

L'apaisement des pressions inflationnistes va-t-il amorcer une nouvelle vague d'assouplissement monétaire?

FAITS SAILLANTS

- La Réserve fédérale garde le cap : le *statu quo* est toujours de mise.
- Un mélange de faible croissance et d'inflation place la Banque du Canada dans une position inconfortable.
- Pas de découplage en zone euro : la Banque centrale européenne sera-t-elle obligée de tenir compte du ralentissement économique?
- Banque d'Angleterre : à quand la prochaine baisse du taux directeur?
- L'économie nipponne continue à se détériorer : pas de hausse avant la mi-2009.

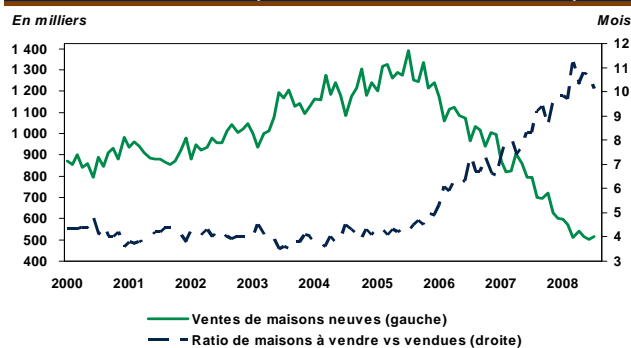
TABLE DES MATIÈRES

Sommaire	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale	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

Les rumeurs de nationalisation des deux principaux prêteurs hypothécaires aux États-Unis abondent, mais le climat économique et financier n'a encore rien de réjouissant. Dans un contexte de ralentissement économique mondial, la volatilité bat son plein au sein des principales Bourses de la planète, et la correction immobilière continue à se traduire par des pertes bancaires. La revente sur le marché des maisons existantes semble se stabiliser, mais le stock de maisons invendues reste très élevé et signale que les prix devront baisser davantage (graphique 1). Cela, d'autant plus que la détérioration du marché de l'emploi, le resserrement des conditions de crédit des banques et les taux d'intérêt élevés impliquent que même les ménages ayant un bon dossier sont maintenant plus à risque de faire défaut sur leurs paiements. La confiance des consommateurs est minée et, quoique le repli des cours pétroliers amène un soupir de soulagement, les dommages d'un baril de pétrole encore à plus de 100 \$ US se poursuivent.

Graphique 1 – Les ventes de maisons neuves se stabilisent, mais les stocks élevés pointent vers d'autres baisses de prix



Sources : Census Bureau et Desjardins, Études économiques

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

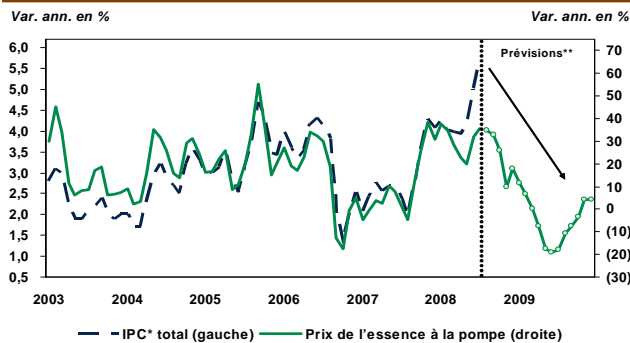
Hendrix Vachon
Économiste

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

LA RÉSERVE FÉDÉRALE GARDE LE CAP

Affligées par l'évidence de stagflation, c'est-à-dire la conjugaison d'une montée inflationniste et d'un ralentissement économique, les autorités monétaires font face à une situation extrêmement complexe. Aux États-Unis, l'inflation annuelle totale, qui s'est accélérée à 5,6 % en juillet, est préoccupante. Toutefois, les effets ponctuels liés à la hausse annuelle des prix énergétiques appellent à l'extrême prudence et ne devraient pas se traduire par des hausses imminentes des taux d'intérêt. La correction des prix du pétrole ne se fera sentir pleinement qu'au cours de l'automne (graphique 2), mais elle signale déjà que l'inflation a vraisemblablement plafonné.

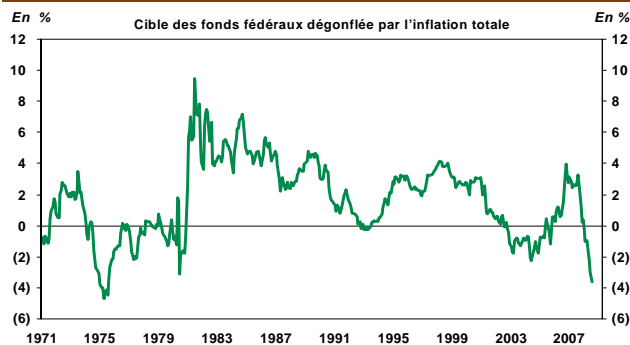
Graphique 2 – Les effets des prix de l'énergie sur l'inflation américaine pourraient bientôt commencer à s'estomper



* Indice des prix à la consommation; ** Prévisions selon notre scénario des prix du pétrole.
Sources : Bureau of Labor Statistics, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

Cela dit, la Réserve fédérale (Fed) ne devrait pas assouplir sa politique monétaire pour autant. Les taux d'intérêt réels sont déjà à un creux historique, et les abaisser davantage pourrait être le prélude à un sérieux problème d'inflation plus tard en 2009 (graphique 3).

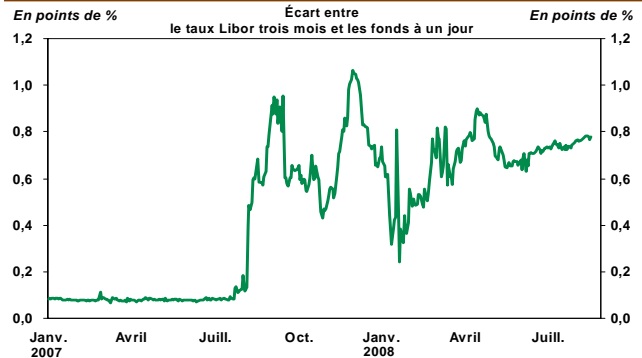
Graphique 3 – Les taux d'intérêt réels sont près des creux historiques



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, en dépit des baisses de taux décrétées depuis septembre 2007 (un total de 325 points de base), les conditions de crédit demeurent très serrées (graphique 4). Des baisses

Graphique 4 – Les tensions sur le marché monétaire restent vives

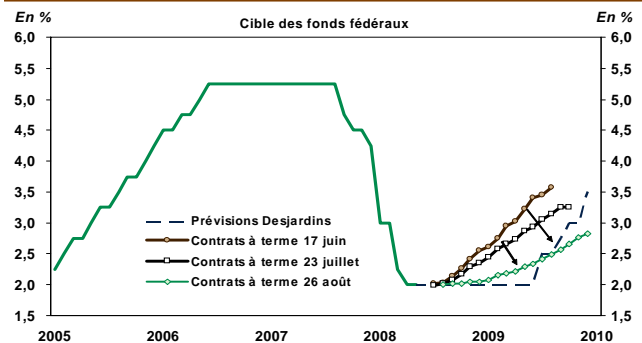


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

additionnelles ne seraient qu'un baume superficiel sur un problème plus profond, soit l'assainissement nécessaire des bilans des banques.

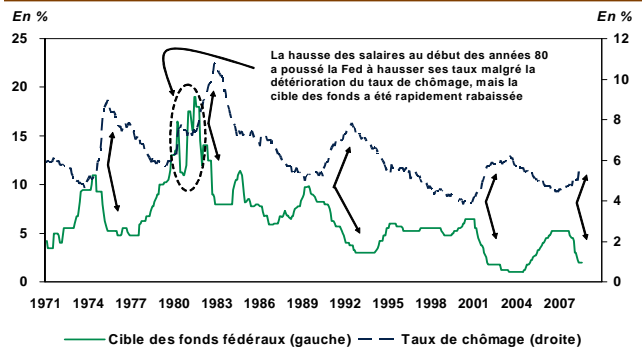
Par conséquent, nous continuons à penser que la Fed maintiendra la cible des fonds fédéraux à 2,0 % jusqu'au milieu de 2009 (graphique 5). Après les craintes inflationnistes liées à la poussée des prix du pétrole au printemps, les marchés

Graphique 5 – Le marché a encore révisé les anticipations de hausses de taux d'intérêt à la baisse



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Les périodes de resserrement monétaire de la Fed jumelées à une détérioration du marché de l'emploi sont rares



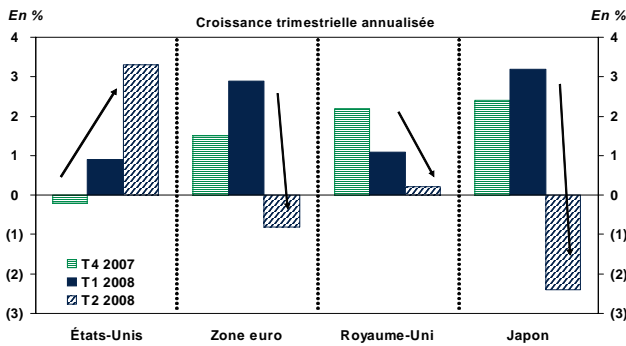
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

ont revu leurs anticipations de hausses de taux à la baisse. Cependant, le contexte économique, caractérisé par une détérioration du marché de l'emploi, n'est pas encore propice à un resserrement monétaire (graphique 6).

ZONE EURO : DÉCOUPLAGE? NON, RETARD DE SIX MOIS

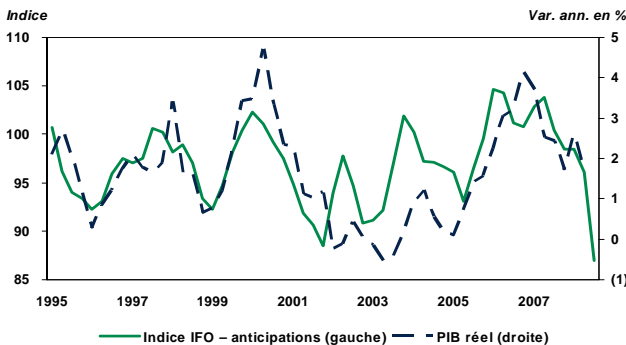
Il est maintenant convenu que les effets de la crise du crédit hypothécaire à risque et le ralentissement de l'économie américaine se sont propagés à l'ensemble des pays industrialisés (graphique 7). Ainsi, la théorie du découplage mondial trouve moins de preneurs. En zone euro, les signes de ralentissement économique sont de plus en plus manifestes. Après le repli du PIB réel au deuxième trimestre, la chute de l'indice IFO allemand en juillet et en août laisse poindre la possibilité d'une récession allemande (graphique 8).

Graphique 7 – Risques de récession aux États-Unis?



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – La chute de l'indice IFO en juillet et en août signale un net ralentissement économique en Allemagne



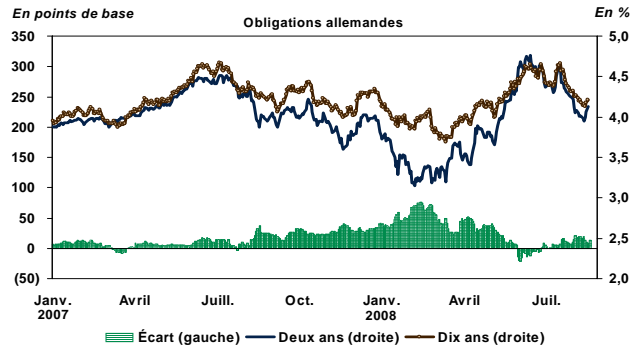
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le dogmatisme légendaire de la Banque centrale européenne (BCE) face à son mandat de stabilité des prix sera mis à rude épreuve d'ici la fin de l'année. Déjà, nous avons peine à expliquer la nécessité qu'ont eue ses dirigeants d'augmenter en pleine tourmente le taux directeur de 25 points de base, à 4,25 % en juillet, afin de contrer l'effet de la hausse des prix

de l'énergie sur l'inflation, alors qu'ils n'ont aucun contrôle sur les prix mondiaux du pétrole.

Après la forte remontée observée en première moitié de l'année, les marchés ont récemment réagi en poussant les taux Shatz de deux ans à la baisse de près de 75 points de base. Toutefois, il semble encore trop tôt pour espérer une accentuation de la courbe de rendement (graphique 9). Avec le repli des prix de l'énergie, la hausse de la BCE décrétée en juillet sera vraisemblablement la dernière, mais le cap demeure orienté sur l'inflation élevée. Ainsi, en dépit des difficultés économiques, il est peu probable que la BCE ouvre la porte à des baisses de taux avant la fin de l'automne.

Graphique 9 – Il est encore trop tôt pour espérer une accentuation marquée de la courbe de rendement eurolandaise

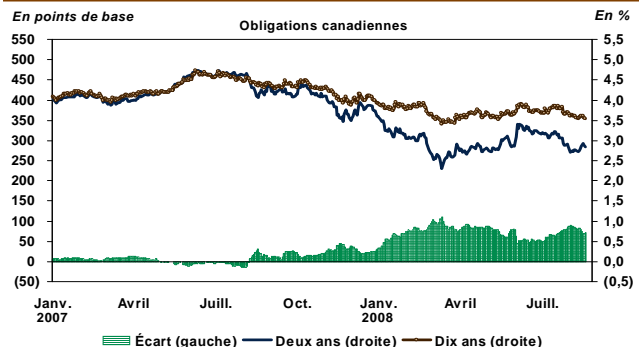


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

CANADA : L'AVENUE LA PLUS PROBABLE DEMEURE LE STATU QUO

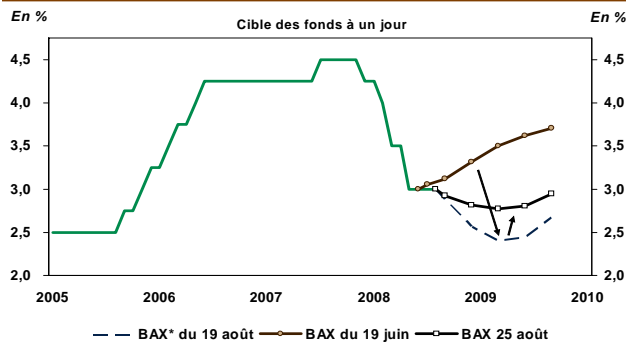
Au pays, le marché des titres à revenu fixe a été des plus volatils. À l'instar des autres pays industrialisés, les taux obligataires de deux ans ont remonté au début de l'été en raison des craintes inflationnistes liées à la poussée des prix de l'énergie. La Banque du Canada (BdC) avait alors accentué le mouvement de hausse en n'abaissant pas son taux directeur en juin. Toutefois, les anticipations de taux d'intérêt ont rapidement été révisées à la baisse (graphique 10).

Graphique 10 – Avec les taux de deux ans sous les fonds à un jour, le marché obligataire canadien présente peu de valeur



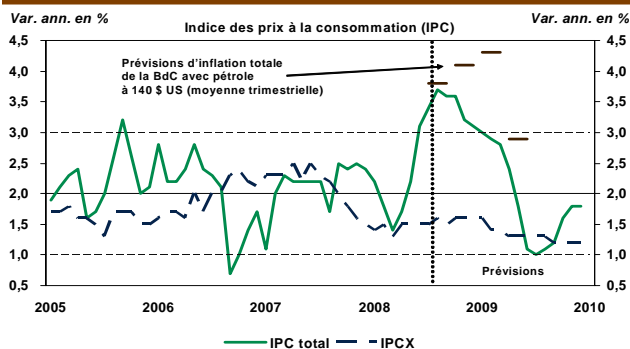
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – La volatilité est excessive sur le marché monétaire canadien



* Contrats à terme sur les acceptations bancaires canadiennes (ajustés pour le terme et le risque).
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – L'inflation va se maintenir au-dessus de la cible supérieure de la BdC jusqu'en 2009



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Caractérisés par une économie mondiale vacillante, une demande moins forte pour les matières premières, le repli des prix du pétrole et une nette détérioration de l'emploi au pays, les taux du marché signalent présentement la possibilité d'une à deux diminutions d'ici le début de 2009 (graphique 11).

À notre avis, toutefois, bien que les risques soient orientés à la baisse, l'avenue la plus probable demeure le prolongement de l'actuel *statu quo*. Certes, les dernières prévisions de la BdC (juillet 2008) étaient trop optimistes envers la croissance et trop pessimistes envers l'inflation, mais les risques, qui restent présents tant à la hausse qu'à la baisse, militent pour une période de stabilité monétaire. D'un côté, même si les mois pluvieux de l'été n'ont pas stimulé l'activité économique, l'économie canadienne devrait être en mesure d'éviter un ralentissement marqué. D'un autre côté, la BdC peut se réjouir de l'incidence de la correction des prix du pétrole sur l'indice total des prix à la consommation, mais l'inflation devrait demeurer au-dessus de la cible supérieure de la Banque jusqu'au début de 2009 (graphique 12).

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre

Économiste principal

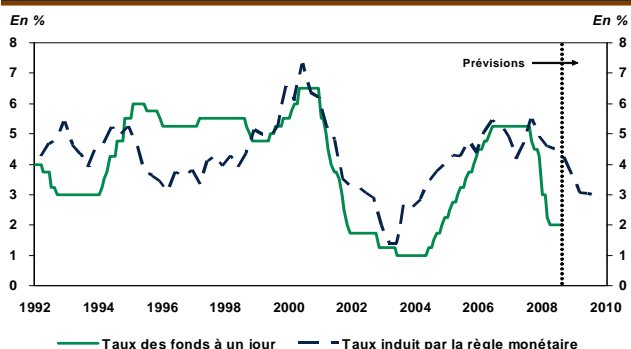
RÉSERVE FÉDÉRALE

Le *statu quo* est toujours de mise

- La Réserve fédérale (Fed) a de nouveau gardé ses taux directeurs inchangés lors de sa réunion de politique monétaire du mois d'août. À l'image des réunions précédentes, les membres du comité se montraient inquiets de la vigueur de l'inflation. D'ailleurs, un membre a de nouveau invoqué cette raison pour voter en faveur d'une hausse de taux d'intérêt. Toutefois, l'incertitude économique a convaincu les autres dirigeants de la Fed d'opter pour le *statu quo*.
- Malgré la bonne tenue de la croissance économique au second trimestre (le PIB a augmenté de 3,3 % à rythme annuel), plusieurs facteurs demeurent inquiétants. Premièrement, l'après rabais d'impôts pourrait montrer une progression passablement plus faible de la consommation des ménages. Deuxièmement, l'apport extraordinaire du secteur extérieur à la croissance du PIB au printemps pourrait être bien moins fort au cours des prochains trimestres. Troisièmement, les conditions de crédit sont encore extrêmement serrées selon la plus récente enquête de la Fed. Finalement, les signes de stabilisation du marché de l'habitation sont encore trop timides pour conclure à la fin de la correction.
- Le marché du crédit continue d'éprouver de nombreuses difficultés. Les écarts entre plusieurs taux d'emprunt et les taux des titres gouvernementaux demeurent très élevés. Les pertes des institutions financières sont encore considérables.
- L'indice des prix à la consommation (IPC) a de nouveau augmenté considérablement en juillet. La hausse mensuelle de 0,8 % a amené la variation annuelle à 5,6 %. C'est le taux d'inflation le plus élevé depuis janvier 1991. Même l'inflation de base s'est accélérée en juillet, passant à 2,5 % et rejoignant les résultats, alors inquiétants, du début de 2007.
- Depuis la mi-juillet, le prix de l'essence a diminué de près de 10 %. Cette situation a favorisé une remontée des indices de confiance des consommateurs et une diminution des anticipations inflationnistes. La baisse des prix de l'énergie devrait bientôt permettre une certaine modération de l'inflation totale.
- Les marchés sont de plus en plus confiants que les autorités monétaires américaines n'augmenteront pas la cible des fonds fédéraux au cours de leurs prochaines réunions. Malgré la baisse des prix du pétrole, les dirigeants de la Fed sont encore coincés entre une situation économique instable et une inflation qui demeure à un niveau inconfortable. Le compte rendu de la dernière réunion mentionne que les membres du comité de politique monétaire sont d'avis que le prochain mouvement de taux se fera à la hausse.

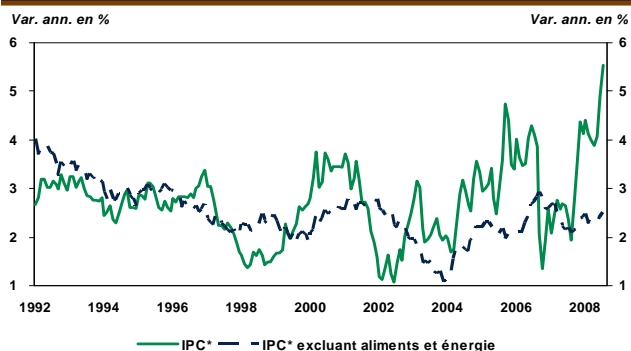
Prévisions : Les taux directeurs américains ne devraient pas être modifiés en 2008. La Fed conservera un biais un peu plus marqué envers la lutte à l'inflation, mais les difficultés du marché du crédit et la baisse des prix du pétrole l'inciteront à ne pas bouger. Il faudra attendre la mi-2009 pour voir la Fed commencer un resserrement de sa politique monétaire.

États-Unis – Règle monétaire



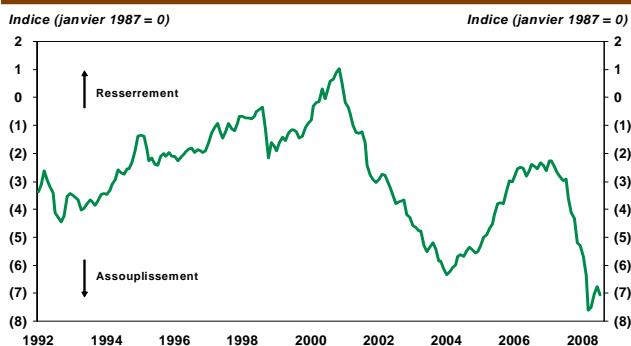
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Taux d'inflation



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

États-Unis – Indice des conditions monétaires



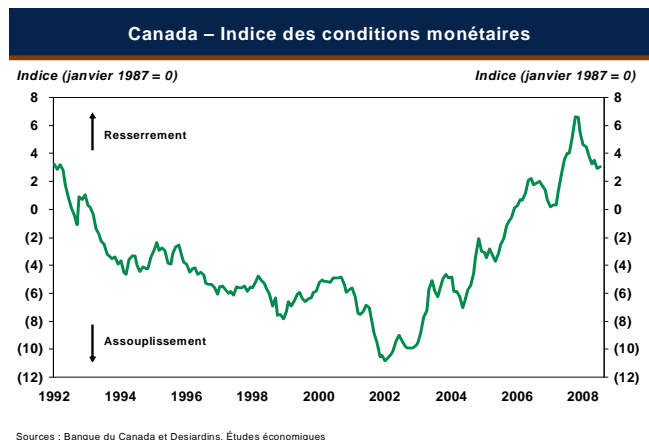
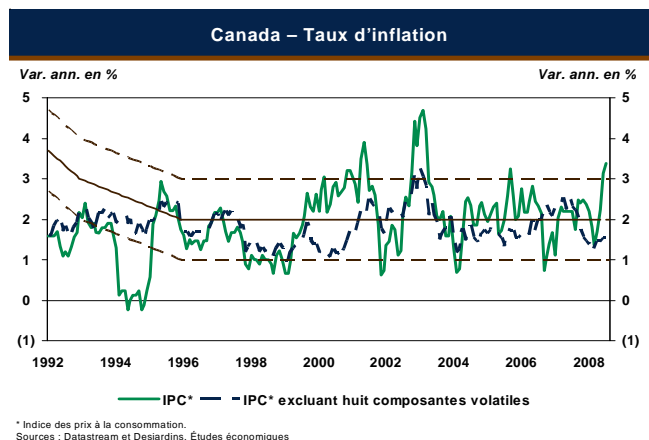
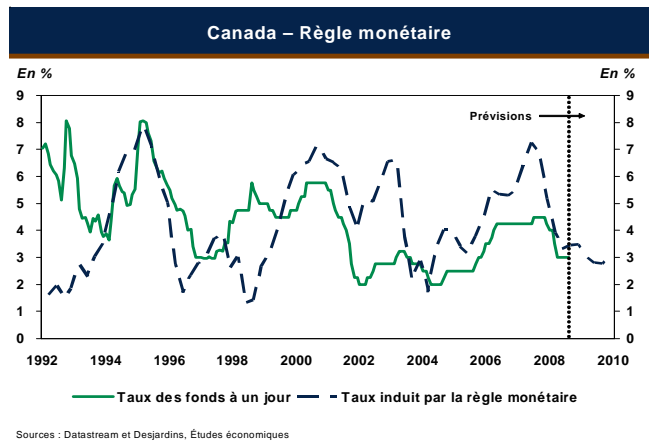
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

Un mélange de faible croissance et d'inflation place la Banque dans une position inconfortable

- Les événements récents ont donné raison à la Banque du Canada (BdC) de maintenir son taux directeur à 3,0 % en juillet. Après les craintes inflationnistes liées à la poussée des prix de l'énergie en première moitié de 2008, la correction des prix du pétrole et la détérioration des perspectives de croissance ont montré qu'une hausse aurait été inappropriée. Les risques sont maintenant orientés plus à la baisse, mais la BdC devrait demeurer prudente dans la gestion de sa politique monétaire au cours des prochains mois.
- L'inflation de base reste contenue et devrait se maintenir sous la cible médiane (2 %) de la BdC en raison des difficultés de l'économie canadienne et de l'émergence d'un écart négatif entre la production et le plein potentiel. Toutefois, les effets de la correction des prix du pétrole sur l'ensemble des prix à la consommation ne se feront pleinement sentir qu'à partir de l'automne. Par conséquent, l'inflation totale devrait demeurer au-dessus de la cible supérieure (3 %) de la Banque jusqu'au début de 2009.
- Du côté de la croissance, les événements récents sont conformes à nos propres prévisions. La BdC est maintenant d'avis que la progression attendue du PIB réel au deuxième trimestre sera un peu plus faible que ce qu'elle avait prévu en juillet, mais le ralentissement ne sera pas assez sévère pour justifier un changement de cap et une reprise de l'assouplissement monétaire. Nous maintenons notre scénario de croissance à seulement 1,0 % pour 2008. Une accélération de l'activité économique devrait ramener la progression de l'économie canadienne à près de 2,0 % l'an prochain.
- Le marché du travail s'est détérioré davantage en juillet avec la perte de 55 000 emplois. Par ailleurs, l'investissement résidentiel commence à battre de l'aile, le nombre de mises en chantier ayant diminué de 13,6 %, à 186 500 unités en juillet. Toutefois, les statistiques de juillet ont sans doute été fortement influencées par la mauvaise température observée au centre-est du pays. Par conséquent, il est préférable d'attendre la parution des statistiques du mois d'août avant de conclure à une nette détérioration des perspectives entourant la demande intérieure canadienne.

Prévisions : À court terme, les risques semblent orientés à la baisse. Toutefois, le niveau élevé de l'inflation incitera la BdC à la prudence d'ici la fin de l'année. L'économie montre des signes de faiblesse, mais les risques de récession marquée sont toujours écartés. Par conséquent, l'avenue la plus probable demeure une longue période de *statu quo*. Cela dit, le prolongement des difficultés économiques pourrait amener la BdC à assouplir sa politique monétaire d'ici le début de 2009.



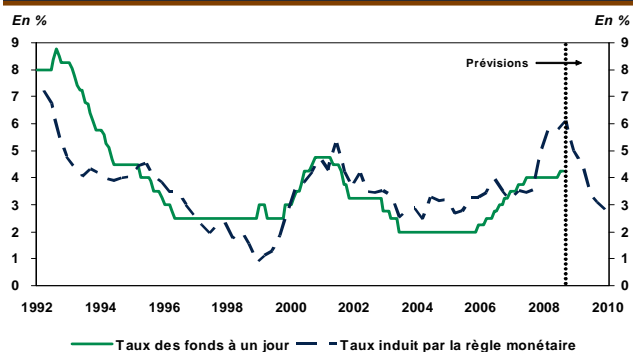
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE est forcée de tenir compte du ralentissement économique

- Après avoir augmenté son taux directeur de 25 points de base, à 4,25 %, au début du mois de juillet, la Banque centrale européenne (BCE) l'a maintenu inchangé en août. Elle déclare aussi ne pas avoir de biais pour les prochaines réunions. Les dirigeants de la BCE ont toutefois légèrement assoupli leur discours récemment étant donné le ralentissement plus prononcé que prévu de l'économie eurolandaise. Même si les autorités eurolandaises affirment que les risques à la stabilité des prix demeurent haussiers, tout indique que le taux directeur a atteint son sommet cyclique.
- Les perspectives économiques se sont considérablement dégradées en Europe au cours des derniers mois, à un point où la BCE ne peut plus l'ignorer. Après un premier trimestre de 2008 relativement fort, le PIB réel de la zone euro a reculé de 0,2 % (non annualisé) d'avril à juin, et les difficultés semblent vouloir se poursuivre. Les indices PMI (Purchasing Managers' Index) des mois de juillet et d'août sont significativement en dessous de la barre de 50, ce qui signale un recul de l'activité dans les services et dans le secteur manufacturier. De plus, les niveaux de la production industrielle, des ventes au détail et des nouvelles commandes sont tous inférieurs à ceux de la même période l'an dernier, et les indices de confiance sont très faibles. Ces mauvaises nouvelles n'étaient que partiellement anticipées par la BCE, et le président Trichet déclarait récemment : « *we knew that there were (downside economic) risks, and those risks are materialising* ».
- Malgré le ralentissement économique, la croissance rapide des prix à la consommation continue d'être la grande préoccupation de la BCE. Le taux d'inflation est demeuré à 4 % en juillet et risque de se maintenir bien au-dessus de la cible supérieure de 2 % de la Banque pour plusieurs mois. Pour le moment, les pressions inflationnistes découlent essentiellement de la poussée des prix mondiaux des matières premières. La modération récente des prix des produits de base a donc sûrement été accueillie avec soulagement par la BCE. Cependant, contrairement à ce qui est observé dans la plupart des autres grandes économies, la croissance des salaires s'est accélérée en zone euro au cours des derniers mois. Cela s'explique en partie par le fait que certains salaires sont automatiquement indexés. Il s'agit d'un développement inquiétant qui pourrait indiquer que la hausse des prix de l'énergie et des aliments commence à entraîner des effets de second tour.

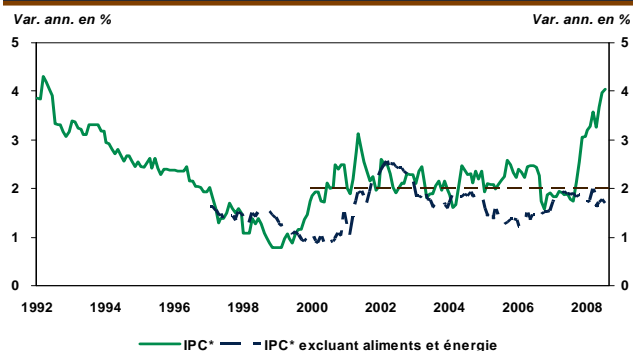
Prévisions : La combinaison d'un risque réel de récession et d'une inflation très élevée semble condamner la BCE à l'inaction pour plusieurs mois. Toutefois, la modération des prix des matières premières et le ralentissement économique devraient progressivement réduire les pressions inflationnistes et permettre à la BCE d'assouplir sa politique monétaire l'an prochain. Cette dernière attendra cependant d'être certaine que les effets de second tour seront limités avant d'envisager une baisse de son taux directeur.

Zone euro – Règle monétaire



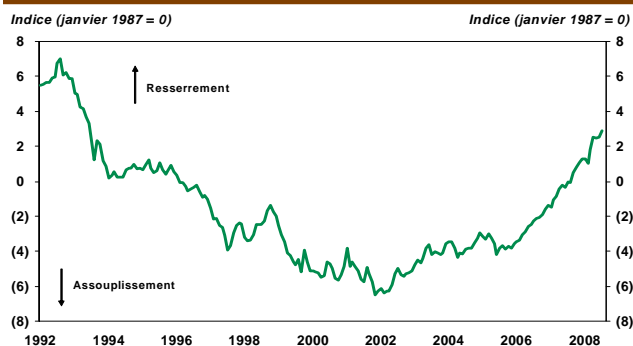
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Zone euro – Taux d'inflation



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

Zone euro – Indice des conditions monétaires



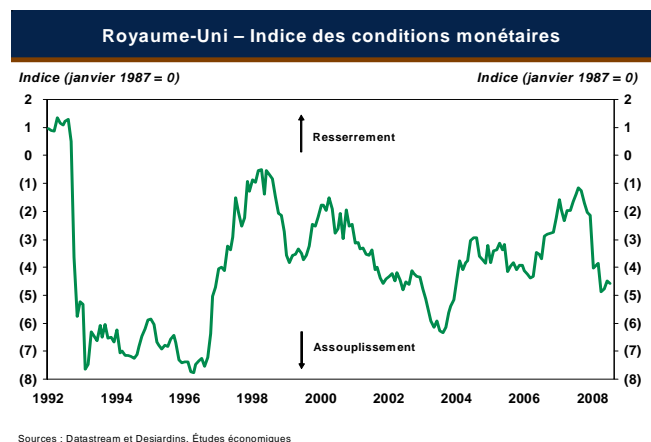
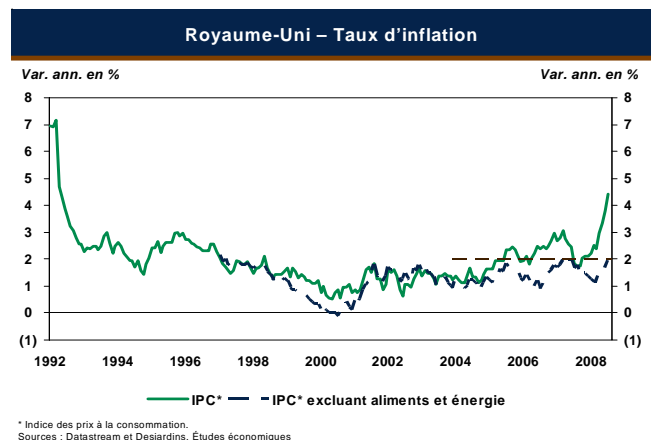
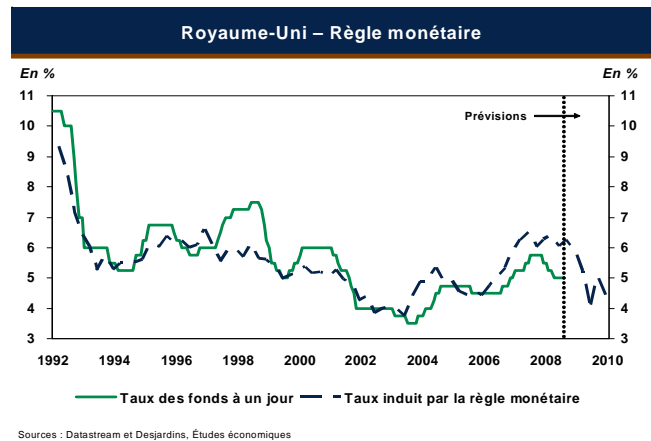
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE D'ANGLETERRE

À quand la prochaine baisse du taux directeur?

- Sans surprise, la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu son taux directeur à 5,00 % en août. La dernière modification à la politique monétaire britannique a été un assouplissement de 25 points de base en avril. La situation actuelle est difficile pour la BoE qui doit composer avec des risques qui ne cessent d'augmenter tant du côté de l'inflation que de celui de l'économie. Le compte rendu de la réunion d'août révèle une certaine dissension au sein du comité qui détermine la politique monétaire. Un membre a ainsi voté en faveur d'une baisse de taux pour éviter un ralentissement économique excessif alors qu'un autre favorisait plutôt une hausse pour s'assurer de maintenir les anticipations inflationnistes près de la cible de 2 %.
- La situation inflationniste au Royaume-Uni a continué à se dégrader au cours des derniers mois. La poussée des prix de l'énergie a fait bondir l'inflation annuelle britannique à 4,4 % en juillet, et les hausses annoncées des tarifs de gaz et d'électricité risquent d'amener l'inflation à un sommet d'environ 5 % au cours des prochains mois. La BoE réalise toutefois que, tant que la hausse des prix des matières premières n'entraîne pas une accélération des prix des autres biens, elle ne menace pas la stabilité des prix à moyen terme. À ce sujet, les nouvelles sont plutôt encourageantes, puisque rien n'indique une accélération de la croissance des salaires. Cela, combiné à la baisse marquée du taux d'utilisation des capacités de production et au recul récent des prix des matières premières, devrait permettre à l'inflation de retourner près de la cible de 2 % d'ici la fin de 2009.
- La situation de l'économie britannique semble encore plus inquiétante. Le PIB réel a stagné au deuxième trimestre, et les reculs de la consommation et de l'investissement risquent de se poursuivre en deuxième moitié de 2008. Si la faible croissance des salaires réduit les risques d'une spirale inflationniste, elle a le désavantage d'appauvrir les ménages qui doivent absorber une hausse marquée des coûts de l'énergie et des aliments. La confiance des consommateurs est également durement touchée par la correction immobilière et boursière. Les perspectives pour l'investissement sont aussi inquiétantes alors que rien n'annonce la fin du recul dans le secteur de la construction et que les derniers sondages indiquent que les entreprises ont réduit leurs plans d'investissement. Le resserrement des conditions de crédit continuera aussi à freiner la demande intérieure britannique.

Prévisions : Dans le contexte actuel de stagflation, la BoE n'aura d'autre choix que de maintenir son taux directeur inchangé au cours des prochains mois. À moins d'un rebond inattendu des prix de l'énergie, les risques de récession devraient toutefois prendre clairement le dessus au cours des prochains mois, ce qui permettrait à la BoE de recommencer à assouplir sa politique monétaire vers la fin de l'année.



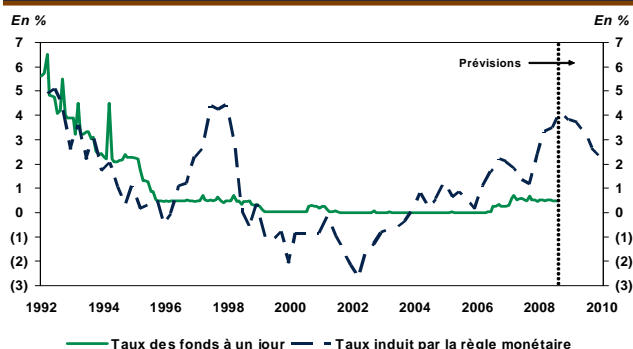
BANQUE DU JAPON

L'économie nipponne continue à se détériorer

- Le 18 août dernier, la Banque du Japon (BoJ) a décidé une fois de plus de maintenir son taux directeur à 0,5 %. Le *statu quo* qui dure maintenant depuis plus d'un an et demi devrait se poursuivre au cours des prochains mois. L'inflation est en hausse, mais ce sont les perspectives économiques décevantes qui retiennent surtout l'attention des autorités monétaires. Les prix élevés des matières premières et de l'énergie ainsi que le ralentissement économique qui se dessine dans certains pays industrialisés sont particulièrement préoccupants.
- Les résultats des comptes nationaux du deuxième trimestre ont révélé une baisse annualisée de 2,4 % du PIB réel par rapport au premier trimestre de 2008. La consommation et l'investissement ont tous deux reculé, et l'apport à la croissance du secteur extérieur a été le plus faible enregistré en deux ans. Il semble qu'une récession sera difficile à éviter. D'autres indicateurs témoignent d'ailleurs de la morosité économique actuelle et à venir. L'indice Tankan, associé à l'investissement en capital et en machinerie, a poursuivi son repli, de même que la confiance des petites entreprises et des consommateurs. Les profits des entreprises manufacturières subissent une cure minceur en raison de la hausse des prix des matières premières et de la baisse de la demande extérieure. Le marché de l'emploi montre aussi des signes de fatigue avec une croissance plus faible des salaires et un taux de chômage ascendant depuis le mois de mars.
- L'inflation a rebondi au Japon en 2008, mais il n'y a pas lieu de s'en inquiéter lorsqu'on y regarde de plus près. Le taux d'inflation annuel a atteint la barre des 2 % en juin, soit une première en dix ans. Toutefois, si l'on exclut les aliments frais et l'énergie, la variation annuelle des prix se dégonfle à seulement 0,1 %. En juillet, les statistiques devraient montrer une autre hausse du taux d'inflation totale, mais une inflation faible et stable à 0,1 % si l'on exclut les aliments frais et l'énergie. La BoJ maintiendra ainsi son biais en faveur du ralentissement économique et ne voudra pas précipiter une hausse de taux d'intérêt. Un scénario de baisse de taux est écarté étant donné le niveau déjà faible du taux directeur au Japon.
- Malgré le *statu quo*, les conditions monétaires au Japon sont en baisse en raison de la faiblesse du yen. La dépréciation de la devise nipponne concorde avec la dégradation des variables fondamentales de l'économie.

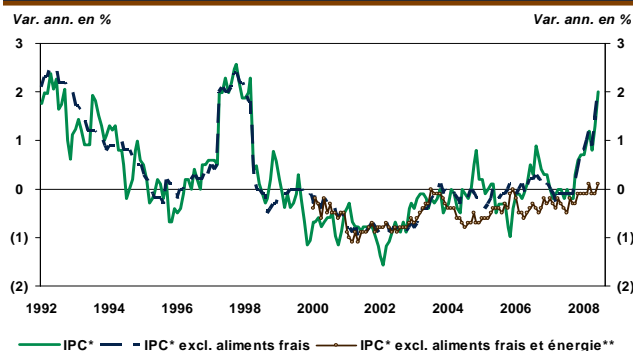
Prévisions : Le ralentissement économique se concrétise au Japon, et la BoJ devra reporter de quelques mois encore sa prochaine hausse de taux, le temps que l'économie montre des signes de reprise. L'inflation totale est élevée, mais elle ne devrait pas trop inquiéter les autorités monétaires.

Japon – Règle monétaire



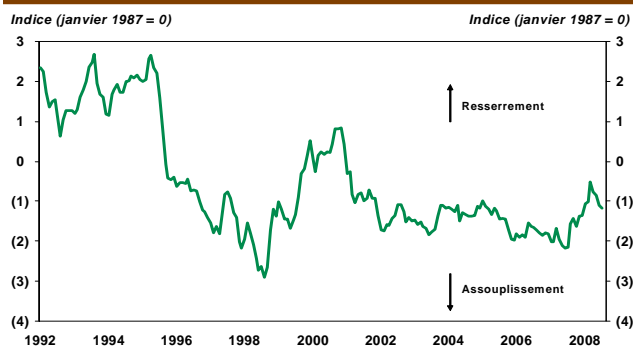
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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	T2	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	3,00	3,00	3,00	3,00	3,25	3,50	4,00
Zone euro												
Taux de refinancement	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75
Royaume-Uni												
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
Japon												
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
Juin 2008			
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
Juillet 2008			
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
Août 2008			
5	Banque de réserve d'Australie	s.q.	7,25
5	Réserve fédérale	s.q.	2,00
7	Banque d'Angleterre	s.q.	5,00
7	Banque centrale européenne	s.q.	4,25
13	Banque de Norvège	s.q.	5,75
15	Banque du Mexique	+25 p.b.	8,25
18	Banque du Japon	s.q.	0,50

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Septembre 2008	
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
Octobre 2008	
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
Novembre 2008	
3	Banque de réserve d'Australie
6	Banque d'Angleterre
6	Banque centrale européenne
20	Banque du Japon
28	Banque du Mexique

Source : Desjardins, Études économiques

ANALYSE TECHNIQUE

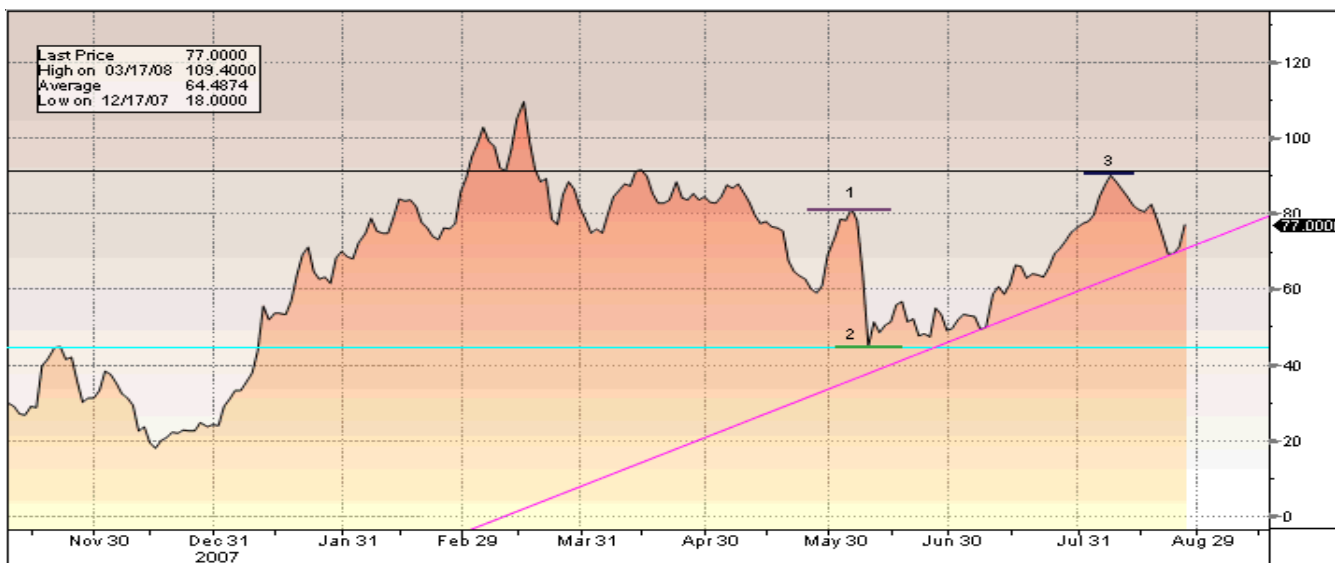
TAUX DIX ANS CANADA

Les taux des obligations de dix ans au Canada ont brisé, au début du mois, un corridor haussier qui avait été initié à la fin du mois de mars. Après un recul considérable, ils ont frappé un niveau de support, autour de 3,52 %. Le potentiel à la baisse est limité et se trouve autour de 3,38 % (niveau historiquement très bas). Cependant, nous pourrions facilement retourner tester le *double-top* de la mi-juin et de la mi-juillet, autour de 3,92 %.



COURBE DEUX ANS-DIX ANS CANADA

Au début du mois de juin, la courbe de taux deux ans-dix ans s'est aplatie de façon marquée (niveau 1 à 2), alors que la Banque du Canada décidait de ne pas baisser son taux directeur. Depuis, nous sommes retournés à des niveaux plus élevés, et la tendance haussière indique que nous nous dirigeons vers le dernier sommet (niveau 3), près de 92 points.



CONTRAT À TERME SUR OBLIGATION DE DIX ANS AMÉRICAINE

La tendance des TY est très bien définie par le corridor haussier qui a été initié à la fin du mois de juillet. Nous semblons toutefois avoir atteint un niveau de résistance autour de 116-28. Étant à mi-chemin dans le corridor, un bris de ce niveau accélérerait le mouvement, pouvant porter les TY près de 117-20.



ÉCART TAUX DE DIX ANS (CANADIEN-AMÉRICAIN)

Le marché canadien a supplanté le marché américain depuis le début de l'année 2008. Il semble cependant y avoir un niveau plancher autour de -38 points, que nous avons visité à deux reprises au mois de juin. Depuis, une fourchette semble s'être définie entre -20 et -40. Cette fourchette pourrait perdurer à moins qu'un bris ne survienne à la hausse, changeant ainsi la tendance et poussant l'écart autour de -5, sommet du 10 juillet 2008.



MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

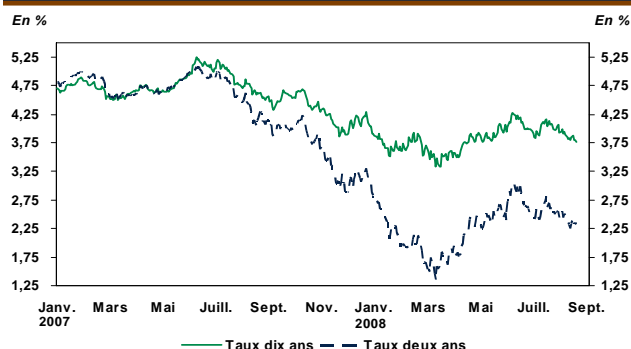
Les taux américains près d'un nouveau creux

OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

- Tel que prévu, les taux obligataires ont évolué à la baisse au cours des derniers mois. Après la forte remontée des taux observée au printemps, l'évidence d'un ralentissement prolongé aux États-Unis, la sous-capitalisation de Fannie Mae et de Freddy Mac (les deux principaux prêteurs hypothécaires américains) et le repli des cours pétroliers ont incité le marché à amoindrir ses anticipations de hausse de taux.
- Après avoir augmenté jusqu'à un haut cyclique de 3,11 % à la mi-juin, les taux de deux ans ont graduellement retraité vers les 2,30 %, soit une baisse d'environ 80 points de base. Avec le niveau élevé de l'inflation, la diminution a été moins marquée pour les échéances de dix ans. Les taux ont diminué d'un peu moins de 50 points de base au cours de la même période, passant de 4,27 % au sommet à un creux d'environ 3,78 % récemment.
- À notre avis, les craintes inflationnistes continueront d'exercer des pressions à la hausse sur les taux obligataires à court terme. Toutefois, avec bon nombre de mauvaises nouvelles encore à prévoir au cours des prochaines semaines, la situation économique et financière demeure dans l'ensemble déflationniste.

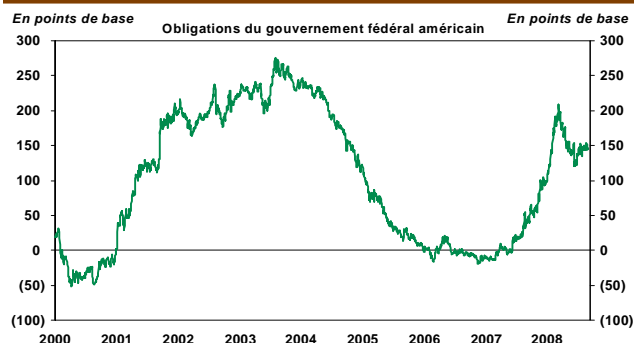
Prévisions : Avec la Réserve fédérale sur les lignes de côté, la possibilité d'une baisse abrupte des taux de deux ans semble illusoire. À 2,30 %, la partie courte de la courbe montre peu de potentiel. À notre avis, la situation économique et financière demeure déflationniste, et nous anticipons une correction de l'inflation au cours des prochains mois. Toutefois, le niveau de l'inflation totale est présentement très élevé, et certains dirigeants sont préoccupés par le risque que les faibles taux d'intérêt réels amorcent une période prolongée d'inflation plus tard en 2009. Avec la possibilité qu'une nationalisation de Fannie et de Freddy réduise l'aversion au risque, nous favorisons maintenant une position neutre.

États-Unis – Titres du Trésor



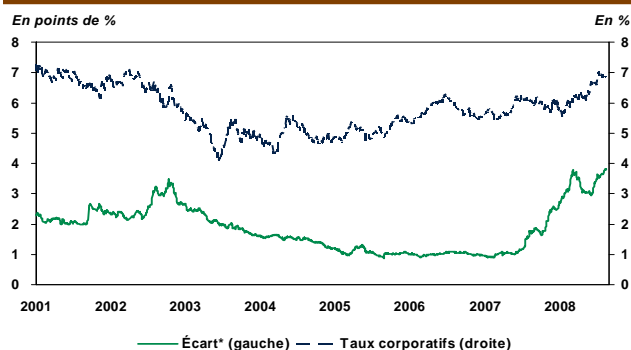
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les taux obligataires canadiens ont diminué au cours des dernières semaines alors que le ralentissement économique mondial et le maintien d'importantes tensions financières ont incité les investisseurs à se réfugier vers les titres gouvernementaux. L'ajustement des anticipations du marché face à la politique monétaire canadienne explique aussi le recul des taux, particulièrement dans la partie courte de la courbe. Alors qu'au début de l'été plusieurs misaient sur une remontée rapide des taux directeurs, certains analystes croient maintenant que la politique monétaire canadienne pourrait être assouplie.
- Le taux sur les obligations canadiennes d'une échéance de deux ans, qui avait atteint 3,40 % à la mi-juin, est maintenant redescendu aux environs de 2,80 %. Le taux de dix ans a lui aussi diminué au cours des dernières semaines, passant d'environ 3,80 % à la fin de juillet à un peu moins de 3,60 %. La chute des prix du pétrole et la détérioration des perspectives économiques mondiales ont modéré les craintes inflationnistes. La baisse des taux longs depuis la mi-juin a cependant été moins marquée que dans la partie courte et, comme nous l'espérons, la pente 2/10 qui avait fortement diminué à 45 points de base s'est accentuée pour revenir près de 75 points.
- L'écart entre les taux canadiens et américains de deux ans a fortement fluctué au cours des derniers mois, reflétant les changements rapides des anticipations face à la politique monétaire canadienne. L'écart qui atteignait 75 points de base au début du mois de juillet s'est graduellement rétréci jusqu'à un creux de 19 points à la suite des pertes nettes de 55 000 emplois en juillet au Canada, avant de remonter à près de 50 points au cours des derniers jours. Cet élargissement récent de l'écart paraît logique étant donné la différence de 100 points qui devrait se maintenir un certain temps entre les taux directeurs des deux côtés de la frontière. De son côté, l'écart négatif entre les taux de dix ans du Canada et des États-Unis a diminué quelque peu alors que le recul des taux longs canadiens a été moins rapide qu'aux États-Unis. Le rebond marqué du billet vert au cours des dernières semaines pourrait expliquer en partie la meilleure performance des obligations américaines alors que les actifs américains semblent regagner la faveur des investisseurs internationaux.

Prévisions : À notre avis, les taux obligataires canadiens sont présentement à des niveaux justifiés par le contexte économique et financier. Si le ralentissement économique canadien ne prend pas une tournure beaucoup plus dramatique, le potentiel de baisse supplémentaire des taux paraît faible. Cela est particulièrement vrai pour le taux de deux ans qui est déjà en dessous du taux des fonds à un jour. Les taux devraient plutôt demeurer plusieurs mois près des niveaux actuels. Nous recommandons donc une position neutre sur le marché obligataire canadien.

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



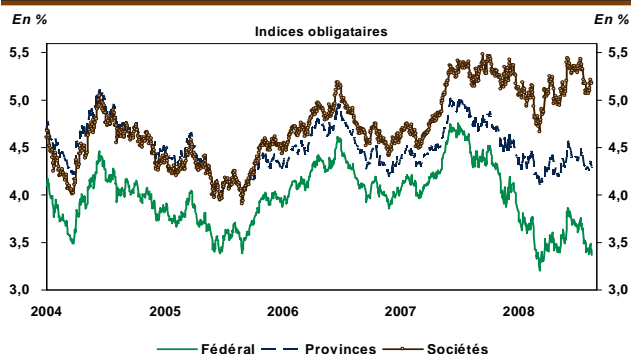
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES

- L'instabilité financière et les difficultés boursières ont favorisé les titres fédéraux par rapport aux autres obligations au cours des derniers mois. La prime exigée sur les obligations corporatives canadiennes a ainsi augmenté pour atteindre des niveaux qui n'avaient pas été vus depuis la dure récession du début des années 1980. L'écart entre les taux provinciaux et fédéraux, qui était passé de 90 points de base à la mi-mars à moins de 70 points en juin, est aussi reparti à la hausse au cours des dernières semaines pour remonter très près du sommet de mars. La différence de taux entre les titres des principales provinces émettrices est actuellement presque nulle.
- La situation économique demeure très inquiétante au centre-est du pays. L'économie québécoise a reculé de 0,8 % au premier trimestre, et le secteur extérieur ainsi que le marché de l'emploi signalent que les difficultés se poursuivent. La récession devrait toutefois être évitée de justesse. L'économie ontarienne connaît un début d'année encore plus difficile avec une contraction de 1,4 % au premier trimestre. Les difficultés des industries manufacturières, particulièrement du secteur automobile, pèsent lourdement sur l'économie ontarienne, et les chiffres du deuxième trimestre devraient confirmer une récession dans cette province. Les provinces de l'Ouest n'échappent pas au ralentissement, alors que la croissance de l'investissement non résidentiel semble s'essouffler, mais la situation demeure moins critique que dans l'est.

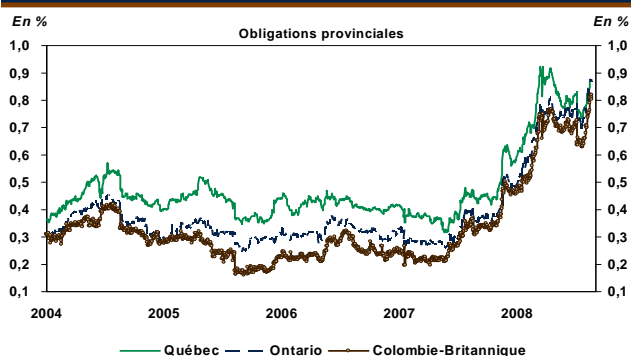
Prévisions : La persistance de la crise financière risque de maintenir les écarts élevés entre les titres provinciaux et fédéraux pour plusieurs mois. La prime importante sur les titres provinciaux les rend très intéressants pour tout investisseur désireux faire un placement de long terme. D'un point de vue relatif, les obligations québécoises paraissent moins attrayantes, puisque peu de raisons justifient une disparition durable de la prime historiquement payée sur les titres québécois.

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	
	2007-2008	2008p-2009p	2008p-2009p	2007p-2008p	S&P	Moody's
Gouvernement fédéral	10 200	2 305	0,2	34,9	AAA	Aaa
T.-N.-L.	1 377	544	1,9	35,0	A	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	(37)	(35)	(0,8)	37,6	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	(317)	(340)	(1,0)	34,4	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	18	19	0,1	28,9	AA-	Aa1
Québec	1 695	(278)	(0,1)	55,3	A+	Aa2
Ontario	600	750	0,1	26,4	AA	Aa1
Manitoba	329	97	0,2	30,4	AA	Aa1
Saskatchewan	693	260	0,5	26,5	AA	Aa1
Alberta	4 031	1 568	0,6	0,0	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	2 120	800	0,4	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	T2	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	1,90	1,90	2,00	2,05	2,15	2,90	3,60
Obligations fédérales												
2 ans	4,58	4,87	3,96	3,07	1,62	2,61	2,40	2,30	2,60	3,30	3,80	4,20
5 ans	4,54	4,93	4,23	3,46	2,47	3,33	3,20	3,20	3,50	3,80	4,10	4,60
10 ans	4,65	5,03	4,58	4,03	3,43	3,98	3,90	3,90	4,10	4,20	4,40	4,70
30 ans	4,85	5,13	4,83	4,45	4,30	4,53	4,60	4,65	4,60	4,70	4,80	4,90
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,50)	0,11	0,41	0,10	1,09	1,43	1,30	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	1,50	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	2,70	2,65	2,55	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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	4,25	4,25	4,50	4,25	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,25	3,50	4,00
Bons du Trésor												
3 mois	4,18	4,43	3,98	3,83	1,88	2,50	2,60	2,80	3,10	3,55	3,75	4,15
Obligations fédérales												
2 ans	3,98	4,58	4,08	3,74	2,63	3,25	3,00	3,05	3,30	3,70	4,00	4,35
5 ans	4,01	4,56	4,21	3,87	2,91	3,46	3,20	3,20	3,60	3,90	4,30	4,60
10 ans	4,11	4,55	4,34	3,99	3,43	3,74	3,70	3,75	4,05	4,15	4,40	4,70
30 ans	4,20	4,49	4,45	4,10	3,94	4,08	4,05	4,20	4,40	4,55	4,65	4,80
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,17)	0,13	0,23	0,04	1,03	0,96	0,60	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	0,70	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	1,45	1,40	1,30	1,00	0,90	0,65
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	(0,86)	(0,39)	0,16	0,47	0,50	0,60	0,70	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