

Les « vigiles » du marché obligataire peuvent-ils faire dérailler la reprise économique?

FAITS SAILLANTS

- Les choses vont de mal en pis pour le marché obligataire américain. L'espoir d'une reprise économique, jumelé aux craintes face au financement du déficit américain et à une baisse potentielle de la cote de crédit de la dette souveraine américaine, a poussé les taux obligataires en forte hausse au cours des dernières semaines.
- **Réserve fédérale** : La hausse récente des taux obligataires limite le bienfait du rétrécissement des écarts de crédit. La Fed pourrait devoir accélérer et bonifier ses achats de titres du gouvernement afin de ramener les taux obligataires et les taux de détail à des niveaux qui aideraient davantage la relance de l'économie.
- **Banque du Canada** : La politique monétaire traditionnelle ayant atteint un seuil à 0,25 %, la voie est maintenant ouverte à l'assouplissement quantitatif. Les risques que l'inflation évolue considérablement sous la cible de 2 % au cours des prochains trimestres signalent que le travail de la BdC n'est peut-être pas terminé. Toutefois, celle-ci semble chercher à se donner du temps, et il est probable, en raison de l'amélioration récente des indicateurs économiques, qu'elle préfère jauger des effets de sa politique mise en place.

TABLE DES MATIÈRES

Sommaire	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale	5
Banque du Canada	6
Banque centrale européenne	7
Banque d'Angleterre	8
Banque du Japon	9
Tableaux	10-11

Sommaire

Les choses vont de mal en pis pour le marché obligataire américain. L'embellie récente des marchés financiers, provoquée par des signes précurseurs montrant que le pire de la crise est maintenant derrière nous, a incité les investisseurs à reprendre goût au risque, poussant les taux des obligations fédérales de dix ans en forte hausse depuis la mi-mars.

Ce mouvement a été amplifié la semaine dernière par des facteurs propres au marché obligataire. D'abord la décote de la dette souveraine AAA du Royaume-Uni (de « stable » à « négatif ») a rapidement avivé les rumeurs d'une décote éventuelle de la dette américaine. Puis, la Réserve fédérale (Fed) a racheté une proportion plus faible de titres de dettes américains que prévu par les marchés. Ces développements, en anticipation des besoins de financement grandissants du Trésor (les émissions se sont élevées à 162 G\$ US cette semaine), ont eu l'effet d'une douche froide sur les taux des échéances de plus long terme.

Les taux de dix ans ont bondi de près de 30 points de base, à 3,45 %, en l'espace de deux jours (graphique 1), avant de prendre encore 30 points de base, à près de 3,75 % à la suite de l'amélioration de la confiance des consommateurs et des craintes face au financement du déficit américain. Cela a poussé la pente entre les échéances de dix et de deux ans à 275 points de base, soit le plus haut niveau des six dernières années.

La réaction des marchés semble encore une fois avoir pris des proportions exagérées. D'abord, bien qu'il y ait une possibilité que la cote de crédit des États-Unis soit abaissée, cela n'arrivera certainement pas avant plusieurs années. Le déficit pour 2009 s'annonce astronomique, mais la dette en pourcentage du PIB demeure soutenable et plus avantageuse

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

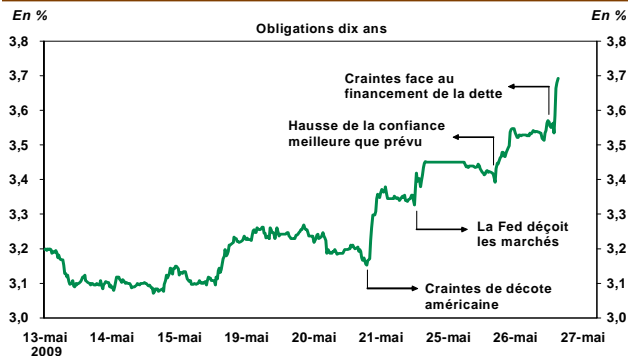
Francis Généreux
Économiste principal

Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste

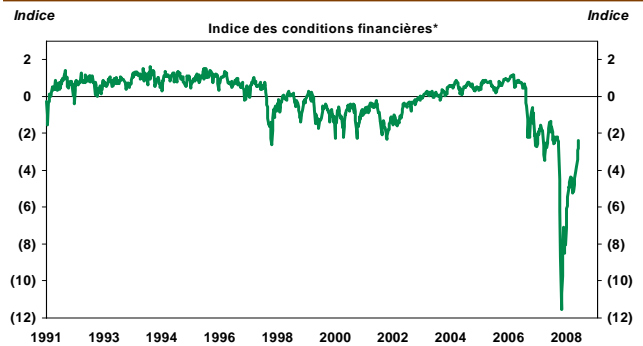
514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Graphique 1 – La remontée des taux obligataires est exagérée



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – Les conditions financières continuent à s'améliorer grandement



* Basé sur les écarts de taux d'intérêt, le marché monétaire, la Bourse, et normalisé à 0.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La détérioration des finances publiques des États-Unis est relativement moins importante qu'au Royaume-Uni

Dette brute en % du PIB nominal

	2008	2010
Canada	62,7	75,4
États-Unis	71,9	100,0
Japon	172,1	197,3
Allemagne	64,8	80,4
Royaume-Uni	54,1	90,5
France	72,2	88,0
Italie	113,1	127,2

Note : Données de mars 2009. Dette de tous les paliers gouvernementaux.
Sources : OCDE et Desjardins, Études économiques

sur un plan relatif que celle d'autres grands pays industrialisés (graphique 2).

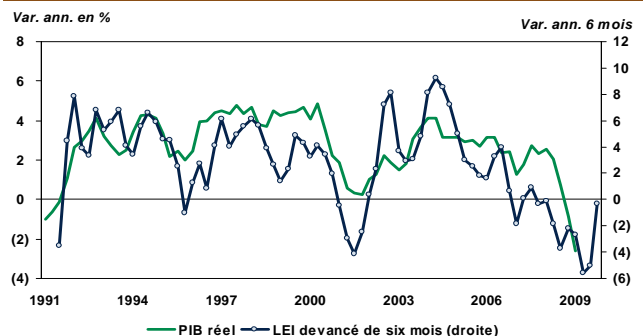
Par ailleurs, le billet vert étant la monnaie de réserve, une décote aurait des répercussions bien au-delà des frontières américaines. Les répercussions potentielles sont prises au sérieux par le Trésor, et le secrétaire Geithner s'est empressé de préciser que les efforts nécessaires allaient être faits pour ramener le déficit public à 3 % du PIB ou moins.

Puis, ces développements sont survenus au moment où l'on a appris que les autorités monétaires américaines ont discuté la possibilité de bonifier leur politique quantitative à la fin d'avril. Manifestement, l'amélioration notable des conditions de financement (graphique 3) ainsi que la détérioration moins rapide de l'activité économique auront incité la Fed à jouer de prudence en maintenant ses engagements en cours, mais la montée soudaine et rapide des taux des obligations gouvernementales s'avérera une préoccupation de taille pour les membres de la Fed.

Entre-temps, on ne peut nier que la situation économique s'est améliorée. Cette perception a été renforcée par une

augmentation mensuelle de 1 % de l'indicateur avancé en avril, soit la progression la plus rapide depuis juin 2005. Toutefois, cela ne signifie pas nécessairement que la fin de la récession est imminente (graphique 4), et nous continuons de tabler sur une reprise sous-optimale.

Graphique 4 – L'indicateur avancé signale la fin de la détérioration

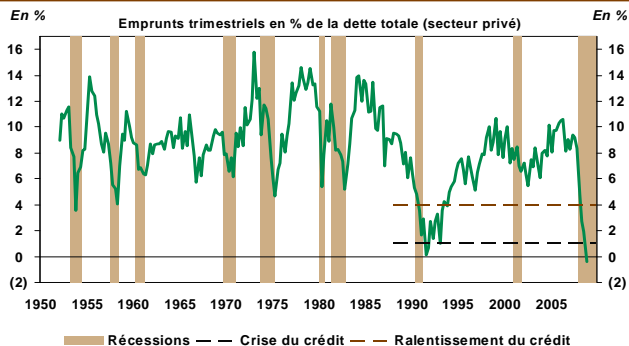


Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

Dans un contexte d'endettement élevé et de resserrement des standards de crédit, les dernières statistiques ont révélé que les ménages américains avaient préféré rembourser leurs prêts plutôt que de contracter davantage de dettes. La résultante est que les banques commerciales sont aux prises avec un *credit crunch* d'une envergure impressionnante (graphique 5), qui n'est pas compatible avec un redressement rapide des dépenses de consommation.

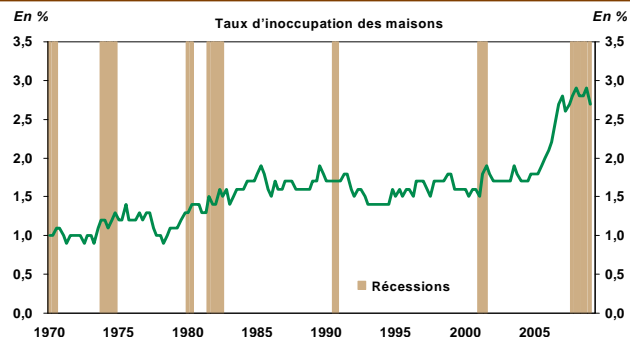
Certes, la confiance des consommateurs se rétablit en parallèle avec l'amélioration des Bourses (graphique 6). Toutefois, la détérioration continue du marché de l'emploi demeure une épine dans le pied des consommateurs. Les ventes au détail, après avoir rebondi en janvier et en février, sont reparties à la baisse en mars et en avril, laissant présager un ressac des dépenses de consommation pour le deuxième trimestre.

Graphique 5 – Les difficultés du crédit ont considérablement freiné les emprunts



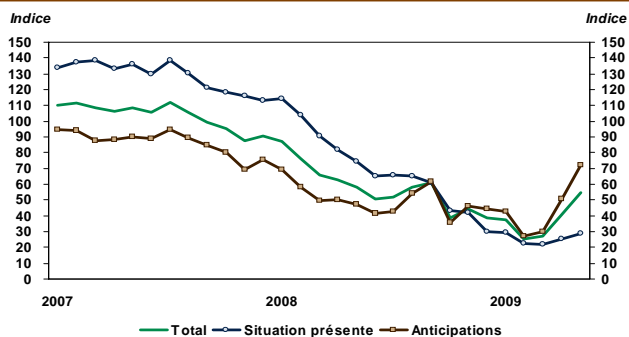
Sources : Federal Reserve Board, Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – ... mais le taux d'inoccupation record signale qu'une remontée subite des mises en chantier est peu probable



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

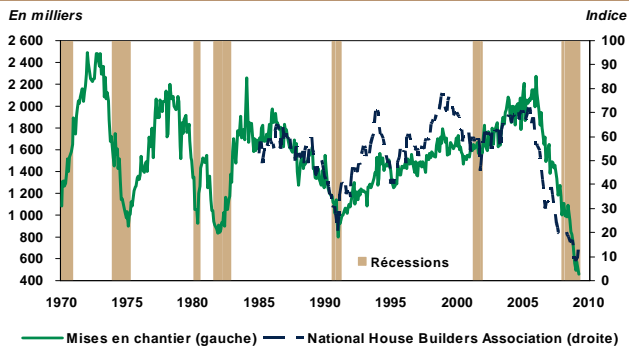
Graphique 6 – La hausse de l'indice du Conference Board provient surtout des anticipations des consommateurs



Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, l'amélioration du sentiment des constructeurs immobiliers américains, au moment où les mises en chantier ont atteint un creux historique, est encourageante. Cependant, le taux d'inoccupation demeure trop élevé et ne signale pas un redressement rapide de la situation (graphiques 7 et 8).

Graphique 7 – L'amélioration de la confiance des constructeurs est encourageante...

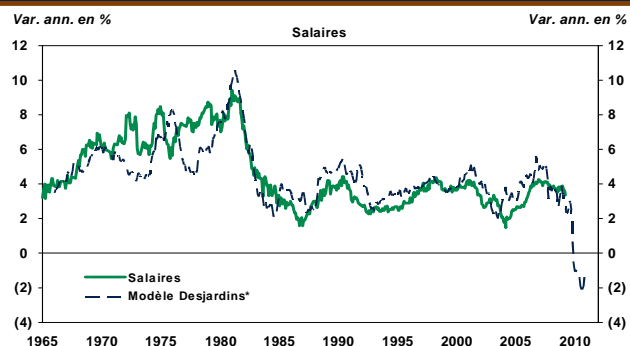


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Par conséquent, la Fed voudra maintenir une politique accommodante sur une longue période. Les « bourgeois de

croissance » ont incité le marché à miser sur une reprise en « V » et sur les effets inflationnistes potentiels sous-jacents à la politique quantitative de la Fed, mais, dans les faits, le creusement considérable de l'*output gap* et la détérioration marquée du marché de l'emploi vont largement contenir les pressions inflationnistes au cours des prochaines années (graphique 9).

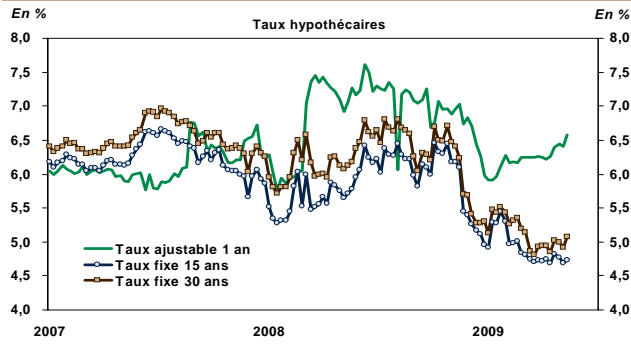
Graphique 9 – La croissance des salaires vouée à ralentir



* Basé sur le taux de chômage et l'inflation.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À moins d'une rechute des cours boursiers, il serait surprenant que les taux obligataires de dix ans revisitent le creux de 2,03 % atteint en décembre 2008, mais, à 3,75 %, le niveau actuel ne semble pas refléter la réalité. Tant que les taux de détail demeureront à des niveaux sensiblement faibles, la Fed pourra tolérer des taux obligataires relativement plus élevés (graphique 10). Toutefois, deux points importants sont favorables à un dernier rallye obligataire. D'abord, en raison de la déflation anticipée, les taux d'intérêt réels sont appelés à augmenter au cours des prochains mois, une situation qui va à l'encontre des efforts de la Fed. Puis, les besoins de financement et les risques liés à une décote de la dette américaine sur la demande des étrangers vont continuer d'exercer des pressions à la hausse sur les taux nominaux. Par conséquent, il est fort probable que la Fed se retrouvera dans

Graphique 10 – Une remontée des taux de détail irait à l'encontre des efforts de la Fed



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

l'obligation de bonifier son programme de rachat d'ici la prochaine réunion du FOMC le 24 juin.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre
Économiste principal

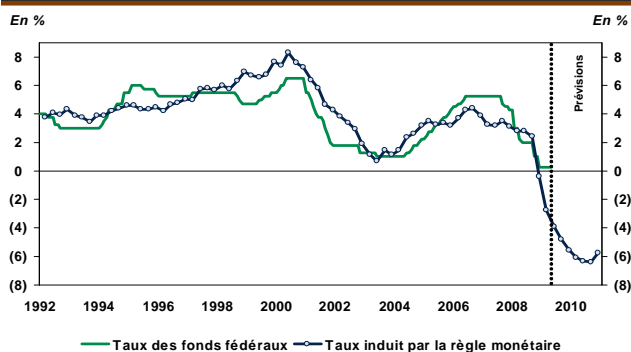
RÉSERVE FÉDÉRALE

Politique quantitative : stop ou encore?

- Bien que certains signes d'amélioration se manifestent, la situation économique demeure encore bien difficile aux États-Unis. La baisse des ventes au détail, des mises en chantier et de l'emploi en avril démontre que la récession se poursuit après la diminution de 6,1 % du PIB réel au premier trimestre.
- Les hausses de la confiance des consommateurs, des indices ISM et de l'indicateur avancé sont toutefois des pas dans la bonne direction, qui nous signalent un ralentissement du rythme de décroissance de l'économie. Notre scénario économique table d'ailleurs sur des baisses du PIB réel de moins en moins sévères au cours des prochains trimestres.
- La décroissance de l'activité économique a évidemment des effets importants sur l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC). Pour le moment, c'est surtout la variation annuelle des prix de l'énergie qui a une incidence considérable sur l'inflation totale. Celle-ci était de -0,7 % en avril alors que la composante « essence » a chuté de 39,5 % selon l'IPC. Si l'on exclut l'énergie, la variation annuelle de l'IPC est de +2,1 %, ce qui démontre bien que la « déflation » actuelle est la conséquence d'un seul facteur. L'inflation devrait atteindre un creux d'environ -2,0 % au cours de l'été.
- De son côté, l'inflation de base, qui exclut les aliments et l'énergie, demeure assez résiliente à 1,9 % en avril. On s'attend toutefois à ce que la débâcle du marché du travail, la baisse de la demande et l'accumulation des capacités industrielles non utilisées alimentent de plus en plus les pressions à la baisse sur les prix. L'inflation de base devrait ralentir progressivement pour afficher un taux annuel de 0,5 % à la mi-2010.
- La Fed continue d'aller de l'avant avec ses politiques quantitatives. Elle rachète hebdomadairement des obligations du gouvernement et a ainsi accumulé 105 des 300 G\$ US ciblés. Du côté des autres titres, environ le tiers des cibles d'achats de titres de dettes d'agence et de titres adossés à des hypothèques a été effectué. Les effets bénéfiques de ces politiques se font déjà sentir, et les tensions financières s'apaisent graduellement sur les marchés. Toutefois, la hausse récente des taux obligataires limite le bienfait du rétrécissement des écarts de crédit. La Fed pourrait devoir accélérer et bonifier ses achats de titres du gouvernement afin de ramener les taux obligataires et les taux de détail à des niveaux qui aideraient davantage la relance de l'économie. Cette option a d'ailleurs été envisagée lors de la dernière réunion, mais les membres du comité de politique monétaire ont préféré patienter afin de jauger la réaction de l'économie et des marchés aux actions déjà en place.

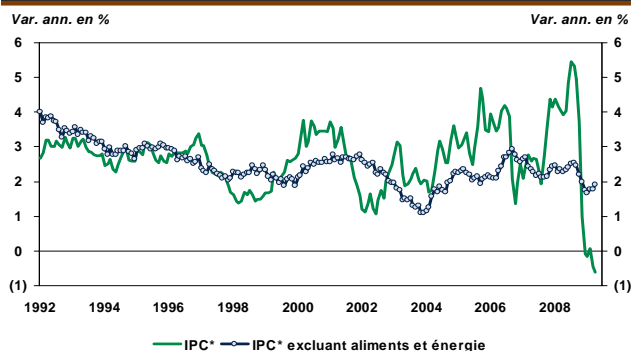
Prévisions : Bien que la situation économique montre quelques signes d'amélioration, la décroissance se poursuivra. Comme l'inflation demeurera elle aussi très faible, la Fed voudra appuyer un peu plus la relance en bonifiant sa politique quantitative. Le programme d'achat d'obligations du gouvernement devrait être majoré dès la réunion de juin.

États-Unis – Règle monétaire



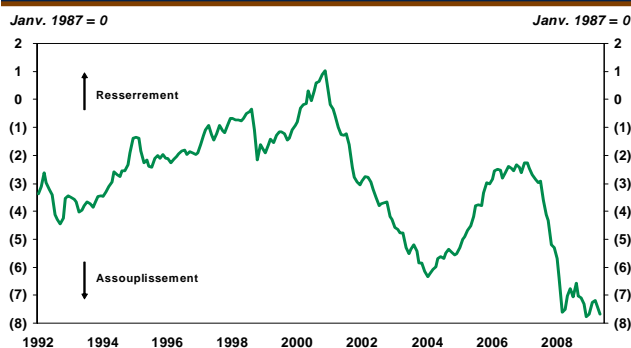
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

États-Unis – Taux d'inflation



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

États-Unis – Indice des conditions monétaires



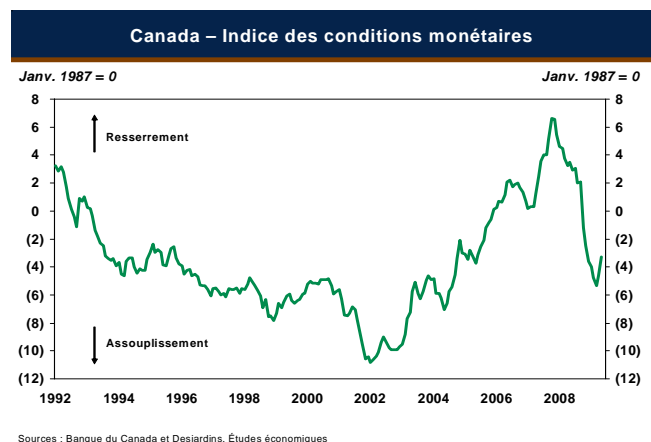
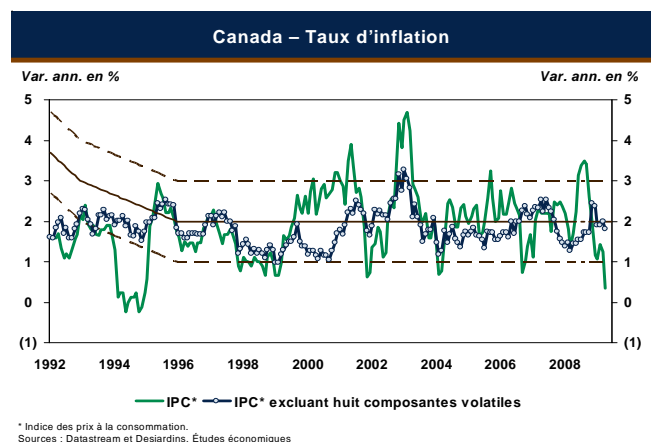
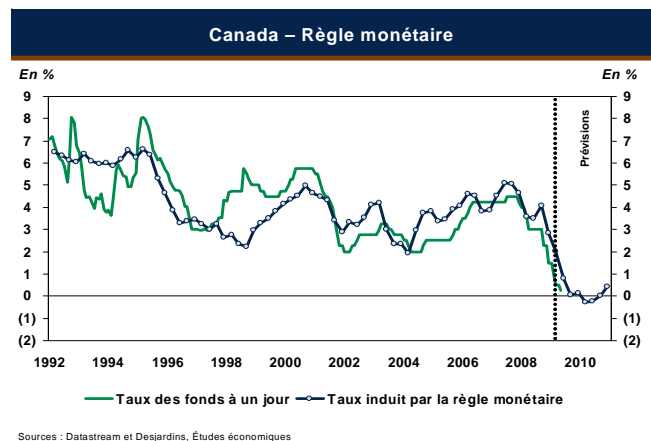
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE DU CANADA

La Banque peu encline à modifier sa politique monétaire

- Au Canada, les signes d'amélioration (ou plutôt de détérioration moins rapide) se font aussi sentir, mais il faut rester prudent avant de conclure à un retournement : l'indice de confiance des consommateurs est remonté à 75,2 en avril, après avoir atteint un creux de 67,7 en décembre dernier, mais le niveau de l'indice demeure excessivement bas d'un point de vue historique. Après avoir perdu 356 600 emplois entre novembre 2008 et mars 2009, le marché du travail a surpris en avril avec la création de 35 900 postes. Ainsi, pour la première fois depuis septembre dernier, le taux de chômage n'a pas progressé durant le mois, demeurant à 8,0 %. Cela dit, il n'est pas rare d'observer pareil soubresaut de l'emploi dans un cycle baissier, et d'autres pertes sont à prévoir.
- Après une baisse record du PIB réel au premier trimestre de 2009 (notre scénario table sur un recul d'environ 6,5 %), la contraction de l'économie devrait s'estomper graduellement au deuxième et au troisième trimestre de 2009. Un retour timide en territoire positif pourrait se concrétiser à l'automne. L'année 2009 devrait donc se solder par une diminution de 2,9 % du PIB réel. Une croissance de seulement 1,4 % est prévue l'an prochain.
- Le déclin de l'inflation totale s'est poursuivi au cours des derniers mois alors que les effets des hausses passées des prix de l'énergie continuaient à s'estomper graduellement. Ainsi, la variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation (IPC) est passée de 1,2 % en mars à 0,4 % en avril. Les aliments demeurent la principale source de croissance de l'inflation. En excluant cette composante, la variation annuelle de l'IPC serait de -1,1 % en avril.
- Le taux annuel d'inflation totale devrait traverser en territoire négatif dès le prochain mois, marquant ainsi le début d'une période temporaire de déflation, une première depuis 1994. Le retour en zone positive n'est prévu qu'à compter de l'automne.
- Les effets de la récession se font de plus en plus sentir sur le taux d'utilisation de la capacité et sur l'écart avec le plein potentiel de production. Il faut donc s'attendre à ce que les pressions baissières sur les prix s'intensifient au cours des prochains mois. Ainsi, la variation annuelle de l'indice de référence de la Banque du Canada (IPCX) devrait diminuer significativement et se maintenir près de la cible inférieure jusqu'en 2010.

Prévisions : La politique monétaire traditionnelle ayant atteint un seuil à 0,25 %, la voie est maintenant ouverte à l'assouplissement quantitatif. Les risques que l'inflation évolue considérablement sous la cible de 2 % au cours des prochains trimestres signalent que le travail de la BdC n'est peut-être pas terminé. Toutefois, celle-ci semble chercher à se donner du temps, et il est probable, en raison de l'amélioration récente des indicateurs économiques, qu'elle préfère jauger des effets de sa politique mise en place.



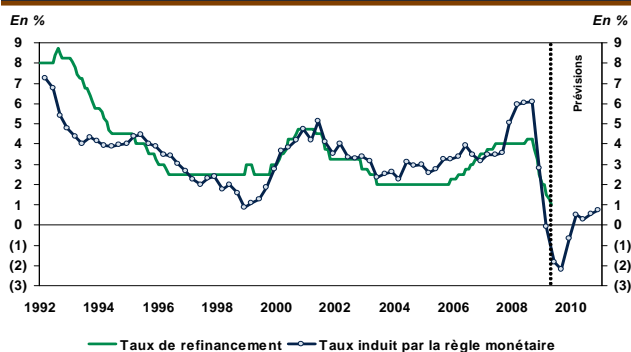
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE procédera finalement à des achats d'actifs

- La Banque centrale européenne (BCE) a abaissé son taux directeur de 25 points de base en avril pour le porter à 1,00 %. Elle a aussi réduit sa fourchette opérationnelle en diminuant le taux de prêt à 1,75 % et en maintenant le taux de dépôt à 0,25 %. Ces mouvements des taux étaient pleinement anticipés. La question était toutefois de savoir si la BCE allait annoncer que son taux directeur avait atteint un seuil et si elle mettrait en place de nouvelles mesures non conventionnelles. Après plusieurs déclarations contradictoires des membres du Conseil des gouverneurs, la réunion de mai représentait aussi une occasion de redonner une image d'unité à la BCE.
- La BCE est allée au-delà de son dogmatisme habituel pour tenir compte du contexte actuel très difficile. Elle a décidé de garder plusieurs portes ouvertes pour pouvoir réagir selon l'évolution de la conjoncture. Bien qu'elle juge que le taux directeur de 1 % est approprié en tenant compte de toutes les informations et les analyses disponibles, la BCE n'exclut pas une diminution supplémentaire. Elle a aussi décidé de mettre en place de nouvelles mesures pour soutenir le crédit. Dans la plupart des cas, il s'agit d'une bonification des programmes déjà utilisés pour offrir de la liquidité au système bancaire. La BCE procédera ainsi, à partir de la fin de juin, à des opérations de refinancement d'une durée d'un an. Elle a aussi décidé d'accepter une liste accrue d'actifs en garantie jusqu'à la fin de 2010.
- Le Conseil des gouverneurs a franchi une étape supplémentaire en s'entendant pour procéder à l'achat d'obligations sécurisées (*covered bonds*). Les modalités d'achat seront connues au début de juin, mais la somme devrait avoisiner 60 G€ (84 G\$ US). Le but de la BCE est de soutenir le marché des obligations adossées à des hypothèques, qui a été particulièrement touché par la crise. Les achats seront stérilisés : on peut donc parler d'assouplissement de crédit et non d'assouplissement quantitatif.
- À première vue, le président Trichet semblait avoir réussi à ramener l'harmonie à la BCE et à trouver un terrain d'entente pour continuer à soutenir l'économie et le système financier européens sans prendre de risques excessifs. L'effondrement de 9,7 %, à rythme annualisé, du PIB réel eurolandais au premier trimestre de 2009 montre bien que la BCE ne pouvait rester les bras croisés. Cependant, il n'a fallu que quelques heures pour que certains membres du Conseil recommencent à étaler sur la place publique leurs divergences d'opinions quant à la possibilité d'augmenter les achats d'actifs.

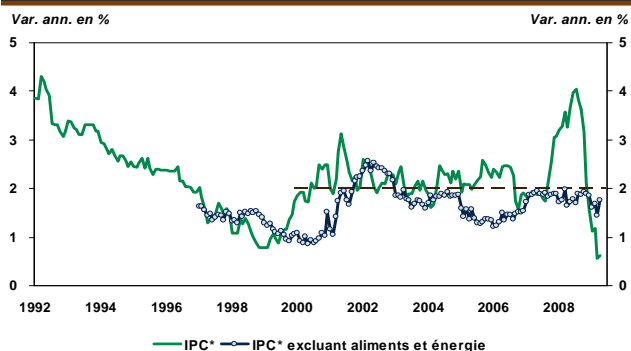
Prévisions : Même si les perspectives d'inflation annuelle très faible justifient des taux encore plus bas selon notre règle monétaire, le taux directeur devrait être maintenu à 1,00 % pour plusieurs trimestres. La situation économique demeure très difficile, mais la remontée récente de quelques indices de confiance renforce la décision de la BCE de ne pas avoir recours à une politique quantitative. D'autres mesures pour soutenir le crédit pourraient toutefois être ajoutées.

Zone euro – Règle monétaire



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Zone euro – Taux d'inflation



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

Zone euro – Indice des conditions monétaires



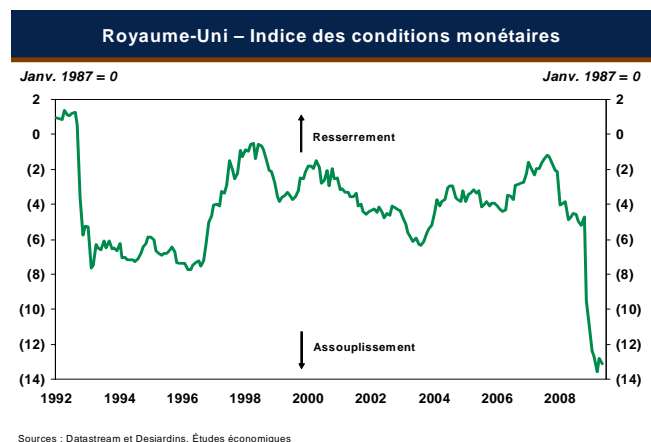
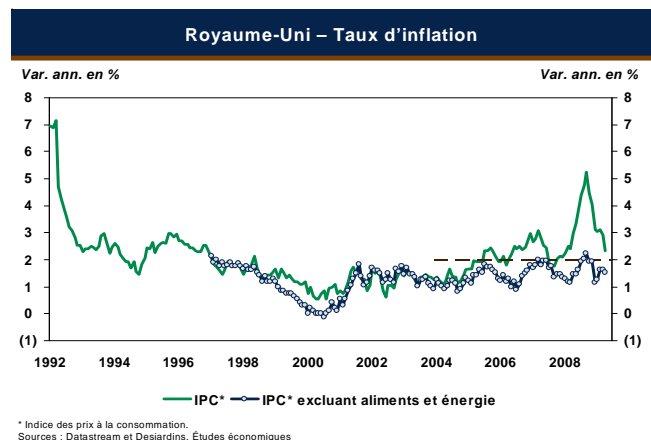
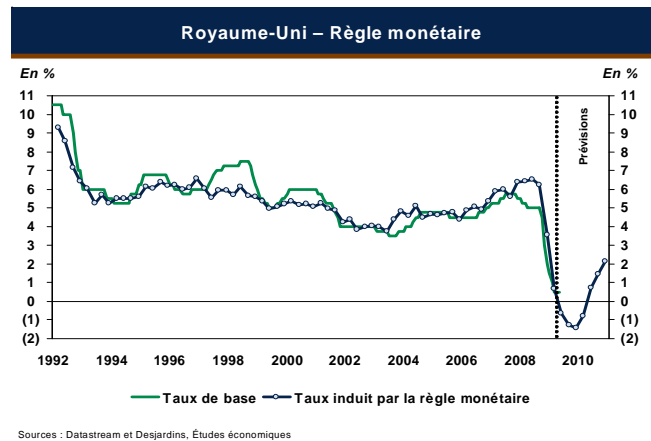
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE D'ANGLETERRE

La BoE bientôt à court de munitions?

- Sans surprise, la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu son taux directeur à 0,50 % en mai. Les dirigeants de la BoE ont clairement exprimé au cours des derniers mois qu'ils considéraient ce niveau comme un plancher. La BoE n'est toutefois pas demeurée inactive et elle a annoncé qu'elle augmentait son programme d'achat d'actifs de 50 G£ pour le faire passer à 125 G£ (200 G\$ US). Elle prévoit qu'il faudra trois mois pour compléter ces achats.
- L'accroissement des mesures quantitatives est justifié par la sévérité de la récession qui frappe actuellement le Royaume-Uni. Le recul du PIB réel a atteint 7,3 %, à rythme annualisé, au premier trimestre de 2009, et tout indique que la contraction de l'activité se poursuivra. Certaines statistiques économiques montrent toutefois des signaux plus encourageants depuis quelques mois. La remontée des indices de confiance et d'activité se poursuit et, pour un deuxième mois consécutif, les ventes au détail ont progressé en avril. Le secteur immobilier continue aussi à montrer des signes de stabilisation.
- L'embellie récente de certaines statistiques économiques doit cependant être interprétée comme un signe que la contraction de l'économie commence à ralentir et non comme l'annonce d'une reprise économique imminente. Le système financier demeure fragile, et les obstacles à un retour vers une croissance près du potentiel sont nombreux. Le nouveau scénario économique de la BoE, présenté dans le rapport sur l'inflation de mai, mise ainsi sur une poursuite de la récession à court terme, suivie d'une reprise relativement lente. Les importantes capacités excédentaires de production exerceront des pressions à la baisse sur le taux annuel d'inflation. Ce dernier demeure, à 2,3 % en avril, légèrement au-dessus du niveau ciblé. Selon la BoE, « it is more likely than not that CPI inflation will be below the 2% inflation target in the medium term ».
- Cette estimation que le risque d'une inflation trop faible prédomine et la conviction qu'il vaut mieux en faire trop que pas assez dans le contexte actuel expliquent la décision de la BoE d'augmenter ses mesures quantitatives en mai. Celle-ci reconnaît cependant que l'impact de ses actions non conventionnelles est difficile à évaluer. Ainsi, les tensions financières ont fortement diminué au cours des derniers mois, mais les taux des *Gilts* ont augmenté. Ces mouvements sont cependant principalement liés à l'évolution du contexte financier international.

Prévisions : Le taux directeur britannique demeurera inchangé pour plusieurs trimestres. Les achats d'actifs se poursuivront jusqu'à la fin de l'été et pourraient être encore augmentés si les espoirs de stabilisation de l'économie ne se concrétisaient pas. Les avertissements du Fonds monétaire international (FMI) et des agences de crédit quant à la détérioration des finances publiques et aux risques de décote pourraient toutefois limiter la marge de manœuvre des autorités britanniques.



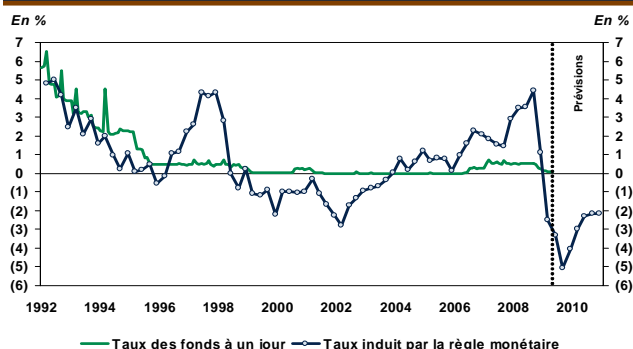
BANQUE DU JAPON

La chute du PIB réel devrait considérablement ralentir au prochain trimestre

- La contraction de l'économie japonaise, la pire des pays du G7, s'apparente de plus en plus à une véritable dépression économique. La Banque du Japon (BoJ) a abaissé son principal taux d'intérêt directeur à 0,1 % en décembre dernier et elle a déployé plusieurs mesures non traditionnelles pour tenter, entre autres, de rétablir de meilleures conditions de crédit dans le pays.
- Le PIB réel japonais s'est contracté de 15,2 % à rythme annualisé au premier trimestre de 2009, à la suite d'une baisse de -14,4 % au dernier trimestre de 2008. Depuis le sommet du cycle atteint au premier trimestre de 2008, l'activité économique nipponne cumule un recul de 9,10 %. La débâcle des échanges commerciaux internationaux et la hausse du yen à la fin de l'année dernière expliquent l'essentiel de ce marasme. Le pays a de plus subi une détérioration des conditions de crédit, en particulier dans le secteur des entreprises. La demande intérieure est mal en point en raison de la réduction des profits des entreprises, de la plus grande précarité du marché du travail et de la contraction du revenu des ménages. La récession au Japon, jumelée à la baisse des prix des produits de base, a par ailleurs ramené le pays sur la voie de la déflation.
- La chute du PIB réel devrait considérablement ralentir au second trimestre. Le niveau des exportations semble avoir atteint un creux en février, de même que la production industrielle. Les dépenses gouvernementales devraient également progresser en cours d'année, en raison du déploiement du plan de relance d'environ 150 G\$ US. Il est toutefois encore trop tôt pour parler d'une véritable reprise. La demande intérieure restera sérieusement fragilisée, et la demande extérieure, bien que plus stable, demeurera faible au cours des prochains trimestres.
- La BoJ devrait donc maintenir son principal taux d'intérêt directeur à 0,1 % pour plusieurs trimestres encore. Pour l'instant, ce sont principalement les autres mesures mises en place par la banque centrale, comme l'achat de papiers commerciaux et d'obligations corporatives, qui produisent des effets bénéfiques. Les autorités monétaires notent, entre autres, une amélioration des conditions de financement des entreprises.
- Les conditions de financement du gouvernement ont été modifiées récemment. L'agence de cotation Moody's a décoté à AA2 la dette japonaise libellée en monnaie étrangère et elle a relevé à ce même niveau la cote de la dette libellée en yens. Les taux obligataires continuent à bénéficier de l'épargne élevée des Japonais et d'un biais local important.

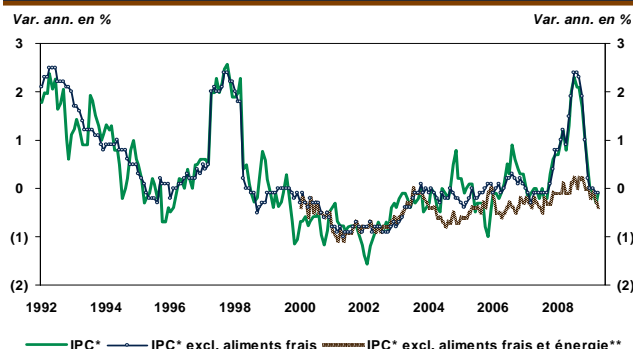
Prévision : La récession est sévère au Japon et elle marque le retour de la déflation. En dépit de signes de stabilisation, une véritable reprise économique ne paraît pas imminente. Les autorités monétaires devront maintenir leur politique de bas taux d'intérêt pendant plusieurs trimestres encore.

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	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	0,50	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
Mars 2009			
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
Mai 2009			
5	Banque de réserve d'Australie	s.q.	3,00
6	Banque de Norvège	-50 p.b.	1,50
7	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
7	Banque centrale européenne	-25 p.b.	1,00
15	Banque du Mexique	-75 p.b.	5,25
21	Banque du Japon	s.q.	0,10

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
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
Août 2009	
4	Banque de réserve d'Australie
6	Banque d'Angleterre
6	Banque centrale européenne
10	Banque du Japon
12	Banque de Norvège
12	Réserve fédérale

Source : 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	0,20	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	0,85	0,85	0,90	1,00	1,25	1,50	1,75
5 ans	2,47	3,33	2,98	1,55	1,68	2,00	1,75	1,80	1,85	1,95	2,10	2,60
10 ans	3,43	3,98	3,82	2,25	2,69	3,00	2,75	2,80	2,90	3,00	3,10	3,50
30 ans	4,30	4,53	4,30	2,69	3,57	4,20	4,00	3,90	4,00	4,20	4,40	4,50
Pente												
5 ans - 3 mois	1,09	1,43	2,06	1,44	1,47	1,80	1,55	1,55	1,60	1,65	1,70	1,90
10 ans - 2 ans	1,81	1,36	1,84	1,49	1,88	2,15	1,90	1,90	1,90	1,75	1,60	1,75
30 ans - 3 mois	2,92	2,63	3,38	2,58	3,36	4,00	3,80	3,65	3,75	3,90	4,00	3,80

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	0,25	0,25	0,25	0,30	0,35	0,40	0,70
Obligations fédérales												
2 ans	2,63	3,25	2,79	1,09	1,07	1,05	1,05	1,10	1,15	1,40	1,65	1,85
5 ans	2,91	3,46	3,17	1,70	1,75	2,20	2,05	2,10	2,15	2,25	2,35	2,70
10 ans	3,43	3,74	3,76	2,69	2,78	3,20	2,95	3,05	3,10	3,20	3,30	3,60
30 ans	3,94	4,08	4,23	3,46	3,56	3,95	3,80	3,90	4,10	4,30	4,50	4,50
Pente												
5 ans - 3 mois	1,03	0,96	1,27	0,81	1,35	1,95	1,80	1,85	1,85	1,90	1,95	2,00
10 ans - 2 ans	0,80	0,49	0,97	1,60	1,71	2,15	1,90	1,95	1,95	1,80	1,65	1,75
30 ans - 3 mois	2,06	1,58	2,33	2,57	3,16	3,70	3,55	3,65	3,80	3,95	4,10	3,80
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,50	0,60	0,98	0,78	0,19	0,05	0,05	0,00	0,05	0,05	0,00	0,00
2 ans	1,01	0,63	0,80	0,32	0,27	0,20	0,20	0,20	0,15	0,15	0,15	0,10
5 ans	0,44	0,13	0,19	0,15	0,07	0,20	0,30	0,30	0,30	0,30	0,25	0,10
10 ans	0,00	(0,24)	(0,07)	0,44	0,09	0,20	0,20	0,25	0,20	0,20	0,20	0,10
30 ans	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,76	0,00	(0,25)	(0,20)	0,00	0,10	0,10	0,10	0,00

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques