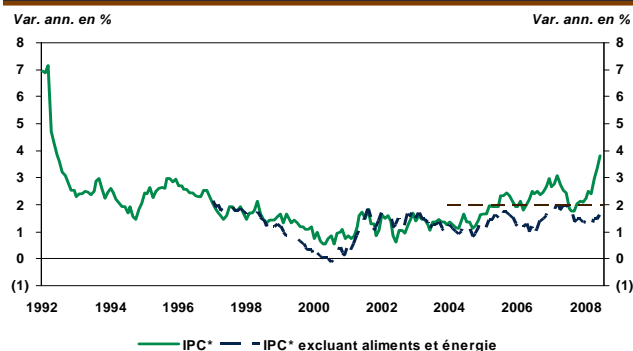
**Prévisions :** La BoE est bien consciente des difficultés de l'économie britannique, mais elle doit suspendre ses baisses de taux pour quelques mois afin d'assurer sa crédibilité et de limiter la hausse des anticipations inflationnistes. L'importance du ralentissement économique devrait cependant la convaincre de reprendre son assouplissement monétaire à partir de l'automne.

### Royaume-Uni – Règle monétaire



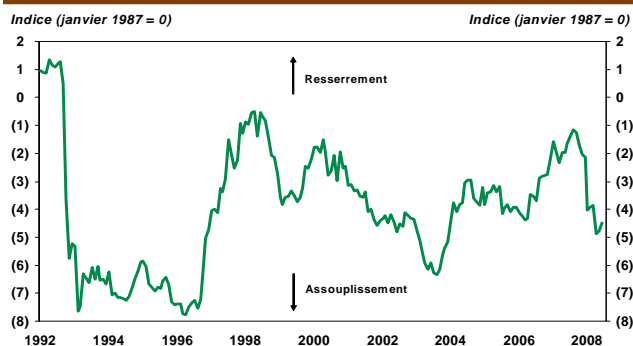
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Royaume-Uni – Taux d'inflation



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

### Royaume-Uni – Indice des conditions monétaires



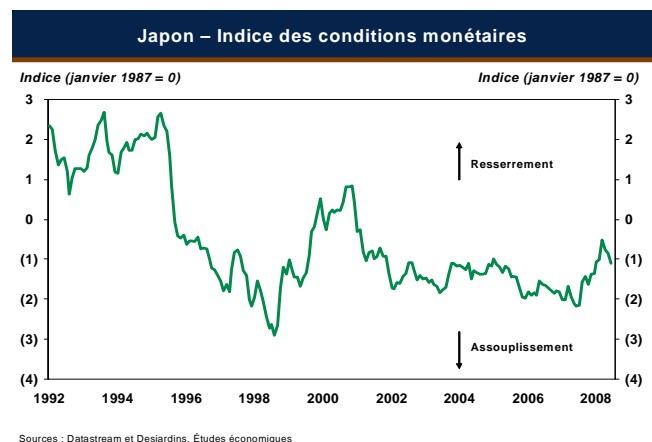
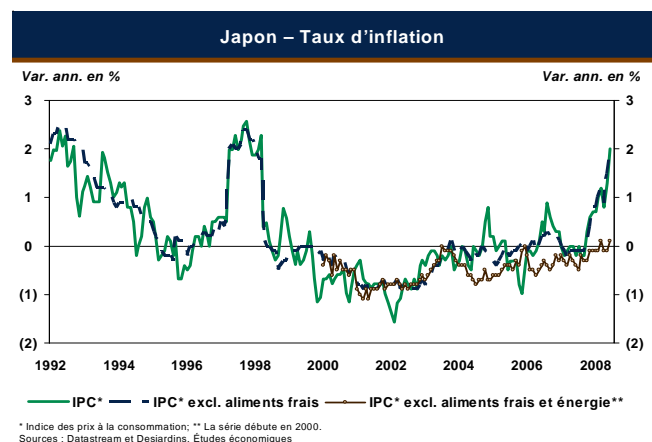
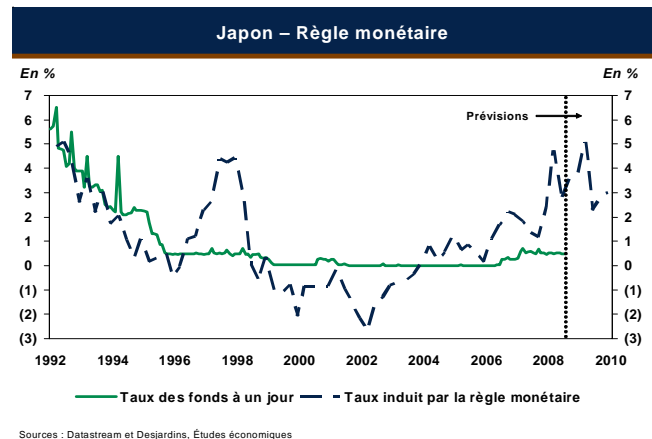
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# BANQUE DU JAPON

## Les risques de ralentissement économique incitent la BoJ à la prudence

- Malgré une inflation en hausse, la Banque du Japon (BoJ) a décidé de laisser inchangé son taux directeur à 0,50 % lors de sa dernière rencontre de politique monétaire le 14 juillet. En raison des risques de plus en plus prépondérants que l'économie nipponne vacille, la BoJ devrait demeurer sur les lignes de côté pour encore quelque temps avant de poursuivre avec des hausses de taux.
- L'inflation au Japon n'a pas cessé d'augmenter depuis le quatrième trimestre de 2007. Seules les données du mois d'avril ont trahi cette tendance en raison de l'expiration d'une taxe sur l'essence qui a par ailleurs été renouvelée en mai. L'inflation de référence de la BoJ, qui exclut l'effet des aliments frais, envoie le même signal. En mai, l'inflation de référence, à 1,5 %, a même dépassé l'inflation totale qui s'était établie à 1,3 %. Toutefois, si l'on exclut à la fois l'effet des aliments frais et de l'énergie, l'inflation demeure encore très faible au Japon à 0,1 % en juin. Une inflation par les coûts n'est pas le scénario idéal et il suffirait que les prix du pétrole retombent pour renverser la situation.
- Les risques que l'économie japonaise vacille sont de plus en plus prépondérants. La semaine dernière, le gouverneur de la BoJ, Masaaki Shirakawa a affirmé : « *We don't have any preset direction for policy and must carefully examine both upside and downside risk [...] If asked about a numerical-weight allocation, I would say that it is fifty-fifty growth to inflation* ». Les prévisions consensuelles penchent pour une baisse de 0,3 % du PIB réel au deuxième trimestre. L'indice Tankan a considérablement diminué, ce qui signale habituellement une faiblesse au niveau de l'investissement en capital. La confiance des petites entreprises a de plus atteint un creux de presque six ans en juin. La hausse des prix de l'énergie et des matières premières affecte aussi négativement l'industrie japonaise. Les consommateurs ne semblent pas non plus au bout de leur peine avec des baisses enregistrées au niveau des dépenses des ménages. Seul le secteur extérieur pourrait véritablement générer de la croissance. Jusqu'à présent, la diminution de la demande américaine a été compensée par les marchés d'Asie, d'Europe et du Moyen-Orient. Un ralentissement mondial serait dramatique pour l'économie nipponne.
- L'indice des conditions monétaires s'est encore assoupli avec la faiblesse du yen dont la valeur est de plus en plus représentative de l'état de l'économie nipponne. Un écart subsiste encore avec les niveaux atteints en 2006 et en 2007 lorsque la BoJ s'est permise de resserrer sa politique monétaire.

**Prévisions :** Les risques inflationnistes d'un côté et ceux d'un ralentissement économique de l'autre incitent la BoJ à la prudence. Le *statu quo* devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 2008.



**Tableau 1**  
**Taux d'intérêt directeurs**

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

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Tableau 2**  
**Calendrier et taux directeurs**

Date	Banque centrale	Décision	Taux
<b>Mai 2008</b>			
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
<b>Juin 2008</b>			
3	Banque de réserve d'Australie	s.q.	7,25
4	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	8,25
4	Banque du Brésil	+50 p.b.	12,25
5	Banque d'Angleterre	s.q.	5,00
5	Banque centrale européenne	s.q.	4,00
10	Banque du Canada	s.q.	3,00
12	Banque du Japon	s.q.	0,50
19	Banque nationale suisse	s.q.	2,75
20	Banque du Mexique	+25 p.b.	7,75
25	Banque de Norvège	+25 p.b.	5,75
25	Réserve fédérale	s.q.	2,00
<b>Juillet 2008</b>			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	7,25
3	Banque centrale européenne	+25 p.b.	4,25
3	Banque de Suède	+25 p.b.	4,50
10	Banque d'Angleterre	s.q.	5,00
15	Banque du Canada	s.q.	3,00
15	Banque du Japon	s.q.	0,50
18	Banque du Mexique	+25 p.b.	8,00
23	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-25 p.b.	8,00
23	Banque du Brésil	+75 p.b.	13,00

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

Source : Desjardins, Études économiques

**Tableau 3**  
**Calendrier à venir**

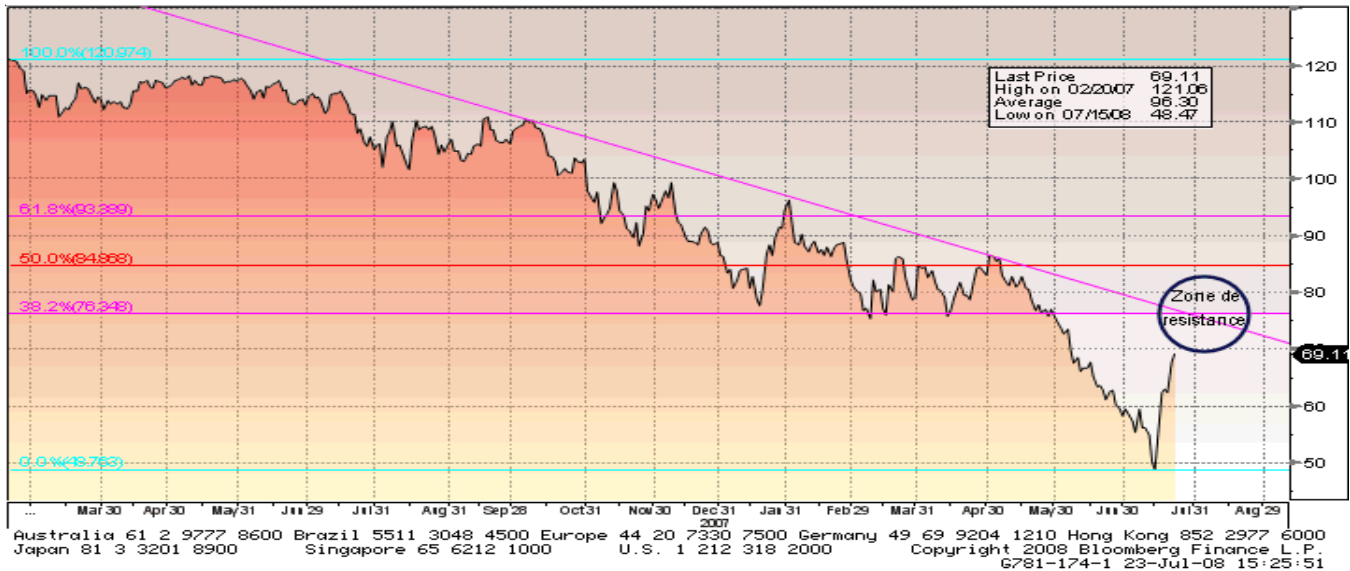
Date	Banque centrale
<b>Août 2008</b>	
5	Banque de réserve d'Australie
5	Réserve fédérale
7	Banque d'Angleterre
13	Banque de Norvège
15	Banque du Mexique
18	Banque du Japon
<b>Septembre 2008</b>	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Canada
4	Banque d'Angleterre
4	Banque centrale européenne
4	Banque de Suède
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
10	Banque du Brésil
16	Banque du Japon
16	Réserve fédérale
18	Banque nationale suisse
19	Banque du Mexique
24	Banque de Norvège
<b>Octobre 2008</b>	
2	Banque centrale européenne
6	Banque du Japon
7	Banque de réserve d'Australie
9	Banque d'Angleterre
17	Banque du Mexique
21	Banque du Canada
22	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
23	Banque de Suède
29	Banque de Norvège

Source : Desjardins, Études économiques

# ANALYSE TECHNIQUE

## INDICE BKX

Le secteur bancaire aux États-Unis a été malmené par la crise du crédit. Cependant, nous semblons avoir atteint un plancher à la mi-juillet 2008 sur l'indice BKX (indice regroupant les grandes banques américaines) et devrions retourner vers le premier niveau de résistance tout près de 75.



## TAUX OBLIGATAIRES DIX ANS AMÉRICAINS

Les taux obligataires dix ans américains ont récemment brisé le premier niveau de résistance, près de 4,07 %. La cible se trouve à 4,30 % et représente 50 % du mouvement des taux au cours de la dernière année. Un bris de ce niveau pourrait nous mener dans la partie supérieure du corridor, près de 4,55 %.



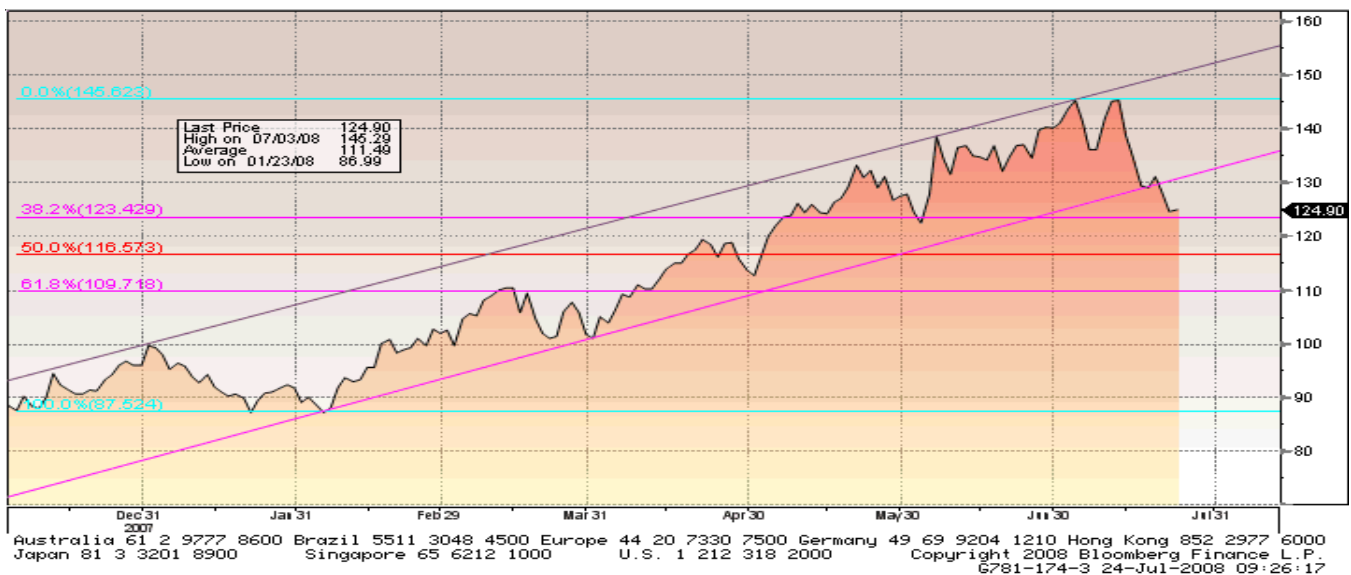
## CAD

La devise canadienne se trouve dans un couloir oscillant entre 0,975 et 1,025 depuis la mi-novembre 2007. Étant donné que cette période de consolidation perdure, un bris de cette fourchette pourrait grandement accélérer le mouvement.



## PÉTROLE

Le prix du baril de pétrole a brisé la tendance haussière initiée en février dernier. Les niveaux de 110 \$ et 123 \$ pourraient servir de zone de consolidation.



### Tableau 4

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

Fin de période en %	2007				2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
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
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	5,04	4,82	3,82	3,36	1,38	1,90	1,90	2,00	2,05	2,15	2,90	3,60
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	4,58	4,87	3,96	3,07	1,62	2,61	2,60	2,30	2,60	3,30	3,80	4,20
5 ans	4,54	4,93	4,23	3,46	2,47	3,33	3,45	3,20	3,50	3,80	4,10	4,60
10 ans	4,65	5,03	4,58	4,03	3,43	3,98	4,00	3,90	4,10	4,20	4,40	4,70
30 ans	4,85	5,13	4,83	4,45	4,30	4,53	4,70	4,65	4,60	4,70	4,80	4,90
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	(0,50)	0,11	0,41	0,10	1,09	1,43	1,55	1,20	1,45	1,65	1,20	1,00
10 ans - 2 ans	0,07	0,16	0,62	0,96	1,81	1,36	1,40	1,60	1,50	0,90	0,60	0,50
30 ans - 3 mois	(0,19)	0,31	1,01	1,09	2,92	2,63	2,80	2,65	2,55	2,55	1,90	1,30

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 5

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

Fin de période en %	2007				2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds à un jour	4,25	4,25	4,50	4,25	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,25	3,50	4,00
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	4,18	4,43	3,98	3,83	1,88	2,50	2,75	2,80	3,10	3,55	3,75	4,15
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	3,98	4,58	4,08	3,74	2,63	3,25	3,20	3,05	3,30	3,70	4,00	4,35
5 ans	4,01	4,56	4,21	3,87	2,91	3,46	3,45	3,20	3,60	3,90	4,30	4,60
10 ans	4,11	4,55	4,34	3,99	3,43	3,74	3,80	3,75	4,05	4,15	4,40	4,70
30 ans	4,20	4,49	4,45	4,10	3,94	4,08	4,15	4,20	4,40	4,55	4,65	4,80
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	(0,17)	0,13	0,23	0,04	1,03	0,96	0,70	0,40	0,50	0,35	0,55	0,45
10 ans - 2 ans	0,13	(0,03)	0,26	0,25	0,80	0,49	0,60	0,70	0,75	0,45	0,40	0,35
30 ans - 3 mois	0,02	0,06	0,47	0,27	2,06	1,58	1,40	1,40	1,30	1,00	0,90	0,65
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	(0,86)	(0,39)	0,16	0,47	0,50	0,60	0,85	0,80	1,05	1,40	0,85	0,55
2 ans	(0,60)	(0,29)	0,12	0,67	1,01	0,63	0,60	0,75	0,70	0,40	0,20	0,15
5 ans	(0,53)	(0,37)	(0,02)	0,41	0,44	0,13	0,00	0,00	0,10	0,10	0,20	0,00
10 ans	(0,54)	(0,48)	(0,24)	(0,04)	0,00	(0,24)	(0,20)	(0,15)	(0,05)	(0,05)	0,00	0,00
30 ans	(0,65)	(0,64)	(0,38)	(0,35)	(0,36)	(0,45)	(0,55)	(0,45)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	(0,10)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques