

La Bourse monte, mais la demande pour les *Treasuries* ne dérougit pas : bizarre? Pas tant que cela!

FAITS SAILLANTS

- Le marché a tort de parier sur l'imminence des hausses de taux de la Réserve fédérale. Cette dernière a l'habitude de prendre plus d'un an après que le taux de chômage ait plafonné avant d'entreprendre un cycle de resserrement monétaire.
- Notre modèle théorique pour les obligations américaines suggère que les taux, à près de 3,50 %, sont présentement en ligne avec les variables fondamentales. Ainsi, nous entrevoyons les taux des obligations américaines de dix ans poursuivre à l'intérieur d'une fourchette allant de 3,25 % à 4,00 % d'ici la fin de l'année, avec une possibilité de tester la borne inférieure en cours de route.
- Il est trop tôt pour miser sur un aplatissement prononcé de la courbe de rendement. Habituellement, l'écart entre les taux de dix ans et de deux ans américains commence à fléchir significativement uniquement lorsque le taux de chômage atteint un sommet.
- Avec moins de tensions liées au financement du déficit au Canada, cela pourrait être suffisant pour confiner les taux gouvernementaux canadiens de dix ans dans un corridor plus serré, soit entre 3,20 % et 3,60 %, d'ici la fin de 2009.

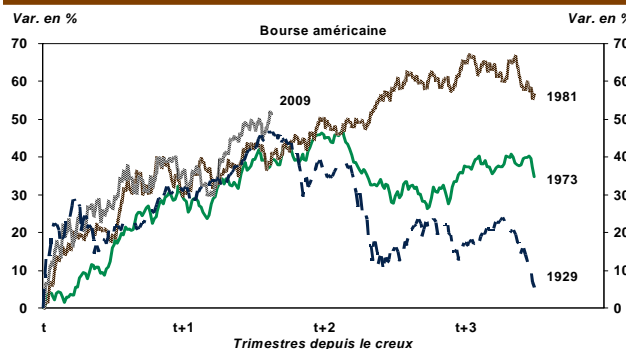
TABLE DES MATIÈRES

Sommaire	1
Politiques monétaires	
Réserve fédérale	6
Banque du Canada	7
Banque centrale européenne	8
Banque d'Angleterre	9
Banque du Japon	10
Tableaux	11-12

Sommaire

L'humeur des investisseurs a été testée à plusieurs reprises au cours de l'été, les bonnes nouvelles se succédant aux mauvaises, et vice versa, à un rythme difficile à suivre. Clairement, le contexte économique et financier s'est amélioré, mais, dans l'ensemble, la situation reste compatible avec de faibles taux d'intérêt. Bien que les Bourses connaissent une performance hors pair depuis le creux de mars, le rallye semble étiré sur une base historique (graphique 1) et le sentiment d'une correction est omniprésent. Par conséquent, les investisseurs restent en quelque sorte prudents. Les signes de reprise sont sans équivoque, mais les ajustements et les défis auxquels doivent faire face les grandes économies sont encore nombreux, et le consensus est de plus en plus en ligne avec une croissance modeste, sous optimale.

Graphique 1 – À quoi va ressembler les prochains mois pour la Bourse américaine?



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, la demande pour les obligations de meilleure qualité sera encore au rendez-vous et permettra aisément d'absorber l'offre importante de titres du Trésor néces-

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

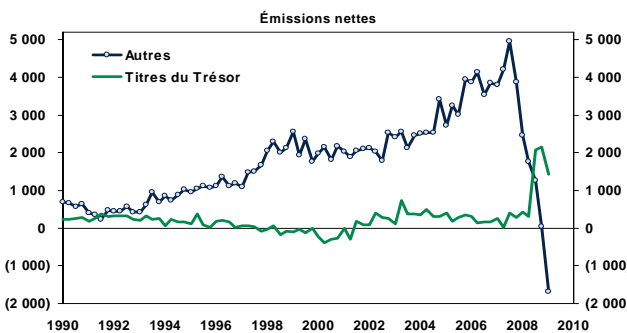
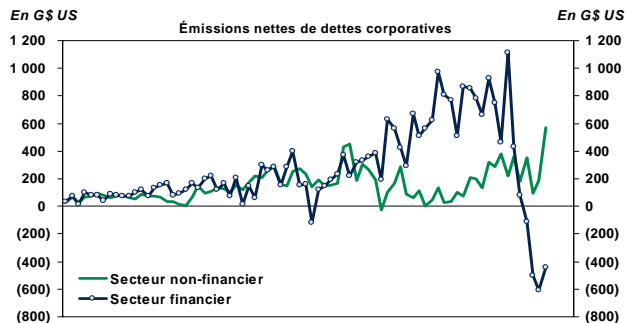
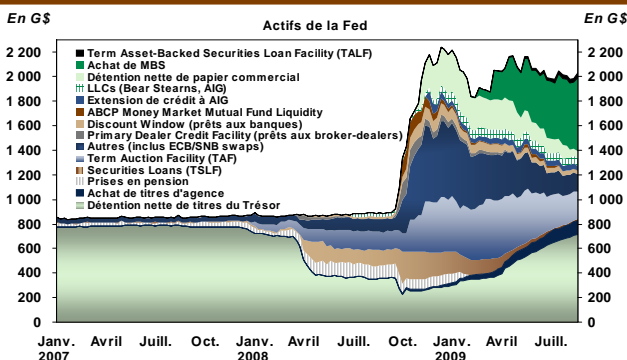
saire pour le financement du déficit américain¹. En août, la Réserve fédérale (Fed) a émis le souhait de ralentir graduellement le rythme de ses achats de *Treasuries* d'ici la fin du programme en octobre. Toutefois, cela n'a pas empêché les 75 G\$ US de titres offerts sur le marché, cette même semaine, de trouver preneur. Une des explications est peut-être que la Fed est encore très active avec ses programmes de rachat de MBS et de titres d'agence, et cela vient gruger la tarte totale de nouvelles émissions (graphique 2). La baisse marquée des écarts de crédit a permis aux sociétés non financières de réémettre des obligations corporatives, mais les banques restent inactives. Les investisseurs à la recherche de titres de

qualité sont ainsi incités à se rabattre sur les *Treasuries*. L'absorption de la somme record de 109 G\$ US émise par le Trésor cette semaine, à des taux plus faibles, en est une certaine preuve.

PAS D'INFLATION EN VUE AVANT... LONGTEMPS

Le gros de l'histoire continue d'être « déflation vs inflation ». Sur ce point, nous gardons la même ligne de conduite : les risques de désinflation hors énergie sont plus importants à court terme que les risques d'inflation. Qu'il s'agisse de la demande (consommation) ou de l'offre (intrants et salaires), les pressions inflationnistes sous-jacentes à l'économie américaine sont quasi inexistantes. D'un côté, la sévérité de la récession a poussé l'*output gap* à un creux inégalé depuis 1982, une situation qui ne sera pas résorbée avant plusieurs années. De l'autre côté, la détérioration du marché de l'emploi fait que la croissance des salaires est de plus en plus faible, et le restera probablement au cours des deux prochaines années (graphique 3). Ainsi, s'il est clair que la déflation de l'indice total des prix à la consommation (IPC) sera renversée rapidement en raison des hausses récentes des prix du pétrole, la désinflation hors énergie restera une préoccupation de taille pour les dirigeants de la Fed (graphique 4).

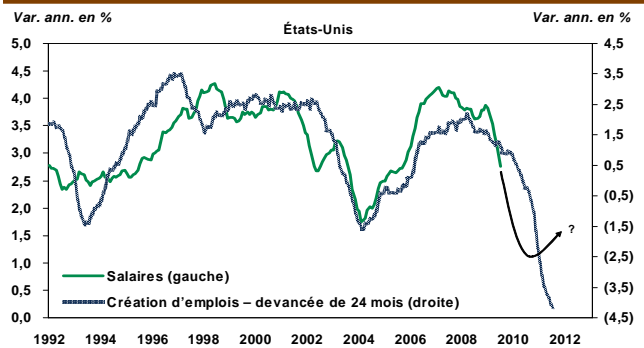
Graphique 2 – Bilan de la Réserve fédérale : certaines mesures sont moins utilisées, tandis que l'utilisation d'autres augmentent



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

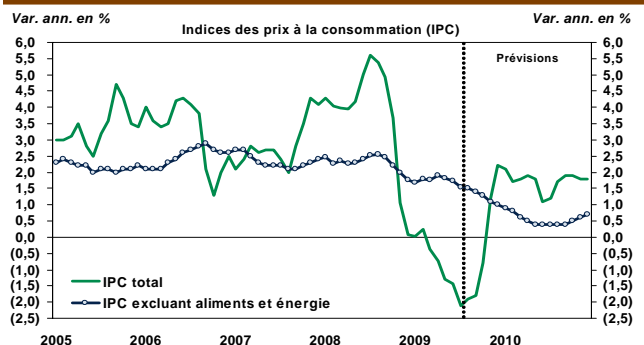
¹ Le Congressional Budget Office (CBO) vient de réviser à la baisse ses prévisions de court terme pour le déficit budgétaire, soit de 1 667 G\$ US à 1 587 G\$ US, mais à la hausse pour le déficit de long terme (2010-2019), soit de 4 441 G\$ US à 7 137 G\$ US.

Graphique 3 – La croissance des salaires est appelée à ralentir davantage



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

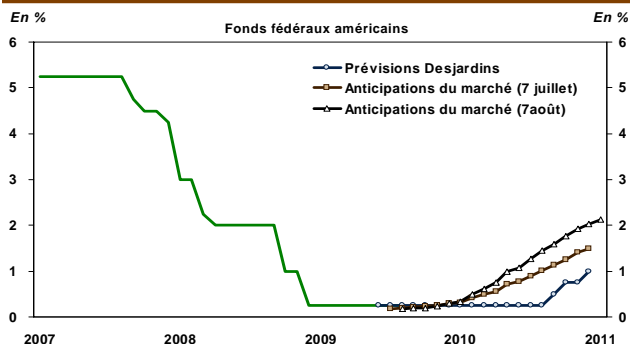
Graphique 4 – La désinflation des prix hors énergie va se poursuivre aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

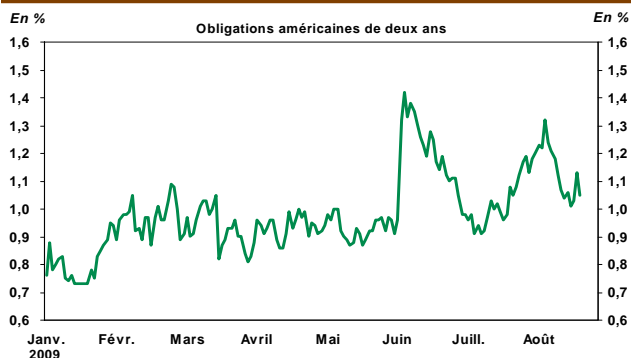
Par conséquent, le marché a tort de parier sur l'imminence des hausses de taux de la Fed. Depuis le rapport sur l'emploi de juillet, le marché s'est remis à escompter des hausses pour la fin de l'année (graphique 5), mais la Fed a l'habitude de prendre plus d'un an après que le taux de chômage ait plafonné avant d'entreprendre un cycle de resserrement monétaire (graphique 6).

Graphique 5 – Les marchés anticipent un resserrement plus précoce de la politique monétaire américaine



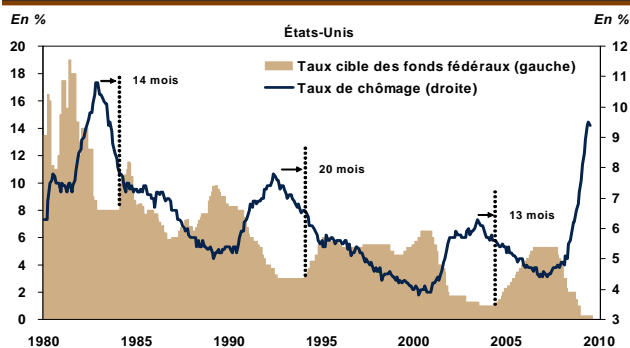
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – La partie courte du marché obligataire est très volatile...



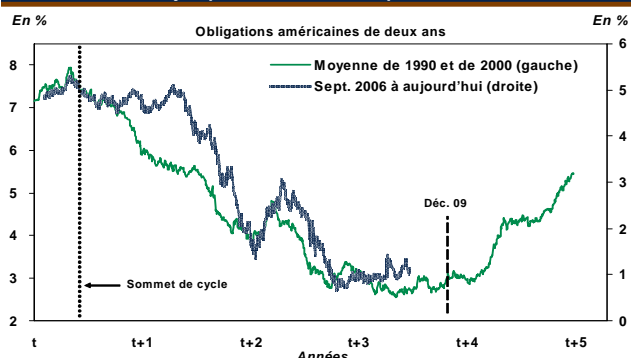
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – La Réserve fédérale ne monte généralement pas ses taux tant que le marché du travail ne s'améliore pas significativement



Sources : Bureau of Labor Statistics, Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – ...mais les taux devraient demeurer faibles jusqu'au début de l'an prochain



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Pour plusieurs, c'est le niveau anormalement bas des fonds fédéraux qui pourrait inciter la Fed à amorcer une normalisation plus rapide que prévu des taux d'intérêt. Rappelons seulement deux choses. La première est que les capacités excédentaires de production, jumelées à la désinflation en cours, continuent de nécessiter un degré d'assouplissement hors pair. La deuxième est qu'un resserrement hâtif risquerait de replonger l'économie mondiale en grande difficulté.

TROP TÔT POUR MISER SUR UN FORT APLATISSEMENT DE LA COURBE

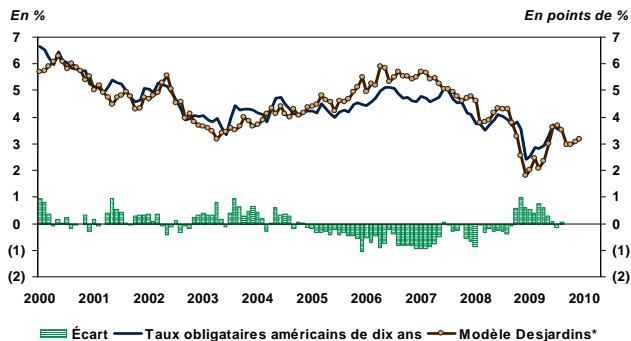
Avec la Fed peu encline à lever le pied précocement sur l'accélérateur monétaire, nous recommandons d'acheter les obligations deux ans sur faiblesse. Les taux qui se sont montrés très volatils, fluctuant entre 1,00 % et 1,40 % au cours

de l'été, ont offert de bonnes opportunités de rendement (graphique 7). À l'instar des cycles de 1990 et de 2001, les marchés ont tendance à anticiper trop rapidement les hausses de taux. La situation présente ne semble pas diverger de l'histoire qui suggère que les taux de deux ans devraient demeurer confinés dans une fourchette stable encore plusieurs mois (graphique 8).

La reprise économique pourrait pousser les taux réels des obligations de plus long terme un peu plus haut, mais cela devrait être contrebalancé par la partie nominale des taux, alors que l'inflation restera contenue et les anticipations inflationnistes demeureront bien ancrées. À cet effet, notre modèle théorique pour les obligations américaines suggère que les taux, à près de 3,50 %, sont présentement en ligne avec les variables fondamentales (graphique 9 à la page 4).

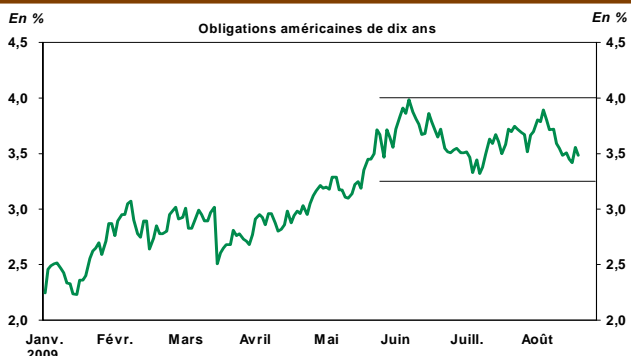
Ainsi, nous entrevoyons les taux des obligations américaines de dix ans poursuivre à l'intérieur d'une fourchette allant de 3,25 % à 4,00 % d'ici la fin de l'année, avec une possibilité de tester la borne inférieure en cours de route (graphique 10 à la page 4).

Graphique 9 – La situation aux États-Unis demeure compatible avec de faibles taux d'intérêt



* Basé sur les anticipations de croissance et d'inflation et sur le poids de la dette des États-Unis.
Source : Desjardins, Études économiques

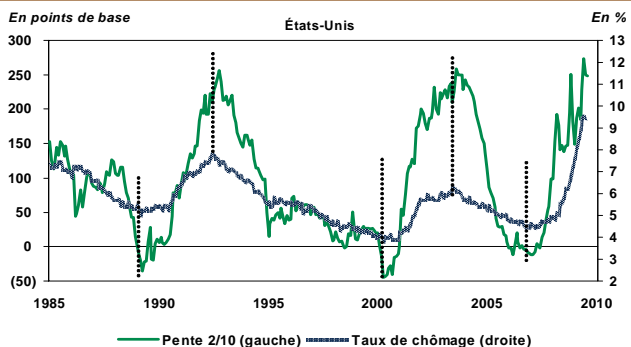
Graphique 10 – Les taux américains de dix ans devraient continuer d'évoluer dans une fourchette serrée



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, il est trop tôt pour miser sur un aplatissement prononcé de la courbe de rendement. Habituellement, l'écart entre les taux de dix ans et de deux ans américains commence à fléchir significativement uniquement lorsque le taux de chômage atteint un sommet (graphique 11). Certes, les résultats de l'emploi ont fait écho d'une détérioration moins rapide du marché du travail en juillet. La situation reste

Graphique 11 – La pente américaine tend à s'aplanir peu de temps après que le taux de chômage plafonne

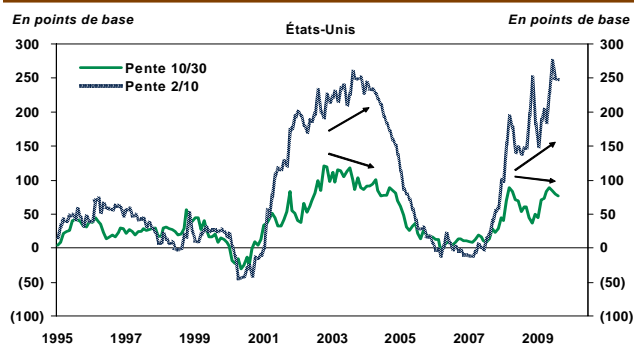


Sources : Bureau of Labor Statistics, Datastream et Desjardins, Études économiques

cependant fragile et il est anticipé que le taux de chômage continuera de cheminer vers les 10 % d'ici le début de 2010.

Il serait plutôt avisé de prévoir d'abord un aplatissement de la partie longue de la courbe de rendement (graphique 12). Que le marché obligataire soit haussier ou baissier, les niveaux actuels de l'écart entre les taux de 30 ans et de 10 ans aux États-Unis restent compatibles avec un aplatissement. Dans le cas d'une reprise économique, les taux 10 ans vont vraisemblablement remonter graduellement vers les taux 30 ans. Dans le cas où le marché n'anticipe pas d'inflation, la demande des gestionnaires de fonds de retraite ou de compagnies d'assurance pour les titres de long terme va exercer des pressions à la baisse sur les taux des échéances de 30 ans.

Graphique 12 – La partie longue de la courbe devrait continuer à s'aplanir avant la partie courte

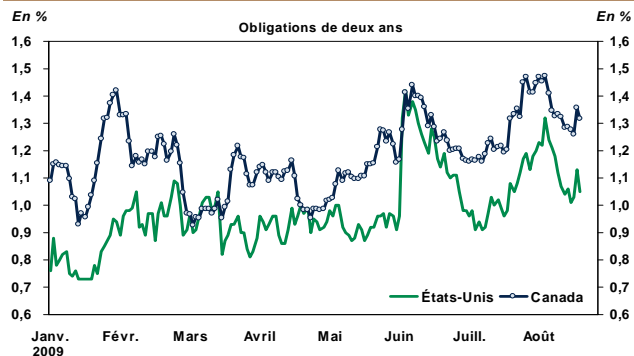


Sources : Bureau of Labor Statistics, Datastream et Desjardins, Études économiques

LE MARCHÉ CANADIEN EN BONNE POSITION

Au Canada, bien que l'évolution du marché obligataire reste essentiellement influencée par les mouvements du marché américain, la partie courte de la courbe canadienne s'est montrée plus volatile depuis le début de l'année. Les derniers mois ont toutefois montré une amplitude un peu plus faible, les taux de deux ans fluctuant entre 1,15 % et 1,50 % au cours de l'été (graphique 13). Nous considérons cette volatilité tout

Graphique 13 – La volatilité s'est quelque peu estompée sur le marché canadien, mais elle demeure élevée



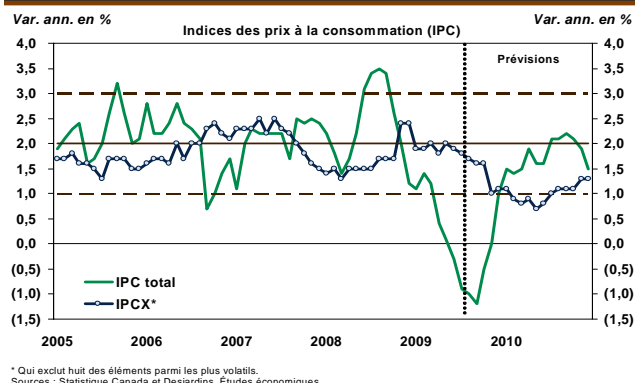
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

de même excessive, en raison de l'engagement de la Banque du Canada (BdC) de maintenir le taux directeur à 0,25 % jusqu'à la mi-2010.

Certes, nous reconnaissons que le Canada est en meilleure posture que la plupart de ses homologues du G7 et que le contexte économique et financier mondial s'améliore. Toutefois, la situation n'est pas encore propice à un cycle de resserrement monétaire et nous prévoyons que la BdC maintiendra un biais accommodant, au moins, jusqu'en juin 2010.

Notre principale préoccupation est la désinflation. Bien que l'inflation totale ait atteint -0,9 % en juillet, soit un creux de 1953, un retour en zone positive est à prévoir d'ici la fin de l'année en raison de la hausse des prix du pétrole (graphique 14). Le problème est plus lié à l'inflation de référence de la BdC, qui exclut huit composantes parmi les plus volatiles, dont l'énergie, alors que le creusement de l'*output gap* et la vitalité de la devise canadienne exerceront des pressions sur les prix en deuxième moitié de l'année et au début de l'an prochain. Avec moins de tensions liées au financement du déficit au Canada, cela pourrait être suffisant pour confiner les taux gouvernementaux canadiens dans un corridor plus serré, soit entre 3,20 % et 3,60 %, d'ici la fin de 2009. Par la suite, la tenue relative de l'économie canadienne et, surtout, moins de préoccupation d'inflation de long terme (la BdC

Graphique 14 – La déflation totale s'annonce temporaire au Canada, mais l'inflation sous jacente est préoccupante



s'étant abstenue d'utiliser des politiques d'assouplissement quantitatif) devraient permettre au marché obligataire canadien de connaître une performance supérieure au marché américain lors de l'éventuelle remontée des taux.

François Dupuis
 Vice-président et économiste en chef

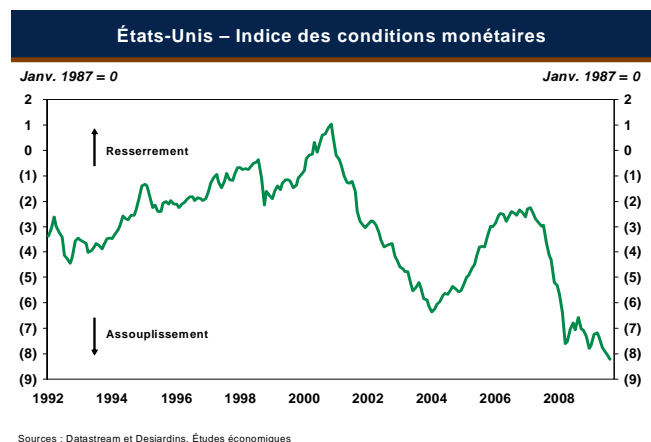
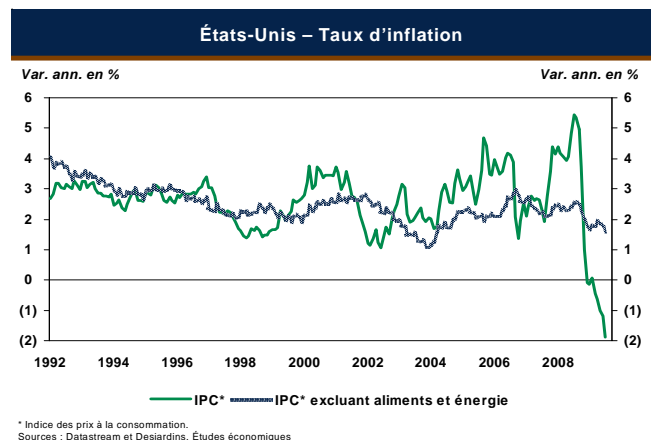
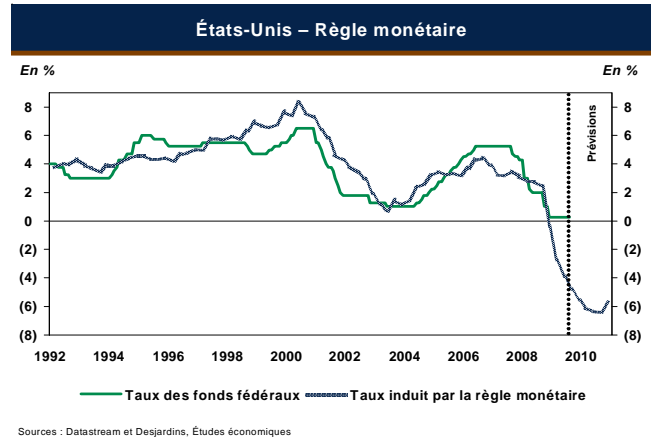
Martin Lefebvre
 Économiste principal

RÉSERVE FÉDÉRALE

La Fed doit faire preuve de patience et de prudence

- Les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) doivent être encouragés par la tournure des événements. Les signes de reprise de l'économie américaine se font de plus en plus nombreux et le pire, soit un gouffre semblable à la Grande Dépression, a clairement été évité. Le marché immobilier, principale source des difficultés de l'économie, semble même se stabiliser avec de légères augmentations des ventes et de la valeur des maisons. Les marchés financiers sont aussi dans une bien meilleure position.
- Tout n'est toutefois pas gagné et une certaine faiblesse de l'activité économique demeure manifeste. Les pertes d'emplois sont encore importantes même si les mises à pied mensuelles sont moins nombreuses qu'à l'hiver dernier. Les ventes au détail ont diminué en juillet et la confiance des consommateurs reste fragile malgré la remontée de certains indices en août.
- Il n'est pas clair que la reprise qui s'amorce puisse être indépendante des efforts de relance du gouvernement et de la Fed. Si, d'un côté, la croissance du PIB est stimulée par les dépenses publiques et par les ventes d'autos dues au programme *cash-for-clunkers*, les ménages demeurent échaudés par la détérioration de leur bilan et par la hausse du chômage. Les institutions financières doivent aussi faire face à l'accumulation des mauvaises créances et à des investissements à risque du côté de l'immobilier commercial.
- La Fed doit donc se montrer prudente et patiente, la reprise étant vulnérable à d'autres chocs. De plus, les volumes d'activité dans certains marchés financiers, pensons au papier commercial, demeurent très faibles. Dans ces circonstances, il faut éviter à tout prix une politique qui viendrait restreindre trop tôt la remise sur pied de l'économie.
- Heureusement, l'évolution de l'inflation lui permet une grande marge de manœuvre. Celle-ci a atteint un creux de -2,1 %, en juillet, grâce à la diminution des prix de l'énergie comparativement à leur sommet de juillet 2008. L'inflation totale risque d'augmenter vivement au cours des prochains mois à cause de la hausse des cours du pétrole, mais l'inflation de base, qui exclut les aliments et l'énergie, devrait continuer à se modérer.
- Dans ces circonstances, la Fed devrait à court terme désamorcer graduellement les mesures non conventionnelles qui seront, de toute façon, rendues moins nécessaires par l'amélioration de la conjoncture et des marchés. Ce n'est que lorsque la reprise sera bien enclenchée et que les risques de rechute seront mis de côté qu'elle devra s'attaquer au relèvement des taux d'intérêt.

Prévisions : La situation économique montre des signes d'amélioration et la reprise s'amorce. Toutefois, celle-ci reste fragile et sujette aux soubresauts. Ainsi, la Fed devra se montrer prudente en gardant le taux cible des fonds fédéraux dans la fourchette actuelle jusqu'en deuxième moitié de 2010.



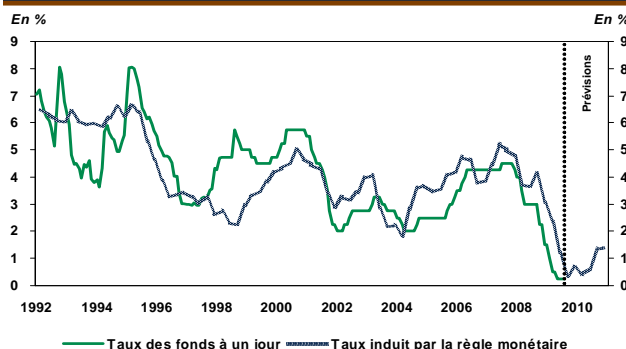
BANQUE DU CANADA

La BdC inquiète de la vitalité du huard

- La Banque du Canada (BdC) n'a pas modifié sa politique monétaire en juillet. Le taux directeur demeure à un seuil de 0,25 %, et la BdC a réitéré son engagement à le maintenir à ce niveau jusqu'à la mi-2010 advenant que son scénario d'inflation se réalise. À ce point du cycle économique, cette stratégie semble en tout point conforme avec notre règle monétaire qui indique que la politique de taux « zéro » devra être maintenue, au moins jusqu'en deuxième moitié de 2010.
- Sur le plan économique, le PIB réel a diminué de 3,4 % (à rythme annualisé) au deuxième trimestre, après une baisse de 6,1 % au trimestre précédent. Dans son dernier *Rapport sur la politique monétaire*, la BdC s'est néanmoins montrée optimiste en prévoyant une croissance de 1,3 % du PIB réel au troisième trimestre de 2009. Nous demeurons d'avis que le PIB réel canadien sera encore légèrement en territoire négatif au troisième trimestre. C'est que les stocks des entreprises demeurent à un niveau exceptionnellement élevé.
- Dans ces conditions, il faut s'attendre à ce que les difficultés du marché du travail se poursuivent jusqu'au début de 2010. Plusieurs signes corroborent toutefois l'avènement d'une reprise économique d'ici la fin de l'année. L'indicateur avancé a fortement progressé et la confiance des consommateurs s'est améliorée. Les nouvelles commandes manufacturières ont récemment bondi de 18,4 %, soit la plus importante hausse depuis le début de cette série chronologique en 1992, ce qui laisse entrevoir une nette accélération des ventes au cours des prochains mois.
- Entre-temps, la BdC gardera un œil sur l'évolution des prix. Le taux annuel d'inflation totale est descendu à -0,9 % en juillet dernier, du jamais vu depuis juillet 1953. En raison de la nature temporaire et très spécifique de la déflation totale l'attention sera donc pleinement tournée vers l'évolution de l'indice de référence (IPCX). La variation annuelle de l'IPCX devrait diminuer graduellement (en particulier vers la fin de 2009) alors que les effets de l'accroissement de l'écart négatif entre la production et son plein potentiel se feront de plus en plus sentir.
- L'effet « huard », dont l'appréciation récente a ramené les rumeurs d'intervention de la BdC sur le marché de change à l'ordre du jour, est aussi une source de préoccupation. Le premier discours public du sous-gouverneur, Timothy Lane, portait sur la flexibilité que se gardait la BdC pour tenter d'y remédier. Toutefois, nous pensons qu'il serait mal avisé qu'elle cherche à contrebalancer les effets de la montée des prix du pétrole sur le dollar canadien.

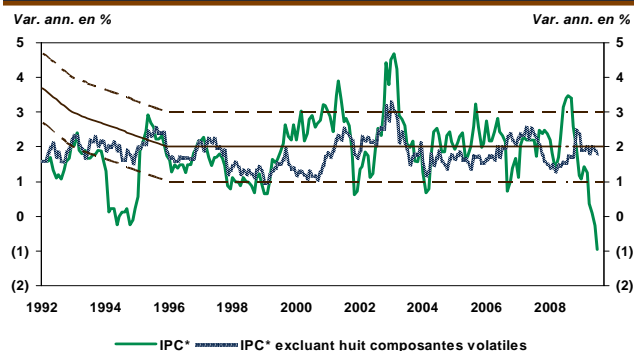
Prévisions : Tout indique que la BdC maintiendra son engagement de laisser le taux directeur à un seuil de 0,25 % jusqu'en juin 2010. Un scénario d'inflation un peu plus faible que prévu pourrait même l'obliger à repousser les premières hausses à plus tard.

Canada – Règle monétaire



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Taux d'inflation



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

Canada – Indice des conditions monétaires



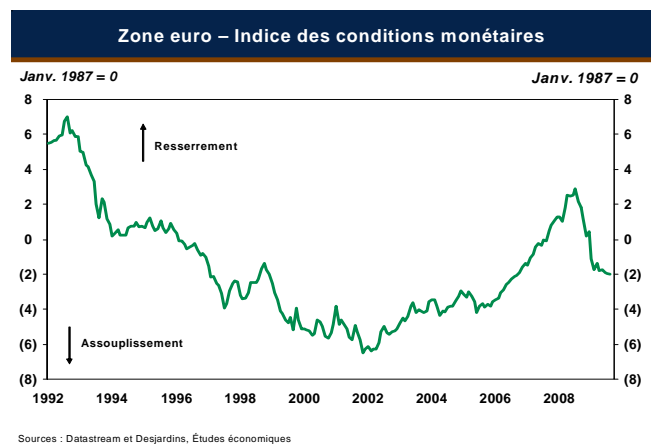
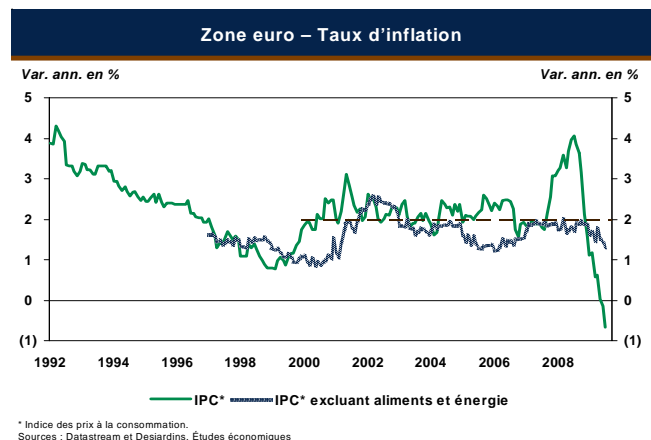
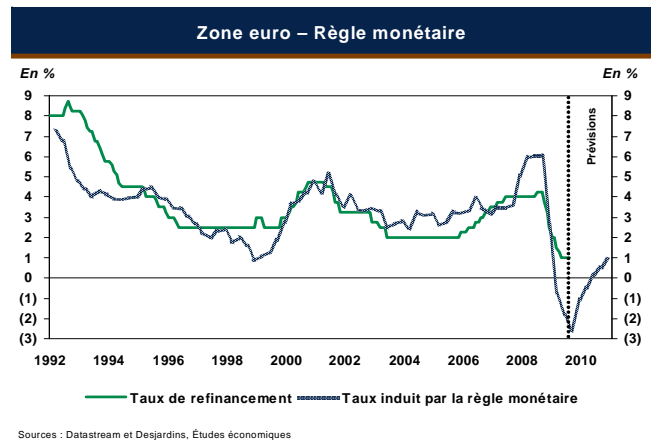
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE restera sur les lignes de côté pour plusieurs mois

- La Banque centrale européenne (BCE) n'a pas apporté de changement à sa politique monétaire au cours des derniers mois alors que son taux directeur est demeuré à 1,00 % depuis mai. Le programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bonds*) suit son cours et devrait toujours atteindre un montant de 60 G€. La BCE se garde bien de fermer la porte à aucune possibilité, mais il semble que l'assouplissement monétaire est terminé en zone euro. La BCE aura réussi à éviter de mettre en place une véritable politique quantitative, même si notre règle monétaire suggère qu'il aurait fallu qu'elle aille beaucoup plus loin dans ses actions. Le discours des dirigeants de la BCE a même connu un changement important récemment alors que les questionnements concernant le besoin ou non d'adopter d'autres mesures extraordinaires ont fait place à des commentaires pessimistes visant à étouffer l'idée d'une remontée prochaine des taux directeurs.
- L'amélioration notable des statistiques économiques en zone euro explique le changement de discours de la BCE. La récession s'est poursuivie au printemps, mais à un rythme beaucoup plus faible. Le PIB réel de la zone a ainsi reculé de 0,4 %, annualisé, au printemps après une chute brutale au cours des deux trimestres précédents. Cinq des seize pays de la zone, dont l'Allemagne et la France, ont même renoué avec la croissance. De plus, la forte remontée des indices des directeurs d'achat et de la confiance des consommateurs et des entreprises laisse entrevoir que la situation continuera de s'améliorer. Certaines données demeurent toutefois faibles, en particulier le commerce de détail qui a reculé en mai et en juin.
- L'amélioration des statistiques économiques n'impressionne pas les dirigeants de la BCE. Ceux-ci ont répété à plusieurs reprises au cours des dernières semaines que la situation économique demeurerait difficile. Selon un membre du Conseil, Yves Mersch, la relance économique n'est pas soutenable et repose encore sur les stimuli monétaires et fiscaux. La décélération de la croissance de la masse monétaire et des prêts continue aussi de préoccuper la BCE. Cette dernière prévoit toujours que l'activité économique demeurera faible d'ici la fin de l'année et qu'une reprise graduelle ne sera enregistrée qu'en 2010. Les pressions inflationnistes devraient donc demeurer très faibles, alors que la variation annuelle des prix est de -0,2 % en août selon l'estimation préliminaire.

Prévisions : L'amélioration des statistiques économiques confirme que l'assouplissement monétaire est terminé en zone euro. Comme la BCE, nous prévoyons toutefois que la reprise sera modeste et en dents de scie alors que d'autres mauvaises nouvelles pourraient survenir. Il sera donc nécessaire de maintenir les taux directeurs encore longtemps à leur plancher pour assurer la stabilité des prix à moyen terme.



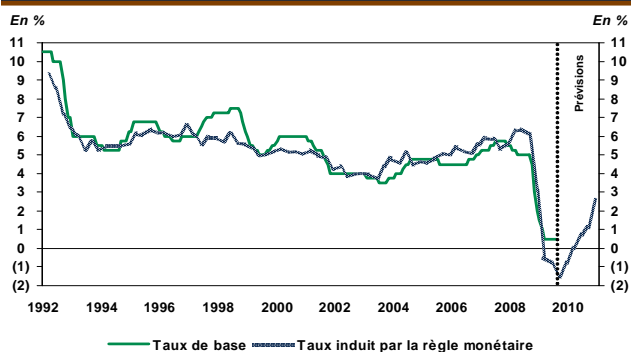
BANQUE D'ANGLETERRE

Les signes de relance n'apaisent pas les inquiétudes de la BoE

- La rencontre d'août de la Banque d'Angleterre (BoE) revêtait une importance particulière. Il était acquis que le taux directeur serait maintenu à son seuil inférieur de 0,50 %. Cependant, le programme d'achat d'actifs de 125 G£ avait été complété et la BoE devait décider de poursuivre ou non sa politique quantitative. Encore une fois, la BoE a pris le risque d'en faire trop plutôt que de ne pas en faire assez, en augmentant son programme de 50 G£. La plupart des observateurs s'attendaient plutôt à une augmentation ne dépassant pas 25 G£. Cela a fait passer le programme au-dessus du plafond établi précédemment, ce qui a demandé l'accord du gouvernement britannique.
- La fin du programme d'achat aurait enlevé un soutien à l'économie et au système financier britannique et aurait donc représenté un resserrement de la politique monétaire. Certaines statistiques économiques encourageantes publiées récemment au Royaume-Uni auraient pu être perçues comme un signal que cette béquille n'était plus essentielle. Après une chute de 9,3 %, à rythme annualisé, au premier trimestre de 2009, le PIB réel britannique a diminué de 2,6 % au printemps. Tout signale cependant que la récession tire maintenant à sa fin. Les indicateurs d'activité du secteur manufacturier et des services ont remonté légèrement au-dessus du niveau indiquant une croissance et les ventes au détail ont progressé en juin et en juillet. La plupart des statistiques montrent aussi un début de reprise dans le secteur de l'habitation.
- Les dirigeants de la BoE notent l'amélioration des indicateurs économiques, mais ils estiment qu'ils ne permettent pas de juger si la reprise sera durable à moyen terme. Plusieurs facteurs, dont les conditions de crédit, l'endettement élevé du secteur privé et du secteur public et l'insécurité des travailleurs risquent de freiner la reprise. De plus, ils sont préoccupés par la faible croissance de la masse monétaire, malgré les mesures quantitatives, et par le recul des prêts aux entreprises. La nouvelle prévision de la BoE mise donc sur une reprise lente de l'économie britannique. Elle prévoit que la présence d'une capacité excédentaire importante exercera des pressions à la baisse sur l'inflation pendant plusieurs trimestres. Le taux d'inflation, à 1,8 % en juillet, risque ainsi d'évoluer sous la cible de 2 % à moyen terme. Cela a convaincu la BoE d'augmenter de nouveau ses politiques quantitatives.

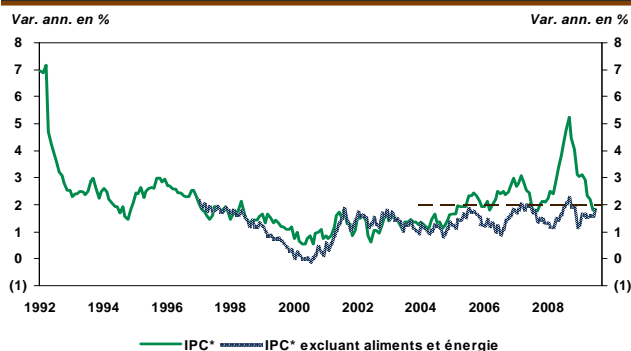
Prévisions : Dans un contexte où la marge de manœuvre fiscale du gouvernement britannique est très faible et où la livre sterling tend à s'apprécier, on peut comprendre la BoE de vouloir éviter tout resserrement de sa politique monétaire. Trois des neuf membres du Conseil de politique monétaire, dont le gouverneur, étaient même en faveur d'une augmentation encore plus importante du programme d'achat d'actifs. Dans ce contexte, le taux directeur devrait être maintenu à son niveau plancher au moins jusqu'à la mi-2010.

Royaume-Uni – Règle monétaire



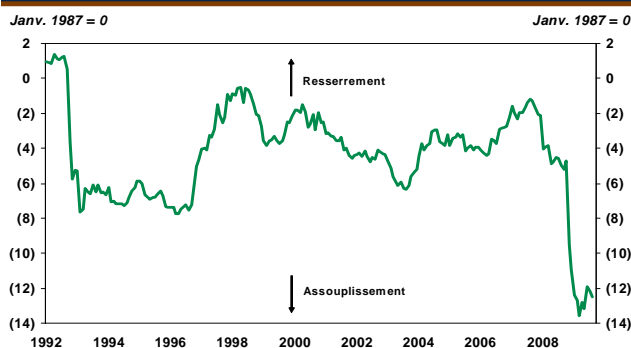
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

La convalescence de l'économie s'annonce longue

- La récession nipponne a pris fin au cours du deuxième trimestre de 2009 alors que le PIB réel du pays a affiché une hausse annualisée de 3,7 %. Au total, le recul de l'économie japonaise, qui s'est étiré entre le premier trimestre de 2008 et le premier trimestre de 2009, aura été de 8,3 %. Un écart important s'est ainsi creusé par rapport au potentiel de production et celui-ci pourrait ne pas être résorbé avant plusieurs années.
- Les principales composantes ayant contribué à la récente hausse du PIB réel ont été la consommation et le secteur extérieur. Le plan de stimulation économique mis en place par le gouvernement japonais a significativement soutenu l'effort des consommateurs alors que la forte demande chinoise a été la principale cause de l'amélioration du secteur extérieur. Le PIB japonais demeure cependant 7,5 % sous son sommet de l'hiver 2008 et la production industrielle est en baisse de 22,9 % depuis un an. La convalescence de l'économie nipponne s'annonce longue et les prochaines hausses du PIB réel pourraient être plus limitées. La demande intérieure du Japon demeure fragilisée par la détérioration du marché de l'emploi ainsi que par un faible taux d'investissement des entreprises.
- Le taux annuel d'inflation japonais s'est établi à -2,2 % en juin, soit un niveau déjà inférieur à ce qui a été observé lors du précédent épisode déflationniste. L'inflation calculée selon l'indice excluant les prix de l'énergie et des aliments frais affiche une baisse moindre, mais tout de même considérable à -0,9 %. La lente reprise anticipée et la déflation ne permettront pas à la Banque du Japon d'entreprendre rapidement un resserrement de sa politique monétaire. Les tensions financières se sont néanmoins atténuées. Les entreprises ont de plus en plus de facilité à se financer à court terme. L'activité sur le marché des obligations corporatives est également en hausse, mais l'accès demeure encore difficile pour les entreprises n'ayant pas une bonne cote de crédit.
- Les Japonais sont allés aux urnes cette fin de semaine pour élire un nouveau gouvernement. Les problèmes fondamentaux du Japon tels que la démographie et la dépendance vis-à-vis du secteur extérieur ont alimenté quelques débats durant la campagne électorale. Le parti démocratique du Japon, qui a finalement remporté le vote, a entre autres proposé de mettre en place une allocation pour les enfants et d'accroître le financement public de l'éducation. Ces politiques risquent cependant d'amplifier la pression sur les finances publiques, déjà précaires, du pays.

Prévisions : En dépit de la reprise amorcée, la déflation et l'important excédent de capacité de production de l'économie nipponne inciteront les autorités monétaires à demeurer sur les lignes de côté pendant plusieurs trimestres encore.

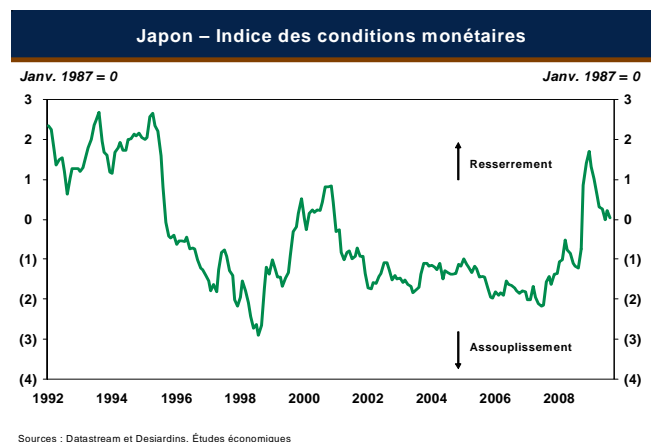
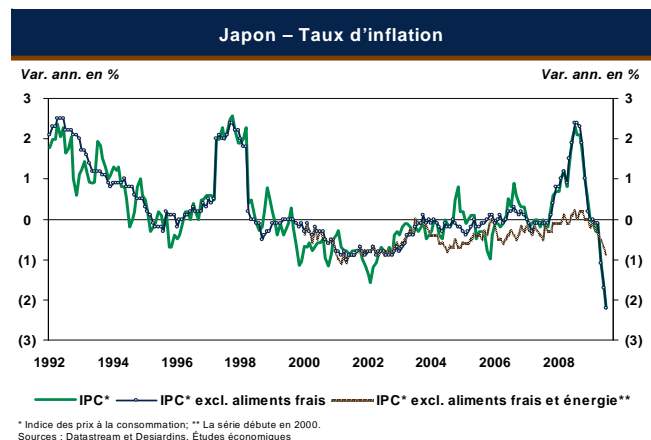
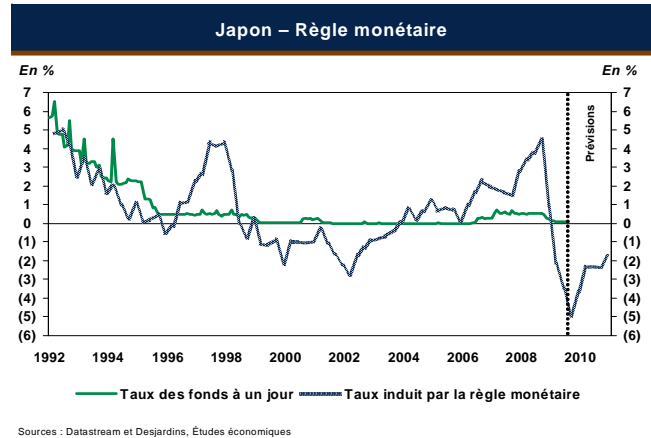


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	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	0,50	1,00
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	0,50	1,00
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	1,00	1,50
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,50	0,50	0,30	0,10	1,10	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
Juin 2009			
4	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
4	Banque du Canada	s.q.	0,25
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
10	Banque du Brésil	-100 p.b.	9,25
15	Banque du Japon	s.q.	0,10
17	Banque de Norvège	-25 p.b.	1,25
18	Banque nationale suisse	s.q.	0,25
19	Banque du Mexique	-50 p.b.	4,75
24	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
Juillet 2009			
2	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
2	Banque de Suède	-25 p.b.	0,25
7	Banque de réserve d'Australie	s.q.	3,00
9	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
14	Banque du Japon	s.q.	0,10
17	Banque du Mexique	-25 p.b.	4,50
21	Banque du Canada	s.q.	0,25
22	Banque du Brésil	-50 p.b.	8,75
29	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
Août 2009			
4	Banque de réserve d'Australie	s.q.	3,00
6	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
6	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10	Banque du Japon	s.q.	0,10
12	Banque de Norvège	s.q.	1,25
12	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
21	Banque du Mexique	s.q.	4,50

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
Septembre 2009	
1	Banque de réserve d'Australie
2	Banque du Brésil
3	Banque centrale européenne
3	Banque de Suède
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
10	Banque d'Angleterre
10	Banque du Canada
16	Banque du Japon
17	Banque nationale suisse
18	Banque du Mexique
23	Banque de Norvège
23	Réserve fédérale
Octobre 2009	
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque centrale européenne
8	Banque d'Angleterre
13	Banque du Japon
16	Banque du Mexique
20	Banque du Canada
21	Banque du Brésil
22	Banque de Norvège
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
28	Banque du Japon
29	Banque de Suède
Novembre 2009	
2	Banque de réserve d'Australie
4	Réserve fédérale
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 4 États-Unis : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	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	0,50	1,00
Bons du Trésor												
3 mois	1,38	1,90	0,92	0,11	0,21	0,19	0,20	0,25	0,25	0,40	0,80	1,30
Obligations fédérales												
2 ans	1,62	2,61	1,99	0,76	0,81	1,12	1,10	1,10	1,25	1,90	2,50	3,00
5 ans	2,47	3,33	2,98	1,55	1,68	2,56	2,40	2,40	2,65	3,10	3,40	3,60
10 ans	3,43	3,98	3,82	2,25	2,69	3,52	3,20	3,40	3,60	3,80	4,00	4,20
30 ans	4,30	4,53	4,30	2,69	3,57	4,31	4,40	4,50	4,60	4,70	4,80	4,90
Pente												
5 ans - 3 mois	1,09	1,43	2,06	1,44	1,47	2,37	2,20	2,15	2,40	2,70	2,60	2,30
10 ans - 2 ans	1,81	1,36	1,84	1,49	1,88	2,40	2,10	2,30	2,35	1,90	1,50	1,20
30 ans - 3 mois	2,92	2,63	3,38	2,58	3,36	4,12	4,20	4,25	4,35	4,30	4,00	3,60

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	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	0,50	1,00
Bons du Trésor												
3 mois	1,88	2,50	1,90	0,89	0,40	0,25	0,30	0,30	0,35	0,45	0,80	1,30
Obligations fédérales												
2 ans	2,63	3,25	2,79	1,09	1,07	1,21	1,30	1,30	1,40	2,00	2,60	3,10
5 ans	2,91	3,46	3,17	1,70	1,75	2,46	2,55	2,60	2,90	3,40	3,65	3,75
10 ans	3,43	3,74	3,76	2,69	2,78	3,36	3,30	3,50	3,70	4,00	4,20	4,30
30 ans	3,94	4,08	4,23	3,46	3,56	3,86	4,00	4,30	4,50	4,70	4,90	5,00
Pente												
5 ans - 3 mois	1,03	0,96	1,27	0,81	1,35	2,21	2,25	2,30	2,55	2,95	2,85	2,45
10 ans - 2 ans	0,80	0,49	0,97	1,60	1,71	2,15	2,00	2,20	2,30	2,00	1,60	1,20
30 ans - 3 mois	2,06	1,58	2,33	2,57	3,16	3,61	3,70	4,00	4,15	4,25	4,10	3,70
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,50	0,60	0,98	0,78	0,19	0,06	0,10	0,05	0,10	0,05	0,00	0,00
2 ans	1,01	0,63	0,80	0,32	0,27	0,09	0,20	0,20	0,15	0,10	0,10	0,10
5 ans	0,44	0,13	0,19	0,15	0,07	(0,10)	0,15	0,20	0,25	0,30	0,25	0,15
10 ans	0,00	(0,24)	(0,07)	0,44	0,09	(0,16)	0,10	0,10	0,10	0,20	0,20	0,10
30 ans	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,76	0,00	(0,45)	(0,40)	(0,20)	(0,10)	0,00	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques