

La Réserve fédérale en fait-elle assez?

La Banque du Canada : d'un optimisme démesuré à un pessimisme modéré

FAITS SAILLANTS

- Le regain d'optimisme provoque un relâchement du marché obligataire, mais les risques prépondérants de déflation demeurent favorables à un rallye additionnel.
- La politique quantitative de la Réserve fédérale se poursuit sans être bonifiée.
- Selon le nouveau scénario de la Banque du Canada, la cible d'inflation pourrait être atteinte sans recourir à des politiques quantitatives.
- La Banque centrale européenne hésite à imiter les autres banques centrales.
- Les actions de la Banque d'Angleterre suffiront-elles à relancer l'économie?

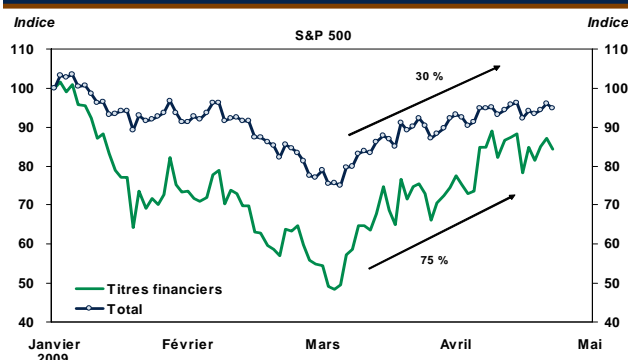
TABLE DES MATIÈRES

Sommaire	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale	7
Banque du Canada	8
Banque centrale européenne	9
Banque d'Angleterre	10
Banque du Japon	11
Tableaux	12
Marché des titres à revenu fixe	
États-Unis	13
Canada	14
Provinces	15
Tableaux	15-16

Sommaire

Au cours des dernières semaines, la stabilisation, voire le retournement de plusieurs indicateurs économiques et financiers a eu l'effet d'un baume sur le pessimisme des investisseurs et a permis aux titres à risque de se maintenir sur un sentier de croissance. Depuis le creux de mars, la Bourse a connu un gain de 30 %, et les prix des commodités ont rebondi de niveaux clairement survendus (graphique 1).

Graphique 1 – Le rallye boursier est-il soutenable?



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Ce regain de confiance, conjugué aux efforts des autorités monétaires et gouvernementales américaines, a permis une amélioration des écarts de crédit. Après la forte remontée liée à la faillite de la firme d'investissement Lehman Brothers à l'automne de 2008, les écarts de taux des titres de sociétés et des agences ont connu un net recul depuis le début de l'année (graphique 2 à la page 2).

Bien qu'il s'agisse de développements encourageants, la prudence reste de mise. Le rebond de la confiance des ménages en avril s'est fait à partir de niveaux montrant un pessimisme excessif; l'indice ISM manufacturier reste compatible avec une forte contraction de l'activité dans ce

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

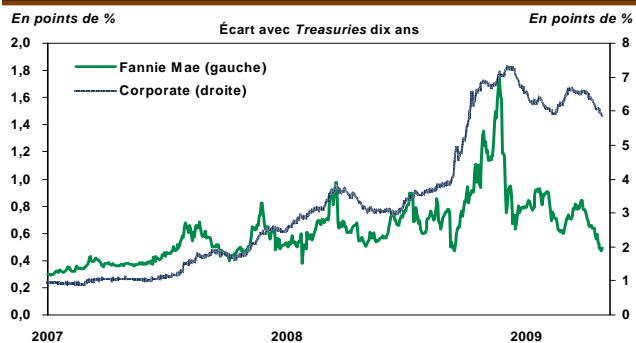
Francis Généreux
Économiste principal

Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste

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

Graphique 2 – Les écarts de crédit se résorbent



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

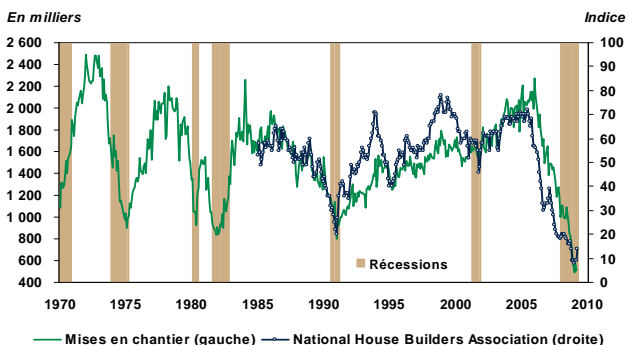
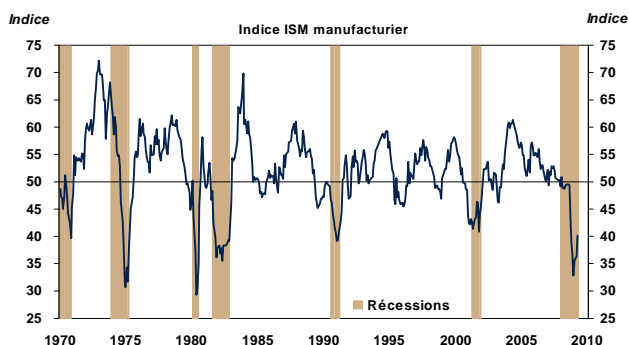
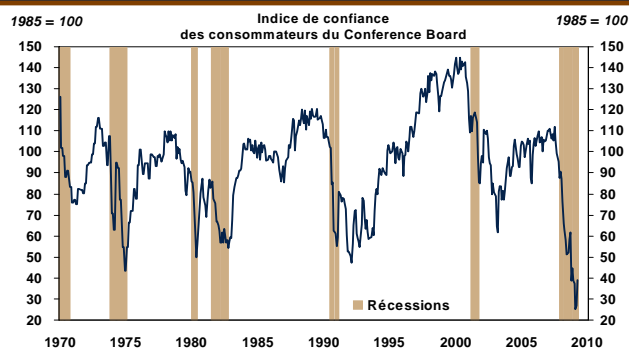
secteur; et le stock de maisons neuves demeure trop élevé pour que l'optimisme des constructeurs immobiliers soit favorable à un marché immobilier effervescent (graphique 3).

Dans ces conditions, le pire de la tempête est probablement maintenant derrière nous, mais il ne faut pas s'attendre à un retour à la normale sous peu. Entre autres, l'indicateur avancé, qui conserve une tendance baissière, n'est pas annonciateur d'une reprise imminente de l'économie américaine (graphique 4). De plus, les incertitudes demeurent nombreuses. Les *stress tests* des banques se poursuivent et retardent le rachat des titres toxiques qui affligent leurs bilans et leur solvabilité. Les risques de pandémie liés à la grippe A (H1N1) n'aident en rien à rétablir un climat de calme au sein des marchés financiers (voir l'encadré à la page 3 pour plus de détails).

Avec la Réserve fédérale (Fed) active et les incertitudes encore bien palpables, il reste surprenant de voir la réticence des marchés à pousser les taux des obligations gouvernementales à des niveaux plus faibles. Certes, le financement du déficit colossal de l'administration Obama reste une préoccupation de taille pour le marché obligataire. Les effets inflationnistes des mesures quantitatives de la Fed en sont une autre. Mais il n'en demeure pas moins que, à court terme, les risques de déflation sont prédominants. Déjà, l'inflation totale s'est affichée en territoire négatif pour la première fois depuis 1955 (graphique 5 à la page 4).

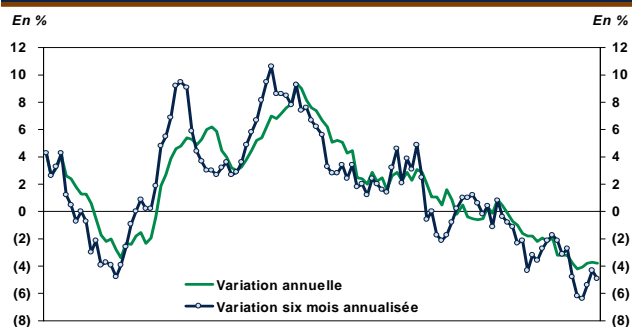
Pour le moment, les effets se limitent essentiellement à la forte correction des prix de l'énergie, mais il est probable que l'inflation sous-jacente sera sous pression au cours des prochains trimestres. Entre autres, le rythme de détérioration de l'économie américaine poussera l'écart avec le niveau potentiel de production à des niveaux historiques, une situation qui ne sera pas résorbée avant plusieurs années (graphique 6 à la page 4). Cela indique que les mesures de reflation mises en place par la Fed seront maintenues sur une longue période (voir la règle monétaire à la page 7).

Graphique 3 – Certains indices ont rebondi, mais demeurent à des niveaux très déprimés



Sources : Conference Board, Institute for Supply Management, Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – L'indicateur avancé ne signale pas d'amélioration notable de l'économie



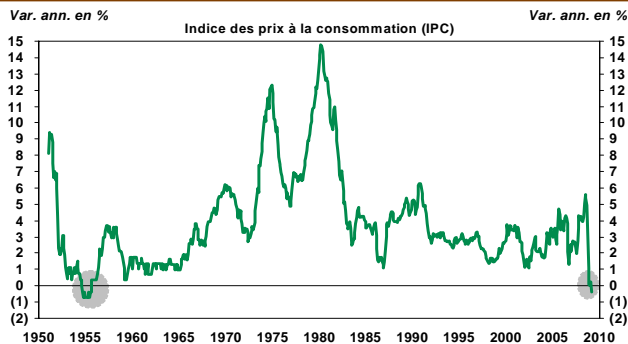
Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

Une nouvelle menace : la grippe A (H1N1)

- L'épidémie de grippe porcine du Mexique s'est rapidement répandue à plusieurs autres pays au cours des derniers jours. L'Organisation mondiale de la santé (OMS) a fait passer l'alerte de pandémie à 5, sur une possibilité de 6, ce qui indique qu'elle juge qu'une pandémie mondiale est imminente et que tous les pays doivent immédiatement mettre en place leur plan de réponse¹.
- Jusqu'à maintenant, les cas recensés à l'extérieur du Mexique, où 25 décès ont été confirmés, semblent relativement bénins (au moment d'écrire ces lignes, le seul cas de décès aux États-Unis concernait un patient mexicain qui aurait contracté la maladie dans son pays d'origine). À première vue, la grippe actuelle paraît donc peu mortelle. Il faut toutefois savoir que ce type de virus peut évoluer rapidement et pourrait ainsi devenir plus dangereux.
- Dans l'ensemble, la réaction des marchés à l'annonce de cette possible pandémie a été relativement limitée. Après une baisse initiale, la plupart des indices boursiers ont rapidement repris une tendance haussière. Les taux obligataires ont aussi augmenté au cours des derniers jours, un signe que la confiance des investisseurs n'est pas trop affectée. Même la Bourse mexicaine a effacé en partie son recul initial de 5 %. La devise de ce pays s'est toutefois dépréciée d'environ 4 %.
- Certains secteurs sont cependant plus affectés par la crise. Les actions des compagnies aériennes ont reculé d'environ 7 % aux États-Unis depuis l'éclatement de la crise alors que plusieurs entreprises œuvrant dans le domaine de la santé se sont fortement appréciées. Même si les experts répètent que la consommation de porc ne représente aucun danger, le prix de cette viande a reculé de près de 10 %. En fait, le lien avec le porc ne semble plus aussi clair qu'initialement et l'OMS a décidé de commencer à utiliser le terme grippe A (H1N1) plutôt que grippe porcine.
- Il est beaucoup trop tôt pour évaluer l'impact économique de la grippe A (H1N1). On peut toutefois déjà affirmer que la contraction de l'économie mexicaine sera significativement amplifiée à court terme alors que le gouvernement suggère aux citoyens de demeurer à la maison et demande aux entreprises de cesser leurs activités pour cinq jours. L'importante industrie touristique de ce pays est aussi frappée de plein fouet. Un retour sur l'épidémie du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) survenue en 2003 peut donner un aperçu des répercussions potentielles de l'actuelle pandémie. Rappelons que le SRAS est apparu en Chine à la fin de 2002 et qu'il s'est répandu à Hong Kong et au Vietnam en février 2003. Il s'est par la suite étendu à d'autres pays, dont Taïwan et Singapour. Au total, un peu plus de 8 000 personnes auraient été infectés par la maladie à travers le monde et 774 décès y ont été directement associés. Le Canada a été l'un des pays industrialisés le plus touchés avec 438 cas d'infection au SRAS rapportés, dont un peu plus de 40 décès, principalement dans la région de Toronto.
- Certaines études estiment que le SRAS a contribué à diminuer le PIB réel de Hong Kong d'environ 5 % en 2003, celui de la Chine de près de 2 % et celui de Taïwan d'environ 1 %. Au Canada, l'impact total a été largement inférieur à 1 % et s'est avéré très ponctuel. Dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2003, la BdC estimait que l'épidémie de SRAS avait entraîné une baisse de 0,60 % du PIB réel canadien au deuxième trimestre de 2003. Dès le troisième trimestre, l'atténuation du SRAS avait cependant renversé la tendance avec une contribution de +0,15 % au PIB réel canadien.
- Pour l'économie mondiale, une crainte est que la pandémie continue à se propager, ce qui pourrait entraîner une chute de la confiance des consommateurs et des investisseurs. Dans un tel cas, la stabilisation espérée de l'économie mondiale serait retardée.
- Même si cette possibilité paraît bien faible étant donné la réaction rapide des autorités et le bas taux de mortalité jusqu'à maintenant, on ne peut exclure la possibilité d'une grave pandémie mondiale. Selon des recherches de la Banque mondiale, une pandémie aussi grave que la grippe espagnole de 1918 pourrait faire diminuer le PIB réel mondial de 4,8 %. La majeure partie de cette perte proviendrait des efforts déployés pour éviter la contamination (réduction des voyages et des activités en public) plutôt que des effets directs de la maladie.

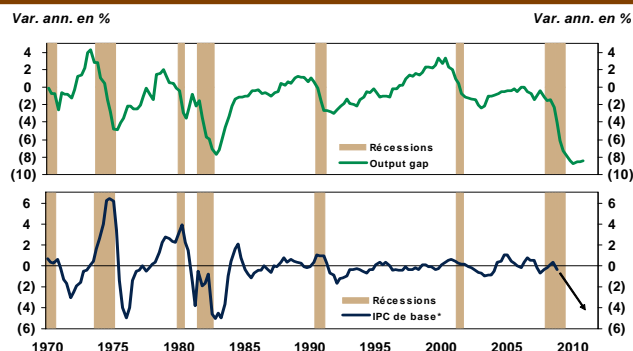
¹ La phase 5 a été déclarée, car un début d'épidémie a été recensé dans deux pays de la même région (le Mexique et les États-Unis); l'ajout d'un troisième pays dans une autre région confirmerait la pandémie (phase 6).

Graphique 5 – L'inflation devient négative pour la première fois depuis 1955 aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

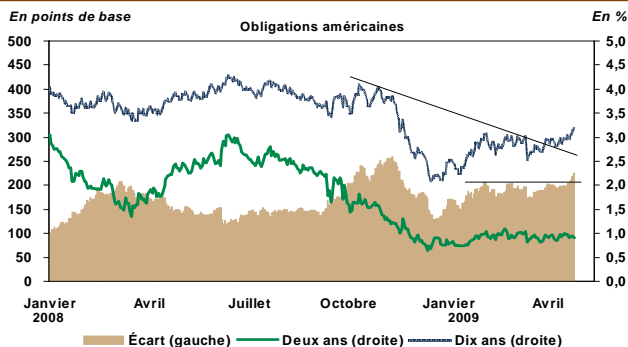
Graphique 6 – Les prix demeureront sous pression aux États-Unis



* Changement annuel.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La marché obligataire semble avoir été déçu de la décision de la Fed du 29 avril (graphique 7), mais la réaction paraît exagérée (voir la section *Marché des titres à revenu fixe* à la page 13 pour une analyse des mouvements de taux).

Graphique 7 – Le marché obligataire a été déçu de la décision de la Fed



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

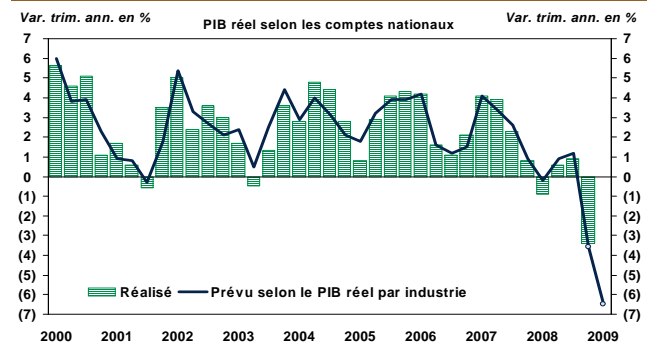
Entre autres, les sommes engendrées jusqu'à maintenant sont en ligne avec les engagements de la Fed (à titre d'exemple, le rythme de rachat de près de 10 G\$ US par mois de *Treasuries*

est compatible avec l'objectif que s'est donné la Fed de racheter 300 G\$ US d'ici l'automne). Toutefois, la Fed aurait pu laisser insinuer dans son communiqué que, advenant une détérioration additionnelle du contexte économique et financier, elle serait prête à bonifier ses interventions ou à accélérer ses rachats de titres publics et privés. L'évolution de l'inflation pourrait éventuellement l'obliger à prendre de tels engagements au sens où la remontée des taux d'intérêts réels, provoquée à la fois par des taux nominaux en hausse et par l'entrée de l'inflation en zone négative, va catégoriquement à l'encontre des efforts de la Fed.

CANADA : UNE POLITIQUE QUANTITATIVE PRÈS DE CHEZ VOUS?

En raison d'une nette détérioration de l'activité économique (graphique 8), la Banque du Canada (BdC) a révisé significativement à la baisse ses projections de croissance et d'inflation pour 2009. La BdC demeure néanmoins relativement optimiste quant à la reprise économique. M. Carney et ses collègues prévoient que le PIB réel canadien augmentera de 2,5 % en 2010 (graphique 9), soit une progression près de deux fois plus importante que notre prévision et que celle du Fonds monétaire international (FMI).

Graphique 8 – Vers une diminution record du PIB réel au premier trimestre de 2009



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – Comparaisons des prévisions économiques

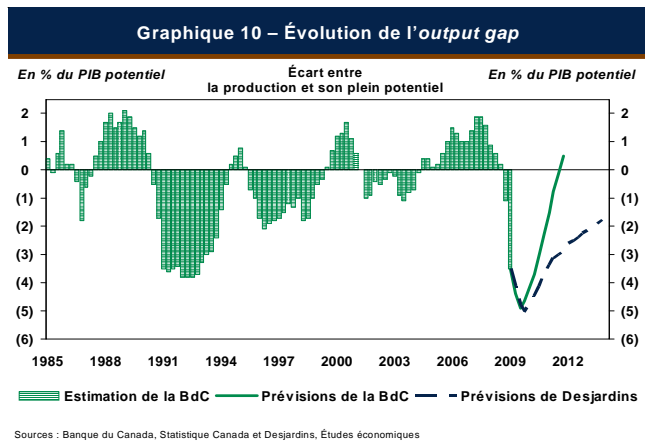
Prévisions		2008	2009p	2010p	2011p
Banque du Canada	PIB réel	0,5 %	-3,0 %	2,5 %	4,7 %
	Taux d'inflation totale*	2,3 %	0,3 %	1,7 %	1,9 %
Desjardins	PIB réel	0,5 %	-3,0 %	1,4 %	3,0 %
	Taux d'inflation totale	2,3 %	-0,1 %	1,3 %	2,5 %
Fonds monétaire international	PIB réel	0,5 %	-2,5 %	1,2 %	n.d.
	Taux d'inflation totale	2,3 %	0,0 %	0,5 %	n.d.

* Projections à partir des prévisions trimestrielles et semestrielles; p : prévisions; n.d. : non disponible.
Sources : Banque du Canada, Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

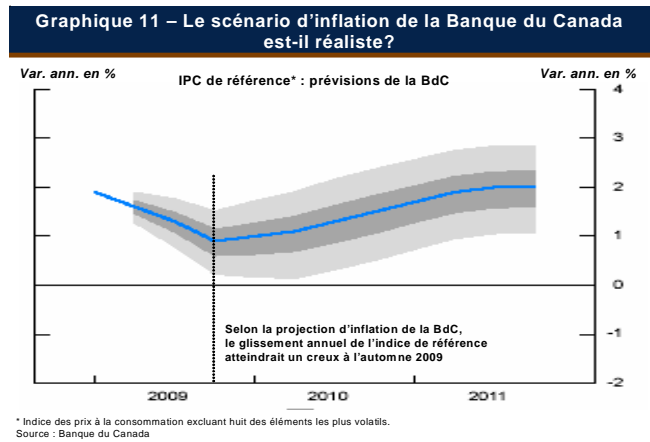
Des ajustements profonds sont pourtant en cours au sein de l'économie canadienne (restructuration de l'industrie de l'automobile, difficultés de l'industrie forestière, hausse du taux d'épargne des ménages, diminution des prix de l'immobilier, consolidation des marchés financiers, etc.), ce qui réduit significativement le potentiel de croissance de la production. Selon les estimations de la BdC, la progression de la production potentielle sera de 1,2 % cette année, de 1,5 % en 2010 et de 1,9 % en 2011. Or, pour parvenir à une croissance économique de 2,5 % en 2010 comme le prévoit la BdC, il faudra que le PIB réel augmente en moyenne d'environ 4 % par trimestre tout au long de l'année, soit un rythme largement supérieur au potentiel (1,5 %). Un tel écart est généralement associé à une reprise économique très vigoureuse. Or, compte tenu des difficultés de l'économie mondiale et des problèmes persistants au sein des marchés financiers, la plupart des prévisionnistes sont plutôt d'avis que la reprise économique sera modérée au sein des pays industrialisés.

Face à ces ajustements, la réponse des autorités monétaires nous laisse perplexes. Certes, le taux d'intérêt directeur a été porté à un seuil de 0,25 %, que la BdC, dans un souci de transparence, s'est engagée à maintenir jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010. Toutefois, cela en rajoute peu par rapport à ce qui était déjà implicite lors de la réunion de mars dernier, soit de maintenir les taux à un niveau faible sur une longue période.

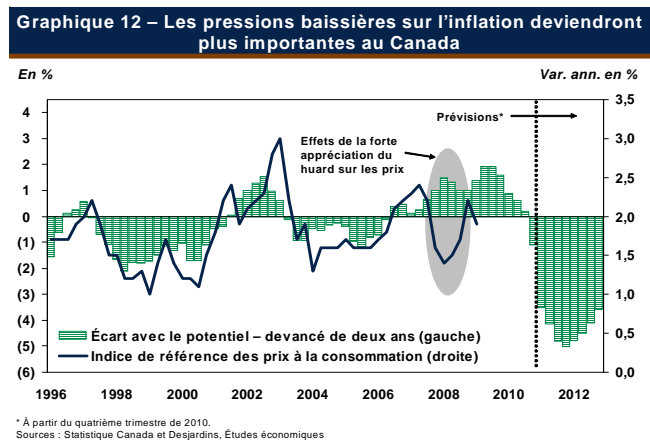
Notre scénario économique montre que des actions plus musclées devront être entreprises le plus rapidement possible pour limiter l'incidence du recul de l'activité économique sur l'inflation sous-jacente. Comme la BdC a révisé le potentiel de croissance de l'économie à la baisse, une progression moins rapide sera nécessaire pour que le niveau de production excédentaire se résorbe, mais il serait surprenant que cela se réalise avant, au mieux, 2011 (graphique 10).



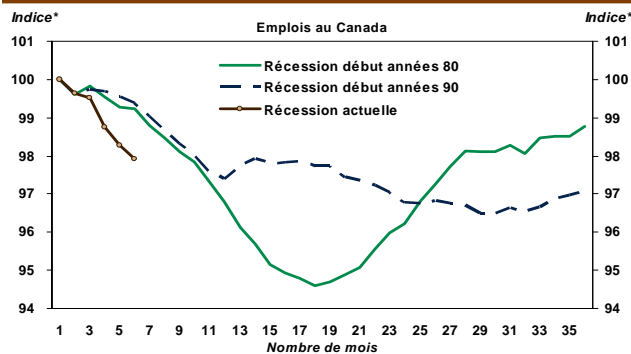
Dans cette optique, il est étonnant de voir le scénario de base de la BdC établir que le taux annuel de l'inflation de référence atteindra un creux d'environ 1 % à l'automne 2009 (graphique 11).



L'offre excédentaire et la détérioration marquée du marché de l'emploi (graphiques 12 et 13 à la page 6) continueront d'exercer des pressions baissières sur les prix et, bien que nous n'anticipons pas de déflation hors énergie, il y a un risque important que la cible d'inflation ne soit pas atteinte à moyen terme (graphique 14 à la page 6).

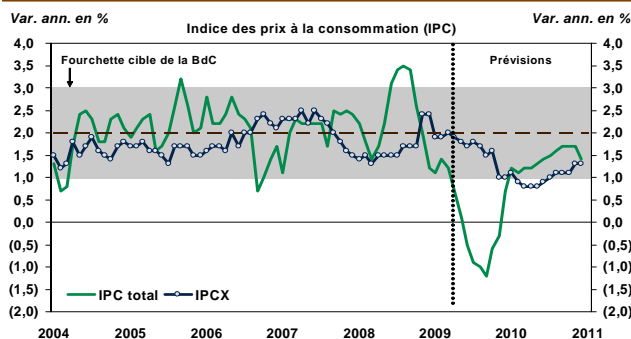


Graphique 13 – La présente correction de l'emploi est rapide au Canada



* Indice = 100 au début de la récession.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – Une période temporaire de déflation est attendue au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, il faut voir le changement du cadre opérationnel de la BdC, avec le maintien du taux de dépôt à 0,25 %, comme l'ouverture envers des mesures quantitatives visant à accroître les réserves bancaires. La BdC semble être réticente à adopter de telles mesures, mais, si notre scénario se réalise, elle devra en faire davantage pour éviter le risque d'entrer en déflation. Le rachat de titres privés et publics s'annonce inévitablement une bonne nouvelle pour le marché obligataire au cours des prochains mois. Tant le niveau des taux que les écarts de crédit devraient diminuer.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre
Économiste principal

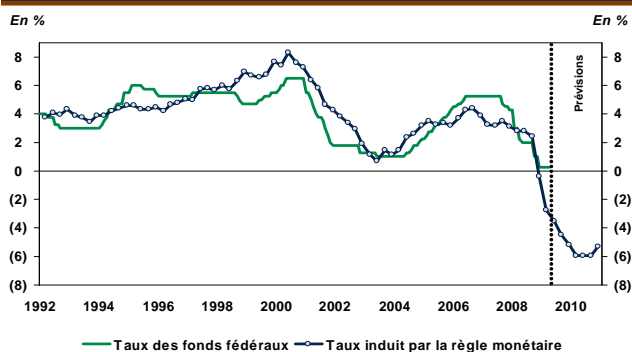
RÉSERVE FÉDÉRALE

La politique quantitative se poursuit sans être bonifiée

- Bien qu'encore fragile, l'économie américaine ne semble plus se contracter à un rythme aussi inquiétant qu'à la fin de 2008 ou au tout début de 2009. Dans ce contexte, la Réserve fédérale (Fed) a décidé de conserver sa politique monétaire inchangée lors de sa réunion des 28 et 29 avril. Ainsi, les taux d'intérêt directeurs demeurent dans une fourchette cible se situant entre 0,00 % et 0,25 %.
- Dans le cadre de sa politique quantitative, la Fed conserve ses cibles d'achat de titres. De ce côté, elle est encore loin d'avoir épuisé ses outils. L'acquisition d'obligations du gouvernement se fait plutôt tranquillement alors que la Fed n'a acheté que 68,3 G\$ US sur les 300 G\$ US ciblés. Celle-ci n'a accumulé que 367,7 G\$ US de titres adossés à des hypothèques, par rapport à une cible de 1 250 G\$ US, et 45 G\$ US de titres de dettes d'agences sur un potentiel de 200 G\$ US. Le maintien des cibles annoncées en mars laisse à la Fed le potentiel de s'immiscer encore grandement dans les marchés. De plus, le programme visant à aider l'octroi de crédit à la consommation ou aux entreprises, le *TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)*, reste à l'état de balbutiements avec un encours d'à peine 6,4 G\$ US. Le plan de sauvetage financier du gouvernement fédéral indique que ce programme pourrait atteindre un encours de 1 000 G\$ US.
- La sous-utilisation des capacités de production et la hausse du chômage alimentent les risques de déflation, qui demeurent prédominants. Au cours du mois de mars, et pour la première fois depuis 1955, l'inflation a été négative aux États-Unis. Ainsi, l'indice des prix à la consommation (IPC) se situait 0,4 % plus bas qu'en mars 2008. Ce n'est toutefois pas un phénomène généralisé : la baisse de l'IPC sur 12 mois provient exclusivement d'une chute de 23 % des prix de l'énergie alors que les prix des aliments sont en hausse de 4,4 % et que l'inflation de base (qui exclut les aliments et l'énergie) se situe à 1,8 %. L'effet de la baisse annuelle des prix de l'énergie devrait amener l'inflation totale à connaître un creux d'environ -2,0 % au cours de l'été prochain. L'inflation de base devrait aussi se modérer bien que les récents chiffres mensuels soient plus stables qu'attendu. L'IPC de base devrait ralentir tout au long des prochains trimestres pour afficher une variation annuelle de 0,5 % à la mi-2010.

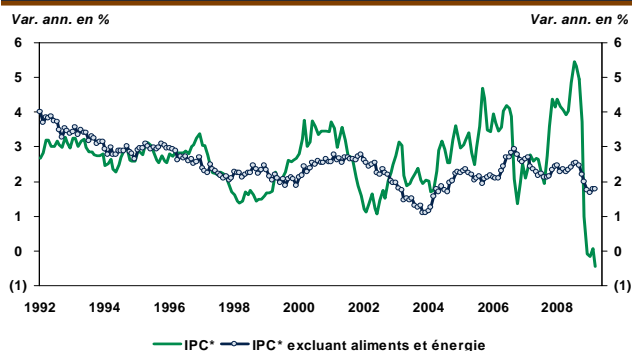
Prévisions : Il ne faut pas s'attendre à beaucoup de changements du côté de la politique monétaire américaine au cours des prochains mois. La Fed poursuivra plutôt l'implantation des mesures quantitatives déjà en place, ce qui continuera à gonfler son bilan.

États-Unis – Règle monétaire



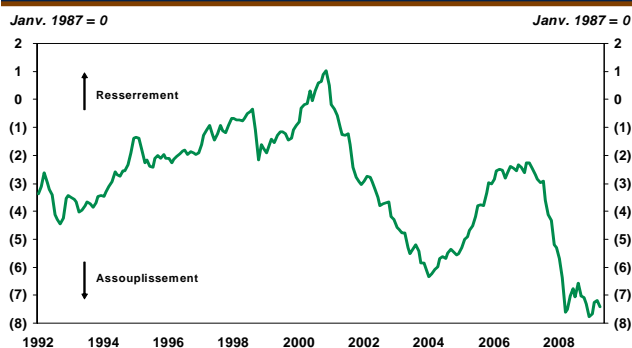
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Taux d'inflation



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

États-Unis – Indice des conditions monétaires



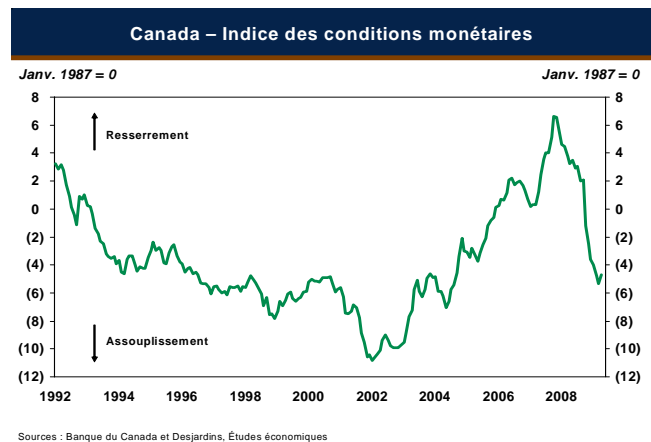
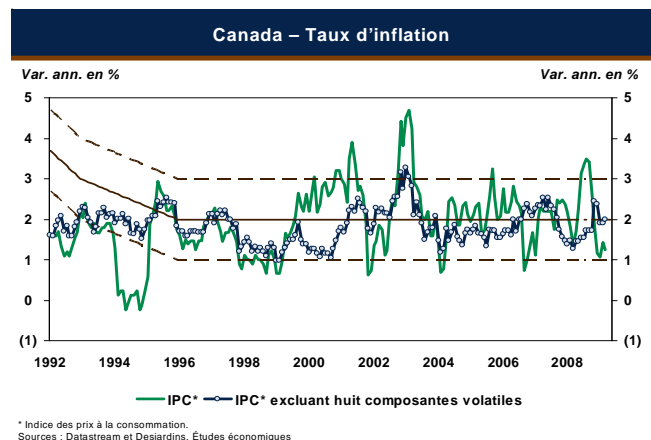
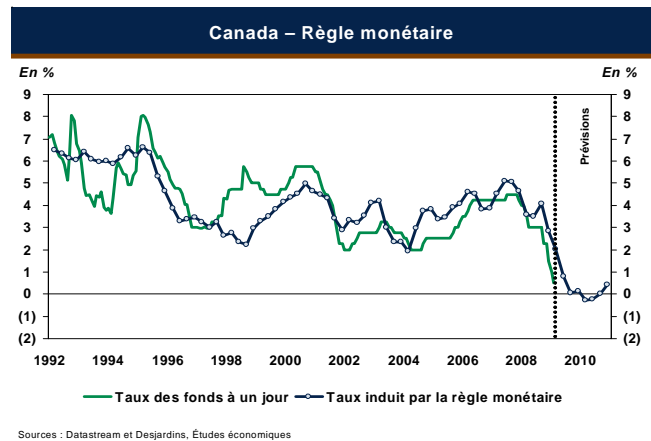
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

La BdC hésitante à recourir à des politiques quantitatives

- En avril, la Banque du Canada (BdC) a décidé de desserrer d'un dernier tour sa politique monétaire en abaissant son taux directeur de 25 points de base, à un creux historique de 0,25 %. L'atteinte de ce seuil met ainsi fin à 425 points de base d'assouplissement monétaire depuis décembre 2007.
- Selon la BdC, la politique monétaire a pris plus de temps qu'à l'habitude à faire effet, et la récession au pays sera plus profonde que préalablement estimé. Sans surprise, la BdC a révisé son scénario de croissance et d'inflation. Elle s'attend maintenant à un recul du PIB réel d'environ 3 % en 2009 avec, entre autres, une réduction record au premier trimestre (-7,3 %).
- Nos estimations de croissance de l'économie canadienne (similaires à la BdC pour 2009, mais plus négatives pour 2010) sont compatibles avec un creusement significatif de l'*output gap* qui pourrait atteindre près de 6 % à la fin de 2009 et qui sera difficilement résorbé au cours des prochaines années. Cette offre excédentaire continuera d'exercer des pressions baissières sur les prix et, bien que nous n'anticipons pas de déflation hors énergie, il y a un risque important que la cible d'inflation ne soit pas atteinte à moyen terme.
- Une période de déflation (variation annuelle négative des prix) devrait débiter d'ici juin. Il s'agira toutefois d'un phénomène temporaire puisqu'un retour en territoire positif est prévu dès la fin de 2009. Cette diminution reflétant essentiellement la baisse des prix de l'énergie, la variation annuelle de l'indice de référence (IPCX) devrait demeurer positive durant cette période, quoiqu'une escapade sous la cible inférieure (1 %) ne puisse pas être écartée pour quelques mois.
- Dans son *Rapport sur la politique monétaire*, la BdC a établi le cadre de mise en œuvre des prochains outils d'assouplissement monétaire qui seront utilisés au besoin. Conditionnellement à son scénario d'inflation, elle a ainsi pris l'engagement de maintenir le taux directeur à 0,25 % jusqu'au deuxième trimestre de 2010. Dans l'éventualité d'un choc additionnel, la BdC envisage de recourir à du crédit et à de l'assouplissement quantitatif.

Prévisions : La politique monétaire traditionnelle ayant atteint un seuil, la voie est maintenant ouverte à l'assouplissement quantitatif. La BdC semble chercher à se donner du temps, mais les risques que l'inflation évolue considérablement sous la cible de 2 % au cours des prochains mois signalent que le travail de la BdC n'est pas terminé.



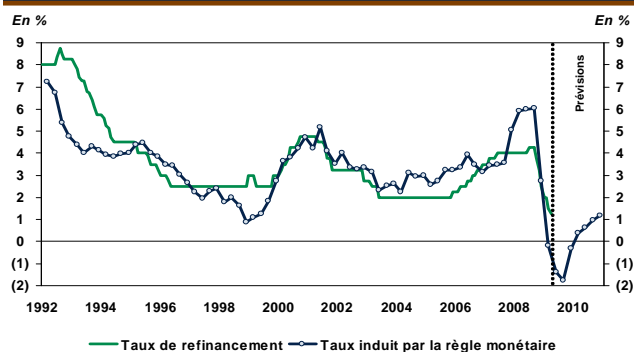
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE hésite à imiter les autres banques centrales

- Le retard de la Banque centrale européenne (BCE) s'est encore creusé en avril. Contrairement aux autres autorités monétaires qui ont déjà abaissé leur taux directeur à un plancher tout près de zéro et, dans la plupart des cas, mis en place une forme d'assouplissement quantitatif, la BCE a levé le pied de l'accélérateur en réduisant son taux directeur de 25 points de base en avril, pour le situer à 1,25 %. Les analystes prévoyaient une diminution plus agressive de 50 points. Dans la conférence de presse qui a suivi la décision, le président Trichet a confirmé qu'une autre diminution du taux était possible le 7 mai et que la décision de procéder ou non à de nouvelles mesures non conventionnelles serait aussi annoncée lors de cette rencontre.
- La conclusion relativement décevante de la rencontre d'avril semble refléter de l'incertitude et de la dissension au sein de la BCE quant à la politique monétaire à adopter face à un environnement économique et financier exceptionnellement difficile. Les commentaires des membres du Conseil des gouverneurs confirment l'existence d'opinions contradictoires. Pour certains, dont Axel Weber, il ne serait pas approprié de descendre le taux directeur sous 1 %, et les mesures additionnelles devraient continuer à se concentrer sur le financement du système bancaire : « *Direct interventions, such as the purchase of corporate debt, shouldn't take priority* ». Pour d'autres membres, le Conseil doit envisager d'abaisser son taux plus près de zéro et de procéder à des achats d'actifs.
- À voir la situation économique en zone euro, il est difficile de comprendre les réticences de la BCE à tout faire en son pouvoir pour stimuler l'activité. La chute marquée du PIB réel devrait se poursuivre alors que les indicateurs de confiance ont atteint de nouveaux creux en mars et que le recul des ventes au détail s'est accéléré en février pour atteindre -4,0 % en variation annuelle. Malgré une légère remontée des indices des directeurs d'achat (PMI) et de l'indice IFO en avril, il semble assuré que la récession se prolongera pour plusieurs mois. Le taux annuel d'inflation, qui est de seulement 0,6 % en avril, devrait tomber en territoire négatif cet été et demeurer très bas par la suite étant donné la faiblesse de l'économie. Certains membres de la BCE reconnaissent même que les risques de déflation ont augmenté quelque peu.

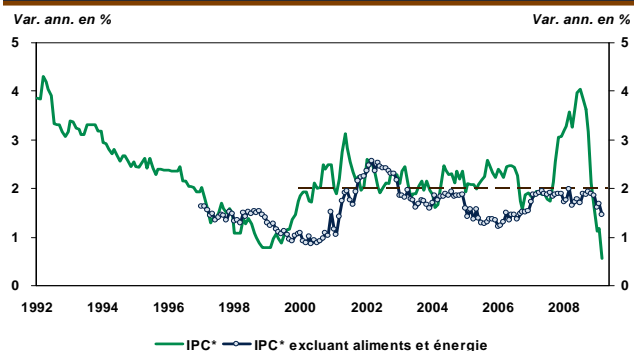
Prévisions : Une autre baisse de 25 points de base du taux directeur paraît assurée en mai alors que la BCE devrait aussi annoncer de nouveaux efforts pour soutenir le marché du crédit, sans toutefois nécessairement procéder à des achats d'actifs. À l'image de la Réserve fédérale et de la Banque du Canada, la BCE devrait aussi signaler clairement que le taux ne sera pas remonté pour plusieurs mois. Par la suite, on peut penser que les autorités eurolandaises tenteront de maintenir leur taux directeur à 1,00 %, un seuil psychologique pour certains des dirigeants de la BCE. Les difficultés économiques risquent toutefois de les forcer à reprendre l'assouplissement monétaire au courant de l'été.

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



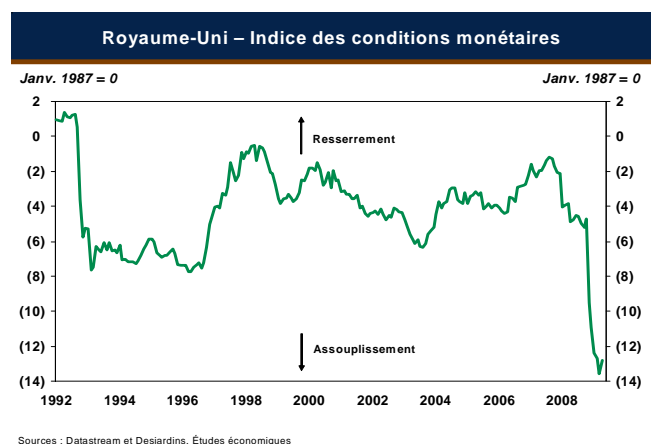
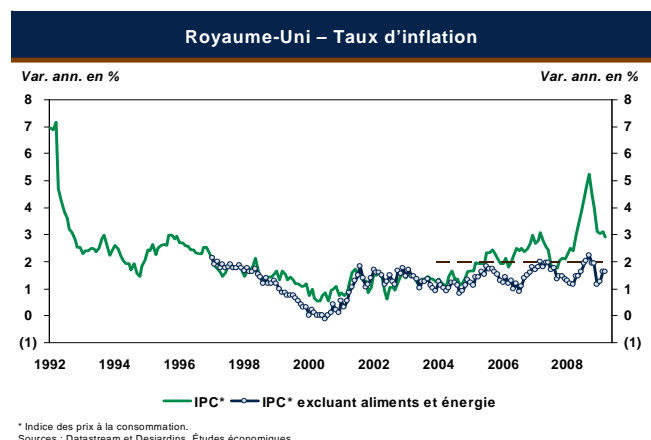
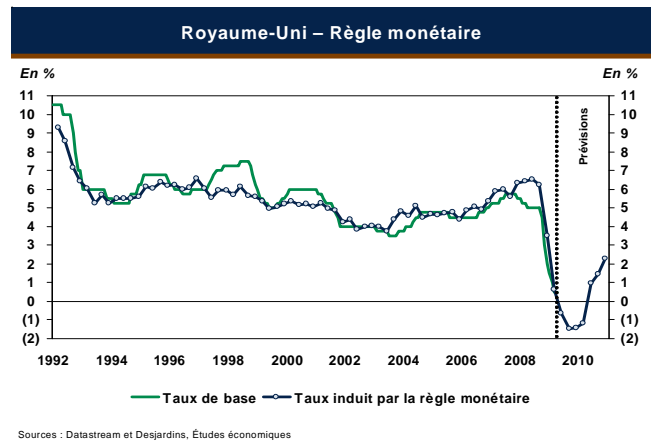
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE D'ANGLETERRE

Les actions de la BoE suffiront-elles à relancer l'économie?

- Contrairement à la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre (BoE) a adopté une approche agressive pour aider l'économie britannique à sortir de la récession. Rappelons qu'elle avait amorcé une politique quantitative dès février en commençant à acheter du papier commercial. Elle est allée encore plus loin en mars en abaissant son taux directeur à 0,50 %, ce qui devrait représenter un plancher pour des raisons techniques, et surtout en annonçant un nouveau programme d'assouplissement quantitatif de 75 G£ (110 G\$ US) qui vise à gonfler l'offre de monnaie en achetant des titres privés et même des obligations du gouvernement britannique. Le travail de la BoE est donc bien avancé, et aucune action supplémentaire n'a été prise lors de la rencontre d'avril.
- Cet empressement de la BoE à utiliser toutes ses munitions est justifié par la contraction brutale de l'économie britannique au cours des derniers mois. Après une chute de 6,1 %, à rythme annualisé au dernier trimestre de 2008, la baisse du PIB réel a atteint 7,4 % au premier trimestre de 2009. Une lueur d'espoir est toutefois apparue récemment alors que les actions de la BoE et du gouvernement semblent commencer à avoir un effet positif sur l'économie. Le resserrement des conditions de crédit a été moins prononcé au premier trimestre de 2009, et un assouplissement du financement est maintenant prévu au printemps. De plus, on commence à observer une stabilisation encourageante du marché immobilier. Il est beaucoup trop tôt pour espérer un retour de la croissance au Royaume-Uni, mais, comme le notait la BoE lors de sa dernière réunion : « [...] *the rate of contraction in output might be starting to moderate in Q2* ». La dégradation spectaculaire des finances publiques représente toutefois un risque important pour l'économie britannique et pourrait contrer les efforts de la BoE pour maintenir des taux obligataires faibles.
- Étant donné l'ampleur de la récession qui frappe l'économie britannique, la résilience de l'inflation continue à surprendre les analystes et la BoE. La croissance annuelle de l'IPC demeure ainsi élevée à 2,9 % en mars. La hausse rapide des prix semble surtout refléter un effet de diffusion plus important de la dépréciation de la livre sterling sur les prix au Royaume-Uni. Étant donné la faiblesse des pressions inflationnistes internes et la récente stabilisation de la livre, l'inflation devrait ralentir significativement au cours des prochains mois. La BoE reconnaît qu'à court terme l'inflation risque d'être moins basse que ce qu'elle anticipait, mais elle prévoit toujours qu'elle tombera sous la cible de 2 % en deuxième moitié d'année.

Prévisions : Malgré quelques signes encourageants, les difficultés de l'économie britannique demeurent très sérieuses. La BoE maintiendra des politiques très expansionnistes pour plusieurs trimestres, et l'amplitude du programme d'assouplissement quantitatif pourrait éventuellement être augmentée. La résilience de l'inflation permettra toutefois à la BoE d'attendre avant d'annoncer de nouveaux programmes.



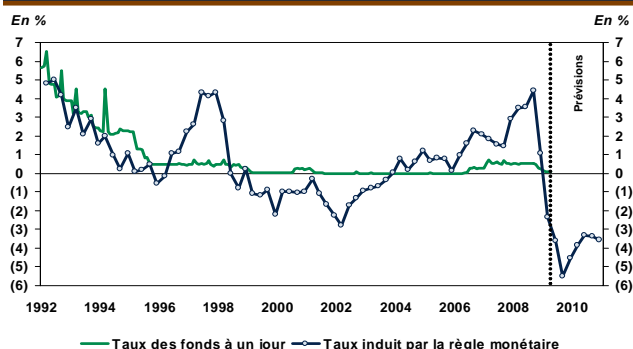
BANQUE DU JAPON

La BoJ ne lésine pas sur les moyens

- Le Japon s'est enfoncé dans la récession, ce qui, jumelé avec la baisse des prix des produits de base, a ramené la déflation au pays. Il n'est donc pas étonnant de constater le degré d'assouplissement monétaire de la Banque du Japon (BoJ). Son principal taux d'intérêt directeur est maintenu près de 0,1 % depuis décembre dernier et, à l'instar d'autres banques centrales, une panoplie de mesures non traditionnelles ont été déployées.
- L'économie japonaise est en bien piètre état. Les exportations ont considérablement diminué en raison de la détérioration des conditions économiques à l'échelle planétaire. L'hémorragie a néanmoins cessé en mars alors que les livraisons à l'étranger ont augmenté pour une première fois en dix mois, mais rien ne garantit que cette embellie perdurera. L'économie nipponne souffre également d'un repli de sa demande intérieure, qui est victime de la réduction des profits des entreprises, de la plus grande précarité du marché du travail et de la contraction du revenu des ménages. De plus, les conditions de crédit demeurent difficiles, ce qui nuit aux efforts de relance.
- La situation semble plus problématique du côté du financement des entreprises et c'est d'ailleurs pourquoi la BoJ achète depuis quelque temps du papier commercial et des obligations corporatives. Les autorités monétaires constatent que certaines améliorations émanent des mesures mises en place, mais elles estiment encore nécessaire de maintenir le pied sur l'accélérateur. Ainsi, la limite des achats annuels d'obligations du gouvernement japonais par la banque centrale a été relevée à 21,6 billions de yens en mars afin d'assurer un approvisionnement suffisant en liquidités aux marchés financiers. La BoJ a aussi annoncé le 10 avril dernier les termes d'une nouvelle ligne de crédit permettant d'octroyer des prêts de long terme aux banques japonaises afin de leur assurer une base suffisante de capitaux pour poursuivre leurs activités.
- En appui aux interventions de la banque centrale, le gouvernement japonais ne lésine pas non plus sur les moyens pour endiguer la crise. Malgré un endettement public déjà élevé, il a annoncé un plan de stimulation économique de 150 G\$ US au début du mois d'avril. Par ailleurs, la dépréciation du yen survenue au cours des dernières semaines a contribué à l'assouplissement des conditions monétaires, qui demeuraient élevées en dépit de la baisse des taux d'intérêt. Le cours de la devise reflète maintenant davantage la faiblesse de l'économie.

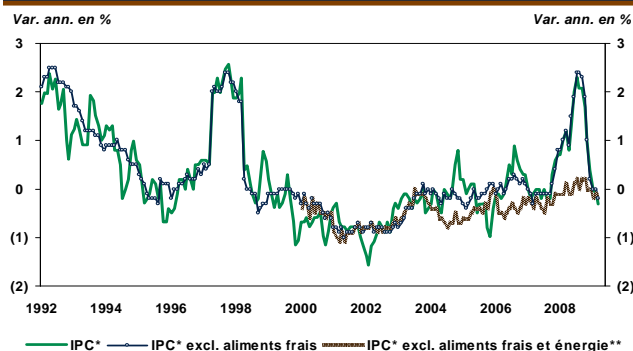
Prévisions : La récession est sévère au Japon et marque le retour de la déflation. Le reste de l'économie planétaire devra d'abord se relever pour soutenir la relance. Les autorités monétaires n'auront d'autre choix que de maintenir leur principal taux d'intérêt directeur près de 0,1 % pendant plusieurs trimestres et de poursuivre l'assouplissement monétaire avec des mesures non traditionnelles.

Japon – Règle monétaire



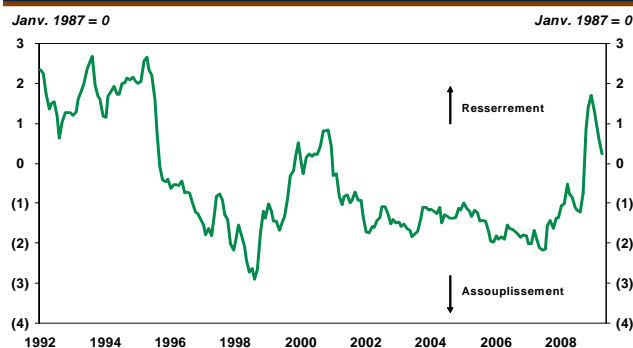
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Japon – Taux d'inflation



* Indice des prix à la consommation; ** La série débute en 2000.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Japon – Indice des conditions monétaires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1	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	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Zone euro												
Taux de refinancement	4,00	4,00	4,25	2,50	1,50	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,50
Royaume-Uni												
Taux de base	5,25	5,00	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,30	1,30	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
Février 2009			
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
Mars 2009			
2	Banque de réserve d'Australie	s.q.	3,25
3	Banque du Canada	-50 p.b.	0,50
5	Banque d'Angleterre	-50 p.b.	0,50
5	Banque centrale européenne	-50 p.b.	1,50
11	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-50 p.b.	3,00
11	Banque du Brésil	-150 p.b.	11,25
12	Banque nationale suisse	-25 p.b.	0,25
17	Banque du Japon	s.q.	0,10
18	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
20	Banque du Mexique	-75 p.b.	6,75
25	Banque de Norvège	-50 p.b.	2,00
Avril 2009			
2	Banque centrale européenne	-25 p.b.	1,25
6	Banque du Japon	s.q.	0,10
7	Banque de réserve d'Australie	-25 p.b.	3,00
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
17	Banque du Mexique	-75 p.b.	6,00
21	Banque de Suède	-50 p.b.	0,50
21	Banque du Canada	-25 p.b.	0,25
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	-50 p.b.	2,50
29	Banque du Brésil	-100 p.b.	10,25
29	Banque du Japon	s.q.	0,10
29	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Mai 2009	
5	Banque de réserve d'Australie
6	Banque de Norvège
7	Banque d'Angleterre
7	Banque centrale européenne
15	Banque du Mexique
21	Banque du Japon
Juin 2009	
2	Banque de réserve d'Australie
4	Banque d'Angleterre
4	Banque centrale européenne
4	Banque du Canada
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
10	Banque du Brésil
15	Banque du Japon
17	Banque de Norvège
18	Banque nationale suisse
19	Banque du Mexique
24	Réserve fédérale
Juillet 2009	
2	Banque centrale européenne
2	Banque de Suède
7	Banque de réserve d'Australie
9	Banque d'Angleterre
14	Banque du Japon
17	Banque du Mexique
21	Banque du Canada
22	Banque du Brésil
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande

Source : Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

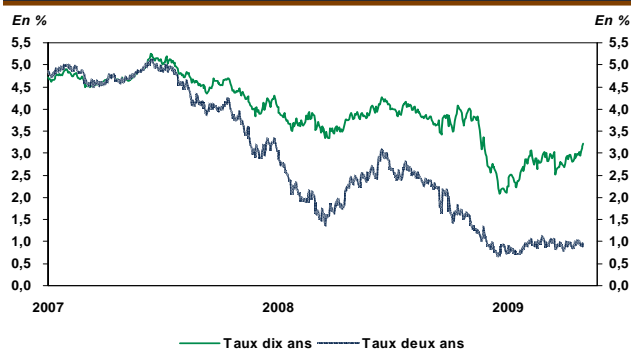
Le regain d'optimisme provoque un relâchement du marché obligataire

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 avoir atteint un creux de 0,80 % à la fin de mars, les taux de deux ans ont repris une tendance légèrement haussière pour se rapprocher de 0,95 %.
- 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. Après avoir bénéficié de la politique de 300 G\$ US de rachat de *Treasuries* de la Réserve fédérale (Fed), les taux des obligations de dix ans ont évolué à la hausse, passant d'un creux de 2,50 % à la mi-mars à un sommet récent de près de 3,20 % le 1^{er} mai dernier. Il faut dire que les marchés obligataires ont fortement réagi au dernier communiqué de la Fed, qui n'a pas bonifié ses interventions quantitatives et qui a démontré un certain optimisme sur la relance à venir.
- La réaction des marchés semble exagérée. D'une part, le rallye boursier (+30 % depuis mars) reste extrêmement fragile et est sujet à une correction à tout moment. D'autre part, les risques de déflation demeurent prédominants. Même si la situation économique s'améliorait légèrement au cours des prochains trimestres, l'écart par rapport au niveau potentiel de production continuerait à se creuser, ce qui, jumelé aux retards déjà accumulés, éliminerait les pressions inflationnistes pour plusieurs trimestres à venir. Par conséquent, l'accentuation de la courbe des taux d'intérêt, au plus haut niveau depuis novembre 2008, est appelée à se corriger. L'écart entre les taux de deux ans et de dix ans est passé de 169 points de base lors de la réunion de mars de la Fed à 225 points de base lors de la réunion d'avril, soit une hausse de 56 points de base.
- Advenant le maintien des taux obligataires aux niveaux actuels, il faudrait s'attendre à une intervention additionnelle de la Fed. Manifestement, la remontée récente des taux va à l'encontre des efforts de cette dernière. En particulier, il faudra voir dans quelle mesure celle-ci sera à l'aise avec des taux de dix ans supérieurs à 3,25 %. La nécessité d'avoir des taux nominaux faibles pour relancer l'économie sera encore plus importante à mesure que la déflation aura plus de mordant.

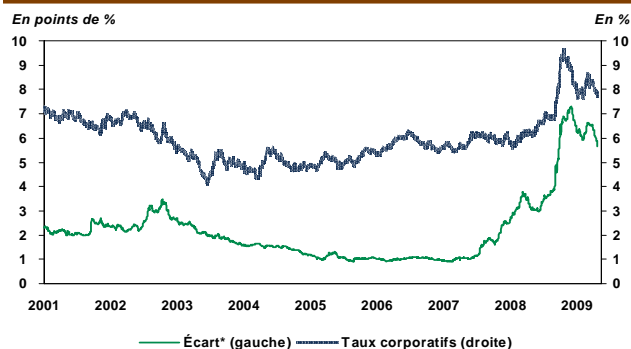
Prévisions : Au rythme où le Trésor multiplie ses adjudications, la prudence reste de mise. Toutefois, nos thématiques de ralentissement économique, de creusement de l'*output gap*, de risque potentiel de déflation, d'un retour forcé à l'épargne et d'une possibilité d'intervention additionnelle de la Fed sur le marché secondaire demeurent favorables à un rallye éventuel du marché obligataire.

États-Unis – Titres du Trésor



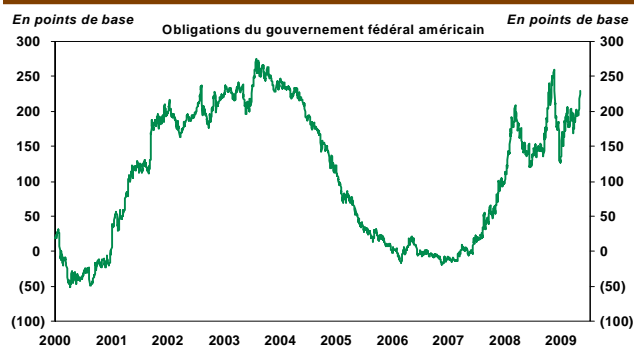
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Obligations corporatives



* Taux corporatifs cinq à dix ans moins obligations fédérales cinq ans.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Pente entre les échéances de dix et de deux ans

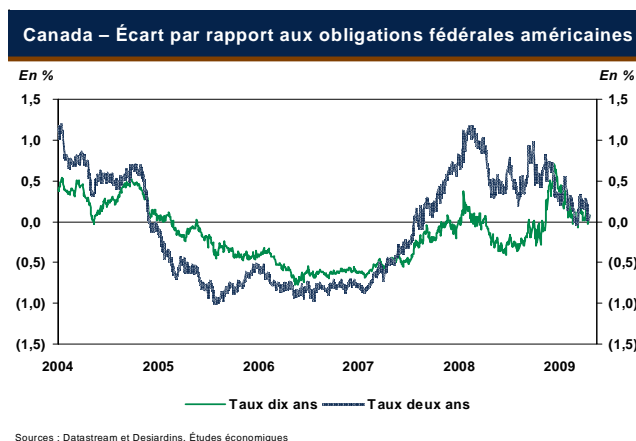
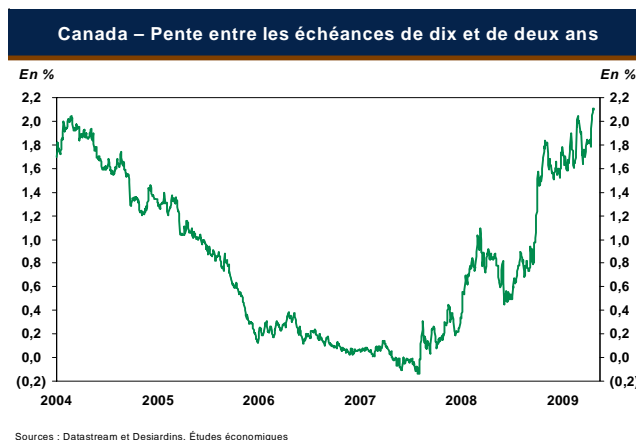
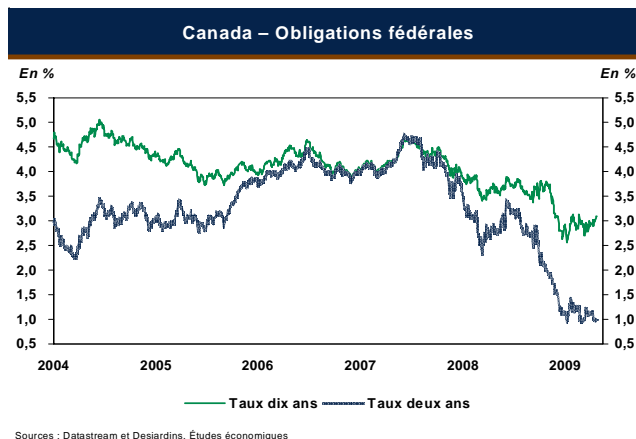


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES

- Après avoir enregistré de fortes variations en fin de 2008 et au tout début de 2009, les taux obligataires canadiens montrent des signes de stabilisation au cours des dernières semaines. D'un côté, la faiblesse de l'économie et des pressions inflationnistes ainsi que les efforts des banques centrales limitent l'augmentation des taux. D'un autre côté, les émissions massives de nouvelles obligations pour financer les déficits publics, partout sur la planète, préoccupent les investisseurs et empêchent une baisse supplémentaire des taux.
- Le taux des obligations fédérales canadiennes d'une échéance de deux ans est descendu légèrement sous 1 % à la suite de la dernière baisse, non pleinement anticipée, de 25 points de base des taux directeurs canadiens le 21 avril. Malgré l'engagement de la Banque du Canada (BdC) à maintenir son taux à ce plancher jusqu'à la mi-2010, l'effet de la baisse sur les taux de long terme n'a pas été durable. Le taux de dix ans est même remonté au-dessus des 3,00 % à la suite de la publication du *Rapport sur la politique monétaire* qui indiquait que la mise en place d'une politique quantitative n'était pas imminente au pays. Par conséquent, la pente de la courbe canadienne s'est accentuée pour atteindre 207 points, un sommet depuis août 2002.
- Les écarts entre les taux obligataires canadiens et américains sont présentement très faibles alors que la situation économique des deux côtés de la frontière paraît relativement similaire. Premièrement, les taux directeurs sont pratiquement nuls tant au Canada qu'aux États-Unis. Deuxièmement, le climat récessionniste et l'absence de pressions inflationnistes touchent les deux économies et justifient des taux de long terme similaires. L'absence d'une politique quantitative au Canada devrait toutefois maintenir les taux canadiens légèrement au-dessus de ceux des titres américains.
- Le regain de confiance des investisseurs et un retour de la demande pour les actifs risqués ont fortement profité aux obligations corporatives canadiennes. L'amélioration de l'environnement financier a permis à certaines entreprises de recommencer à émettre des titres et a fait redescendre leur coût de financement. Le taux de rendement exigé sur les obligations corporatives canadiennes a diminué d'environ 80 points de base depuis le début de l'année, et l'écart par rapport aux titres fédéraux est passé de 3,65 % à un peu moins de 3 %.

Prévisions : Même si l'augmentation importante de l'offre de titres obligataires continuera à préoccuper les investisseurs, nous sommes d'avis que les taux canadiens pourraient redescendre quelque peu au cours des prochains mois. Le contexte économique et financier qui demeure très difficile et les risques prédominants de déflation testeront le récent optimisme des marchés. Nous recommandons ainsi de miser sur un léger aplatissement de la courbe. Les prochaines mesures d'assouplissement pourraient porter sur le rachat de titres privés, ce qui aiderait à poursuivre le resserrement des écarts corporatifs.

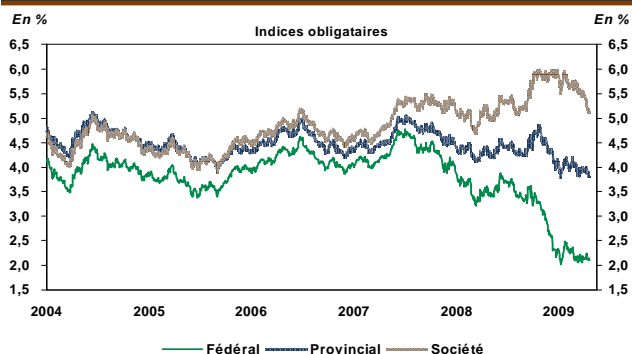


OBLIGATIONS PROVINCIALES

- Les obligations provinciales ont bien fait récemment alors que les écarts par rapport aux titres fédéraux ont diminué d'environ 25 points de base depuis le début du mois de mars. Cela confirme que le facteur dominant pour les écarts de taux est présentement l'évolution des tensions financières. La baisse récente de l'aversion pour le risque a ainsi plus que compensé la détérioration marquée de la situation budgétaire de plusieurs provinces et les émissions importantes de nouvelles obligations requises pour financer l'accroissement des dettes provinciales.
- Les derniers mois ont montré que la récession actuelle n'épargnait aucune région du pays. L'Ontario est particulièrement touché, mais aussi l'ouest du pays alors que l'Alberta et la Colombie-Britannique ont vu leur économie reculer en 2008. Pour 2009, nous prévoyons que le PIB réel se contractera dans toutes les provinces canadiennes. Les effets de la récession sur les finances publiques sont inquiétants alors que la plupart des provinces, dont l'Alberta, ont annoncé d'importants déficits lors de la présentation de leur budget. Dans le cas du Québec et de l'Ontario, le retour à l'équilibre budgétaire s'annonce un processus long et difficile.

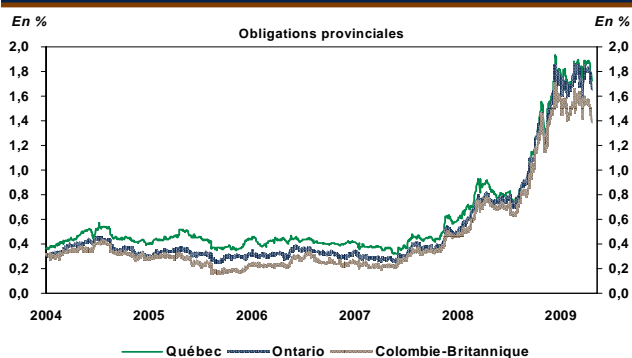
Prévisions : Les écarts de taux entre les titres provinciaux et ceux du gouvernement fédéral demeurent très élevés d'un point de vue historique. Ils pourraient donc continuer à se rétrécir au cours des prochains trimestres si l'aversion des investisseurs pour le risque continue à diminuer. Les émissions massives de nouvelles obligations pour financer les déficits risquent toutefois de retarder la diminution des écarts. Une fois la récession passée, les provinces devront rapidement prendre des mesures d'élimination de leur déficit pour maintenir leur cote de crédit. Un rétrécissement supplémentaire des écarts pourrait survenir si la Banque du Canada décidait de racheter des titres provinciaux; un tel geste ne paraît toutefois pas imminent.

Évolution des taux obligataires canadiens



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Écart de taux par rapport aux titres fédéraux



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 4
Canada : finances publiques des gouvernements fédéral et provinciaux

	Surplus (déficit) (1) en M\$		Surplus (déficit) budgétaire en % du PIB	Dette fin. nette (2) en % du PIB	Cote de crédit	
	2008-2009p	2009-2010p	2009-2010p	2007	S&P	Moody's
Gouvernement fédéral	(1 100)	(33 700)	(2,1)	38,5	AAA	Aaa
T.-N.-L.	2 400	(750)	(2,5)	47,5	A	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	(41)	(85)	(2,0)	30,7	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	(170)	n.d.	n.d.	37,8	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	(265)	(741)	(2,7)	24,0	AA-	Aa1
Québec	0	(3 946)	(1,3)	39,4	A+	Aa2
Ontario	(3 900)	(14 100)	(2,5)	21,0	AA	Aa1
Manitoba	96	48	0,1	27,2	AA	Aa1
Saskatchewan	2 318	425	0,8	20,8	AA+	Aa1
Alberta	(1 426)	(4 714)	(2,5)	(18,6)	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	50	(495)	(0,3)	8,0	AAA	Aaa

n.d. : non disponible, les budgets 2009 de ces provinces n'étant pas encore déposés; p : prévisions; (1) Incluent des réserves pour éventualités pour certains gouvernements, (2) Ajustés selon le Système de gestion financière de Statistique Canada.

Sources : Ministères des Finances du Canada et des provinces, Statistique Canada 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	T1	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	0,21	0,15	0,20	0,25	0,25	0,30	0,40	0,70
Obligations fédérales												
2 ans	1,62	2,61	1,99	0,76	0,81	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
5 ans	2,47	3,33	2,98	1,55	1,68	1,50	1,40	1,40	1,60	1,85	2,10	2,60
10 ans	3,43	3,98	3,82	2,25	2,69	2,50	2,40	2,40	2,60	2,80	3,10	3,50
30 ans	4,30	4,53	4,30	2,69	3,57	3,40	3,30	3,30	3,40	3,60	3,80	4,00
Pente												
5 ans - 3 mois	1,09	1,43	2,06	1,44	1,47	1,35	1,20	1,15	1,35	1,55	1,70	1,90
10 ans - 2 ans	1,81	1,36	1,84	1,49	1,88	1,75	1,65	1,65	1,60	1,55	1,60	1,75
30 ans - 3 mois	2,92	2,63	3,38	2,58	3,36	3,25	3,10	3,05	3,15	3,30	3,40	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	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	3,50	3,00	3,00	1,50	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Bons du Trésor												
3 mois	1,88	2,50	1,90	0,89	0,40	0,20	0,20	0,20	0,30	0,35	0,40	0,70
Obligations fédérales												
2 ans	2,63	3,25	2,79	1,09	1,07	0,85	0,85	0,85	1,10	1,40	1,65	1,85
5 ans	2,91	3,46	3,17	1,70	1,75	1,75	1,65	1,65	1,85	2,15	2,30	2,70
10 ans	3,43	3,74	3,76	2,69	2,78	2,75	2,65	2,65	2,80	3,05	3,40	3,80
30 ans	3,94	4,08	4,23	3,46	3,56	3,50	3,40	3,50	3,60	3,80	4,00	4,10
Pente												
5 ans - 3 mois	1,03	0,96	1,27	0,81	1,35	1,55	1,45	1,45	1,55	1,80	1,90	2,00
10 ans - 2 ans	0,80	0,49	0,97	1,60	1,71	1,90	1,80	1,80	1,70	1,65	1,75	1,95
30 ans - 3 mois	2,06	1,58	2,33	2,57	3,16	3,30	3,20	3,30	3,30	3,45	3,60	3,40
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,50	0,60	0,98	0,78	0,19	0,05	0,00	(0,05)	0,05	0,05	0,00	0,00
2 ans	1,01	0,63	0,80	0,32	0,27	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,10
5 ans	0,44	0,13	0,19	0,15	0,07	0,25	0,25	0,25	0,25	0,30	0,20	0,10
10 ans	0,00	(0,24)	(0,07)	0,44	0,09	0,25	0,25	0,25	0,20	0,25	0,30	0,30
30 ans	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,76	0,00	0,10	0,10	0,20	0,20	0,20	0,20	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques