

Si la Réserve fédérale abaisse les fonds fédéraux à près de zéro, quelle sera la suite?

FAITS SAILLANTS

- Le taux cible des fonds fédéraux s'approche rapidement de zéro : la Réserve fédérale est-elle en voie d'adopter une politique quantitative?
- La Banque du Canada détient la marge de manœuvre voulue pour poursuivre l'assouplissement monétaire au cours des prochains mois.
- Les banques centrales d'Europe ont du rattrapage à faire : les baisses de taux seront agressives d'ici la mi-2009.
- L'économie nipponne est en péril : la Banque du Japon passe aussi à l'action.

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	
États-Unis	14
Canada	15
Provinces	16
Tableaux	16-17

Sommaire

Après plusieurs mesures infructueuses afin de restaurer un climat de confiance, le Congrès américain a finalement adopté en octobre un vaste plan de sauvetage de 700 G\$ US. Visant d'abord à éponger les titres toxiques du bilan des institutions financières en déroute, le gouvernement s'est finalement résigné à utiliser directement 250 G\$ US du plan Paulson afin de recapitaliser les banques et de leur assurer une solvabilité. En parallèle, les fonds du marché monétaire ont été assurés, le Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) a fait passer les garanties sur les dépôts de 100 000 \$ US à 250 000 \$ US, puis a assuré toutes les nouvelles émissions de créances prioritaires non sécurisées. De son côté, la Réserve fédérale (Fed) poursuit agressivement l'assouplissement de sa politique monétaire, et les mesures non conventionnelles, telles que les achats directs de papier commercial, sont multipliées.

Les ramifications de la crise s'étant étendues outre-mer, les gouvernements européens ont dû se mobiliser. Les banques ont été recapitalisées (nationalisées dans certains cas), et des garanties sur un éventail de prêts bancaires ont été offertes quasi sans limites (graphique 1). La Banque centrale

Graphique 1 – Intervention des gouvernements

Pays	Injection de capital	Garanties de prêts	Garanties (en % du PIB)
Allemagne	70 G€	400 G€	17
Autriche	15 G€	85 G€	31
Belgique	5,7 G€	illimitées	
Danemark		illimitées	
Espagne		100 G€	10
États-Unis	250 G\$ US	illimitées	
France	40 G€	360 G€	17
Grèce	10 G€	15 G€	7
Hollande	37 G€	200 G€	35
Irlande		420 G€	220
Portugal		20 G€	12
Royaume-Uni	37 G£	250 G£	18
Suisse	6 GCHF	au besoin	

Source : 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

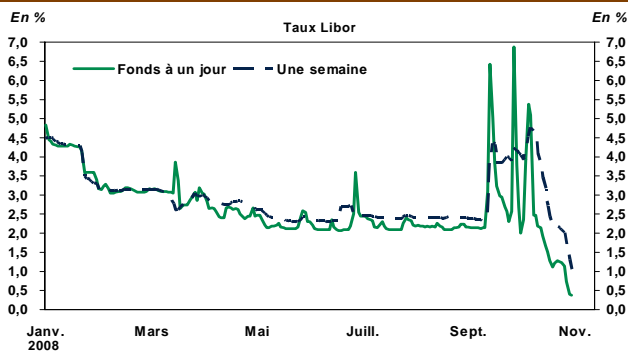
514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

européenne est même sortie de son état-dortoir afin de participer à une baisse concertée de 50 points de base des grandes banques centrales le 8 octobre dernier.

PREMIERS SIGNES D'AMÉLIORATION?

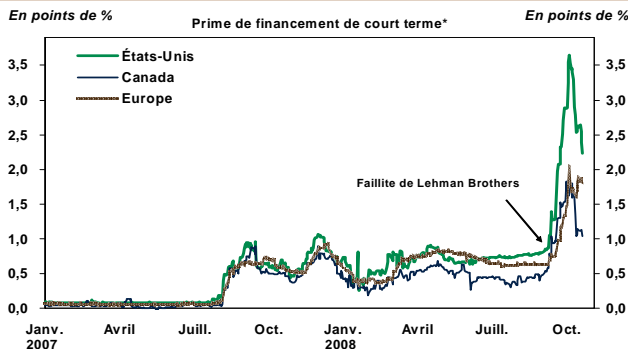
Les efforts sans précédent des autorités monétaires et gouvernementales des principaux pays industrialisés commencent à porter fruit. Après le bond drastique des coûts de financement causé par la méfiance généralisée qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, les écarts de taux sur le marché monétaire montrent leurs premiers signes de rétrécissement (graphiques 2 et 3).

Graphique 2 – La garantie des prêts a amélioré le fonctionnement du marché interbancaire au jour le jour...



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – ...mais les écarts sur le marché à terme restent supérieurs à ceux observés au début de la crise

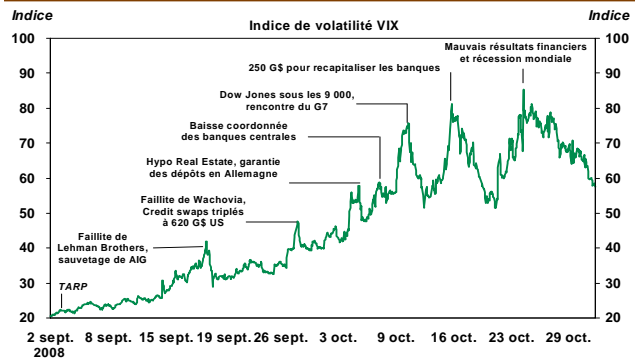


* Écart entre le taux Libor trois mois et le taux des swaps sur les fonds à un jour.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Toutefois, le contexte économique et financier demeurera très volatil au cours des prochains mois. Les effets de la crise financière ne se sont pas encore pleinement résorbés que déjà les marchés ont tourné leur attention vers les risques de récession mondiale (graphique 4).

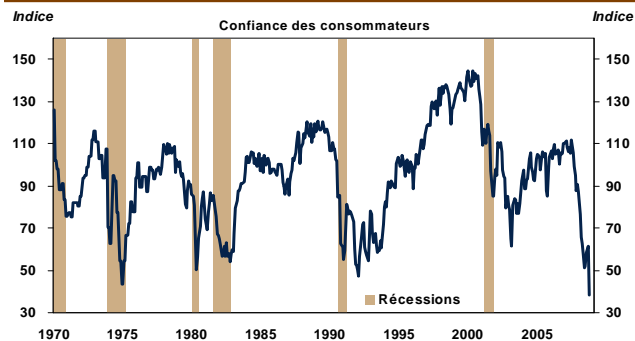
Les signes de ralentissement économique abondent : au-delà des débâcles boursière et immobilière, les conditions de crédit des banques ont été resserrées drastiquement, et la détérioration du marché de l'emploi semble en voie de

Graphique 4 – La volatilité a-t-elle atteint son apogée?



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – La confiance des consommateurs a atteint son plus faible niveau jamais enregistré



Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

s'accélérer. Ainsi, la confiance des consommateurs a chuté en octobre à son plus faible niveau depuis l'instauration de l'indice en 1967 (graphique 5).

PLUSIEURS RAISONS DE NE PAS S'INQUIÉTER DE L'AUGMENTATION DE LA DETTE

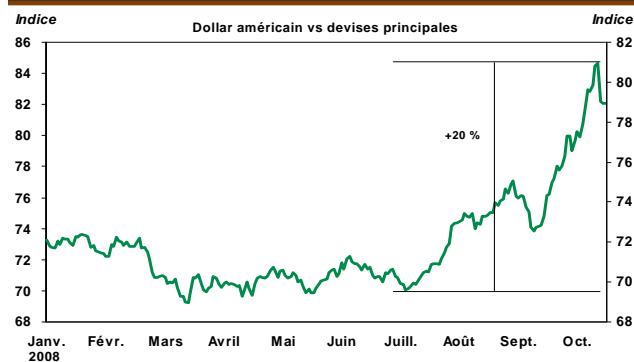
En raison du contexte économique et financier, nous sommes d'avis que la pression demeurera à la baisse sur les taux obligataires américains. Certains intervenants ont montré leur préoccupation face à l'augmentation de la dette du gouvernement et à l'effet de son financement sur les taux d'intérêt nominaux, mais nous n'entrevoyons pas de hausse de taux de long terme. À la base, il est vrai qu'un accroissement de l'offre d'obligations du gouvernement devrait se traduire par une diminution du prix demandé et, par conséquent, par une augmentation des taux d'intérêt, mais la situation actuelle sort nettement de l'ordinaire. En fait, nous voyons plusieurs raisons pour lesquelles les taux d'intérêt devraient plutôt diminuer¹.

¹ Nous y reviendrons plus en détail dans notre prochain *Point de vue économique* consacré à l'incidence des mesures d'intervention de l'État sur les taux d'intérêt réels, l'inflation et le dollar américain.

LES ÉTATS-UNIS : VALEUR REFUGE

D'abord, les tensions financières et la réappréciation du risque continuent de favoriser un envol vers les titres de qualité les plus liquides. Certaines possibilités s'offrent aux obligations américaines, mais, dans l'optique d'une récession mondiale, les États-Unis demeurent la valeur refuge par excellence. La poussée marquée du billet vert depuis quelques mois exprime bien ce sentiment (graphique 6).

Graphique 6 – L'accentuation des risques a profité au billet vert



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Du côté de la demande extérieure, l'excès d'épargne des pays asiatiques demeure élevé, et les gouvernements détenant une part importante de la dette américaine ont tout intérêt à continuer à soutenir les titres libellés en billets verts. Et même si l'appétit des étrangers pour les titres américains faiblissait, les difficultés économiques devraient forcer les ménages américains à un retour à l'épargne, facilitant un financement local de la dette.

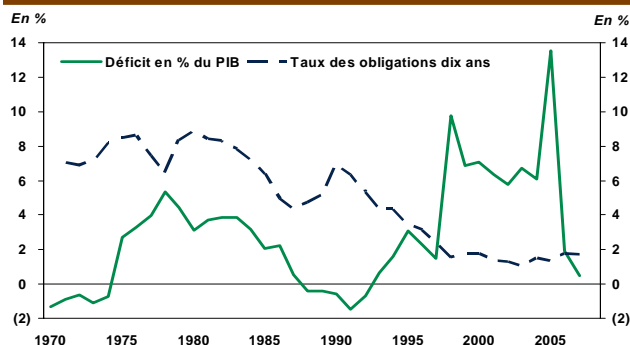
LE COÛT FISCAL DU PLAN PAULSON POURRAIT ÊTRE FAIBLE

Puis, il faut comprendre que le *Trouble Assets Repurchase Program* (TARP) du Trésor américain s'annonce sans coût fiscal. Comme le plan consiste à racheter les titres toxiques détenus par les institutions financières, le gouvernement aura la latitude de liquider ces actifs une fois que le marché immobilier (et par conséquent la valeur des titres adossés aux hypothèques) se sera stabilisé. Le Congressional Budget Office s'attend d'ailleurs à ce que le TARP ne soit pas comptabilisé comme une dépense budgétaire².

Dans le cas contraire, c'est-à-dire dans l'éventualité où le gouvernement revendrait les titres toxiques à perte, l'histoire du Japon montre qu'une augmentation de la dette peut être compatible avec une diminution des taux d'intérêt de long terme. De 1990 à 2004, les emprunts du gouvernement

japonais sont passés de -2 % à 8 % du PIB, alors qu'en parallèle les taux des échéances obligataires de dix ans ont diminué constamment, soit de 7 % à près de 1 % (graphique 7).

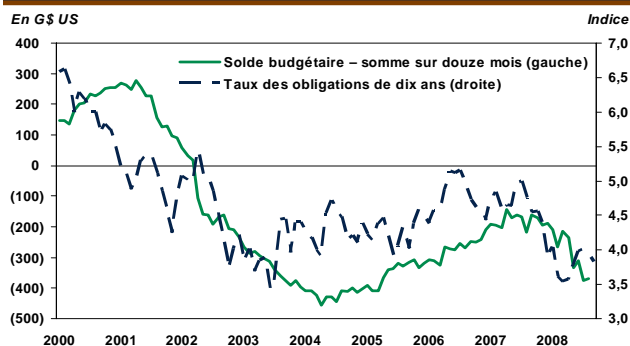
Graphique 7 – L'accentuation de la dette japonaise a eu peu d'incidences sur les taux d'intérêt



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le sort des États-Unis s'annonce similaire. D'abord, la guerre américaine en Irak, qui a coûté jusqu'à présent approximativement 800 G\$ US, a montré que le gouvernement a le potentiel de financer des déficits astronomiques (même s'ils sont peu productifs) à un faible coût (graphique 8).

Graphique 8 – Les taux obligataires américains sont plus représentatifs de l'état économique que de la santé budgétaire



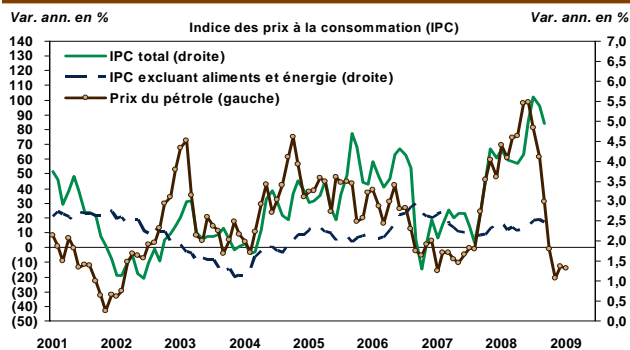
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LES RISQUES DE DÉFLATION SONT PRÉSENTS

Puis, sachant que le taux d'intérêt nominal est composé du taux d'intérêt réel additionné de l'inflation anticipée, le contexte économique et financier actuel, qui s'avère déflationniste, devrait se traduire par une diminution des taux d'intérêt. Manifestement, si la poussée des prix du pétrole en première moitié de l'année a été une source de préoccupations pour les autorités monétaires, la correction marquée depuis juillet signale que la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) pourrait rapidement retourner sous 1,0 % aux États-Unis (graphique 9).

³ Peter R. ORSZAG, « Federal Responses to Market Turmoil », devant la Chambre des représentants, U.S. House of Representatives, 24 sept. 2008.

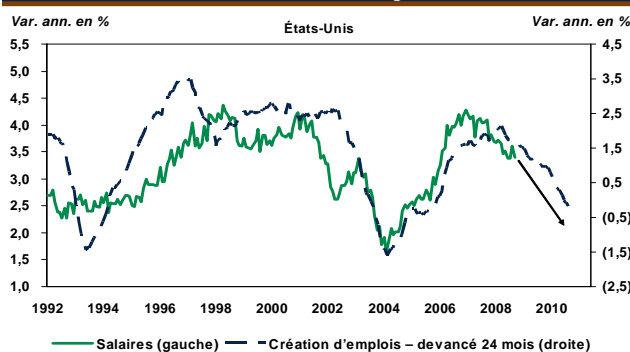
Graphique 9 – La chute des prix de l'énergie devrait rapidement amener une diminution significative de l'inflation



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Certes, les effets de la correction des prix du pétrole s'annoncent transitoires, mais le ralentissement économique en cours devrait creuser l'écart avec le potentiel de production et continuer d'exercer des pressions à la baisse sur l'IPC de base. En fait, avec une nette détérioration du marché de l'emploi, les salaires continueront d'évoluer sur une tendance baissière (graphique 10).

Graphique 10 – La croissance des salaires est appelée à ralentir davantage



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

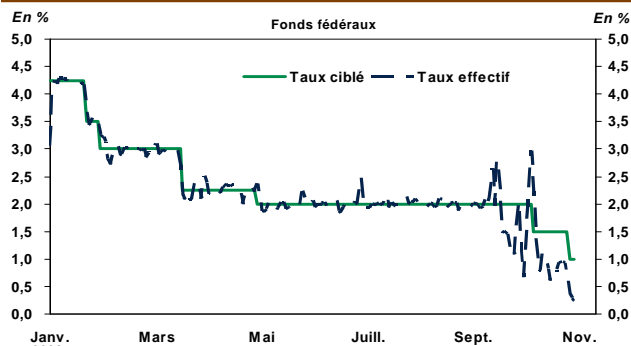
LA POSSIBILITÉ D'UN TAUX « ZÉRO » FAIT SURFACE

La suite des choses va dépendre de la reprise économique. À cet effet, le renversement en cours des effets de levier des banques, et presque inévitablement celui des consommateurs à venir, devrait se traduire par une croissance anémique qui s'étendra sur plusieurs années. La Fed a déjà abaissé les fonds fédéraux (FF) de 100 points de base en octobre, et la possibilité de voir les taux sous 1,00 % d'ici la fin de l'année, soit le niveau le plus faible jamais enregistré depuis les années 50, est maintenant très élevée.

Même le scénario de taux à près de 0 % ne peut maintenant plus être écarté. En fait, sans le taux de rémunération sur les réserves déposées à la Fed (75 points de base sous la cible

des FF), le taux effectif des FF aurait probablement atteint ce niveau (graphique 11).

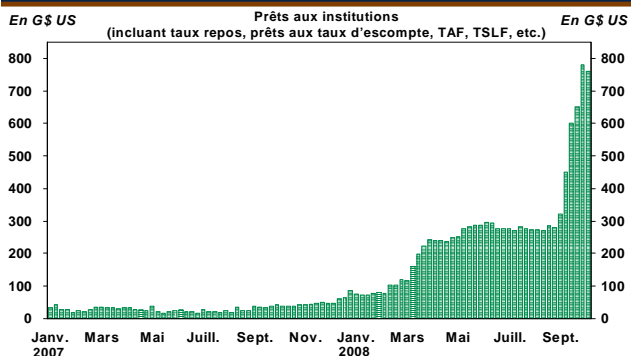
Graphique 11 – Les taux effectifs sont déjà pratiquement à zéro



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Les difficultés de la Fed à maintenir les FF à la cible souhaitée indiquent que les autorités monétaires ont déjà ouvert la porte à des politiques quantitatives. La Fed ne stérilise plus entièrement ses injections de liquidités dans le système financier, et de nouvelles facilités de crédit, telles que le rachat direct de papier commercial auprès des entreprises et des fonds de marchés monétaires, ont été mises sur pied (graphique 12).

Graphique 12 – La Réserve fédérale pousse plus loin ses interventions



Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

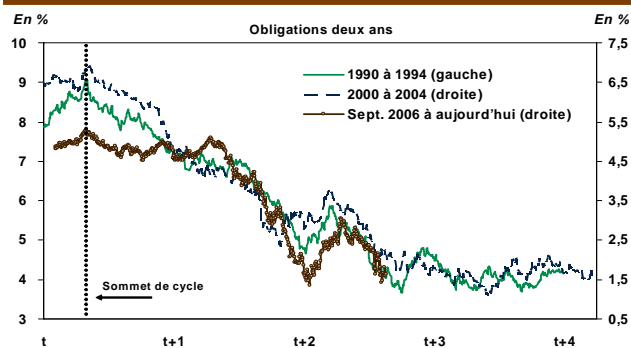
Cependant, un taux « zéro » ne signifierait pas pour autant la fin des interventions de la Fed. Dans un discours prononcé en 2002, Ben Bernanke était alors d'avis qu'il y aurait une nécessité d'agir afin d'abaisser les taux d'intérêt de long terme³. Une façon d'y parvenir serait de s'engager à maintenir les taux d'intérêt de court terme à 0 % sur une période

³ Ben BERNANKE, « Deflation : Making Sure 'It' Doesn't Happen Here », devant le National Economists Club, Washington, D.C., novembre 2002.

prolongée. Comme les taux de long terme reflètent la moyenne des taux de court terme présents et anticipés, cela aurait pour effet d'abaisser les taux de long terme. La Fed semble cependant plus encline à racheter sans limites des obligations de plus long terme de façon à fixer un plafond explicite sur les taux des obligations⁴.

Dans ces conditions, à l'image des cycles de ralentissement économique précédents, nous maintenons un scénario de faible taux d'intérêt (graphique 13). Évidemment, si la Fed devait s'engager à recourir de façon excessive à la planche à billets, nos conclusions sur l'inflation devraient être révisées à la hausse. Mais, quoique envisageable, il s'agit là d'une mesure de dernier recours, et la Fed s'ingéniera à trouver d'autres issues afin de ne pas entacher son statut de leader mondial.

Graphique 13 – Les taux obligataires resteront faibles sur une longue période



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre

Économiste principal

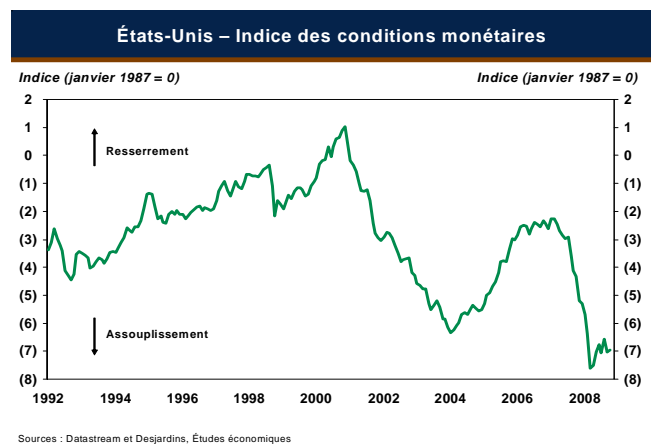
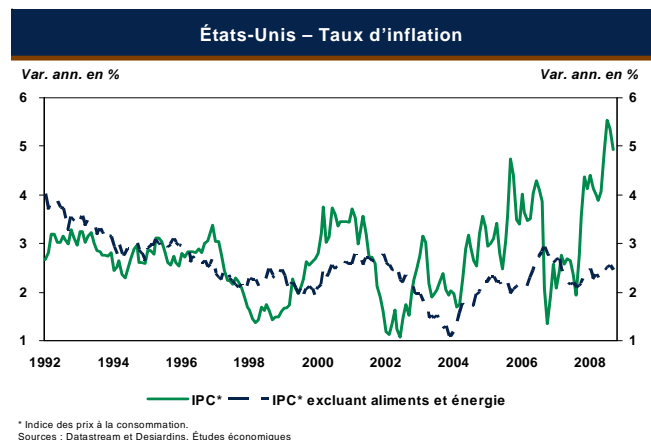
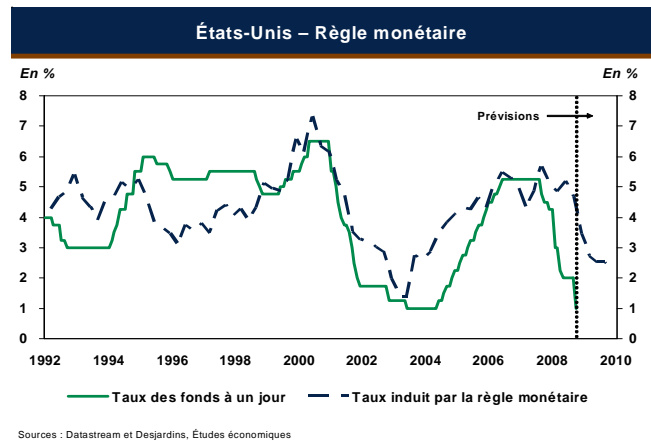
⁴ Cela a été fait avant l'accord Reserve-Treasury de 1951.

RÉSERVE FÉDÉRALE

Le taux cible des fonds fédéraux s'approche rapidement de zéro

- La Fed a réagi vigoureusement à l'intensification des turbulences financières et à la dégradation des perspectives économiques américaines en diminuant son taux directeur de 50 points de base à deux reprises au mois d'octobre, soit le 8 lors d'une action coordonnée de six banques centrales et le 29 au moment de sa réunion habituelle. Ces actions visaient surtout à soutenir la confiance des investisseurs et à éviter un effondrement des marchés financiers.
- La détérioration manifeste des perspectives économiques et la grande fragilité des marchés financiers justifie la réponse sans précédent des autorités américaines pour éviter un effondrement du système financier et limiter l'ampleur de la récession américaine, qui est maintenant inévitable. Les comptes nationaux montrent ainsi que l'économie américaine s'est contractée de 0,3 %, à rythme annualisé, au troisième trimestre de 2008 alors que la consommation des ménages a chuté de 3,1 %. Ce n'est maintenant qu'une question de temps avant que le National Bureau of Economic Research (NBER) n'officialise la récession. Dans le communiqué accompagnant sa dernière décision, la Fed trace aussi un portrait très sombre des perspectives de l'économie américaine et souligne que des risques à la baisse sont toujours présents. La porte est donc ouverte pour d'autres baisses des fonds fédéraux, d'autant plus que la situation de l'inflation ne semble plus inquiéter les autorités américaines.
- À première vue, la marge de manœuvre de la Fed paraît maintenant bien mince alors que le taux directeur s'approche rapidement de zéro. Cependant, la Fed a déjà mis en place les mécanismes nécessaires pour continuer à agir même si l'instrument du taux directeur devenait inefficace.
- Comme la Banque du Japon au début de la décennie, la Fed est prête à stimuler l'économie en augmentant la masse monétaire, sans se préoccuper de l'effet sur les taux directeurs. On parle alors d'une politique monétaire quantitative. La Fed a déjà commencé à agir en ce sens en injectant des quantités impressionnantes de liquidités dans le système bancaire et le marché monétaire, et même en achetant du papier commercial. Ces actions ont fait bondir la base monétaire et semblent tranquillement commencer à aider à dégeler le marché du crédit.

Prévisions : Les baisses de la cible des fonds fédéraux en octobre visaient surtout à soutenir la confiance des marchés financiers dans une période extrêmement difficile. D'autres diminutions des fonds fédéraux sont grandement probables au cours des prochaines réunions. Le taux directeur pourrait ainsi rapidement aller à 0,5 %, et l'atteinte d'un taux nul ne serait pas surprenante. La Fed risque cependant de favoriser de plus en plus les injections directes de liquidités pour soutenir l'économie puisque l'impact réel des baisses du taux directeur semble de plus en plus marginal.



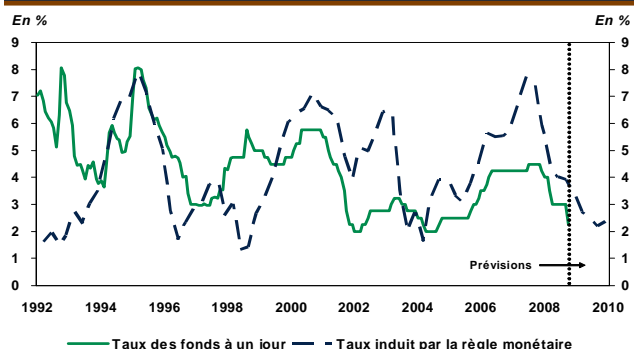
BANQUE DU CANADA

L'assouplissement monétaire va se poursuivre au cours des prochains mois

- Comme nous l'avions anticipé, la BdC a décidé de poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire en abaissant son taux directeur de 25 points de base à sa réunion d'octobre. Cela fait suite à une diminution plus musclée de 50 points de base décrétée le 8 octobre dernier, de concert avec d'autres grandes banques centrales. La majorité des prévisionnistes du consensus prévoyait une baisse plus agressive de 50 points de base, mais le contexte économique et financier canadien, bien que préoccupant, ne justifiait pas d'abaisser les taux d'intérêt de 100 points de base en l'espace de deux semaines.
- Cela dit, dans une approche plus progressive, d'autres baisses de taux verront le jour d'ici le début de 2009. Les effets conjugués de la crise du crédit, de la récession américaine et de l'affaissement de la demande mondiale pour les ressources naturelles continueront d'être défavorables à l'économie canadienne au cours des prochains trimestres. L'impact baissier de la chute des prix des matières premières sur le dollar canadien permettra de limiter la contraction des exportations nettes. Toutefois, l'envers de la médaille est que le renversement des effets de richesse aura des répercussions sur la croissance de la demande intérieure. Par conséquent, la BdC a significativement diminué sa projection de croissance à 0,6 % pour 2008 et 2009, des prévisions beaucoup plus en ligne avec notre propre scénario.
- Dans un contexte de ralentissement économique et de forte correction des prix du pétrole, la BdC a aussi révisé à la baisse sa projection d'inflation. L'inflation totale est demeurée élevée en septembre (3,4 %), mais la chute plus abrupte que prévu des prix du pétrole devrait ramener le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation à moins de 1,0 % dès la mi-2009. En raison du creusement de l'écart avec le niveau potentiel de production, l'inflation de référence demeurera sous les 2,0 % (la cible médiane de la BdC) à moyen terme.

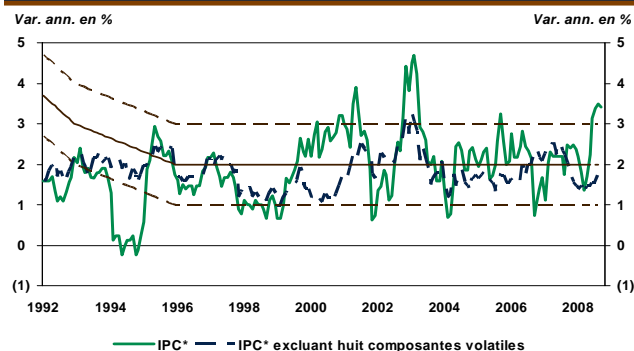
Prévisions : Il reste à voir quel sera l'effet des actions sans précédent posées par les grands argentiers et les gouvernements de la planète sur l'amélioration des conditions de crédit, mais les risques inflationnistes sont maintenant clairement orientés à la baisse, et il semble évident que d'autres baisses de taux seront décrétées au cours des prochains mois. À notre avis, l'assouplissement monétaire devrait se poursuivre jusqu'en avril, ce qui aurait le potentiel d'abaisser les taux directeurs à un creux historique de seulement 1,25 %.

Canada – Règle monétaire



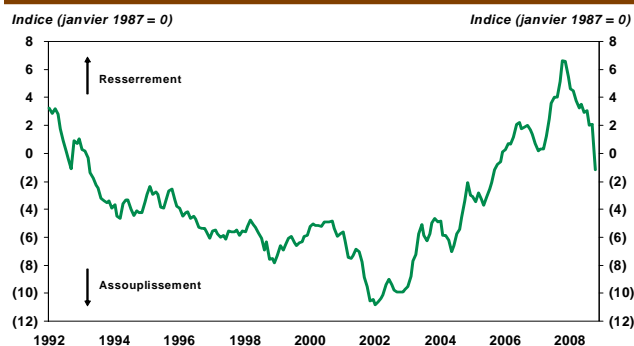
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

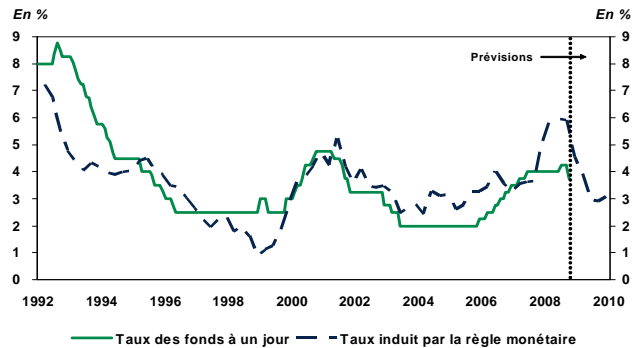
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La baisse des taux directeurs a finalement débuté en zone euro

- Le changement de discours amorcé par la BCE à la fin de l'été s'est accéléré de façon brutale au cours des dernières semaines à la suite de l'amplification de la crise financière. Après avoir ouvert la porte à un assouplissement monétaire lors de sa réunion d'octobre, la BCE a diminué ses taux directeurs de 50 points de base dès la semaine suivante dans un geste coordonné avec cinq autres grandes banques centrales. Il s'agissait de la première baisse des taux directeurs en zone euro en plus de cinq ans. La question n'est plus de savoir si la BCE continuera de diminuer les taux d'intérêt, mais plutôt à quel moment et de quelle ampleur seront les assouplissements.
- Même si elle provient des États-Unis, la crise financière touche aussi durement l'Europe où les banques ont dû effectuer des radiations totalisant 234 G\$ US. Les tensions accrues depuis septembre annoncent que le resserrement des conditions de crédit se poursuivra en zone euro, un tracas supplémentaire pour les consommateurs et les entreprises. Après un recul du PIB de 0,2 % au deuxième trimestre de 2008, les dernières statistiques montrent que les difficultés de l'économie eurolandaise se poursuivent. Les indicateurs d'activité ne cessent de reculer et indiquent clairement une contraction de l'économie. Les autorités françaises prévoient que le pays entrera bientôt en récession et, après un bon début d'année, la situation s'est fortement détériorée en Allemagne alors que la composante future de l'indice IFO a chuté à un creux historique. Il est difficile de voir comment la zone euro pourrait éviter d'entrer en récession d'ici la fin de l'année. La dépréciation violente de l'euro pourrait éventuellement aider le secteur extérieur, mais, à court terme, son effet sera contrebalancé par le ralentissement de l'économie mondiale.
- On pourrait croire que le taux annuel d'inflation élevé, à 3,6 % en octobre, limite la marge de manœuvre de la BCE. C'est cependant la stabilité des prix à moyen terme qui doit préoccuper les banques centrales. Sur ce point, la situation s'est améliorée récemment alors que la correction spectaculaire des prix des matières premières et le ralentissement économique mondial ont fortement réduit les pressions à la hausse sur les prix. L'inflation eurolandaise devrait ainsi retourner près de la cible de 2 % l'an prochain. La BCE a justifié son assouplissement monétaire du 8 octobre par le fait que l'intensification de la crise financière diminuait encore plus les risques à la hausse à la stabilité des prix.

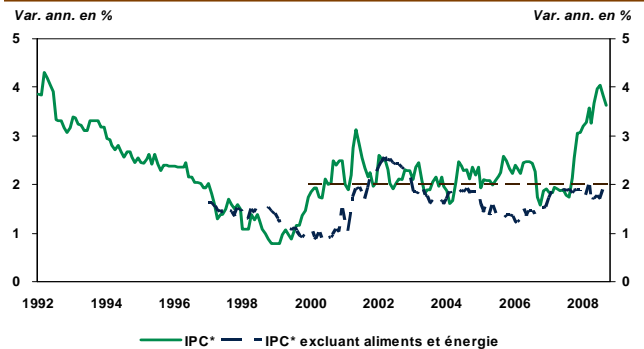
Prévisions : L'ampleur de la crise financière et la correction des prix des matières premières ont finalement donné à la BCE la marge de manœuvre nécessaire pour assouplir sa politique monétaire. À 3,75 %, le taux directeur de la BCE demeure relativement élevé, et plusieurs autres baisses seront nécessaires pour soutenir l'économie eurolandaise. Une diminution de 50 points de base dès novembre est probable, et le taux directeur devrait atteindre un creux aux environs de 2,5 % d'ici la mi-2009.

Zone euro – Règle monétaire



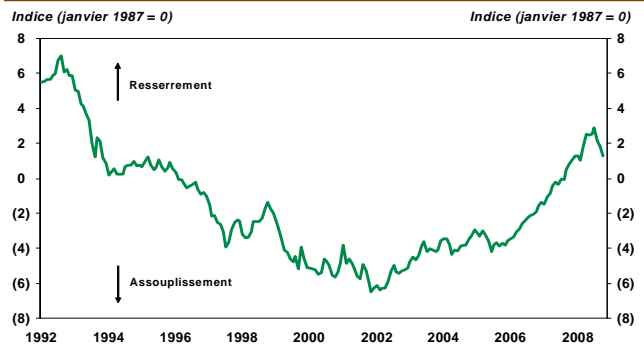
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

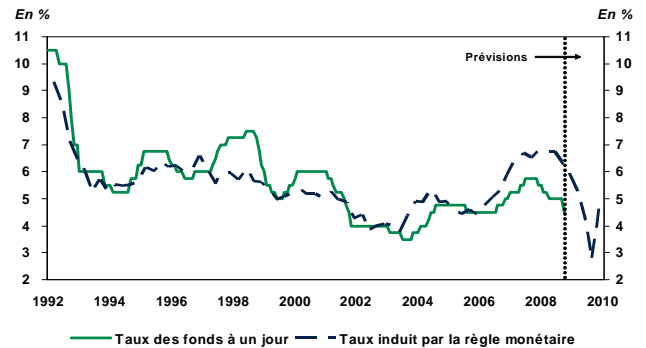
BANQUE D'ANGLETERRE

Jusqu'où le taux directeur diminuera-t-il?

- Les turbulences financières accrues ont convaincu la BoE de recommencer plus rapidement que prévu à assouplir sa politique monétaire. La banque centrale britannique a ainsi pris part au mouvement concerté du 8 octobre en avançant sa réunion mensuelle et en diminuant son taux directeur de 50 points de base. À 4,50 %, le taux directeur britannique demeure plus élevé que dans les autres grandes économies, et d'autres baisses seront nécessaires pour limiter l'ampleur du ralentissement économique.
- L'économie britannique semblait déjà au bord du gouffre cet été alors que la correction du marché de l'habitation ressemblait de plus en plus à celle des États-Unis. L'intensification de la crise financière rend maintenant pratiquement inévitable une récession au Royaume-Uni. Un premier pas a été franchi dans ce sens lorsque l'économie britannique s'est contractée de 0,5 % (non annualisé) au troisième trimestre de 2008. Ce recul de l'activité, le premier depuis 1992, a touché tant le secteur des biens que celui des services. La poursuite du resserrement des conditions de crédit incitera les ménages britanniques, déjà affectés par la chute de la valeur de leur maison et de leur portefeuille boursier, à restreindre leur consommation au cours des prochains mois. Les derniers sondages montrent aussi que les perspectives des entreprises se sont détériorées de façon marquée. Les autorités monétaires sont bien conscientes des difficultés de l'économie britannique, et le gouverneur de la BoE, Mervyn King, déclarait récemment : « *Indeed, it now seems likely that the UK economy is entering a recession* ».
- En situation normale, l'accélération du taux d'inflation annuel à 5,2 % en septembre, soit plus de 2,5 fois la cible de la BoE, serait suffisante pour exclure toute baisse du taux directeur au Royaume-Uni. Cependant, les autorités monétaires britanniques ont rapidement réalisé l'ampleur de la crise actuelle, et il n'est pas surprenant de les voir ignorer le taux actuel d'inflation pour se concentrer sur son évolution à moyen terme. La correction violente des prix des matières premières et le ralentissement important de l'économie britannique annoncent que les pressions seront bientôt à la baisse sur l'inflation. Les membres du comité qui détermine la politique monétaire ont ainsi jugé le 8 octobre que : « *during the past month, the balance of risks to inflation in the medium term had shifted decisively to the downside* ».

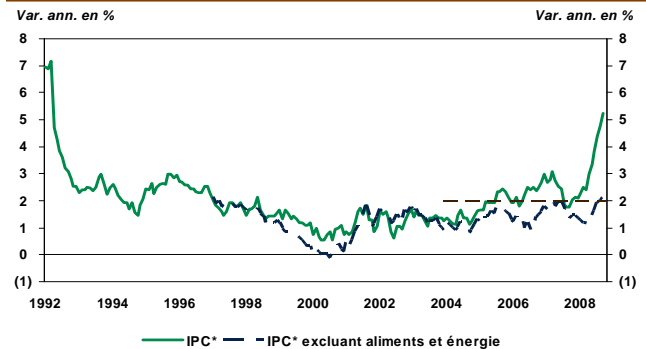
Prévisions : Comme le gouvernement britannique, qui a mis en place des mesures extraordinaires pour recapitaliser les banques anglaises et empêcher un effondrement de ce secteur vital, la BoE réalise les risques sérieux qui menacent le Royaume-Uni. Un assouplissement vigoureux de la politique monétaire sera nécessaire pour limiter l'ampleur de la récession. À notre avis, une baisse de 50 points de base en novembre sera suivie d'autres diminutions qui pourraient porter le taux directeur près des 3 % l'an prochain.

Royaume-Uni – Règle monétaire



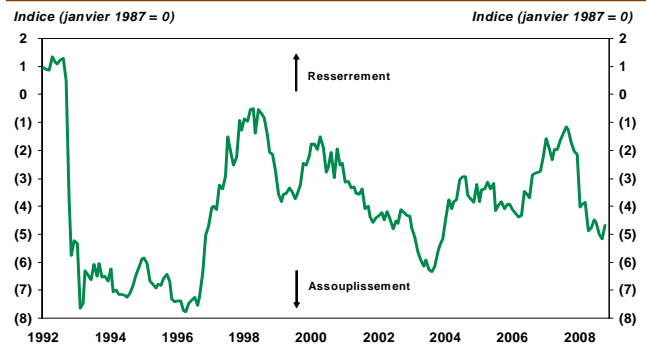
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

L'économie nippone en péril

- La BoJ a rompu avec son *statu quo* lors de sa réunion du 31 octobre. Le taux directeur de la BoJ, qui était fixé à 0,5 % depuis février 2007, a été abaissé à 0,30 %. L'accentuation de la crise financière et le ralentissement économique mondial ont finalement nécessité que la BoJ joigne les rangs des grandes banques centrales qui abaissent toutes leur taux. Par ailleurs, les risques sur la croissance économique sont fortement orientés à la baisse au Japon, de même que pour l'inflation. Un retour à la déflation est même envisageable.
- L'économie nippone éprouve de sérieuses difficultés en raison de la crise financière et du ralentissement économique qui se confirme dans plusieurs pays. La croissance du PIB réel au second trimestre a été révisée à la baisse à -3 % à rythme annualisé : aucune composante n'a affiché de contribution positive. Tout semble indiquer que la faiblesse économique au Japon se poursuivra. La production industrielle a baissé en août pour retourner au même niveau qu'en juin 2006. Les mises en chantier et les exportations reculent aussi. La confiance des consommateurs demeure faible, tout comme celle des entreprises. Le marché du travail montre quelques signes de fatigue. Le taux de chômage est passé à 4,2 % en août, en hausse de 0,2 % par rapport à juillet. Seuls les mois de mars et d'avril ont affiché une création d'emplois en 2008. Le gain du PIB réel ne devrait atteindre qu'un maigre 0,7 % pour l'année en cours, pour ensuite ralentir à 0,5 % en 2009.
- L'inflation totale demeure au-dessus de 2,0 %, mais l'inflation de base, qui exclut les aliments frais et l'énergie, se maintient difficilement au-dessus de 0 %. Elle s'est établie à 0,2 % en septembre par rapport à 0 % en août. La baisse du prix des matières premières et de l'énergie devrait se traduire par une diminution prochaine de l'inflation totale. Les difficultés économiques s'ajoutent aux pressions désinflationnistes.
- L'indice des conditions monétaires a fortement augmenté dernièrement avec l'appréciation du yen. Le renversement des positions de portage dû aux tensions sur les marchés financiers explique l'essentiel de ces mouvements de change. Le yen devrait retourner vers des valeurs plus représentatives de la faiblesse économique du pays lorsque les marchés retrouveront leur calme. Une intervention sur le marché des changes n'est pas exclue à court terme.

Prévisions : La récession se concrétise au Japon, et les pressions désinflationnistes s'accroissent. Le scénario le plus probable pour la politique monétaire nippone demeure pour l'instant le maintien du taux directeur à 0,3 %. Toutefois, un retour à un taux d'intérêt à 0 % et à une politique monétaire quantitative gagnerait en crédibilité si la situation devait s'envenimer davantage que prévu et si d'autres banques centrales, en particulier la Réserve fédérale, choisissaient d'abaisser leur taux directeur près de 0 %.

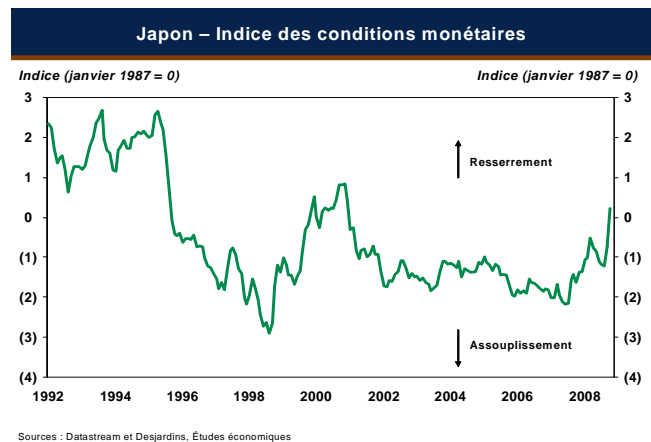
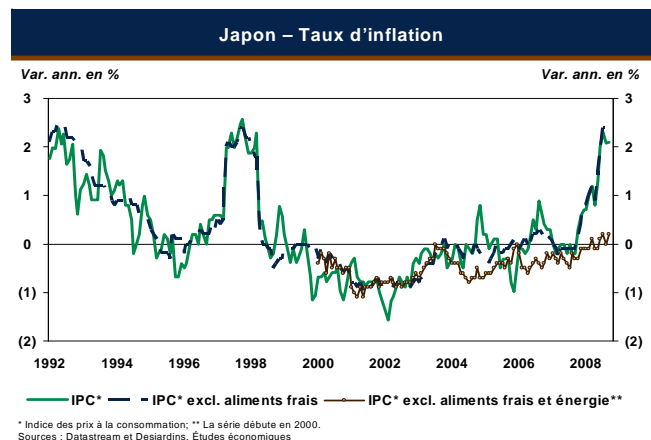
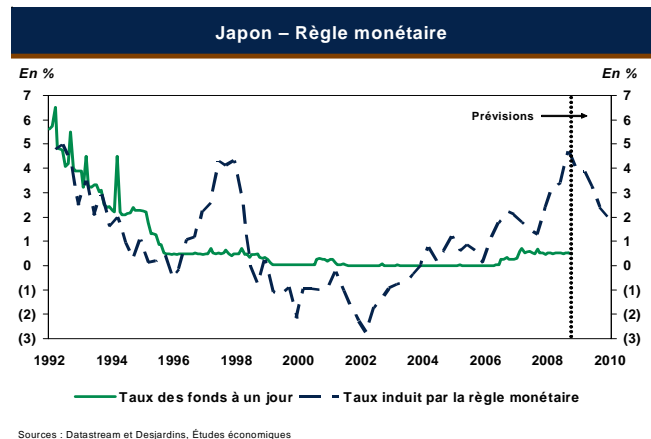


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2007				2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	2,25	2,00	2,00	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50
Canada												
Taux des fonds à un jour	4,25	4,25	4,50	4,25	3,50	3,00	3,00	2,00	1,50	1,25	1,25	1,25
Zone euro												
Taux de refinancement	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	3,25	2,75	2,25	2,25	2,25
Royaume-Uni												
Taux de base	5,25	5,50	5,75	5,50	5,25	5,00	5,00	4,00	3,50	3,00	3,00	3,00
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,54	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Septembre 2008			
4	Banque de Suède	+25 p.b.	4,75
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-50 p.b.	7,50
10	Banque du Brésil	+75 p.b.	13,75
16	Banque du Japon	s.q.	0,50
16	Réserve fédérale	s.q.	2,00
18	Banque nationale suisse	s.q.	2,75
19	Banque du Mexique	s.q.	8,25
24	Banque de Norvège	s.q.	5,75
Octobre 2008			
2	Banque centrale européenne	s.q.	4,25
6	Banque de réserve d'Australie	-100 p.b.	6,00
6	Banque du Japon	s.q.	0,50
8	Banque centrale européenne	-50 p.b.	3,75
8	Banque d'Angleterre	-50 p.b.	4,50
8	Banque de Suède	-50 p.b.	4,25
8	Banque du Canada	-50 p.b.	2,50
8	Banque nationale suisse	-25 p.b.	2,50
8	Réserve fédérale	-50 p.b.	1,50
15	Banque de Norvège	-50 p.b.	5,25
17	Banque du Mexique	s.q.	8,25
21	Banque du Canada	-25 p.b.	2,25
22	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-100 p.b.	6,50
23	Banque de Suède	-50 p.b.	3,75
29	Banque de Norvège	-50 p.b.	4,75
29	Banque du Brésil	s.q.	13,75
29	Réserve fédérale	-50 p.b.	1,00
30	Banque du Japon	-20 p.b.	0,30
Novembre 2008			
3	Banque de réserve d'Australie	-75 p.b.	5,25

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Novembre 2008	
6	Banque d'Angleterre
6	Banque centrale européenne
20	Banque du Japon
28	Banque du Mexique
Décembre 2008	
1	Banque de réserve d'Australie
3	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
4	Banque d'Angleterre
4	Banque centrale européenne
9	Banque du Canada
10	Banque du Brésil
11	Banque nationale suisse
16	Réserve fédérale
17	Banque de Suède
18	Banque du Japon
Janvier 2009	
8	Banque d'Angleterre
15	Banque centrale européenne
20	Banque du Canada
21	Banque du Brésil
22	Banque du Japon
28	Réserve fédérale
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
Février 2009	
3	Banque de réserve d'Australie
4	Banque de Norvège
5	Banque d'Angleterre
5	Banque centrale européenne
10	Banque de Suède

Source : Desjardins, Études économiques

ANALYSE TECHNIQUE

TAUX DE DIX ANS AMÉRICAINS

En avril dernier, la tendance baissière de près de 200 points de base qui avait été amorcée en juin 2007 a été brisée. Depuis le début de 2008, les taux oscillent à l'intérieur d'une fourchette assez large de près de 100 points de base (3,25 % - 4,30 %). Cependant, depuis septembre dernier, une tendance haussière semble s'être installée. L'objectif est près de 4,3 %.



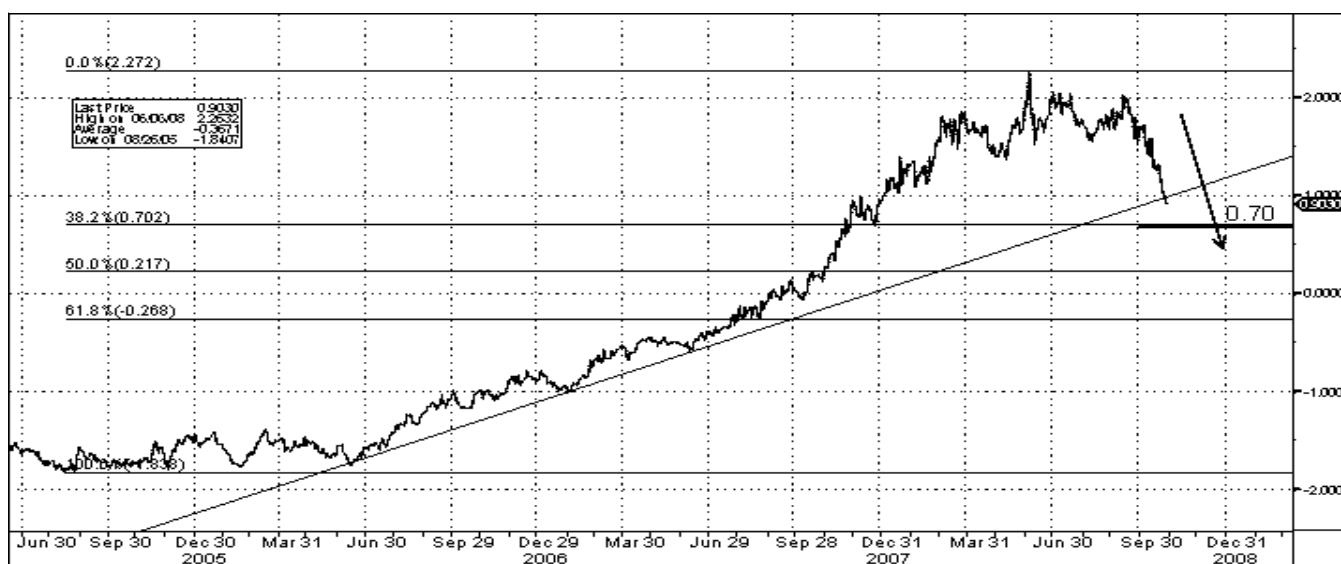
COURBE AMÉRICAINNE DEUX ANS - DIX ANS

Un mouvement d'accroissement de la pente a été amorcé au début de 2007 lorsque les intervenants du marché ont anticipé les baisses de taux de la Réserve fédérale. Nous remarquons que le niveau le plus élevé atteint en 2003 a été de 274 points de base. Le taux directeur est présentement de 1 %, tout comme en 2003-2004, et il y a de fortes chances que d'autres diminutions aient lieu. Selon cette hypothèse, après avoir rencontré de la résistance autour de 238, nous pourrions retourner tester le sommet à 275 points.



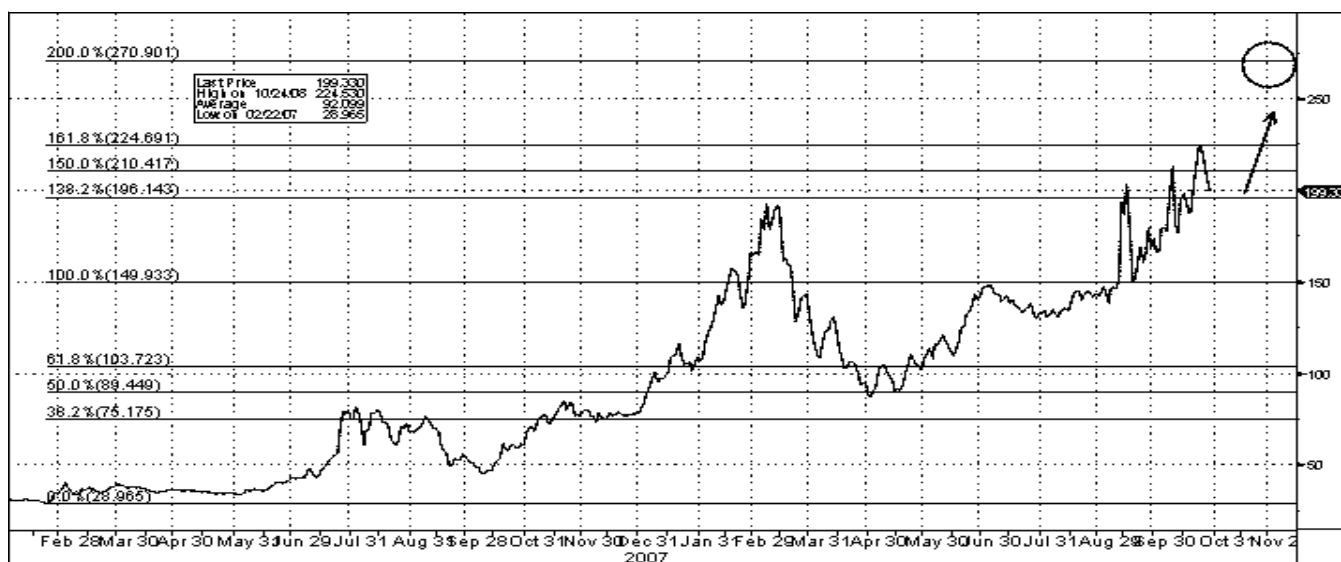
ÉCART ÉTATS-UNIS - ALLEMAGNE DEUX ANS

Après avoir atteint un sommet de 225 points de base en juin 2008, un mouvement de rétrécissement des écarts entre les taux allemands et américains d'une échéance de deux ans a été amorcé. Les intervenants du marché prévoient que la Banque centrale européenne devrait continuer à baisser son taux directeur, ce qui pourrait accélérer le rétrécissement. Il est à noter que le taux directeur à 3,75 % en Europe est relativement élevé comparativement à celui aux États-Unis (1 %). Le support de la tendance amorcée en 2006 a été brisé, portant le prochain niveau à 70 points. Si ce niveau de Fibonacci est traversé, une consolidation autour de 20 points serait possible, ce niveau représentant 50 % du mouvement total.



ÉCARTS DE CRÉDIT (INDICE CDX IG CINQ ANS)

Les fluctuations dans les écarts de crédit sont relativement grandes depuis le début de la crise. Cependant, une tendance haussière est clairement définie. Une fourchette entre 190 et 225 points de base pourrait servir de zone de consolidation alors que la projection de Fibonacci démontre qu'un sommet de 275 points de base n'est pas improbable.

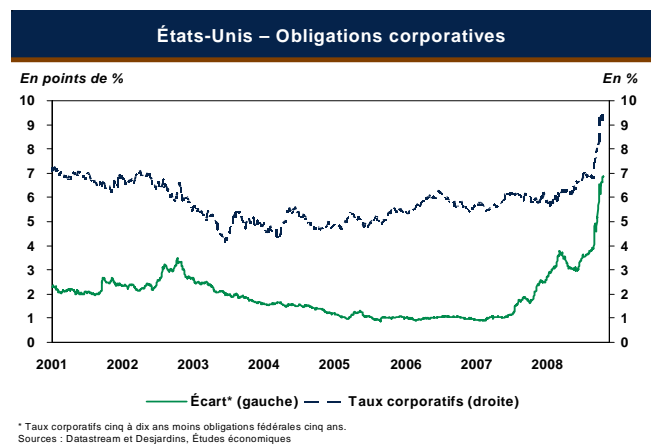
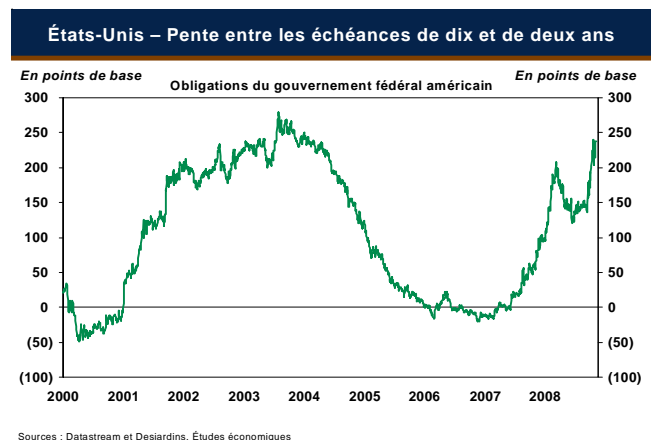
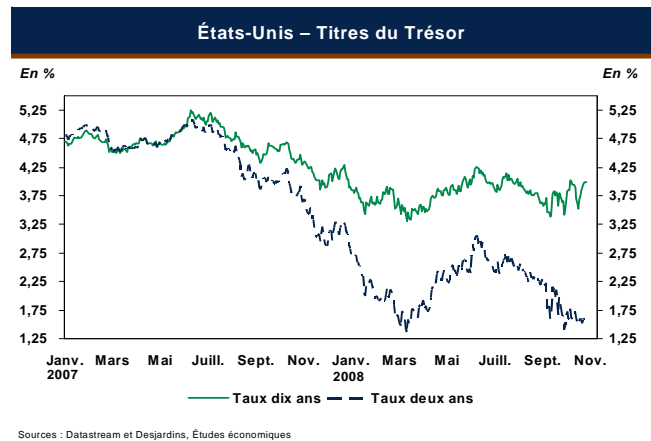


MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

Les valeurs refuges gardent la cote

OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

- Les tensions financières, jumelées à la probabilité grandissante de récession mondiale, continuent d'être bénéfiques au marché obligataire américain.
- La partie courte de la courbe de rendement a poursuivi sa lancée au cours des dernières semaines. Les taux de deux ans sont ainsi passés sous 1,5 % pour la première fois depuis mars dernier, soit une baisse d'environ 150 points de base depuis le sommet cyclique de la mi-juin 2008. Avec la Réserve fédérale (Fed) en mode d'assouplissement, il est possible que la partie courte de la courbe obligataire teste le creux cyclique (1,23 %) de mars dernier. Pour le moment, la stabilisation des taux de deux ans près de 1,50 % signale que l'assouplissement monétaire de la Fed tire à sa fin. Mais l'inefficacité actuelle de la politique monétaire américaine en raison des conditions de crédit difficiles pourrait obliger la Fed à en faire plus que la baisse additionnelle de 25 points de base escomptée présentement pour décembre.
- Les craintes des marchés face à l'augmentation potentielle de la dette des États-Unis ont eu des répercussions baissières sur les plus longues échéances, poussant les taux des obligations de dix ans momentanément en hausse, soit de 3,40 % à la mi-septembre à un sommet de 4,04 % à la mi-octobre. Depuis, les risques liés au ralentissement économique et l'absence de pressions inflationnistes ont provoqué une baisse des taux à près de 3,60 %, mais la tendance haussière est demeurée intacte, ramenant les taux de dix ans à plus de 3,90 %. Avec la Fed sur le point de manquer de munitions, la possibilité de recourir à la planche à billets (monétiser la dette) est de plus en plus présente. L'incidence sur les anticipations inflationnistes aurait vraisemblablement l'effet de pousser les taux de dix ans à la hausse.
- Le contexte économique et financier reste compatible avec une accentuation de la courbe de rendement. L'écart entre les taux de deux ans et les échéances de dix ans a atteint plus de 240 points de base à la mi-octobre. La baisse récente des taux de dix ans a toutefois ramené la pente à près de 225 points de base. À notre avis, la pente va demeurer élevée, avec une plus forte propension à l'accroissement à court terme qu'à l'aplatissement.

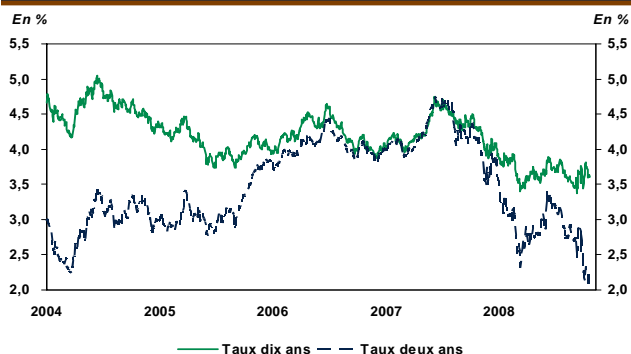


OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Les pressions à la baisse sur les taux des obligations fédérales canadiennes ont été nombreuses au cours des dernières semaines. L'amplification des turbulences financières et la dégradation des perspectives économiques mondiales ont gonflé la demande pour les valeurs refuges. La correction spectaculaire des prix des matières premières a fait diminuer les craintes inflationnistes. Finalement, la Banque du Canada (BdC) a abaissé de 75 points de base ses taux directeurs en octobre.
- Le recul du taux de deux ans canadien s'est accéléré au cours des dernières semaines, alors qu'il est passé de 2,78 % à environ 2,10 % depuis la fin du mois de septembre. Ce taux est maintenant environ 15 points de base en dessous du taux des fonds à un jour, ce qui s'explique par l'anticipation selon laquelle la BdC continuera d'abaisser ses taux au cours des prochains mois. Le taux de dix ans a été beaucoup plus stable malgré la diminution des pressions inflationnistes. L'influence des taux longs américains, qui semblent soutenus par les besoins de financement très importants du gouvernement américain, et, dans une moindre mesure, la détérioration de la situation budgétaire canadienne pourraient expliquer pourquoi les titres canadiens de longue échéance n'ont pas profité des turbulences financières des derniers mois. La pente entre les échéances de dix et de deux ans canadiennes a ainsi bondi à plus de 160 points de base, un sommet depuis septembre 2004.
- Malgré le recul plus prononcé des taux directeurs américains en octobre, l'écart entre les taux de deux ans canadien et américain s'est rétréci d'environ 30 points de base depuis la fin du mois de septembre. Cela reflète le changement de discours plus marqué des autorités monétaires canadiennes. De plus, la BdC possède une plus grande marge de manœuvre pour continuer à assouplir sa politique monétaire, alors que les taux directeurs américains se rapprochent rapidement de zéro. Après avoir augmenté à plus de 25 points de base à la mi-octobre, l'écart négatif entre les taux de dix ans canadien et américain s'est amoindri au cours des derniers jours. Le rebond marqué du billet vert semble gonfler la demande pour les obligations américaines et contrebalancer en partie la situation fiscale précaire de ce pays.

Prévisions : La faiblesse des taux obligataires canadiens nous semble pleinement justifiée par l'assombrissement de la situation économique et financière mondiale et par le recul des pressions inflationnistes. Les taux risquent de descendre encore quelque peu au cours des prochains mois, pour mieux refléter le contexte économique et financier désinflationniste.

Canada – Obligations fédérales



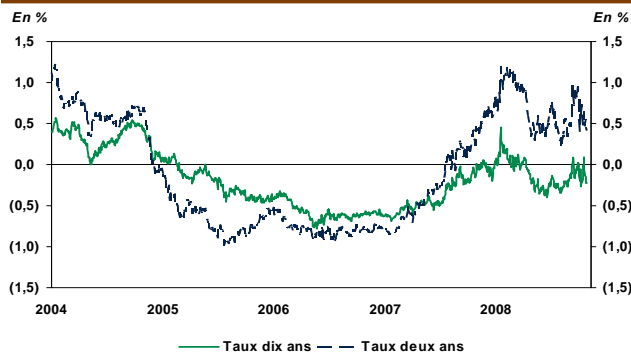
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

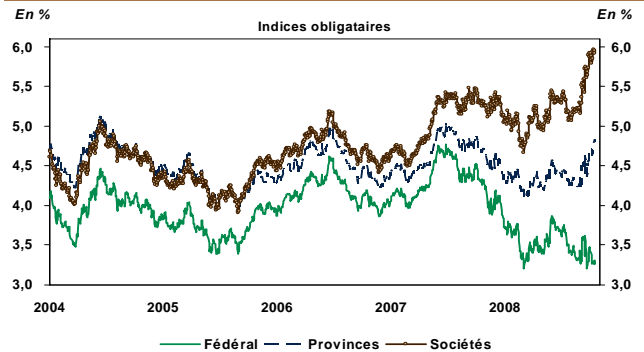
OBLIGATIONS PROVINCIALES

- La crise financière, qui a pris une ampleur presque sans précédent depuis la mi-septembre, a fortement désavantagé les obligations plus risquées que celles du gouvernement fédéral. Les taux des obligations corporatives ont fortement augmenté depuis la mi-septembre alors que les problèmes financiers et les risques de récession pourraient accroître le nombre de faillites commerciales. Les taux des obligations provinciales ont aussi augmenté depuis l'amplification de la crise. L'écart entre les taux de dix ans provinciaux et canadien a ainsi bondi à plus de 120 points de base, et ce, pour toutes les provinces. Les écarts entre les différents titres provinciaux ont peu changé.
- Les perspectives économiques ne sont guère encourageantes pour l'ensemble des provinces. Une augmentation du PIB réel au Québec et en Ontario au deuxième trimestre a permis à ces deux provinces d'éviter la récession, mais elles ne sont pas au bout de leurs peines. Le ralentissement prononcé de la demande intérieure américaine continuera de freiner le secteur manufacturier malgré le recul récent de la devise canadienne. Les provinces de l'Ouest ne sont pas épargnées alors que la correction spectaculaire des prix des matières premières et l'essoufflement du marché de l'habitation freineront leur croissance.
- Les conséquences du ralentissement économique sur les finances publiques commencent à se faire sentir. Le gouvernement ontarien prévoit maintenant un déficit de 500 M\$

Prévisions : À court terme, les écarts de taux entre les titres provinciaux et fédéraux continueront surtout de refléter l'évolution des tensions financières. D'autres mouvements violents sont probables. Malgré les risques accrus de légers déficits dans certaines provinces, la situation n'est pas dramatique et, en situation normale, ne justifierait pas les écarts de taux actuels. Les obligations provinciales continuent donc d'être très alléchantes pour les investisseurs cherchant un placement de moyen ou long terme.

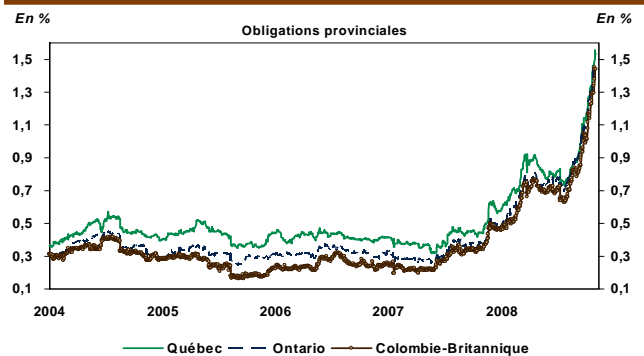
pour l'exercice 2008-2009. Au Québec, une mise à jour budgétaire est prévue plus tard aujourd'hui. Compte tenu de la réserve budgétaire accumulée au cours des deux derniers exercices, le maintien de l'équilibre budgétaire est pratiquement assuré pour 2008-2009 et 2009-2010.

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	9 597	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	(67)	(170)	(0,5)	34,4	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	87	19	0,1	28,9	AA-	Aa1
Québec	1 695	(278)	(0,1)	55,3	A+	Aa2
Ontario	600	(500)	(0,1)	26,4	AA	Aa1
Manitoba	576	96	0,2	30,4	AA	Aa1
Saskatchewan	1 282	3 020	5,9	26,5	AA	Aa1
Alberta	4 581	8 533	3,3	0,0	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	2 886	1 770	0,9	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	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	2,25	2,00	2,00	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50
Bons du Trésor												
3 mois	5,04	4,82	3,82	3,36	1,38	1,90	0,92	0,50	0,50	0,50	0,50	0,70
Obligations fédérales												
2 ans	4,58	4,87	3,96	3,07	1,62	2,61	1,99	1,30	1,60	1,70	2,20	2,40
5 ans	4,54	4,93	4,23	3,46	2,47	3,33	2,98	2,50	2,60	2,70	2,90	3,20
10 ans	4,65	5,03	4,58	4,03	3,43	3,98	3,79	3,60	3,60	3,60	3,70	4,00
30 ans	4,85	5,13	4,83	4,45	4,30	4,53	4,30	4,10	4,10	4,15	4,20	4,30
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,50)	0,11	0,41	0,10	1,09	1,43	2,06	2,00	2,10	2,20	2,40	2,50
10 ans - 2 ans	0,07	0,16	0,62	0,96	1,81	1,36	1,81	2,30	2,00	1,90	1,50	1,60
30 ans - 3 mois	(0,19)	0,31	1,01	1,09	2,92	2,63	3,38	3,60	3,60	3,65	3,70	3,60

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	T3	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	2,00	1,50	1,25	1,25	1,25
Bons du Trésor												
3 mois	4,18	4,43	3,98	3,83	1,88	2,50	1,90	1,75	1,40	1,25	1,25	1,40
Obligations fédérales												
2 ans	3,98	4,58	4,08	3,74	2,63	3,25	2,79	1,80	2,00	2,00	2,40	2,60
5 ans	4,01	4,56	4,21	3,87	2,91	3,46	3,17	2,65	2,60	2,70	2,90	3,20
10 ans	4,11	4,55	4,34	3,99	3,43	3,74	3,76	3,60	3,60	3,70	3,80	3,90
30 ans	4,20	4,49	4,45	4,10	3,94	4,08	4,23	4,10	4,10	4,15	4,20	4,30
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,17)	0,13	0,23	0,04	1,03	0,96	1,27	0,90	1,20	1,45	1,65	1,80
10 ans - 2 ans	0,13	(0,03)	0,26	0,25	0,80	0,49	0,97	1,80	1,60	1,70	1,40	1,30
30 ans - 3 mois	0,02	0,06	0,47	0,27	2,06	1,58	2,33	2,35	2,70	2,90	2,95	2,90
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	(0,86)	(0,39)	0,16	0,47	0,50	0,60	0,98	1,25	0,90	0,75	0,75	0,70
2 ans	(0,60)	(0,29)	0,12	0,67	1,01	0,63	0,80	0,50	0,40	0,30	0,20	0,20
5 ans	(0,53)	(0,37)	(0,02)	0,41	0,44	0,13	0,19	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00
10 ans	(0,54)	(0,48)	(0,24)	(0,04)	0,00	(0,24)	(0,03)	0,00	0,00	0,10	0,10	(0,10)
30 ans	(0,65)	(0,64)	(0,38)	(0,35)	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques