

La Réserve fédérale devra-t-elle se résoudre à cibler l'inflation? La Banque du Canada à un pas d'adopter une politique quantitative...

FAITS SAILLANTS

- Le marché obligataire reste préoccupé par les risques inflationnistes liés aux opérations de relance économique et à l'expansion rapide du bilan de la Réserve fédérale, et à la capacité des investisseurs d'absorber l'accroissement marqué de l'endettement public.
- Notre approche, basée sur les flux de capitaux, suggère que le déficit sera aisément finançable, par une remontée de l'épargne des ménages, une baisse de l'investissement et le maintien de l'appétit des étrangers pour les titres du Trésor américain.
- La Réserve fédérale adopte une cible « souple » d'inflation.
- La Banque du Canada poursuivra l'assouplissement de sa politique monétaire en mars.
- La Banque centrale européenne aurait intérêt à accélérer ses baisses de taux.

TABLE DES MATIÈRES

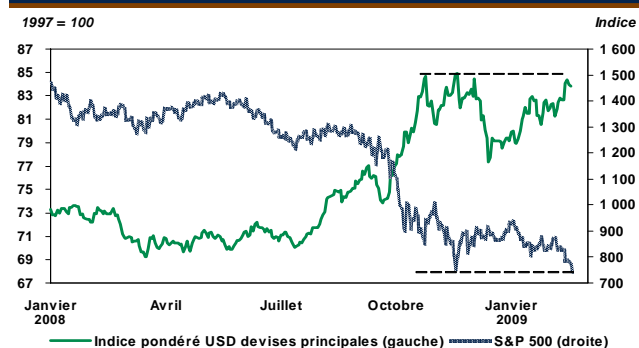
Sommaire	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale	6
Banque du Canada	7
Banque centrale européenne	8
Banque d'Angleterre	9
Banque du Japon	10
Tableaux	11
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis	12
Canada	13
Provinces	14
Tableaux	14-15

Sommaire

Le plan de relance économique (787 G\$ US) est à peine adopté que l'administration Obama en propose un autre pour sauver les propriétaires immobiliers américains. Cela se rajoute au plan financier du secrétaire du Trésor, Timothy Geithner, qui compte faire bon usage des fonds restants du *Troubled Assets Relief Program (TARP)* (350 sur 700 G\$ US) pour remettre le système financier sur ses rails; puis aux facilités de crédit de la Réserve fédérale (Fed), dont les montants engagés s'élèvent à près de 1 500 G\$ US depuis le début de la crise.

Pourtant, l'incertitude plane toujours : bien que les maux qui affligent l'économie mondiale nécessitent un remède de cheval, les marchés restent perplexes face aux montants proposés et la façon dont le gouvernement entend les dépenser. Le plan Geithner, ambitieux, mais peu détaillé, a particulièrement déçu. Dans son allocution sénatoriale, le président de la Fed a atténué la nécessité de nationaliser en partie les banques, mais les titres des sociétés financières demeurent fragiles. Avec l'aversion au risque à l'avant-plan, les Bourses se sont rapprochées de leurs creux de novembre 2008, le billet vert a ravi la cote des investisseurs, ce qui n'a pas empêché l'or de jouer pleinement son rôle de valeur refuge (graphiques 1 et 2).

Graphique 1 – Nouveaux creux, nouveaux sommets



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Francis Généreux
Économiste principal

Yves St-Maurice

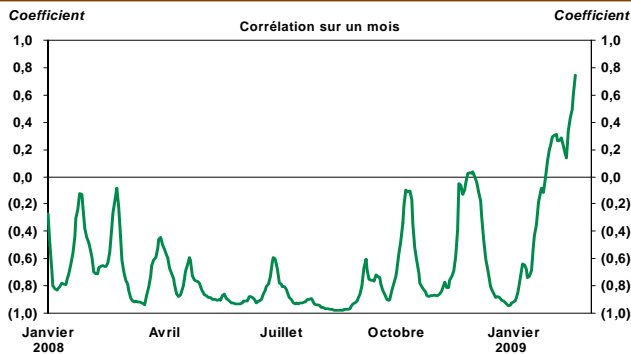
Directeur et économiste en chef adjoint

Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste

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

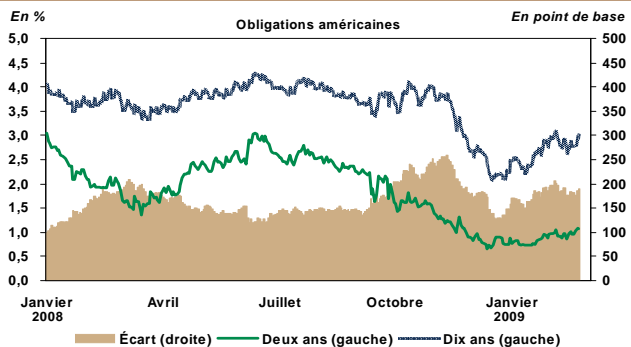
Graphique 2 – Le billet vert et l’or évoluent dans le même sens



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, le rallye obligataire des dernières semaines nous paraît timide. Les titres du Trésor de dix ans, qui ont reculé d’environ 30 points de base depuis le haut de 3,07 % du 9 février, demeurent bien loin du creux de 2,03 % établi en décembre 2008 (graphique 3).

Graphique 3 – Le rallye du marché obligataire est timide



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

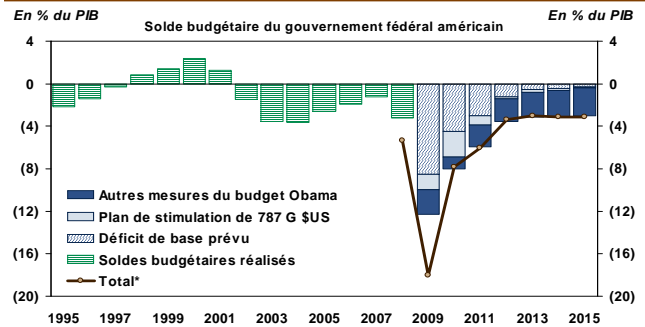
Cela reflète les préoccupations du marché face aux risques inflationnistes liés aux opérations de relance économique et à l’expansion rapide du bilan de la Fed, et face à la capacité des investisseurs d’absorber l’accroissement marqué de l’endettement public. À preuve, les rumeurs d’un déficit de 1 800 G\$ US pour 2009, soit près de 12 % du PIB, ont ramené graduellement les taux dix ans vers les 3,0 % à la fin de février (graphique 4).

UN DÉFICIT AISÉMENT FINANÇABLE...

Dans une étude¹ publiée récemment, nous montrons que les préoccupations des marchés financiers face aux pressions haussières exercées par l’accroissement des titres de dettes

¹ Voir le *Point de vue économique* « Conséquences d’un endettement public élevé aux États-Unis » du 25 février 2009.

Graphique 4 – Le budget prévoit un déficit de 1 800 G\$ US pour l’année fiscale 2009



* Incluant tous les besoins en financement (dont *Troubled Asset Relief Program – TARP*).
Sources : U.S. Treasury, Office of Management and Budget, Congressional Budget Office, et Desjardins, Études économiques

publiques sur les taux d’intérêt réels sont en théorie fondées. En pratique, toutefois, le contexte actuel, caractérisé par une capacité excédentaire de production, une crise bancaire majeure, un resserrement sévère des conditions de crédit et des risques croissants de déflation, n’est pas compatible avec une hausse à brève échéance des taux d’intérêt obligataires. Cela reflète, d’une part, qu’en situation excédentaire de production, la politique fiscale expansionniste du gouvernement n’est pas inflationniste et, d’autre part, que la relance économique doit nécessairement passer par des taux d’intérêt réels faibles, voire négatifs.

Il faut aussi tenir compte des conditions de financement. Au-delà du resserrement des conditions de crédit qui rend les taux de détail et les écarts de crédit corporatifs peu attrayants, la situation économique difficile et les forces déflationnistes en vigueur incitent le secteur privé à limiter l’endettement. Ce contexte ouvre ainsi la porte à un endettement public accru à faible coût : le Trésor prend en quelque sorte la place laissée vacante par les ménages et les entreprises.

...PAR UN RETOUR À L’ÉPARGNE PRIVÉE

Nous entrevoyons trois raisons fondamentales en lien avec l’identité des flux de capitaux² qui devraient permettre aux États-Unis de s’endetter sans trop créer de pressions haussières sur les taux d’intérêt :

1. En réponse à une perte de richesse importante et à un pessimisme accru, il est attendu que le taux d’épargne des ménages augmente, d’une moyenne de 0,6 % en 2007, à 5 % d’ici 2010. Cela permettrait de dégager près de 350 G\$ US en 2009. Chaque point de pourcentage supplémentaire d’épargne équivaut à 100 G\$ US additionnels.

² Une règle commune à toutes les économies ouvertes est que les variations de l’épargne publique doivent être égales à la somme de l’épargne privée nette et des entrées nettes de capitaux de l’étranger.

- En raison de la conjoncture et des conditions de crédit défavorables, nous anticipons une baisse d'environ 15 % de l'investissement total, et donc de l'endettement, ce qui permettrait d'accumuler 300 G\$ US.
- Un apport continu en flux de capitaux étrangers en raison de la nécessité des banques centrales étrangères de soutenir le billet vert compensera aisément le manque à gagner.

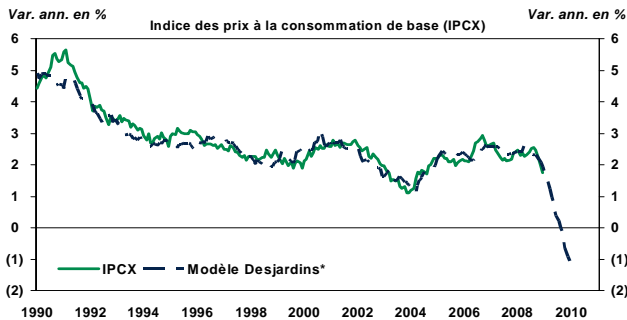
LA MONÉTISATION DE LA DETTE EST ENVISAGEABLE

Dans le pire des cas, c'est-à-dire dans l'éventualité où le marché ne serait plus en mesure d'absorber les adjudications répétitives, la Fed pourrait racheter une partie de la dette (monétisation du déficit) afin de maintenir les taux d'intérêt réels à un faible niveau. Il y aurait toutefois des risques d'inflation à plus long terme, raison pour laquelle ce scénario ne devrait être envisagé qu'en présence de déflation ou d'une contraction du crédit (destruction monétaire) trop prolongée.

RISQUE NUMÉRO UN À COURT TERME : DÉFLATION

Dans les faits, en raison du marasme économique et du resserrement drastique des conditions de crédit, la situation est potentiellement déflationniste³. Au-delà de la correction des prix de l'énergie, la capacité excédentaire de production exerce des pressions baissières sur les prix à la consommation. La détérioration du marché de l'emploi est accablante et pointe vers une stagnation de la croissance des salaires. Un modèle de prévision simple, basé essentiellement sur la relation entre l'emploi et l'inflation, indique que les risques d'une déflation généralisée sont probants (graphique 5).

Graphique 5 – La détérioration du contexte économique est compatible avec une période de déflation



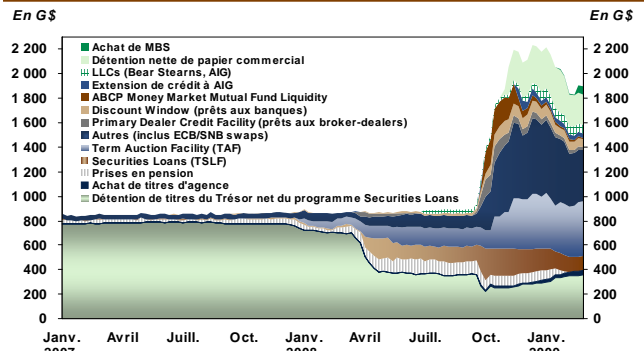
* Modèle basé sur les anticipations inflationnistes, la masse monétaire, le taux de chômage, les prix du pétrole, le coût unitaire de la main-d'œuvre et la Bourse.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

³ Voir le *Point de vue économique* « Les forces déflationnistes s'accroissent! » du 18 février 2009.

LA FED DOIT POURSUIVRE L'EXPANSION DE SON BILAN

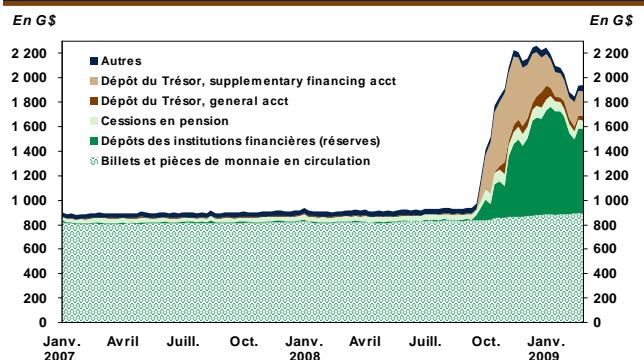
En temps normal, afin de contrer la menace déflationniste, l'outil conventionnel de la Fed serait d'abaisser les taux d'intérêt. La politique de taux « zéro » et la faiblesse de l'économie américaine l'oblige à accroître davantage son bilan. Déjà, les facilités de crédit de la Fed ont fait augmenter ses réserves près de 100 % depuis la mi-2008 (graphiques 6 et 7) et les mesures mises en place récemment signalent que le bilan de la Fed s'apprête à augmenter davantage. Pour plusieurs, si le resserrement des conditions de crédit limite actuellement l'accroissement de la masse monétaire, cela risque toutefois de générer inévitablement des pressions inflationnistes à plus long terme.

Graphique 6 – Actifs de la Fed : liquidités accordées aux institutions financières



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Passifs de la Fed



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Notre point de vue a toujours été que les politiques de la Fed ne sont pas ou peu inflationnistes. Pour bien comprendre, il faut séparer les effets temporaires des effets permanents.

L'augmentation temporaire des réserves, liée au rôle de « prêteur de dernier recours » de la Fed, n'est pas inflationniste. Il se trouve que les éléments les plus importants, tels que le *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)* (251 G\$) et le *Term Auction Facility (TAF)* (413 G\$), sont de courtes matu-

rités et peuvent facilement ne pas être reconduits. Par ailleurs, ces facilités de crédit sont contraignantes et seront peu attractives une fois que les tensions sur le marché du crédit se seront résorbées, une situation menant automatiquement à un rétrécissement des programmes en place.

Afin de supporter le marché de l'habitation et de redémarrer le marché de la titrisation, la Fed a mis sur pied des mesures plus permanentes, tels que les achats sur le marché secondaire de *Mortgage-backed Security (MBS)* et le *Term Asset-backed Securities Loan Facility (TALF)*, ayant des maturités de plus longue échéance. Présentement, ces facilités sont peu utilisées, mais leur montant limite total peut s'élever jusqu'à 1 500 G\$ US. Le problème est qu'il est difficile d'évaluer la liquidité future de ces éléments de plus long terme et, par conséquent, ils risquent de maintenir l'accroissement de la base monétaire sur une base plus permanente. L'effet inflationniste de ces interventions reste encore à être démontré, mais nous sommes d'avis que la Fed devra indiquer tôt ou tard qu'elle entend cibler l'inflation, à l'image des autres banques centrales.

UNE CIBLE EXPLICITE D'INFLATION?

Une cible d'inflation permettrait à la Fed de faire d'une pierre deux coups : maintenir les anticipations inflationnistes bien ancrées en combattant, à court terme, la déflation, puis, à plus long terme, l'inflation monétaire. La semaine dernière, la Fed a fait un pas de plus afin de s'assurer que les anticipations inflationnistes ne dérogent pas de la moyenne établie depuis la dernière décennie.

Les minutes de la réunion du FOMC de janvier ont montré que la Fed a discuté de la possibilité d'adopter une cible numérique explicite d'inflation. Les membres ont finalement pris un engagement un peu plus « souple », en fournissant une projection de long terme de l'inflation allant entre 1,7 % et 2,0 %.

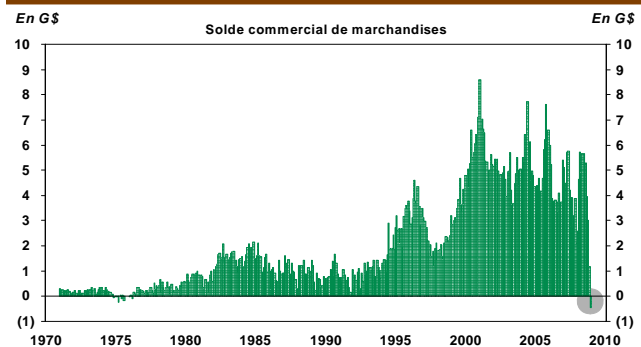
Selon le président de la Fed :

« The longer-run projections of inflation may be interpreted, in turn, as the rate of inflation [...] that promotes maximum sustainable employment while also delivering reasonable price stability. Also, increased clarity about the FOMC's views regarding longer-run inflation should help to better stabilize the public's inflation expectations, thus contributing to keeping actual inflation from rising too high or falling too low ».

CANADA : ASSOMBRISSEMENT DU CONTEXTE ÉCONOMIQUE

Les statistiques économiques publiées récemment montrent que l'avantage relatif que semblait détenir le Canada s'est considérablement effrité au cours des derniers mois de 2008. En décembre, plus particulièrement, les livraisons manufacturières ont connu une chute mensuelle de 8,0 %. Un seul secteur sur 21 est demeuré positif. Reflet de la chute des prix de l'énergie et de la diminution de la demande mondiale, le solde commercial de marchandise est tombé déficitaire pour la première fois depuis 1976 (graphique 8). Les ventes au détail ont été catastrophiques, baissant de 5,4 % au cours du mois. Les perspectives restent sombres, la perte de 126 000 emplois en janvier n'annonçant rien de bon.

Graphique 8 – Un premier déficit commercial depuis mars 1976 au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

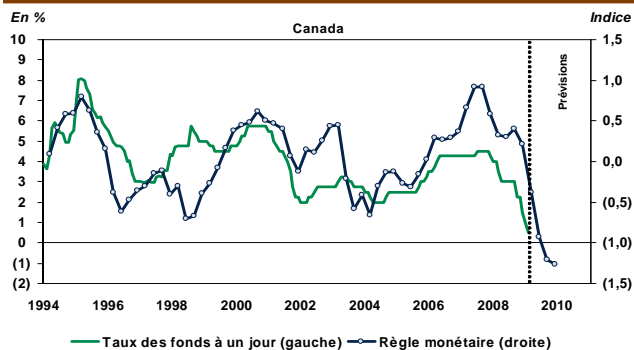
Dans ces conditions, et en l'absence de pressions inflationnistes, il ne fait nul doute que la Banque du Canada (BdC) va poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire lors de sa réunion du 3 mars. Une baisse de 50 points de base fait largement consensus au sein des prévisionnistes du secteur privé.

UNE POLITIQUE DE TAUX « ZÉRO » EST-ELLE VIABLE?

La suite des choses est un peu plus nébuleuse. En raison d'un creusement significatif de l'*output gap* et d'une inflation anticipée plus faible, notre indicateur monétaire signale que la BdC devrait adopter une politique de taux « zéro » le plus tôt possible (graphique 9).

En théorie, la BdC pourrait abaisser la cible de son taux directeur à 0 %. Les participants au système de transferts de paiements de grande valeur (STPGV) montrant peu de réticence à s'échanger leurs excédents journaliers au taux cible sur le marché interbancaire, la limite opérationnelle inférieure⁴ de la BdC pourrait être nulle, voire même négative.

⁴ La limite opérationnelle inférieure est de 25 points de base sous le taux cible de la BdC.

Graphique 9 – Notre règle monétaire normalisée suggère que le travail de la BdC n'est pas terminé


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

En pratique, toutefois, l'effet marginal d'abaisser les taux directeurs au-delà de 0,50 % paraît faible et créerait davantage de distorsions que de bien.

D'abord, une politique de taux « zéro » pourrait être problématique pour les fonds monétaires, le rendement négatif (en raison des frais de gestion) poussant certains investisseurs à liquider leurs actifs; puis la structure des prêts commerciaux canadiens appelle à la prudence. Les prêts variables étant basés sur le taux d'escompte, un taux « zéro » ferait que les prêts de détail octroyés à rabais par les institutions financières pourraient résulter en un taux d'intérêt négatif. Cette situation problématique amènerait vraisemblablement les banques canadiennes à ne pas suivre la direction incitée par la BdC.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre

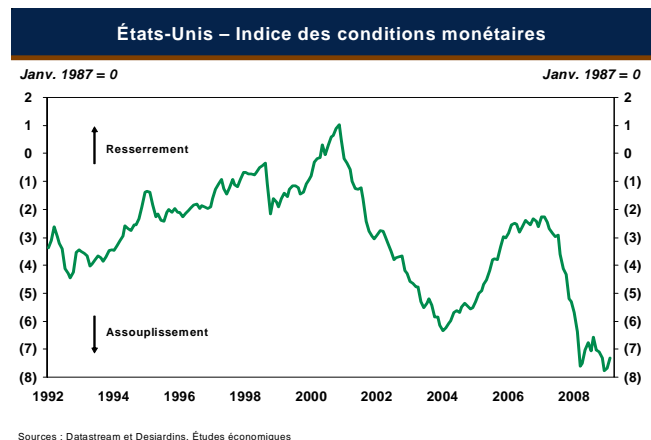
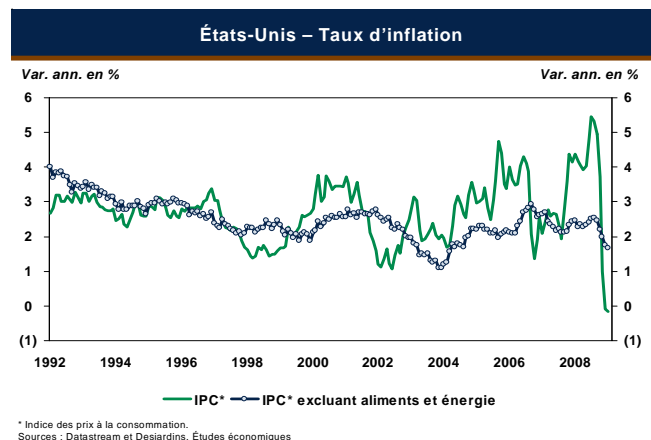
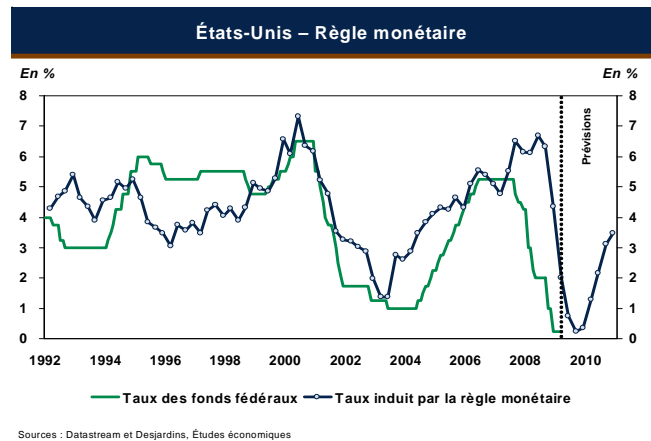
Économiste principal

RÉSERVE FÉDÉRALE

Le travail n'est pas terminé

- Les difficultés économiques américaines resteront bien présentes tout au long de 2009. Cette lecture, qui reflète notre plus récent scénario économique américain, est également celle de la Réserve fédérale (Fed). Dans un récent témoignage devant un comité sénatorial, Ben Bernanke débutait son allocution par les mots « *The US economy is undergoing a severe contraction* ». Comme les craintes d'inflation se sont maintenant complètement évaporées, la Fed doit combattre cette récession avec tous les outils à sa disposition.
- Depuis décembre, le taux d'intérêt cible des fonds fédéraux, l'outil principal de la Fed, se situe dans une fourchette de 0,00 % à 0,25 %. Il devrait y rester tout au long de 2009. Ce sont donc les autres mesures qui continueront d'être à l'avant-plan de la stratégie expansionniste de la Fed. Ainsi, en plus de remplir son rôle traditionnel de prêteur aux institutions de dépôts, la Fed est venue se substituer à une offre de fonds déficiente dans le marché du crédit institutionnel (papier commercial, obligations hypothécaires...). Les mesures mises de l'avant par la Fed ont permis une accalmie sur certains marchés du crédit.
- Les conditions de crédit aux entreprises et aux individus demeurent très difficiles. Afin d'appuyer l'octroi de crédit, la Fed débutera bientôt un programme d'achat de titres adossés à des prêts à la consommation, à des prêts aux entreprises et à des prêts aux étudiants. Le plan de sauvetage financier annoncé par le nouveau secrétaire du Trésor signale que ces achats pourraient totaliser 1 000 G\$ US.
- Les perspectives inflationnistes demeurent orientées à la baisse. Grâce à la chute des prix de l'énergie, la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation est tombée à 0,0 % en janvier. Même si les prix du pétrole et de l'essence se stabilisent, l'inflation continuera d'être anémique. En fait, elle devrait bientôt passer en territoire négatif et il est plausible, si nos prévisions concernant le prix du pétrole se concrétisent, que l'inflation descende à -2,0 % l'été prochain.
- Du côté de l'inflation de base, la faible utilisation des capacités de production, les difficultés du marché du travail, la contraction des prix de l'immobilier ainsi que l'effet retardé de la baisse des coûts de l'énergie sont tous des facteurs qui modéreront davantage sa progression. On ne prévoit pas que l'inflation de base passe en territoire négatif, mais cette avenue ne peut être complètement écartée.

Prévisions : La Fed maintiendra à des niveaux exceptionnellement bas la cible des fonds fédéraux. Elle continuera d'agir directement sur le marché du crédit, afin de faciliter les conditions pour les ménages et les individus tout en s'assurant de stabiliser le marché monétaire.



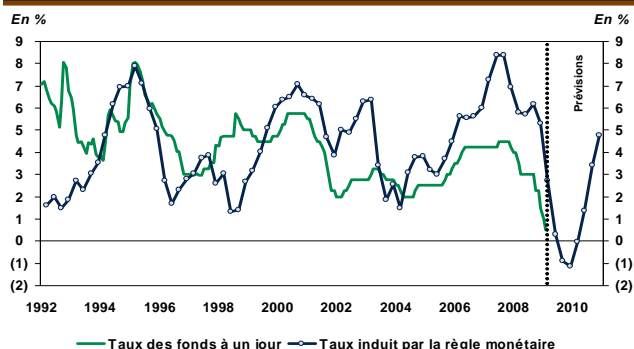
BANQUE DU CANADA

Une baisse additionnelle de 50 points de base est prévue en mars

- Les mauvaises nouvelles se sont multipliées sur la scène économique canadienne au cours des dernières semaines. Les pertes d'emplois se sont poursuivies en janvier avec une diminution de 129 000 postes et un bond du taux de chômage à 7,2 %. Les ventes des manufacturiers ont chuté de 8,0 % en décembre, soit le recul mensuel le plus important depuis le début de cet indicateur économique (en 1992). Le solde du commerce international de marchandises est descendu en territoire négatif en décembre dernier, une première depuis mars 1976. Les ventes au détail ont fléchi de 5,4 % de novembre à décembre.
- Après une diminution anticipée d'environ 3,2 % au quatrième trimestre de 2008, le recul du PIB réel devrait se poursuivre jusqu'à l'été prochain. L'année 2009 devrait se solder par une baisse d'environ 1,6 % du PIB réel. La reprise économique devrait amener une croissance de 2,3 % l'an prochain, un pronostic qui demeure nettement inférieur à celui de la Banque du Canada (BdC) (+3,8 %). Les risques demeureront orientés à la baisse au cours des prochains mois.
- L'impact des hausses passées des prix de l'énergie sur la variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation (IPC) s'estompé graduellement. Le taux annuel d'inflation totale devrait même se retrouver en territoire négatif pour une période de quelques mois à compter de l'été.
- La variation annuelle de l'indice de référence de la BdC (IPCX) subira aussi les pressions baissières émanant de l'accroissement de l'écart avec le plein potentiel de production. Elle pourrait même descendre momentanément sous la fourchette cible de la BdC (1 %).
- Dans ces conditions, la BdC devrait poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire avec une baisse de 50 points de base à sa réunion du 3 mars. Il est possible qu'elle signale par la suite qu'elle entend maintenir son taux cible à 0,50 % sur une période indéterminée. Un taux directeur plus faible ne peut pas être écarté, mais l'effet marginal sur la croissance économique paraît limité. Par ailleurs, les distorsions causées par une politique de taux « zéro », notamment sur les fonds des marchés monétaires et sur la structure variable des prêts de détail, appellent à la prudence.

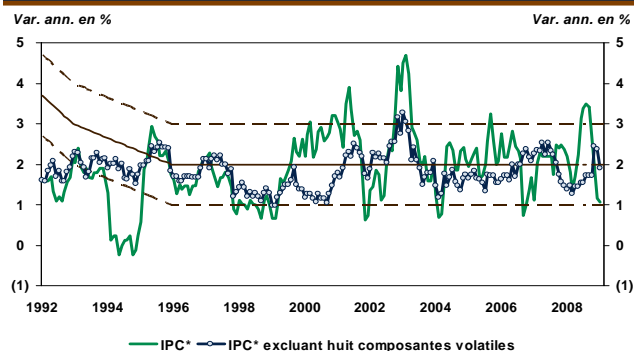
Prévisions : La BdC devrait abaisser son taux directeur de 50 points de base, 0,50 % en mars et l'y maintenir jusqu'en 2010.

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



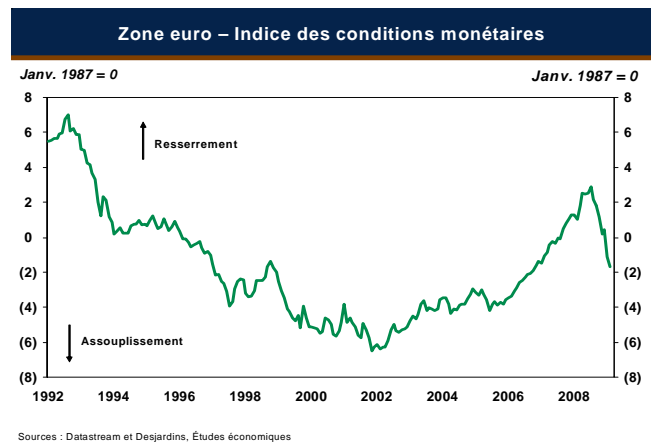
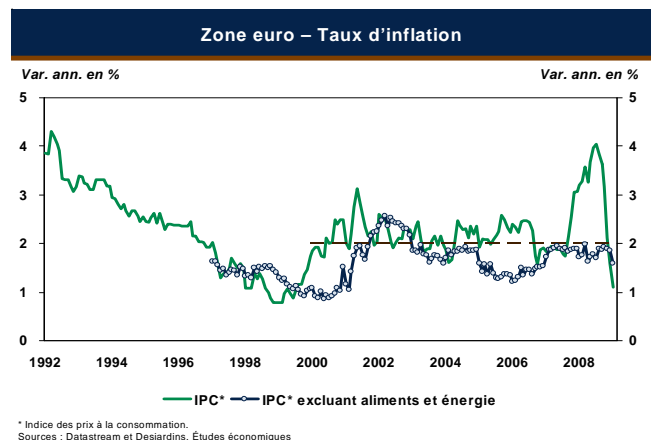
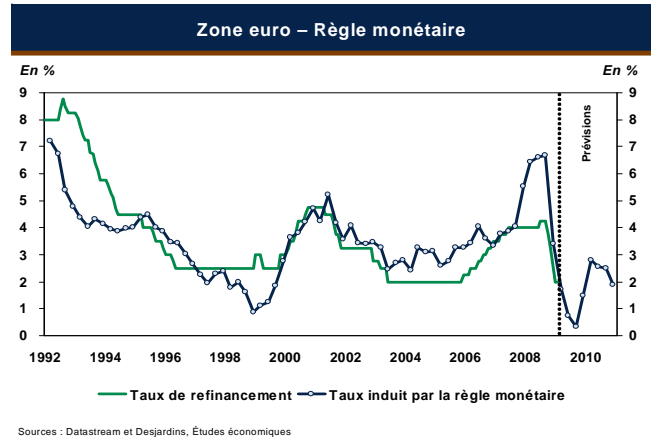
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Pourquoi retarder l'inévitable?

- Comme elle l'avait laissé entendre précédemment, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de prendre une pause en février et de maintenir son taux directeur à 2,00 %. La BCE a toutefois retiré de son communiqué l'affirmation selon laquelle les risques sur l'inflation étaient balancés. Le président Trichet a aussi clairement ouvert la porte à un assouplissement monétaire lors de la réunion de mars et a même laissé entendre que la baisse serait probablement plus proche de 50 points de base que de 25 points. Les dirigeants de BCE continuent toutefois d'affirmer : « *zero interest rates at the present time is not something that we would consider appropriate* ».
- À notre avis, la BCE aurait intérêt à accélérer son assouplissement monétaire. Les dirigeants semblent bien conscients du sérieux de la récession en zone euro et du besoin d'abaisser encore les taux directeurs. Dans une telle situation, il est préférable de descendre les taux le plus rapidement au niveau approprié surtout qu'il y a un délai de plusieurs mois avant qu'un assouplissement monétaire agisse sur l'économie. De plus, notre règle monétaire confirme que la BCE est *behind the curve* et devrait rapidement abaisser son taux directeur à 1,00 % ou moins.
- La contraction annualisée de 6,0 % du PIB réel en zone euro, au dernier trimestre de 2008, confirme que la légère récession débutée au printemps 2008 a pris une tournure beaucoup plus dramatique. La chute de l'activité est particulièrement sévère en Allemagne où l'économie a reculé de 8,2 %. Les dernières statistiques semblent indiquer que la situation continue de se détériorer alors la production industrielle et les nouvelles commandes sont respectivement en recul annuel de 12 % et 22 % en décembre 2008. De plus, les indices des directeurs d'achat ont chuté à un nouveau creux en février, un signal que la contraction de l'activité devient encore plus marquée.
- Le dernier rapport mensuel de la BCE résume bien la situation : « *the latest economic data and survey information confirm that the euro area and its major trading partners are undergoing an extended period of significant economic downturn, and that accordingly both external and domestic inflationary pressures are diminishing* ». Nous irions même jusqu'à dire que les pressions inflationnistes semblent totalement disparues alors que le taux annuel d'inflation a chuté à 1,1 % en janvier.

Prévisions : Nous continuons de prévoir que la BCE reprendra son assouplissement monétaire en mars et que le taux directeur sera bientôt abaissé à un creux de 1,00 %. Le taux pourrait même descendre un peu plus bas si l'économie eurolandaise ne montre pas bientôt des signes de stabilisation. La BCE ne ferme pas la porte à l'ajout de mesures non conventionnelles pour soutenir le système financier, la structure de la zone euro risque cependant de limiter sa capacité d'action.



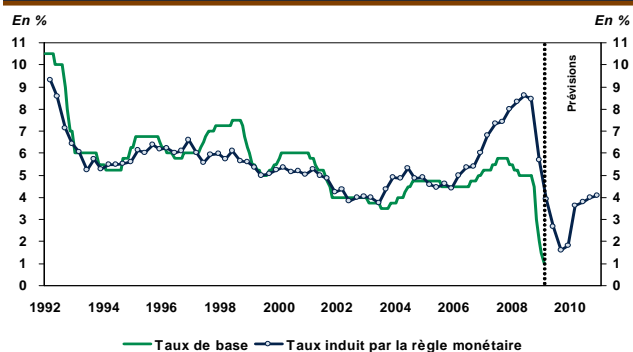
BANQUE D'ANGLETERRE

La politique quantitative est débutée

- Sans surprise, la Banque d'Angleterre (BoE) a abaissé son taux directeur de 50 points de base en février, pour le porter à 1,00 %. Un des membres du comité était même en faveur d'une baisse plus musclée. Le compte rendu de cette réunion a aussi montré que le BoE était consciente que l'impact de baisses supplémentaires du taux directeur ne serait probablement pas suffisant : « *It seemed unlikely that the inflation target could be met solely by cutting Bank rate* ». Par conséquent, la BoE a récemment commencé à utiliser des mesures quantitatives, en achetant du papier commercial.
- Malgré les efforts déployés depuis plusieurs mois par les autorités britanniques, la situation économique demeure critique comme l'affirmait récemment le gouverneur King : « *The UK economy is in a deep recession* ». Après un recul annualisé de 6,0 % au dernier trimestre de 2008, tout indique que la chute rapide du PIB réel se poursuivra en première moitié de 2009. Notons toutefois que le commerce de détail a encore surpris en enregistrant une forte progression en janvier. Ce rebond des ventes risque toutefois d'être temporaire puisqu'il s'explique essentiellement, à notre avis, par la diminution récente de la taxe de vente. Pour l'année en cours, le PIB réel risque de reculer de près de 3,0 % au Royaume-Uni.
- Le recul de l'inflation continue d'être moins marqué au Royaume-Uni que dans la plupart des autres pays. Le taux annuel d'inflation a ainsi seulement diminué de 0,1 % en janvier et demeure, à 3,0 %, significativement au-dessus de la cible de 2 % de la BoE. La dépréciation importante de la livre, qui exerce des pressions à la hausse sur les prix des produits importés, contribue à maintenir l'inflation relativement élevée. Cependant, nous demeurons convaincus que les nombreuses autres pressions désinflationnistes auront le dessus et ramèneront rapidement l'inflation sous la cible. Les dernières prévisions de la BoE présentées dans le rapport sur l'inflation de février montrent ainsi que le taux annuel d'inflation risque de descendre bien en dessous de la cible de 2 % à moyen terme. Ceci confirme que d'autres assouplissements monétaires seront nécessaires.

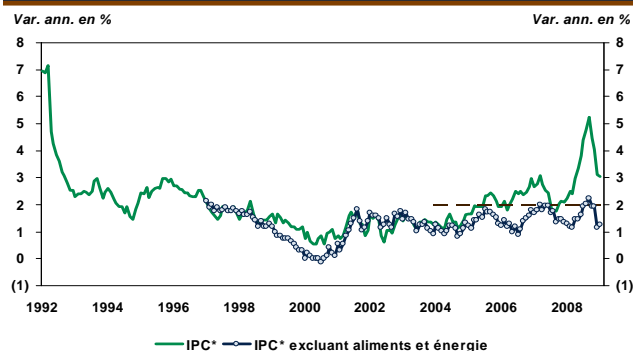
Prévisions : La BoE continuera d'utiliser tous ses outils pour soutenir le système financier et l'économie britannique. Le taux directeur sera abaissé pour atteindre virtuellement zéro. Des raisons techniques pourraient toutefois convaincre la BoE de le maintenir à 0,25 % ou à 0,50 %. De toute façon, c'est principalement les politiques quantitatives qui seront maintenant utilisées par les autorités monétaires britanniques. Le gouvernement anglais continuera aussi d'intervenir pour tenter de relancer le marché du crédit.

Royaume-Uni – Règle monétaire



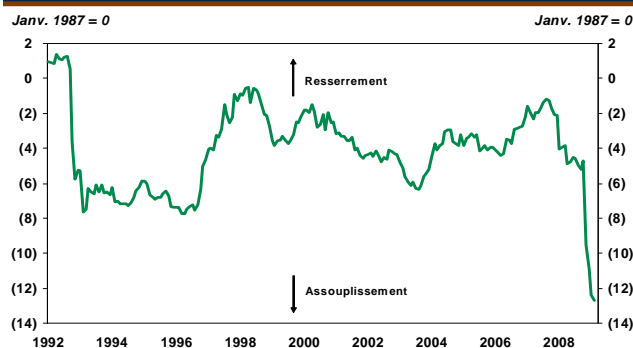
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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 s'enlise plus profondément

- Le Japon écope durement des difficultés économiques mondiales et un retour à la déflation semble imminent. La Banque du Japon (BoJ) n'aura pas d'autres choix que de maintenir les taux d'intérêt faibles au cours des prochains trimestres. À l'image de la Réserve fédérale, la BoJ s'emploie aussi à utiliser des outils non conventionnels pour faciliter le crédit et apaiser les tensions sur les marchés financiers.
- L'économie nipponne s'est de nouveau enlisée dans la récession au quatrième trimestre de 2008 avec les pires résultats enregistrés depuis 1974. À rythme annualisé, le PIB réel s'est contracté de 12,7 %, ce qui concordait avec le signal envoyé par la chute de la production industrielle. Le déclin de la demande mondiale et la vigueur du yen font extrêmement mal à l'économie japonaise dont la croissance repose beaucoup sur l'apport du secteur extérieur depuis plusieurs années. Une reprise économique au Japon apparaît impensable avant que l'économie mondiale n'ait montré des signes de relance. Par ailleurs, il y a un risque que la faiblesse de la demande extérieure ne contamine pas davantage la demande intérieure. Le marché du travail a amorcé une tendance inquiétante et la confiance des consommateurs et des entreprises demeure basse.
- En raison du marasme économique et de la baisse des cours énergétiques et des aliments, les pressions déflationnistes se font de plus en plus prépondérantes au Japon. Poursuivant sa descente des derniers mois, le taux annuel d'inflation s'est établi à 0,0 % en janvier et à -0,2 % si l'on exclut les prix de l'énergie et des aliments frais. Les ingrédients sont donc à nouveau réunis pour une longue période de taux d'intérêt à près de 0 %. À la différence du dernier épisode déflationniste, la BoJ n'a pas opté pour une politique quantitative traditionnelle. En plus de mettre en place une facilité de dépôt temporaire et d'élargir la gamme des titres qu'elle accepte en guise de garantie, une série de mesures ont été annoncées pour faciliter le crédit aux entreprises. Parmi celles-ci, on retrouve l'achat de papier commercial et d'obligations corporatives.
- En dépit de taux d'intérêt faibles, l'indice des conditions monétaires au Japon demeure élevé étant donné la vigueur du yen. Néanmoins, la récente tendance de la devise à se déprécier pour mieux refléter la faiblesse de l'économie nipponne devrait apaiser les pressions monétaires.

Prévisions : La contraction de l'économie nipponne est sévère et une relance économique sans le reste de l'économie planétaire est impensable. Avec un retour appréhendé de la déflation au Japon, les autorités monétaires n'auront d'autres choix que de maintenir, au moins jusqu'à la fin de l'année, leur principal taux d'intérêt directeur à 0,1 %.

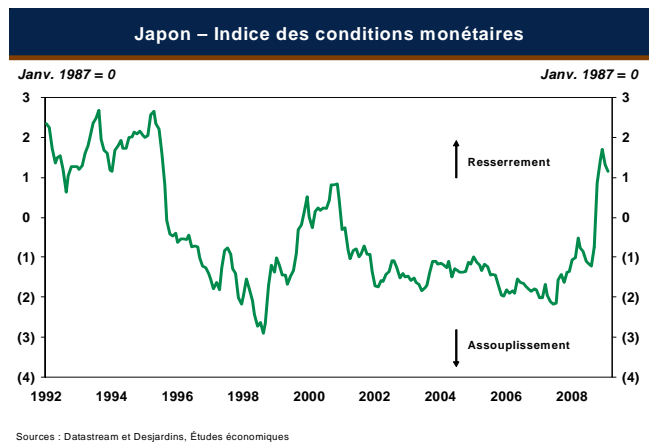
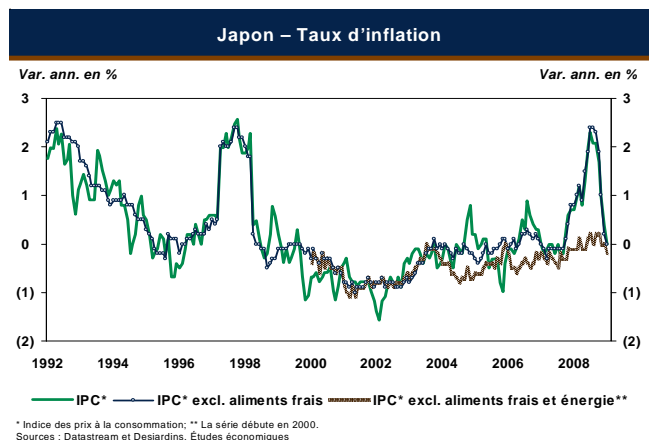
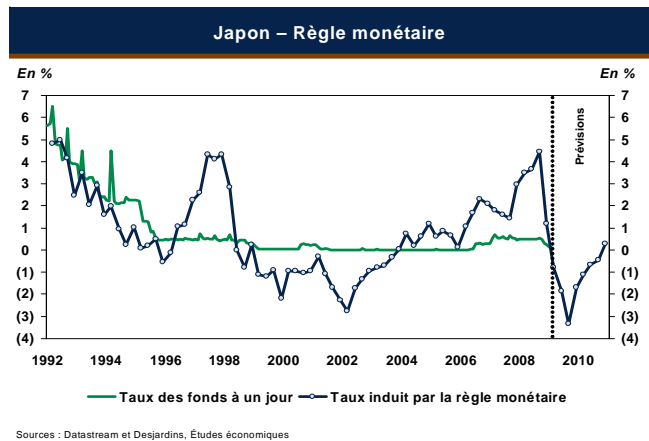


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	2,25	2,00	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Canada												
Taux des fonds à un jour	3,50	3,00	3,00	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,50
Zone euro												
Taux de refinancement	4,00	4,00	4,25	2,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
Royaume-Uni												
Taux de base	5,25	5,00	5,00	2,00	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	1,00
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,30	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Décembre 2008			
1	Banque de réserve d'Australie	-100 p.b.	4,25
1	Banque du Japon	s.q.	0,30
3	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-150 p.b.	5,00
4	Banque d'Angleterre	-100 p.b.	2,00
4	Banque centrale européenne	-75 p.b.	2,50
4	Banque de Suède	-175 p.b.	2,00
9	Banque du Canada	-75 p.b.	1,50
10	Banque du Brésil	s.q.	13,75
11	Banque nationale suisse	-50 p.b.	0,50
16	Réserve fédérale	-100 p.b. / -75 p.b.	0,00 / 0,25
17	Banque de Norvège	-175 p.b.	3,00
18	Banque du Japon	-20 p.b.	0,10
Janvier 2009			
8	Banque d'Angleterre	-50 p.b.	1,50
15	Banque centrale européenne	-50 p.b.	2,00
16	Banque du Mexique	-50 p.b.	7,75
20	Banque du Canada	-50 p.b.	1,00
21	Banque du Brésil	-100 p.b.	12,75
21	Banque du Japon	s.q.	0,10
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-150 p.b.	3,50
28	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
Février 2009			
3	Banque de réserve d'Australie	-100 p.b.	3,25
4	Banque de Norvège	-50 p.b.	2,50
5	Banque d'Angleterre	-50 p.b.	1,00
5	Banque centrale européenne	s.q.	2,00
11	Banque de Suède	-100 p.b.	1,00
18	Banque du Japon	s.q.	0,10
20	Banque du Mexique	-25 p.b.	7,50

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Mars 2009	
3	Banque de réserve d'Australie
3	Banque du Canada
5	Banque d'Angleterre
5	Banque centrale européenne
11	Banque du Brésil
12	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
12	Banque nationale suisse
17	Banque du Japon
17	Réserve fédérale
20	Banque du Mexique
25	Banque de Norvège
Avril 2009	
2	Banque centrale européenne
7	Banque de réserve d'Australie
7	Banque du Japon
9	Banque d'Angleterre
17	Banque du Mexique
20	Banque de Suède
21	Banque du Canada
28	Banque du Japon
29	Banque du Brésil
29	Réserve fédérale
30	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
Mai 2009	
5	Banque de réserve d'Australie
6	Banque de Norvège
7	Banque d'Angleterre
7	Banque centrale européenne
15	Banque du Mexique

Source : Desjardins, Études économiques

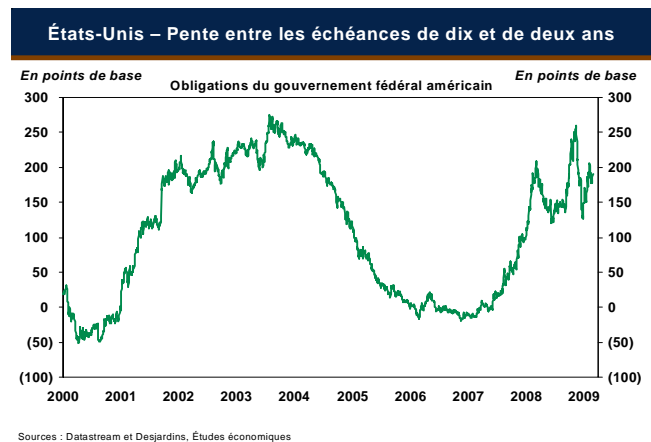
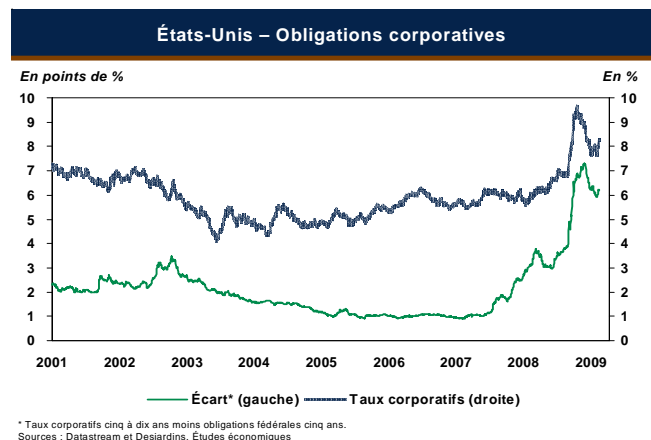
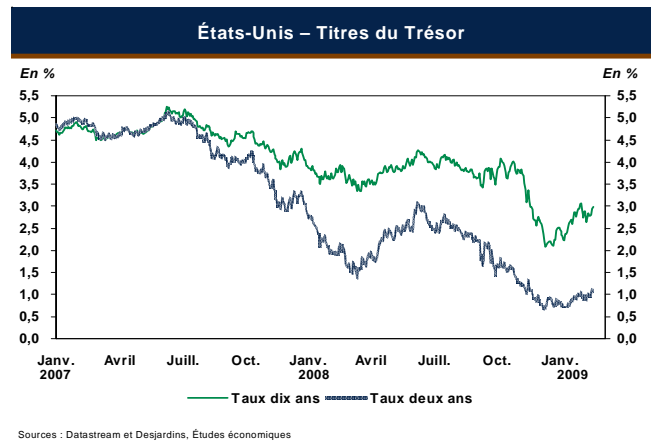
MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

L'offre des titres de dette demeure la principale source de préoccupation

OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

- Les difficultés économiques et financières se poursuivent, mais le marché obligataire reste de marbre en raison des préoccupations face au financement du déficit budgétaire du gouvernement américain.
- La partie courte de la courbe de rendement continue d'être sous pression. Après s'être maintenus relativement stables à près de 0,75 % en décembre, les taux de deux ans ont poursuivi la hausse entamée à la fin de janvier, pour repasser au-dessus de 1,00 %.
- Les craintes des marchés face au financement de la dette des États-Unis ont continué d'exercer des pressions baissières sur les plus longues échéances, poussant les taux des obligations de dix ans en hausse à un sommet récent de près de 3,05 %, le 9 février dernier. Les difficultés des banques et le retour de l'aversion au risque ont toutefois permis aux taux de diminuer légèrement, mais le recul nous semble timide.
- Pour le moment, le marché obligataire est réticent en raison des adjudications successives, mais les risques liés au ralentissement économique et à la possibilité d'une déflation devraient amener les taux des plus longues échéances à converger vers les creux historiques en première moitié de 2009.
- Par ailleurs, les conditions de financement demeurent attrayantes. La hausse du taux d'épargne des ménages et des entreprises permet au gouvernement de se financer aisément à un faible coût. À en juger par la demande des soumissionnaires indirects (48,9 %) lors de l'adjudication de 30 G\$ US des obligations cinq ans du 25 février, le manque à gagner est largement compensé par l'appétit insatiable des étrangers pour les Treasuries.

Prévisions : Au rythme où le Trésor multiplie ses adjudications, la prudence reste de mise. Toutefois, nos thématiques de récession sévère, de risque potentiel de déflation, d'un retour forcé à l'épargne et d'une possibilité d'intervention de la Fed sur le marché secondaire demeurent favorables au marché obligataire.

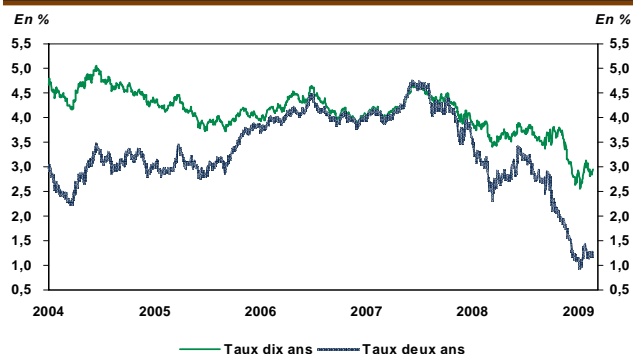


OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- La nouvelle vague de pessimisme sur les marchés financiers à la suite de la déception engendrée par le plan de stabilisation du système financier américain a aussi favorisé les obligations fédérales canadiennes. Comme nous l'anticipions, les craintes entourant la situation économique et financière ont repris le dessus sur les inquiétudes liées à la détérioration des finances publiques partout sur la planète. Ces dernières ne sont cependant pas complètement disparues et contribuent à maintenir les taux au-dessus des creux établis à la mi-janvier.
- Les récentes statistiques économiques canadiennes ont été particulièrement mauvaises, ce qui confirme que la Banque du Canada (BdC) devra poursuivre son assouplissement monétaire. Ceci jumelé à la demande accrue pour les valeurs refuge a fait passer le taux deux ans canadien de plus de 1,40 % à la fin janvier à environ 1,15 % aujourd'hui. Le taux dix ans a suivi une tendance semblable passant de près de 3,15 % à environ 2,80 % au cours des dernières semaines. Après avoir atteint 190 points de base au début février, la pente de la courbe canadienne est redescendue légèrement sous les 170 points, un niveau semblable à ceux observés au cours des derniers mois.
- Les écarts entre les taux obligataires canadiens et américains ont diminué au cours des dernières semaines. Il faut dire que la situation de l'économie canadienne s'est fortement dégradée récemment et ressemble de plus en plus à celle observée chez nos voisins du Sud. Les possibilités grandissantes que les taux directeurs canadiens soient abaissés à un niveau pratiquement nul et que la BdC doive aussi avoir recours à des actions plus quantitatives justifient aussi des taux obligataires similaires à ceux des États-Unis.
- Le marché des obligations corporatives canadiennes a beaucoup mieux réagi que les Bourses à la récente vague de pessimisme sur les marchés. Les taux corporatifs ont généralement évolué en parallèle avec les taux des titres fédéraux au cours des dernières semaines. Les écarts de taux ont même légèrement diminué depuis la mi-janvier. Le fait que d'importantes compagnies internationales ont récemment réussi à émettre des obligations pourrait expliquer cette bonne performance du marché corporatif.

Prévisions : L'environnement récessionniste et déflationniste devrait continuer d'exercer des pressions à la baisse sur les taux canadiens au cours des prochains mois. Les craintes persistantes des marchés face à la hausse des émissions de dettes publiques, à l'échelle planétaire, pourraient cependant limiter le recul des taux de long terme.

Canada – Obligations fédérales



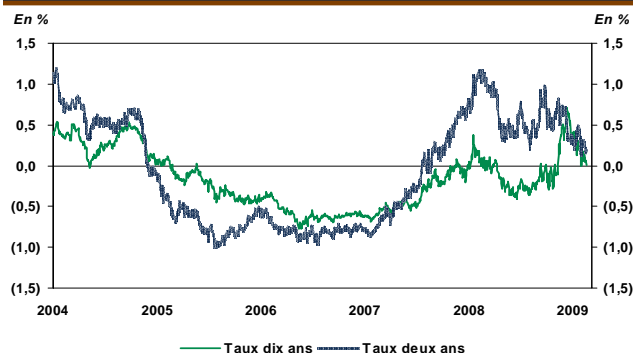
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Pente entre les échéances de dix et de deux ans



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Écart par rapport aux obligations fédérales américaines



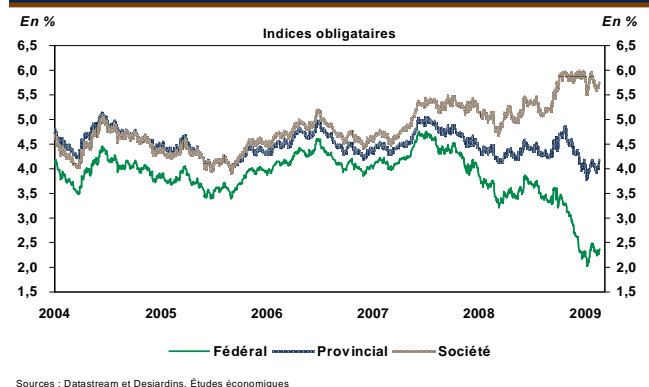
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS PROVINCIALES

- Les obligations provinciales ont été relativement volatiles au cours des dernières semaines. Après avoir fortement augmenté à la fin du mois de janvier, les taux provinciaux ont légèrement reculé au cours des dernières semaines. Ils demeurent toutefois plus élevés qu'à la mi-janvier. Les écarts de taux entre les titres dix ans de la plupart des provinces et les obligations fédérales ont ainsi remonté d'environ 20 points de base depuis le début du mois. La dégradation des finances publiques provinciales pourrait expliquer la performance mitigée de ce secteur. L'agence Moody's déclarait récemment dans une étude que les provinces étaient généralement bien positionnées pour faire face à la crise. Des risques de décote existaient toutefois si des politiques ne sont pas mises en place pour réduire le fardeau de la dette lorsque le ralentissement économique sera terminé ou si la récession est beaucoup plus sévère que prévu.
- Les problèmes économiques sérieux du Québec et de l'Ontario sont connus depuis longtemps et la situation continue de se détériorer. Les budgets de ces deux provinces, prévus pour le mois de mars, afficheront sûrement des déficits importants. Les derniers mois ont confirmé que les autres provinces étaient aussi durement touchées par le ralentissement économique. La Colombie-Britannique a récemment présenté un budget déficitaire et le gouvernement albertain prévoit une sévère récession accompagnée, là aussi, d'un retour des déficits.

Prévisions : À notre avis, les écarts de taux provinciaux devraient continuer de fluctuer près des niveaux actuels pour plusieurs mois, tant que l'économie canadienne ne commencera pas à montrer des signes de reprise. Pour le moment, les probabilités d'une décote des provinces paraissent faibles, mais ce risque ne doit pas être ignoré.

Évolution des taux obligataires canadiens



Écart de taux par rapport aux titres fédéraux

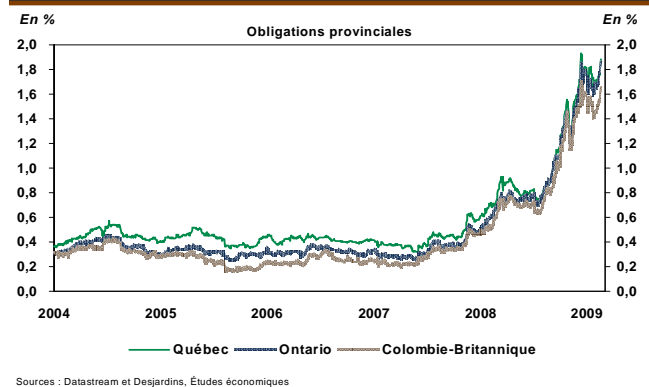


Tableau 4
Canada : finances publiques des gouvernements fédéral et provinciaux

	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	(1 100)	(0,1)	34,9	AAA	Aaa
T.-N.-L.	1 377	544	1,8	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	(300)	(0,1)	26,4	AA	Aa1
Manitoba	576	96	0,2	30,4	AA	Aa1
Saskatchewan	1 282	3 020	5,8	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 %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	2,25	2,00	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Bons du Trésor												
3 mois	1,38	1,90	0,92	0,11	0,20	0,15	0,20	0,25	0,25	0,25	0,30	0,70
Obligations fédérales												
2 ans	1,62	2,61	1,99	0,76	0,80	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
5 ans	2,47	3,33	2,98	1,55	1,60	1,20	1,30	1,40	1,60	1,85	2,10	2,60
10 ans	3,43	3,98	3,82	2,25	2,25	2,00	2,10	2,25	2,55	2,80	3,10	3,50
30 ans	4,30	4,53	4,30	2,69	3,25	3,00	3,10	3,20	3,40	3,60	3,80	4,00
Pente												
5 ans - 3 mois	1,09	1,43	2,06	1,44	1,40	1,05	1,10	1,15	1,35	1,60	1,80	1,90
10 ans - 2 ans	1,81	1,36	1,84	1,49	1,45	1,25	1,35	1,50	1,55	1,55	1,60	1,75
30 ans - 3 mois	2,92	2,63	3,38	2,58	3,05	2,85	2,90	2,95	3,15	3,35	3,50	3,30

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 6

Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	3,50	3,00	3,00	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,50
Bons du Trésor												
3 mois	1,88	2,50	1,90	0,89	0,45	0,45	0,45	0,45	0,50	0,90	1,50	1,90
Obligations fédérales												
2 ans	2,63	3,25	2,79	1,09	1,10	1,00	1,10	1,35	1,70	2,15	2,40	2,75
5 ans	2,91	3,46	3,17	1,70	1,85	1,60	1,70	1,80	1,90	2,15	2,50	3,10
10 ans	3,43	3,74	3,76	2,69	2,65	2,45	2,50	2,70	2,75	3,05	3,40	3,85
30 ans	3,94	4,08	4,23	3,46	3,50	3,30	3,40	3,70	3,90	4,00	4,10	4,20
Pente												
5 ans - 3 mois	1,03	0,96	1,27	0,81	1,40	1,15	1,25	1,35	1,40	1,25	1,00	1,20
10 ans - 2 ans	0,80	0,49	0,97	1,60	1,55	1,45	1,40	1,35	1,05	0,90	1,00	1,10
30 ans - 3 mois	2,06	1,58	2,33	2,57	3,05	2,85	2,95	3,25	3,40	3,10	2,60	2,30
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,50	0,60	0,98	0,78	0,25	0,30	0,25	0,20	0,25	0,65	1,20	1,20
2 ans	1,01	0,63	0,80	0,32	0,30	0,25	0,35	0,60	0,70	0,90	0,90	1,00
5 ans	0,44	0,13	0,19	0,15	0,25	0,40	0,40	0,40	0,30	0,30	0,40	0,50
10 ans	0,00	(0,24)	(0,07)	0,44	0,40	0,45	0,40	0,45	0,20	0,25	0,30	0,35
30 ans	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,76	0,25	0,30	0,30	0,50	0,50	0,40	0,30	0,20

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques