

La Courbe de rendement

28 novembre 2008

Des mesures inédites seront prises alors que les risques de déflation augmentent Les taux obligataires vont continuer de baisser

FAITS SAILLANTS

- Une période importante de désinflation s'est amorcée : les taux de dix ans semblent en voie de se rapprocher des creux des années 50. L'aplatissement de la courbe de rendement américaine va se poursuivre.
- La Réserve fédérale multiplie les mesures non traditionnelles : le rachat des MBS (Mortgage-backed security) d'agences devrait exercer des pressions baissières sur les taux d'intérêt de plus long terme, mais la nécessité d'adopter une politique de taux « zéro » semble inévitable.
- La Banque du Canada va accélérer le pas en termes d'assouplissement monétaire. En raison du retrait rapide de l'inflation, le taux directeur pourrait atteindre un creux historique de 1,0 % en 2009.
- Le contexte économique et financier maintiendra les taux des obligations canadiennes très bas au cours des prochains trimestres.

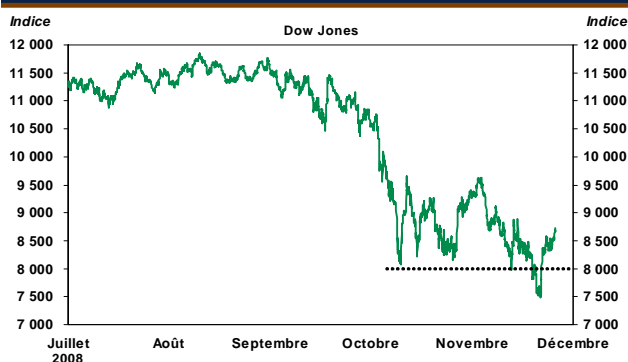
TABLE DES MATIÈRES

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
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis	12
Canada	13
Provinces	14
Tableaux	14-15

Sommaire

L'espoir d'une consolidation du système financier s'est envolé en novembre. La publication de plusieurs statistiques montrant une détérioration plus forte que prévu de l'activité économique, l'incertitude soulevée par les difficultés des trois grands fabricants automobiles et, surtout, le changement de cap du Trésor américain quant à l'utilisation du *Troubled Assets Relief Program (TARP)* ont ravivé les craintes des investisseurs sur les marchés financiers. Ainsi, après avoir testé le creux du 8 octobre, la Bourse américaine a franchi un pas de plus en novembre, poussant ses principaux indices à leurs plus bas niveaux depuis 1997, soit pour une correction de près de 50 % en un peu plus d'un an (graphique 1).

Graphique 1 – La Bourse a rebondi d'un nouveau creux...



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Avec la nomination – bien accueillie – de Tim Geithner comme secrétaire au Trésor sous l'administration d'Obama et avec le plan de sauvetage de Citigroup¹, New York est parvenu à

¹ Le 24 novembre 2008, le Trésor américain a annoncé qu'il garantissait, à hauteur de 306 G\$ US, les titres détenus par Citigroup. Le Trésor s'est par ailleurs engagé à injecter 20 G\$ US dans l'institution. Cela fait suite à une injection de 25 G\$ US que la banque a reçus en octobre sous le TARP. En échange de l'argent et des garanties, le Trésor va recevoir 27 G\$ US en actions préférentielles rémunérant un dividende de 8 %.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Francis Généreux
Économiste principal

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

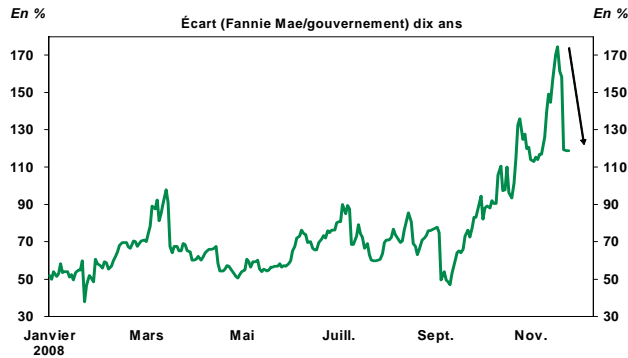
Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste

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

recouvrer une partie des pertes encourues au cours des derniers jours. Par ailleurs, la mesure de rachat de *Mortgage-backed security* (MBS) par la Réserve fédérale (Fed) a permis un rétrécissement important des écarts de crédit, mais la situation reste néanmoins hautement fragile (graphique 2).

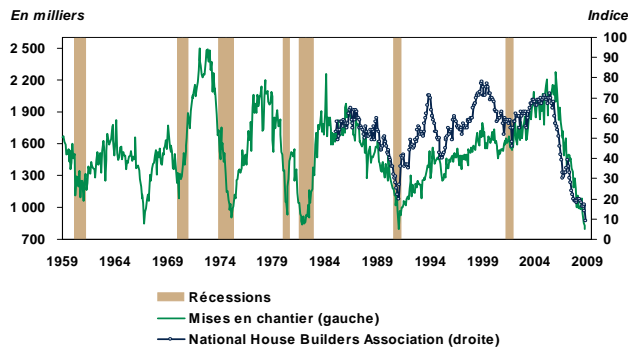
Graphique 2 – ...et les écarts de crédit des agences ont bénéficié de l'annonce de rachat de MBS de la part de la Fed



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Les données économiques du mois d'octobre sont sans équivoque. La chute du marché immobilier prend des proportions abyssales avec le plus faible niveau de mises en chantier jamais enregistré et un pessimisme inégalé au sein des constructeurs domiciliaires aux États-Unis (graphique 3).

Graphique 3 – Le marché immobilier encore fragile

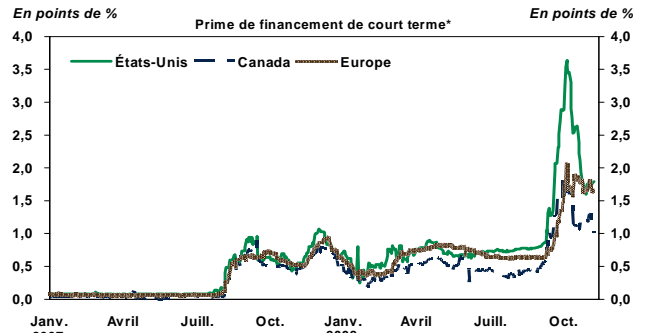


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Or, rien n'indique que la situation soit sur le point d'être résolue. Si les écarts de financement sur le marché monétaire se sont résorbés en partie (graphique 4), les effets du climat d'incertitude continuent de se faire sentir sur les taux de détail (graphique 5). Les taux d'intérêt hypothécaires plus élevés, jumelés au resserrement drastique des conditions de crédit des banques, n'annoncent pas un retournement imminent du marché immobilier.

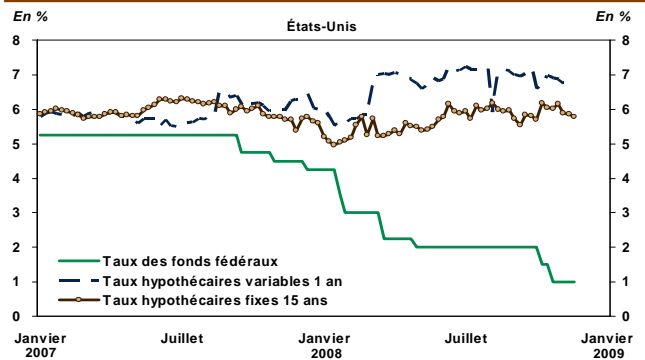
Par ailleurs, les ménages américains sont de plus en plus touchés. Déjà affectés par la perte de richesse liée à la baisse

Graphique 4 – Les écarts de financement se résorbent graduellement...



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

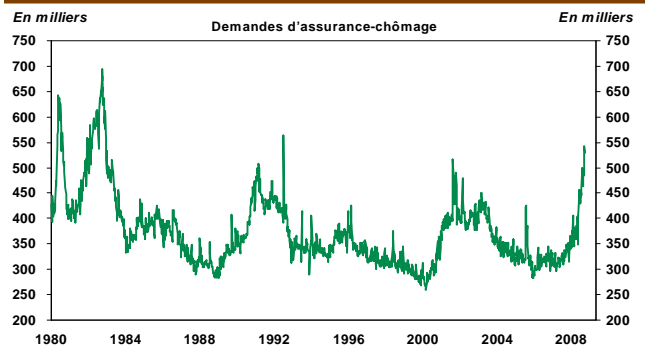
Graphique 5 – ...mais les taux de détail restent supérieurs à ceux observés au début de la crise



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

du prix des maisons et à la correction boursière, les consommateurs font face à une accélération des pertes d'emplois (graphique 6), ce qui continuera d'exercer des pressions à la baisse sur les revenus.

Graphique 6 – La détérioration du marché de l'emploi se poursuit

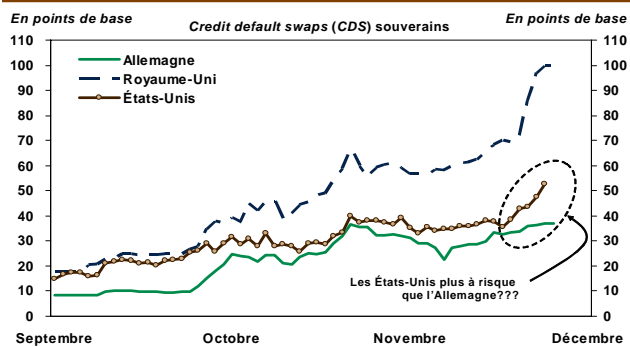


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, il est attendu que le président élu, Barack Obama, s'affaire à mettre sur pied un plan de relance visant à créer près de 2,5 millions d'emplois au cours des

deux prochaines années. Le coût colossal du plan (près de 700 G\$ US, soit 4 à 5 % du PIB), qui s'ajoute à un nombre important de mesures financières et fiscales déjà en place, continuera d'alimenter les discussions quant à la capacité du gouvernement américain à financer des déficits (graphique 7). Toutefois, nous sommes d'avis, dans un contexte d'accroissement de la production excédentaire, de *deleveraging* bancaire, d'un retour à l'épargne et de pertes d'emplois massives, que la déflation demeurera le thème prédominant en 2009².

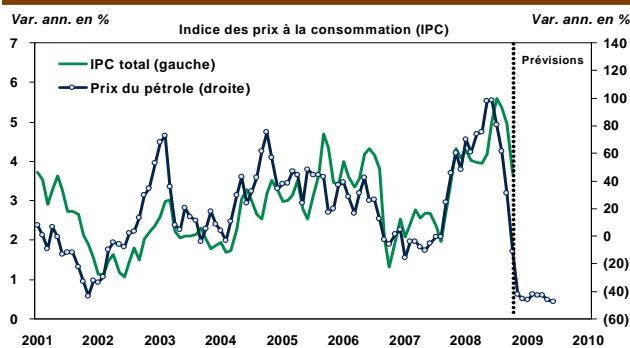
Graphique 7 – L'accroissement de la dette américaine commence à peser lourd sur les risques de défaut des États-Unis



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

À l'image de plusieurs autres statistiques économiques publiées pour le mois d'octobre, les résultats concernant l'inflation constituent une évidence de plus d'une contraction de l'activité économique au sud de la frontière. La période de désinflation (diminution du rythme de croissance des prix) que nous anticipions est maintenant bien enclenchée (graphique 8). Le compte rendu de la dernière réunion de la Réserve fédérale (Fed) converge à cet effet :

Graphique 8 – La chute marquée des prix de l'énergie devrait rapidement amener une diminution significative de l'inflation totale



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

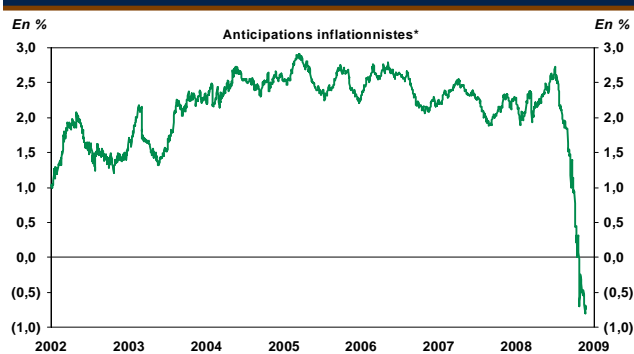
« [...] participants generally expected inflation to decline to levels consistent with price stability. Others, though, saw a risk that if resource utilization remained weak for some time, inflation could fall below levels consistent with the Federal Reserve's dual mandate for promoting price stability and maximum employment, a development that would pose important policy challenges in light of the already-low level of the Committee's federal funds rate target. »

La situation précaire des ménages s'est reflétée sur les prix des vêtements, qui ont connu une baisse de 1,0 % au cours du mois. Les prix du transport ont aussi connu une baisse significative, reflet de la chute des prix de l'essence (-13,9 %), mais aussi d'une troisième baisse consécutive des prix de la composante véhicules neufs et usagés (-0,7 %). Dans ces conditions, l'inflation de base (qui exclut les aliments et l'énergie) a déjoué nos pronostics à la baisse, enregistrant le premier recul mensuel depuis la récession du début des années 80.

Les ventes de l'Action de grâce (novembre) et de Noël (décembre) s'annoncent critiques pour l'inflation de base (qui exclut les aliments et l'énergie). Une faible période d'activité pourrait se traduire par des rabais des Fêtes plus élevés qu'à la normale, ce qui aurait pour effet de ramener l'inflation de base près de 1 % rapidement, une situation préoccupante pour la Fed.

À notre avis, avec les anticipations inflationnistes revues significativement à la baisse (graphique 9), la Fed devra privilégier une politique de taux d'intérêt « zéro » (ZIRP : *zero interest rate policy*) et s'engager à maintenir les taux à un faible niveau aussi longtemps qu'il le faudra.

Graphique 9 – Les marchés tablent sur une possibilité de déflation

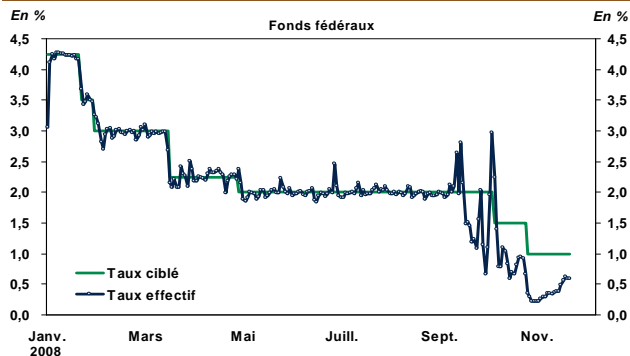


* Dérivées des Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) de cinq ans.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

² Voir *La Courbe de rendement* du 4 novembre pour plus de détails sur les raisons de ne pas s'inquiéter de l'augmentation de la dette.

Pour des raisons techniques³, il est possible que la Fed s'arrête à 0,25 %, mais l'effet marginal serait le même. Le taux effectif des fonds fédéraux a remonté quelque peu au cours des derniers jours en raison de l'appréciation du taux de rémunération des réserves excédentaires (maintenant rémunérées au taux cible), mais le niveau actuel signale que la Fed s'appête à abaisser son taux directeur davantage à sa réunion du 16 décembre (graphique 10).

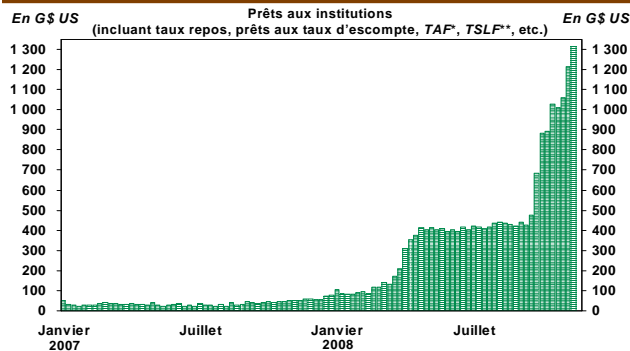
Graphique 10 – Les taux effectifs demeurent inférieurs à la cible



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, les mesures non traditionnelles, plus quantitatives (injection excédentaire de liquidités), vont se poursuivre. En laissant la base monétaire augmentée, la Fed ne stérilise plus entièrement ses injections de liquidités dans le système financier (graphique 11), et les facilités de crédit sont multipliées.

Graphique 11 – La Fed pousse encore plus loin ses interventions

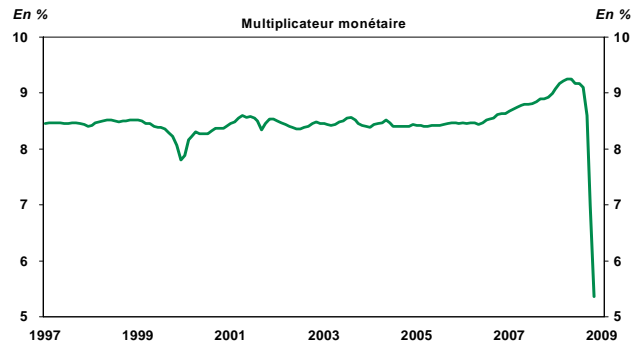


* Term Auction Facility; ** Term Securities Lending Facility.
Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Après les mesures de rachat direct de papier commercial auprès des entreprises (1 800 G\$ US) et des fonds de marché monétaire, la Fed a annoncé cette semaine qu'elle comptait mobiliser 600 G\$ US pour le crédit immobilier⁴ et 200 G\$ US pour le crédit à la consommation, poussant l'engagement du gouvernement jusqu'à présent à des niveaux astronomiques (tableau 1 à la page 5). Ces dernières mesures visent essentiellement à stabiliser (et préférablement à diminuer) les taux de détail.

L'accroissement significatif du bilan de la Fed a eu des répercussions importantes sur la base monétaire, mais le resserrement des conditions de crédit fait que les banques sont peu enclines à prêter les fonds. Dans ces conditions, le multiplicateur monétaire⁵ a fortement diminué au cours des dernières semaines (graphique 12), une situation qui s'apparente de plus en plus à une trappe de liquidité. Pour résoudre la situation, il semble inévitable que la Fed abaisse son taux directeur à près de 0 %, afin d'inciter les banques à allonger la durée de leurs prêts bancaires.

Graphique 12 – La base monétaire augmente à un rythme plus rapide que la masse monétaire



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre
Économiste principal

³ Entre autres choses, un taux de 0 % pourrait créer des distorsions sur les fonds du marché monétaire si la faiblesse des taux poussait les rendements à un niveau inférieur aux coûts de gestion des fonds et forçait les investisseurs à liquider leurs positions. Toutefois, l'exemple du Japon, qui a maintenu son taux directeur à 0 % sur une longue période, montre qu'il n'y a pas de limite pratique.

⁴ De ce montant, jusqu'à 100 G\$ US serviront directement au rachat d'obligations Government Sponsored Enterprises (GSE) liées au marché de l'habitation, et jusqu'à 500 G\$ US pour le rachat sur le marché secondaire de MBS de GSE.

⁵ Le multiplicateur monétaire correspond au ratio entre la masse monétaire au sens large (M2) sur la base monétaire (M0).

Tableau 1

Coûts des mesures gouvernementales annoncées

En G\$ US (données disponibles en date du 27 novembre 2008)	<i>Date de l'annonce</i>	<i>Montant alloué</i>	<i>Montant utilisé</i>
Réserve fédérale		5 554,9	
<i>Term Auction Facility (TAF)</i> Emprunts d'une échéance d'au plus 28 jours en échange de collatéral.	12 déc. 2007	900,0	415,3
<i>Term Securities Lending Facility (TSLF)</i> Les premiers négociants peuvent obtenir des bons du Trésor en échange d'autres titres.	11 mars 2008	205,0	191,3
<i>Net Portfolio Maiden Lane</i> Fonds pour le rachat de Bear Stearns par J. P. Morgan.	14 mars 2008	28,8	26,9
<i>Primary Dealer Credit Facility</i> Ligne de crédit pour les premiers négociants et les firmes de courtage.	16 mars 2008	50,2	50,2
<i>ABCP MMMF* Liquidity Facility</i> Prêts accordés aux banques pour acheter des PCAA** détenus par les fonds mutuels.	19 sept. 2008	69,8	69,8
<i>Net Portfolio Commercial Paper Funding</i> Achat de papier commercial émis par les entreprises.	7 oct. 2008	1 800,0	265,7
<i>Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)</i> Facilite la vente d'actifs du marché monétaire sur le marché secondaire.	21 oct. 2008	540,0	n.d.
<i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)</i> Prêts garantis pas des titres adossés à des créances de cons. et de petites entreprises.	25 nov. 2008	200,0	0,0
<i>GSEs Direct Obligations and MBS</i> Achat d'obligations émises par les GSE et de MBS garantis par les GSE.	25 nov. 2008	600,0	0,0
<i>Discount Window</i> Facilité de prêt permanente pour les banques commerciales.	---	91,7	91,7
<i>Securities Lending Overnight Facility</i> Prêts de titres du Trésor pour un jour.	---	14,2	14,2
<i>Other Credit Extensions</i> Aide accordée à American International Group (AIG) (122,8 G\$) et à Citigroup (326 G\$).	---	448,8	448,8
<i>Other Assets</i>	---	606,4	606,4
Federal Deposit Insurance Corp (FDIC)		1 400,0	
<i>FDIC Temporary Liquidity Guarantee Program</i> Garanties sur les prêts interbancaires dont 139 G\$ à GE Capital.	14 oct. 2008	1 400,0	n.d.
Département du Trésor		1 147,0	
<i>Economic Stimulus Act</i> Chèques de rabais d'impôt.	13 févr. 2008	168,0	168,0
<i>Freddie Mac and Fannie Mae Bailout</i> Achat de titres de dette de court terme émis par Freddie Mac et Fannie Mae.	7 sept. 2008	200,0	0,0
<i>Treasury Exchange Stabilization Fund</i> Utilisation du fonds de stabilisation de change pour garantir les fonds de marché monétaire.	18 sept. 2008	50,0	50,0
<i>Tax Breaks for Banks</i> Rabais d'impôt pour les institutions qui achètent des banques en difficulté.	30 sept. 2008	29,0	0,0
<i>Troubled Asset Relief Program (TARP)</i> Plan Paulson de 700 G\$.	3 oct. 2008	700,0	350,0
Federal Housing Administration (FHA)		300,0	
<i>Hope for Homeowners</i> Garanties de prêts pour les emprunteurs hypothécaires en difficulté.	1 oct. 2008	300,0	300,0
Total		8 401,9	

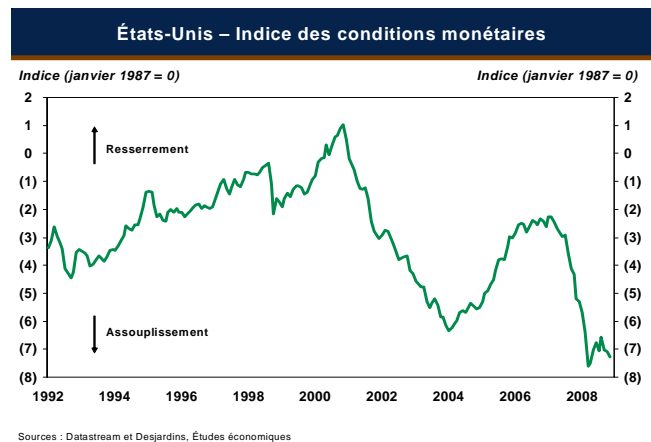
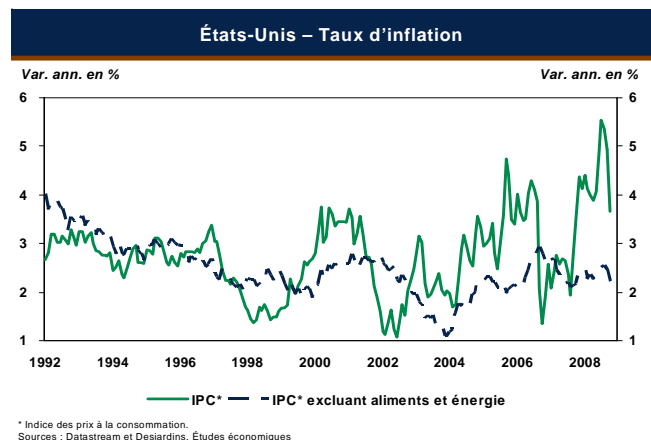
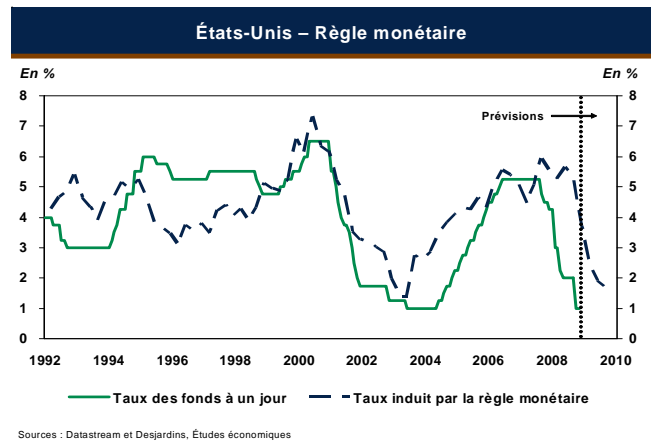
n.d. : non disponible; * Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) Money Market Mutual Fund (MMMF); ** Papier commercial adossé à des actifs.
 Source : Desjardins, Études économiques

RÉSERVE FÉDÉRALE

La marge de manœuvre est mince, mais la baisse des taux directeurs se poursuivra

- L'étendue de la crise financière et l'incapacité des marchés à connaître une accalmie durable ont poussé les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) et du Trésor américain à agir de nouveau. Les dernières semaines nous ont amené le sauvetage de Citigroup et la mise en place de nouvelles mesures visant à faciliter le marché du crédit. La Fed a également continué à injecter d'énormes sommes en liquidités et en prêts aux institutions afin de contenir une dégradation de la crise.
- Ces mesures se font en parallèle avec la politique monétaire traditionnelle axée sur les changements de la cible des fonds fédéraux. Que la Fed multiplie les autres facilités de crédit ne veut pas dire que la politique monétaire n'est plus un outil utile. Toutefois, le resserrement des conditions de crédit a fortement limité la portée de la baisse massive des taux directeurs. De plus, à 1,0 %, les munitions sont de plus en plus limitées. Il faut quand même s'attendre à d'autres baisses des taux au cours des prochaines réunions, et une politique de taux « zéro » ne peut maintenant être mise de côté.
- Les hésitations de cet été concernant l'effet inflationniste de la politique monétaire ont évidemment été écartées par l'ampleur de la crise financière et du ralentissement économique, mais aussi par la diminution marquée des pressions sur les prix. La baisse de plus de 50 % du prix de l'essence aux États-Unis est un facteur important de la désinflation observée depuis quelques mois. Ainsi, l'indice des prix à la consommation (IPC) a affiché en octobre la plus importante décroissance mensuelle enregistrée : -1,0 %. Ce recul a porté l'inflation sur 12 mois de 4,9 % à 3,7 %. Il n'y a pas que l'énergie qui a contribué à cette diminution. D'autres catégories de biens ont connu des reculs de prix, si bien que, pour la première fois depuis 1983, l'IPC de base, qui exclut les aliments et l'énergie, a aussi diminué en octobre (-0,1 %). En variation annuelle, cette mesure est passée de 2,5 % à 2,2 %.
- Il faut s'attendre à d'autres modérations des prix. Premièrement, le coût de l'énergie poursuit sa baisse. Deuxièmement, en limitant la croissance de la demande, en élargissant la surcapacité de production et en détériorant le marché du travail, la récession provoque des pressions à la baisse sur l'évolution des autres prix. Ainsi, l'inflation rapide d'il y a quelques mois fait place à une désinflation qui risque maintenant de se manifester en une déflation si la crise financière et économique se prolonge.

Prévisions : L'ampleur de la crise et le retournement des pressions inflationnistes en pressions déflationnistes inciteront la Fed à diminuer davantage les taux directeurs bien que les prochains mouvements seront évidemment limités par la faiblesse de l'actuelle cible des fonds fédéraux. Ainsi, ce taux passera de 1,00 % à 0,50 % lors de la réunion des 15 et 16 décembre. Le mouvement suivant devrait avoir lieu dès janvier où le taux sera porté à 0,25 % pour y demeurer tout au long de 2009.



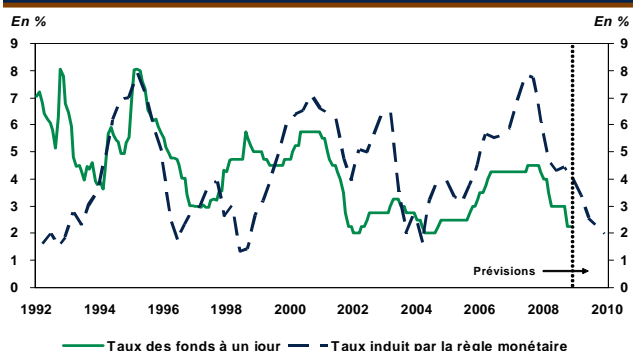
BANQUE DU CANADA

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

- L'économie canadienne continue à tirer son épingle du jeu, mais une période de contraction économique semble maintenant inévitable. Les ventes au détail ont augmenté de 1,1 % en septembre, démontrant une fois de plus à quel point les dépenses de consommation constituent l'un des piliers de la croissance de l'économie canadienne. Il est cependant à craindre que d'importantes fissures se matérialisent prochainement au sein de ces piliers. En outre, la confiance des consommateurs canadiens s'est de nouveau détériorée significativement en octobre et en novembre, touchant son plus bas niveau depuis la récession des années 90. Ainsi, si le trimestre estival s'annonce positif, il est probable que l'économie canadienne entrera en récession à la fin de 2008 et au début de 2009.
- Le Canada devrait connaître, selon le ministère des Finances, une récession technique à la fin de 2008 et au début de 2009. Toutefois, le gouvernement n'entrevoit pas faire de déficit pour relancer l'économie. Le ministre propose plutôt de réduire ses dépenses de 4,9 G\$ au cours de l'exercice 2009-2010 pour équilibrer son budget.
- Dans la même veine, Mark Carney, le gouverneur de la Banque du Canada (BdC), a prononcé à Londres le 19 novembre un discours sans équivoque : « En dépit des avantages que présente son secteur financier, le Canada, étant l'une des économies les plus ouvertes du globe, a été fortement secoué par les événements survenus sur la scène internationale. [...] il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation à moyen terme ».
- La BdC détient toute la marge de manœuvre voulue. En raison de la baisse marquée des prix de l'énergie, il fallait s'attendre à un recul de l'inflation en octobre. Toutefois, les prix des autres biens et services ont aussi diminué de façon significative, de sorte que le repli de l'inflation totale et de l'inflation de référence (qui exclut huit des éléments les plus volatils) est plus prononcé que prévu. Avec la crise financière qui n'en finit plus, la baisse des prix du pétrole brut et la récession aux États-Unis et un peu partout sur la planète (probablement aussi au Canada), les pressions pour une réduction des prix seront de plus en plus importantes au cours des prochains mois. La baisse du taux annuel devrait donc se poursuivre jusqu'à l'été 2009, où un creux près de 0 % est attendu. Dans ces conditions, nous ne pouvons pas écarter la possibilité d'une déflation (variation annuelle négative des prix) pour une période de quelques mois.

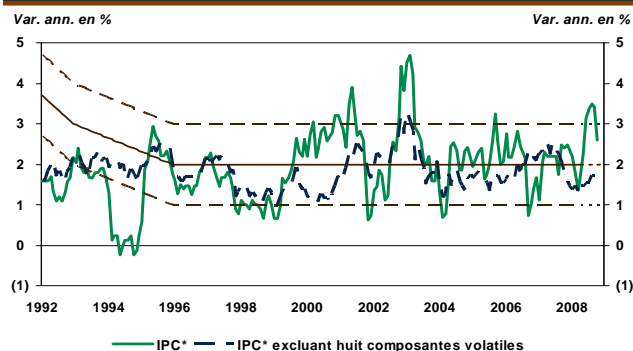
Prévisions : L'inflation devrait évoluer sous la fourchette cible de la BdC (entre 1 % et 3 %) d'ici quelques mois. Les risques de déflation pourraient donc préoccuper de plus en plus les autorités monétaires. Le contexte est ainsi favorable à d'autres baisses des taux directeurs dans les prochains mois. Après la baisse de 25 points de base décrétée en octobre, la BdC devrait poursuivre son assouplissement monétaire de 50 points de base, à 1,75 %, à sa réunion du 9 décembre.

Canada – Règle monétaire



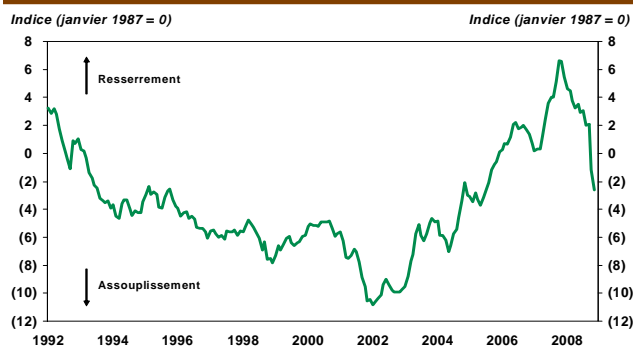
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

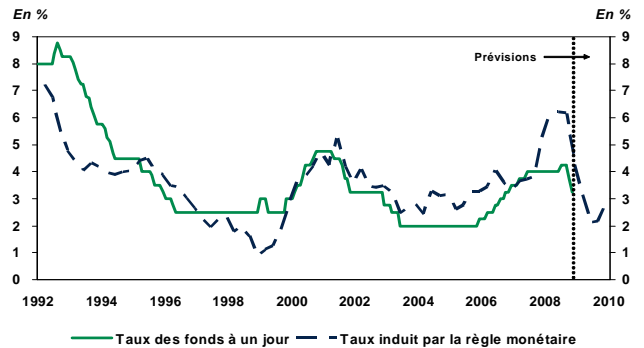
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

L'assouplissement se poursuivra en zone euro

- Comme prévu, la Banque centrale européenne (BCE) a continué à réduire son taux directeur en novembre en procédant à une deuxième baisse de 50 points de base en moins d'un mois. Une diminution de 75 points a même été envisagée lors de cette réunion, ce qui ouvre clairement la porte à d'autres assouplissements au cours des prochains mois.
- L'économie eurolandaise a reculé de 0,2 % (non annualisé) au troisième trimestre, une diminution semblable à celle du trimestre précédent, qui confirme que la zone est en récession. La contraction du PIB réel devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, alors que les indicateurs d'activité des secteurs manufacturiers et des services ont atteint un nouveau creux en novembre. Les dernières statistiques montrent aussi que la confiance des entreprises est à son plus faible niveau depuis la récession du début des années 90 en Allemagne et en France, les deux moteurs de la zone. Sans encore parler de *credit crunch*, la BCE reconnaît maintenant que « *recent intensification of the financial tensions has triggered slower provision of bank credit to euro area resident* ». Elle a ainsi souligné à plusieurs reprises à quel point il est important que le secteur bancaire joue son rôle en ne restreignant pas de façon exagérée le crédit aux ménages et aux entreprises. L'assouplissement modeste des conditions monétaires à la suite de la dévaluation de l'euro et de la baisse de 100 points du taux directeur ne paraît pas suffisant face à une telle détérioration des perspectives économiques. Des mesures de stimulation fiscale viendront aussi soutenir l'économie européenne, alors que la Commission européenne vient de proposer un plan de relance de 200 G€, soit l'équivalent de 1,5 % du PIB de l'Union européenne.
- La correction sans précédent des prix des matières premières et le ralentissement économique ont fortement fait diminuer les pressions inflationnistes en zone euro. D'un sommet de 4 % cet été, le taux annuel d'inflation a fondu à 2,1 % en novembre selon l'estimation préliminaire, et cette tendance se poursuivra au cours des prochains mois. La BCE prévoit maintenant que l'inflation retournera près de sa cible de 2 % en 2009, et ajoute que « *some even stronger downside movement in HICP inflation cannot be excluded around the middle of next year* ». Elle ne voit cependant pas de risques sérieux de déflation pour le moment, alors que la progression des salaires demeure élevée.

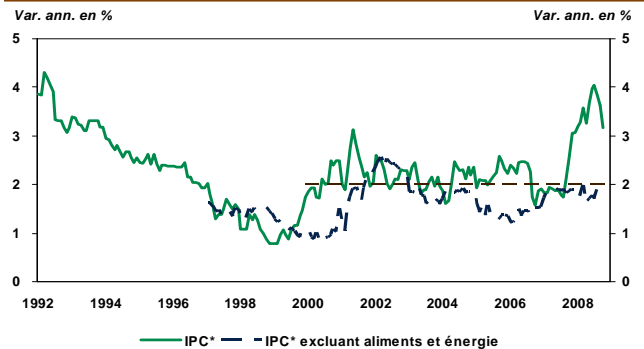
Prévisions : Même si elle ne semble pas encore prête à abaisser son taux directeur de façon aussi rapide que ses consœurs américaine et britannique, la BCE continuera d'assouplir sa politique monétaire au cours des prochains mois pour tenter de soutenir l'économie eurolandaise. Nous prévoyons ainsi une baisse d'au moins 50 points du taux directeur dès le 4 décembre. Ce taux devrait descendre à un creux de 2,0 % l'an prochain.

Zone euro – Règle monétaire



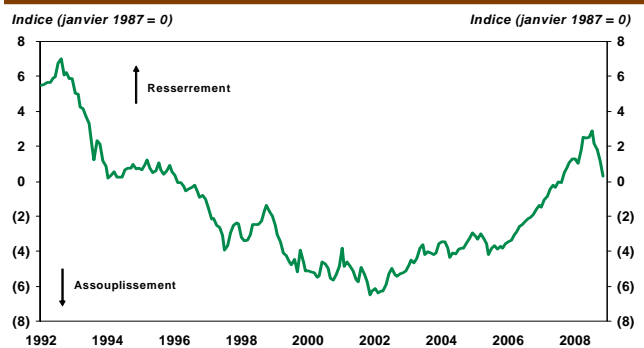
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

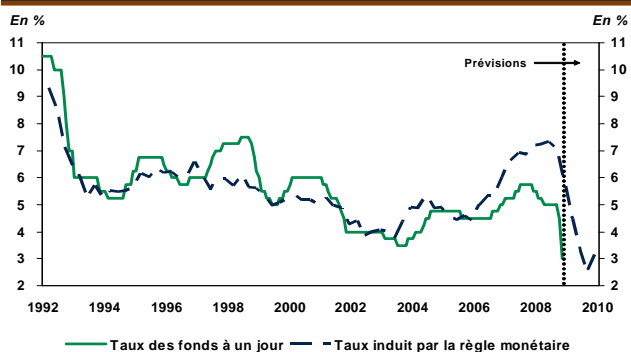
BANQUE D'ANGLETERRE

La Banque réduit son taux directeur à toute vitesse

- La Banque d'Angleterre (BoE) a fait preuve d'audace en faisant passer son taux directeur de 4,50 % à 3,00 % en novembre. Cette diminution spectaculaire de 150 points a surpris les analystes qui prévoyaient un assouplissement plus progressif. Le compte rendu de la dernière rencontre de la BoE a révélé que « *The projections in the Inflation Report implied that a very significant reduction in Bank rate – possibly in excess of 200 basis points – might be required in order to meet inflation target in the medium term* ». D'autres baisses du taux directeur paraissent donc assurées au cours des prochains mois.
- La chute de la livre sterling et la baisse importante du taux directeur britannique ont déjà entraîné un assouplissement significatif de conditions monétaires au Royaume-Uni. Toutefois, la détérioration du contexte économique est telle que d'autres gestes seront certainement nécessaires. La récession a été officialisée au Royaume-Uni avec une contraction de 0,5 % (non annualisée) du PIB réel au troisième trimestre de 2008. D'autres reculs marqués paraissent inévitables au cours des prochains trimestres alors que tous les secteurs de l'économie britannique connaissent des difficultés. La consommation des ménages, l'investissement et les exportations se sont ainsi tous contractés cet automne. Le gouvernement britannique fait sa part pour limiter les dégâts. Après avoir mis en place d'importantes mesures pour soutenir les banques, il a annoncé au cours des derniers jours des mesures fiscales d'une valeur de 20 G£, incluant une baisse temporaire de 2,5 % de la taxe de vente, pour tenter de limiter l'ampleur de la récession.
- La modération de l'inflation a finalement débuté alors que le taux annuel est passé de 5,2 % à 4,5 % en octobre. Grâce à l'effondrement des prix de l'énergie, la modération de l'inflation se poursuivra, et la BoE prévoit maintenant un retour près de la cible de 2 % quelque part au début de l'an prochain. La principale crainte de la BoE est maintenant que la récession entraîne l'inflation sous la cible de 2 %. Si cette crainte se matérialisait, il faudrait s'attendre à voir les taux descendre très bas, puisque le gouverneur King déclarait récemment que les autorités monétaires « *are prepared to cut bank rate to whatever level is necessary* ».

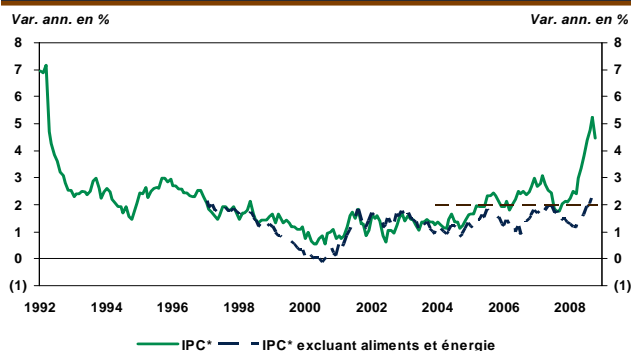
Prévisions : Tous les acteurs britanniques reconnaissent que l'économie connaîtra une importante récession et que l'ennemi à combattre n'est plus l'inflation. La BoE risque de surprendre encore les marchés en abaissant rapidement son taux directeur, et nous prévoyons une baisse de 100 points de base dès la réunion de décembre.

Royaume-Uni – Règle monétaire



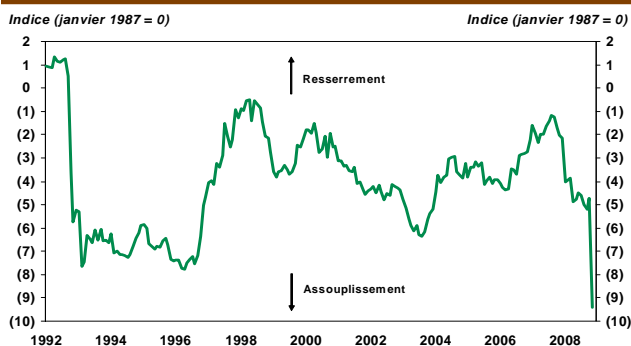
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

Pas d'autres baisses de taux... pour l'instant

- La Banque du Japon (BoJ) a choisi de laisser son taux directeur inchangé à 0,30 % lors de sa dernière réunion de politique monétaire tenue le 20 novembre dernier. Cette décision était attendue, d'autant plus que la précédente baisse annoncée en octobre n'avait pas fait l'unanimité au sein du comité de politique monétaire. L'économie nipponne n'est pas épargnée par les difficultés économiques et financières qui s'étendent dans le monde, mais les autorités monétaires devraient patienter quelque temps encore avant de renouer avec des taux à 0 %.
- Le PIB réel du Japon a reculé de 0,4 % à rythme annualisé au troisième trimestre, une deuxième contraction de suite, ce qui a permis d'officialiser une récession technique. Dans son dernier rapport mensuel sur les récents développements économiques et financiers, la BoJ mentionne que les difficultés de l'économie devraient se poursuivre au cours des prochains trimestres, au fur et à mesure que le ralentissement s'étendra à l'économie mondiale. Les exportations japonaises sont en baisse depuis le mois d'août, ce qui a par ailleurs conduit à un léger déficit commercial. Pour l'instant, la baisse de la demande se concentre principalement en Europe de l'Ouest et aux États-Unis, mais déjà on constate un plafonnement des livraisons en direction de l'Asie. La demande intérieure nipponne sera également sous pression en raison de la faible confiance des consommateurs et des entreprises. Les investissements non résidentiels ont accusé une baisse annualisée de 6,7 % au troisième trimestre.
- L'inflation totale se replie au Japon avec la baisse des prix de l'énergie et des matières premières. En octobre, le taux d'inflation s'est chiffré à 1,7 %, une réduction de quatre dixièmes de point par rapport au mois précédent, mais si l'on exclut la variation annuelle des prix de l'énergie et des aliments frais, le taux d'inflation demeure timidement en zone positive à 0,2 %. Un retour à la déflation n'est donc pas écarté à moyen terme.
- L'indice des conditions monétaires continue d'augmenter en raison de l'appréciation du yen. Les niveaux atteints s'apparentent à ceux des années 2000 et 2001 alors que la BoJ avait dû ramener son taux directeur à 0 %. Toutefois, la baisse du PIB réel était plus marquée à l'époque, et la tendance des prix était clairement déflationniste.

Prévisions : La récession s'est confirmée au Japon, et l'inflation est en baisse. Le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'attendent respectivement à une contraction de 0,2 % et de 0,1 % du PIB réel japonais en 2009. La BoJ devrait poursuivre son *statu quo*, mais le retour d'une politique quantitative, jumelée à un taux d'intérêt directeur à 0 %, gagnerait en crédibilité si la situation se dégradait plus qu'anticipé.

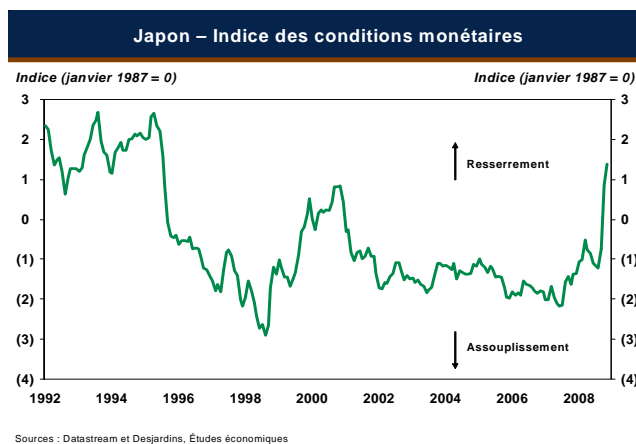
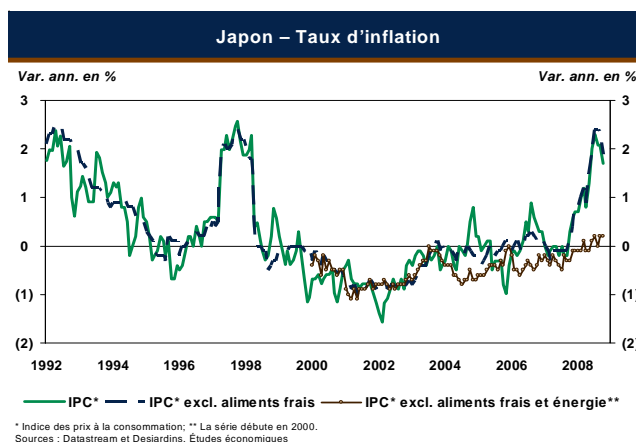
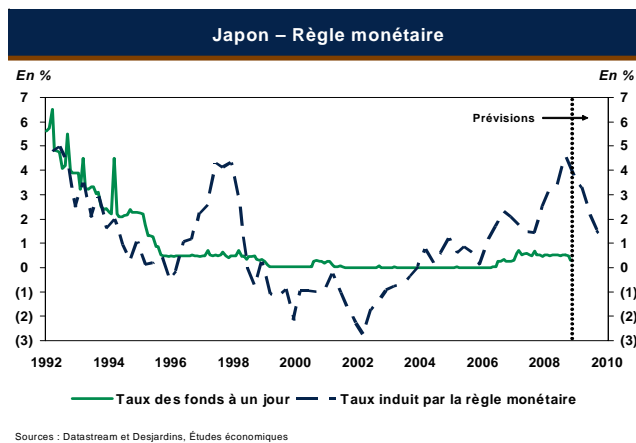


Tableau 2
Taux d'intérêt directeurs

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	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25
Canada												
Taux des fonds à un jour	4,25	4,25	4,50	4,25	3,50	3,00	3,00	1,75	1,25	1,00	1,00	1,00
Zone euro												
Taux de refinancement	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
Royaume-Uni												
Taux de base	5,25	5,50	5,75	5,50	5,25	5,00	5,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
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 3
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Septembre 2008			
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
6	Banque d'Angleterre	-150 p.b.	3,00
6	Banque centrale européenne	-50 p.b.	3,25
20	Banque du Japon	s.q.	0,30
28	Banque du Mexique	s.q.	8,25

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 4
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
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
19	Banque du Japon
Mars 2009	
3	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Canada
5	Banque d'Angleterre

Source : Desjardins, Études économiques

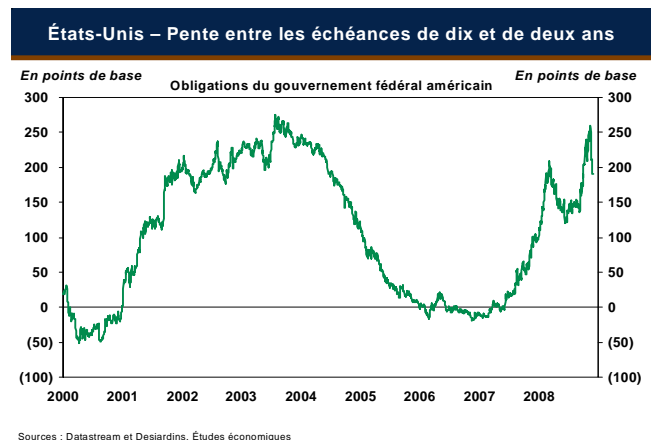
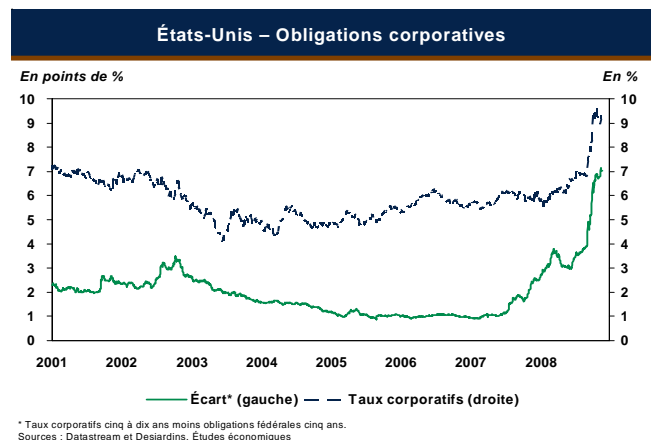
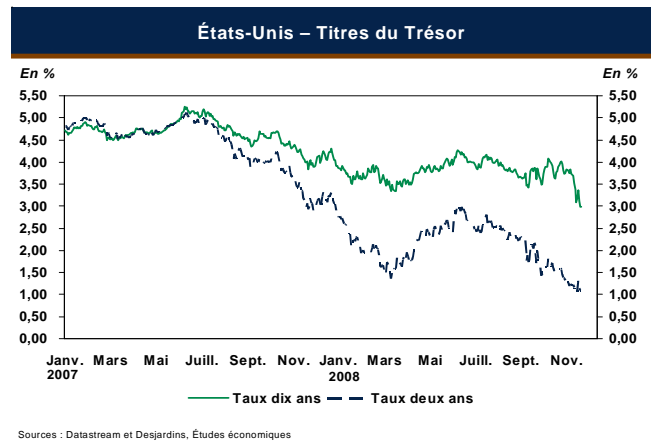
MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

La période désinflationniste se traduit par un aplatissement de la courbe

OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

- En raison de l'assombrissement des perspectives économiques, 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 1,0 % pour la première fois de l'histoire, le 21 novembre dernier. 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.
- Après les craintes liées à l'accroissement significatif de la dette américaine, le retrait plus rapide que prévu de l'inflation en octobre a été favorable aux échéances plus longues du marché obligataire. Les taux de dix ans ont ainsi fortement chuté, passant de près de 4,0 %, au début du mois, à moins de 3 %, récemment.
- L'accroissement significatif de la dette continuera d'alimenter les débats sur la capacité des États-Unis de financer des déficits astronomiques, mais, à court terme, la détérioration du contexte économique et le spectre de la déflation resteront à l'avant-plan. Dans ces conditions, il est probable que les taux des plus longues échéances poursuivront sur une tendance baissière. La possibilité d'enregistrer une croissance nominale négative du PIB en 2009 pourrait ramener les taux de dix ans à leur plus bas niveau depuis les années 50. À ce moment, les taux de dix ans avaient atteint un creux historique de près de 1,50 %.
- Les difficultés économiques et financières ainsi que le risque de déflation devraient inciter la Fed à poursuivre son assouplissement monétaire, mais, à près de 1,0 %, le potentiel de baisse des taux de deux ans est assez limité, ce qui devrait se traduire par un aplatissement de la courbe de rendement. Après avoir atteint plus de 250 points de base, l'écart entre les échéances de dix ans et de deux ans s'est rétréci d'environ 60 points, à 190 points de base. La baisse anticipée des taux de dix ans devrait permettre de fermer cet écart davantage.
- La mesure de rachat de *Mortgage-backed security (MBS)* par la Fed a permis un rétrécissement important des écarts de crédit, mais la situation reste néanmoins hautement fragile. En particulier, les écarts de crédits corporatifs restent très élevés à la hausse en raison de la détérioration du contexte économique et de l'augmentation des risques de défaut.

Prévisions : En dépit d'un accroissement significatif de la dette publique américaine, l'assombrissement des perspectives économiques et l'amorce d'une période désinflationniste sont maintenant compatibles avec un aplatissement de la courbe de rendement.

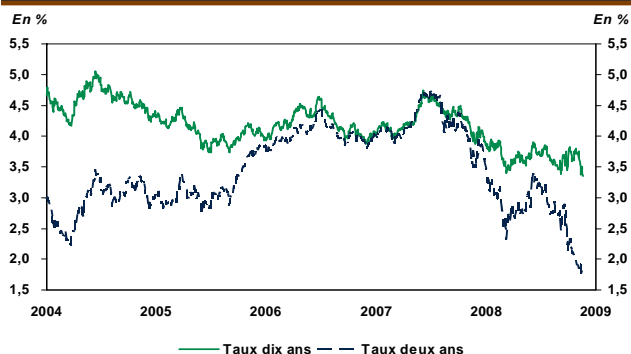


OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Comme prévu, la persistance des tensions financières, l'assombrissement des perspectives économiques mondiales et les importantes pressions désinflationnistes découlant de l'effondrement des prix des matières premières ont continué à favoriser les obligations fédérales canadiennes.
- Le taux des échéances de deux ans est ainsi passé de 2 % à la fin du mois d'octobre à environ 1,75 % aujourd'hui. Ce niveau, le plus faible depuis plusieurs décennies, reflète les anticipations de baisses du taux directeur canadien. Ce dernier pourrait atteindre un creux de 1 % l'an prochain. Les taux des échéances de dix ans ont aussi enregistré une baisse importante à partir de la mi-novembre, descendant même sous les 3,35 %. La diminution des pressions inflationnistes et l'influence des taux américains expliquent ce recul. Après être passée au-dessus des 180 points au début de novembre, la pente de la courbe canadienne a légèrement diminué aux environs de 160 points, un niveau similaire à celui de la fin d'octobre.
- Quoiqu'elle soit importante, la diminution des taux fédéraux a été moins prononcée au Canada qu'aux États-Unis en novembre. L'écart entre les taux de deux ans canadien et américain est ainsi passé d'un peu plus de 40 points à près de 70 points. Le taux de dix ans canadien, qui était inférieur à celui des États-Unis le mois passé, le dépasse maintenant de près de 30 points. Il faut dire que les risques de déflation paraissent moins importants de ce côté-ci de la frontière.
- Encore une fois, la baisse importante des taux des obligations fédérales n'a pas véritablement profité aux entreprises canadiennes. Le taux des obligations corporatives est demeuré pratiquement inchangé au cours des dernières semaines. L'écart entre les taux corporatifs et fédéraux a ainsi continué à se creuser rapidement en novembre pour s'approcher de 300 points.

Prévisions : Le contexte économique et financier maintiendra les taux des obligations canadiennes très bas au cours des prochains trimestres. Nous continuons de recommander de miser sur une légère diminution des taux d'ici la mi-2009, alors que la Banque du Canada poursuivra son assouplissement monétaire. Malgré la dégradation de la situation budgétaire américaine, le taux de dix ans canadien devrait demeurer légèrement supérieur à celui des États-Unis étant donné que nous anticipons un ralentissement moins marqué de l'économie et de l'inflation au Canada.

Canada – Obligations fédérales



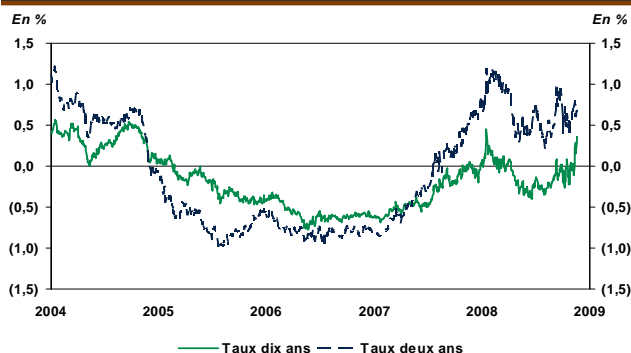
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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



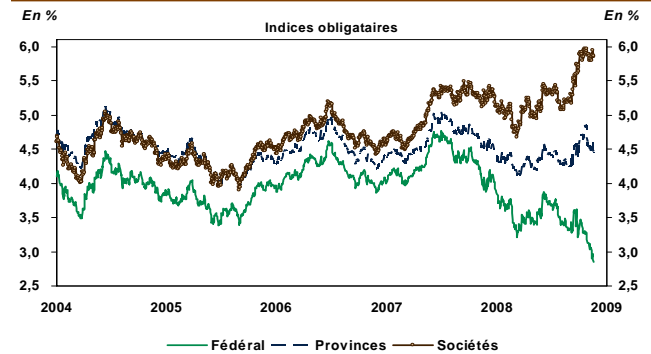
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES

- Contrairement aux obligations corporatives, les obligations provinciales ont profité de la récente diminution des taux obligataires canadiens. Les taux des obligations provinciales de dix ans ont ainsi reculé d'environ 30 points de base depuis la fin du mois d'octobre. L'écart entre les titres provinciaux et fédéraux est ainsi demeuré pratiquement inchangé. Sur une base relative, les obligations de la Colombie-Britannique se sont appréciées, particulièrement par rapport à celles de l'Ontario, ce qui pourrait refléter la meilleure situation économique et budgétaire de cette province.
- Comme partout dans le monde, les perspectives économiques des provinces canadiennes continuent d'être revues à la baisse. L'Ontario est particulièrement touché par la faiblesse de la demande américaine et par les difficultés de l'industrie automobile. La production ontarienne étant essentiellement axée sur des modèles énergivores, ses usines automobiles semblent à risque dans un contexte de réorganisation des trois grands fabricants américains. Une récession, qui pourrait durer trois trimestres, paraît donc inévitable dans cette province. Le Québec est aussi durement touché, mais il pourrait éviter la récession de justesse grâce aux importants investissements des gouvernements dans les infrastructures. Finalement, les provinces qui bénéficiaient jusqu'à cet été de la poussée des prix des matières premières devront maintenant encaisser les contrecoups de l'effondrement des prix des produits de base.

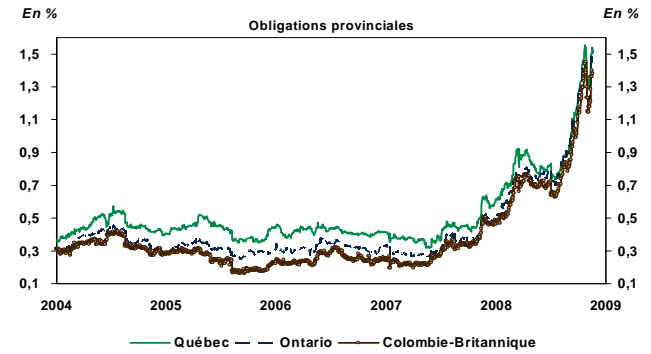
Prévisions : Les baisses récentes des taux des obligations provinciales, malgré le maintien de tensions financières intenses, sont encourageantes. Les écarts de crédits provinciaux demeurent cependant extrêmement élevés, et le risque d'un nouvel accroissement est présent à court terme alors que le contexte économique risque de favoriser les titres fédéraux. Nous continuons cependant de prévoir un rétrécissement des écarts à moyen terme, particulièrement à partir de la mi-2009.

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 5
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	800	0,1	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	1 201	(1 072)	(0,4)	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 6
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	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25
Bons du Trésor												
3 mois	5,04	4,82	3,82	3,36	1,38	1,90	0,92	0,10	0,10	0,10	0,10	0,20
Obligations fédérales												
2 ans	4,58	4,87	3,96	3,07	1,62	2,61	1,99	1,10	0,95	0,90	0,90	1,00
5 ans	4,54	4,93	4,23	3,46	2,47	3,33	2,98	2,10	1,85	1,70	1,80	2,00
10 ans	4,65	5,03	4,58	4,03	3,43	3,98	3,82	3,00	2,70	2,50	2,60	2,75
30 ans	4,85	5,13	4,83	4,45	4,30	4,53	4,30	3,70	3,60	3,55	3,60	3,70
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,50)	0,11	0,41	0,10	1,09	1,43	2,06	2,00	1,75	1,60	1,70	1,80
10 ans - 2 ans	0,07	0,16	0,62	0,96	1,81	1,36	1,84	1,90	1,75	1,60	1,70	1,75
30 ans - 3 mois	(0,19)	0,31	1,01	1,09	2,92	2,63	3,38	3,60	3,50	3,45	3,50	3,50

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 7
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	1,75	1,25	1,00	1,00	1,00
Bons du Trésor												
3 mois	4,18	4,43	3,98	3,83	1,88	2,50	1,90	1,50	1,20	1,00	1,00	1,20
Obligations fédérales												
2 ans	3,98	4,58	4,08	3,74	2,63	3,25	2,79	1,75	1,65	1,65	1,65	1,70
5 ans	4,01	4,56	4,21	3,87	2,91	3,46	3,17	2,50	2,45	2,25	2,30	2,40
10 ans	4,11	4,55	4,34	3,99	3,43	3,74	3,76	3,25	2,95	2,80	2,80	2,90
30 ans	4,20	4,49	4,45	4,10	3,94	4,08	4,23	3,90	3,90	3,75	3,85	3,95
Pente												
5 ans - 3 mois	(0,17)	0,13	0,23	0,04	1,03	0,96	1,27	1,00	1,25	1,25	1,30	1,20
10 ans - 2 ans	0,13	(0,03)	0,26	0,25	0,80	0,49	0,97	1,50	1,30	1,15	1,15	1,20
30 ans - 3 mois	0,02	0,06	0,47	0,27	2,06	1,58	2,33	2,40	2,70	2,75	2,85	2,75
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	(0,86)	(0,39)	0,16	0,47	0,50	0,60	0,98	1,40	1,10	0,90	0,90	1,00
2 ans	(0,60)	(0,29)	0,12	0,67	1,01	0,63	0,80	0,65	0,70	0,75	0,75	0,70
5 ans	(0,53)	(0,37)	(0,02)	0,41	0,44	0,13	0,19	0,40	0,60	0,55	0,50	0,40
10 ans	(0,54)	(0,48)	(0,24)	(0,04)	0,00	(0,24)	(0,07)	0,25	0,25	0,30	0,20	0,15
30 ans	(0,65)	(0,64)	(0,38)	(0,35)	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,20	0,30	0,20	0,25	0,25

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques