

La Banque du Canada a les mains liées : pas de hausse du taux d'intérêt directeur avant la deuxième moitié de 2010

FAITS SAILLANTS

- Le marché obligataire continue de bien se tirer d'affaire. Après avoir testé comme prévu, en septembre, le bas de notre fourchette cible pour l'automne (3,25 % à 3,75 %), les taux de dix ans américains sont remontés vers les 3,50 % sur la base de prix du pétrole plus élevés et d'une poussée additionnelle des positions plus risquées.
- Avec la contraction effrénée du crédit bancaire, avec la faiblesse du billet vert et avec beaucoup de liquidités encore sur les lignes de côté, plusieurs joueurs sont en mesure de prendre le relais de la Réserve fédérale en ce qui a trait aux achats de *Treasuries*. Les taux demeureront confinés à l'intérieur d'une fourchette serrée, avec la possibilité de revisiter le creux cyclique de septembre sur la base d'une modération de l'enthousiasme des investisseurs.
- Il serait préférable de miser sur l'écart relatif avec les pays les plus susceptibles de remonter rapidement les taux d'intérêt. L'Australie et la Norvège s'y sont déjà attaqués et les paris sont ouverts sur le fait que la Nouvelle-Zélande et le Canada, seront les prochains à leur emboîter le pas.
- Tout indique que la Banque du Canada 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 reporter les premières hausses à plus tard.

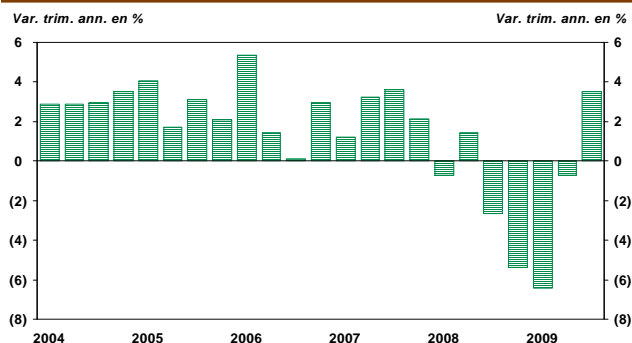
TABLE DES MATIÈRES

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

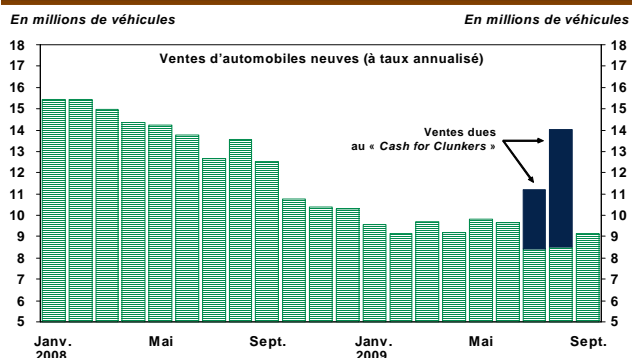
Dans l'ensemble, les statistiques économiques continuent de se redresser aux États-Unis, signalant une reprise de l'activité (graphique 1). Les programmes « *Cash for Clunkers* » et la subvention aux ménages pour l'achat d'une première maison auront permis de colmater en partie les brèches béantes du secteur automobile et du marché résidentiel. Toutefois, l'effet de ces programmes s'estompera rapidement (graphique 2), et il y a encore trop peu d'indications que le sec-

Graphique 1 – L'économie américaine renoue avec la croissance



Sources : Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Le rebond des ventes d'automos dû au « *Cash for Clunkers* » s'est avéré éphémère aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

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

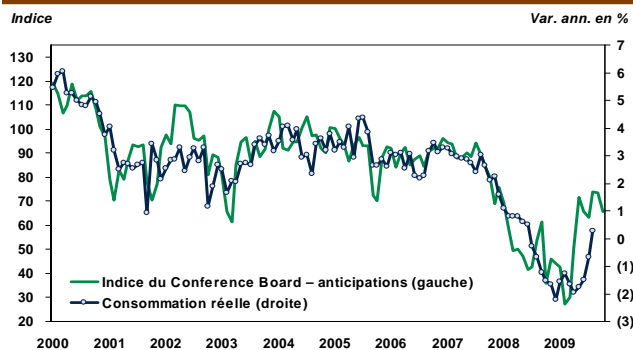
Hendrix Vachon
Économiste

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

teur privé serait en mesure de prendre le relais du gouvernement prochainement.

Avec l'effet retardé de la construction commerciale par rapport à celle liée à l'habitation, l'investissement non résidentiel sera très faible, voire négatif au cours des prochains trimestres. La consommation a rebondi, mais les plus récents résultats de la confiance des ménages montrent que ces derniers (graphique 3), en dépit d'une forte appréciation des Bourses, restent prudents face à la détérioration continue du marché de l'emploi, à la difficulté d'obtenir du crédit et à la nécessité d'assainir leur bilan.

Graphique 3 – La confiance demeure compatible avec une hausse de la consommation sans annoncer de forts taux de croissance

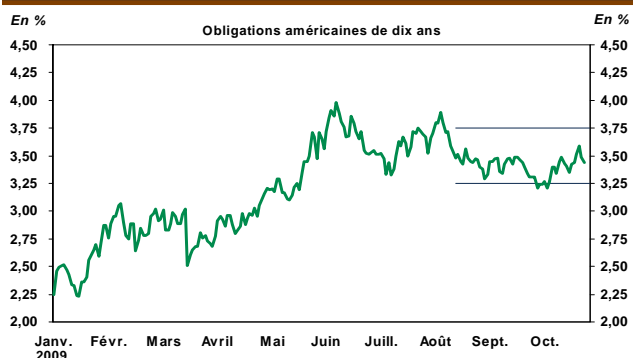


Sources : Conference Board, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

LE MARCHÉ OBLIGATAIRE RESTE RÉSILIENT

Dans cet environnement, le marché obligataire continue de bien se tirer d'affaire (graphique 4). Après avoir testé comme prévu, en septembre, le bas de notre fourchette cible pour l'automne (3,25 % à 3,75 %), les taux de dix ans américains sont remontés vers les 3,50 % sur la base de prix du pétrole plus élevés et d'une poussée additionnelle des positions plus risquées. Les taux ont connu leur apogée dernièrement en anticipation de l'émission importante de titres du Trésor (123 G\$ US) dans la semaine du 26 octobre. Toutefois, la demande s'est avérée plus forte que prévu, ce qui, jumelé à la

Graphique 4 – Les taux américains de dix ans devraient continuer d'évoluer dans une fourchette serrée

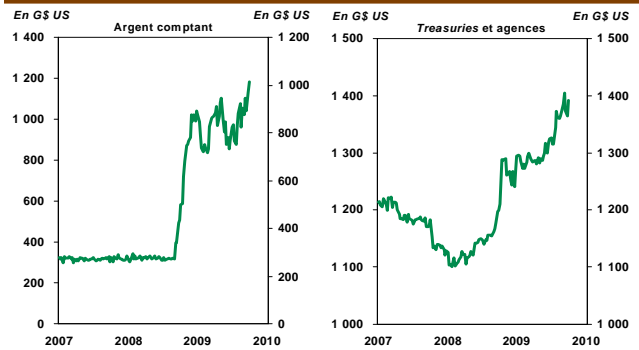


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

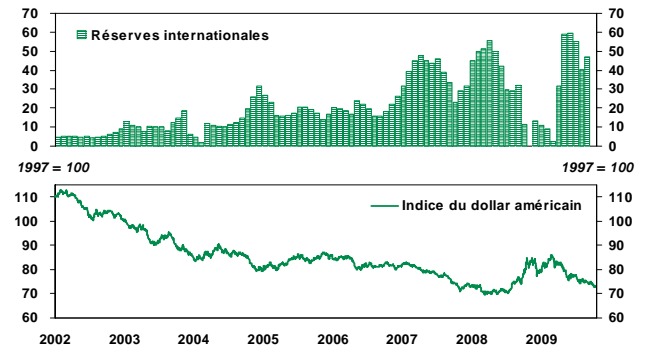
baisse de la confiance des ménages et des ventes de maisons neuves, a poussé les taux à la baisse.

Ces développements sont particulièrement encourageants dans un contexte où le programme de rachat de titres du Trésor de la Réserve fédérale (Fed) tire à sa fin, et nous rassurent sur la dynamique du marché obligataire dans un contexte de capacité excédentaire de production et d'inflation contenue. Manifestement, avec la contraction effrénée du crédit bancaire¹, avec la faiblesse du billet vert et avec beaucoup de liquidités sur les lignes de côté, plusieurs joueurs sont en mesure de prendre le relais de la Fed (graphique 5).

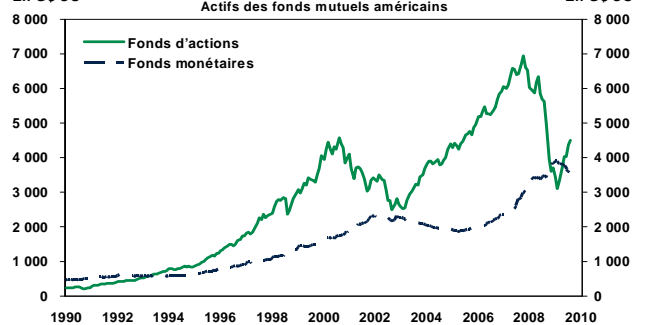
Graphique 5 – Plusieurs joueurs sont en mesure de prendre le relais de la Fed



Changement trimestriel en M\$ US



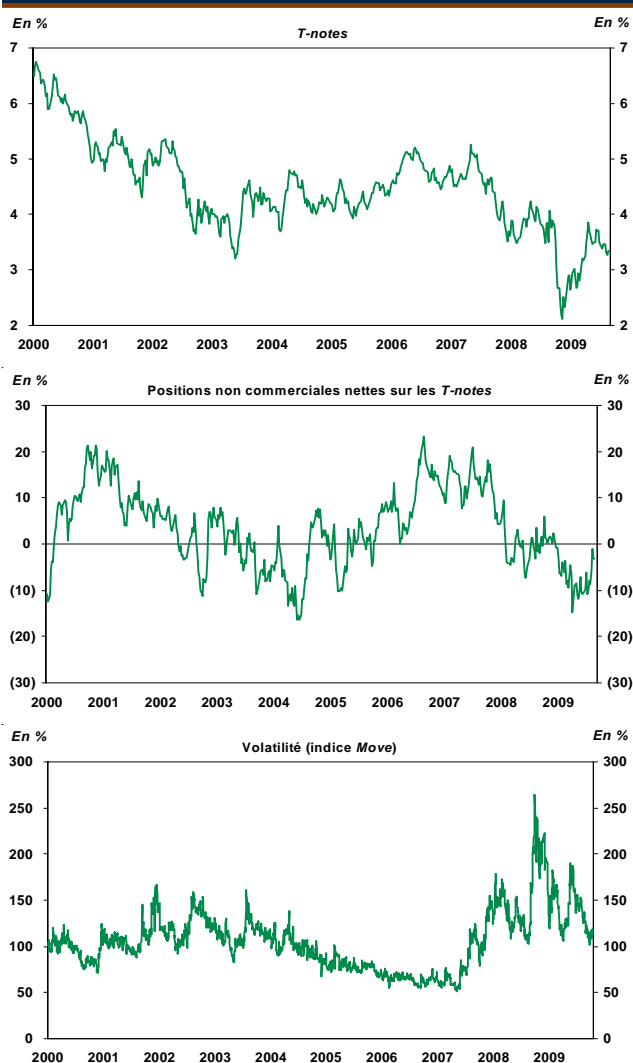
En G\$ US



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale, Datastream et Desjardins, Études économiques

¹ Pour plus de détails, voir *La Courbe de rendement* « La Bourse monte, mais la demande pour les Treasuries ne déroute pas : bizarre? Pas tant que cela! » du 31 août 2009.

D'ici la fin de l'année, les taux demeureront confinés à l'intérieur d'une fourchette serrée, avec la possibilité de revisiter le creux cyclique de septembre sur la base d'une modération de l'enthousiasme des investisseurs. Le rallye des marchés boursiers est passablement étiré, les résultats d'entreprises risquent de ne pas être supérieurs aux attentes et la reprise économique s'annonce, au mieux, modeste. Les positions spéculatives sont neutres et n'annoncent pas de direction claire pour le marché obligataire, tout comme les indices de volatilité, qui démontrent que le marché accorde une crédibilité aux politiques de la Fed (graphique 6).

Graphique 6 – Pas de direction claire pour le marché obligataire


Sources : Bloomberg, Datastream et Desjardins, Études économiques

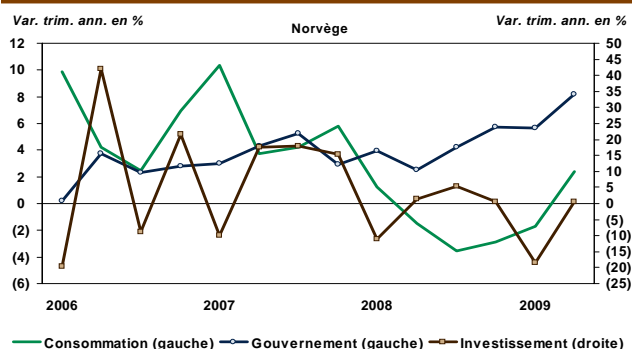
À cet effet, nous gardons bon espoir que les autorités monétaires continueront de rassurer l'ensemble du marché en affirmant, d'un côté, que les capacités excédentaires de

production leur permettront de maintenir les taux d'intérêt exceptionnellement bas sur une longue période et, d'un autre côté, en divulguant graduellement leurs stratégies de sorties afin de contenir les anticipations inflationnistes.

Nous continuons de tabler sur un environnement désinflationniste, ce qui devrait assurer que la remontée des taux obligataires restera contenue. Mais les effets de l'appréciation des prix du pétrole sur l'indice total des prix et le retour de la croissance économique font que le marché obligataire américain montre peu de potentiel à ce stade. Par conséquent, il serait préférable de miser sur l'écart relatif avec les pays les plus susceptibles de remonter rapidement les taux d'intérêt. L'Australie et la Norvège s'y sont déjà attaquées et les paris sont ouverts sur le fait que la Nouvelle-Zélande et le Canada, des pays aussi liés à l'évolution des prix des matières premières, seront les prochains à leur emboîter le pas.

LE CYCLE DE RESSERREMENT MONÉTAIRE MONDIAL EST ENTAMÉ

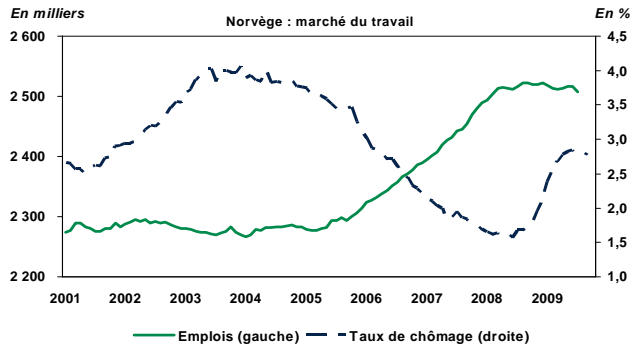
Nous avons déjà spéculé sur la possibilité que la Norvège resserre sa politique monétaire avant la fin de l'année². Dans un contexte où la principale préoccupation reflétait la baisse de la demande mondiale pour le pétrole, la reprise économique globale, jumelée aux efforts des autorités gouvernementales et monétaires pour relancer l'économie locale, a fait qu'il devenait injustifié, suivant des prix du pétrole plus élevés, un rétablissement des prix des maisons et un marché de l'emploi en bonne santé (graphiques 7 à 9), de maintenir les taux d'intérêt à un creux historique de 1,25 %. Manifestement, d'autres hausses de taux vont suivre.

Graphique 7 – La consommation des gouvernements et des ménages soutient la relance


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

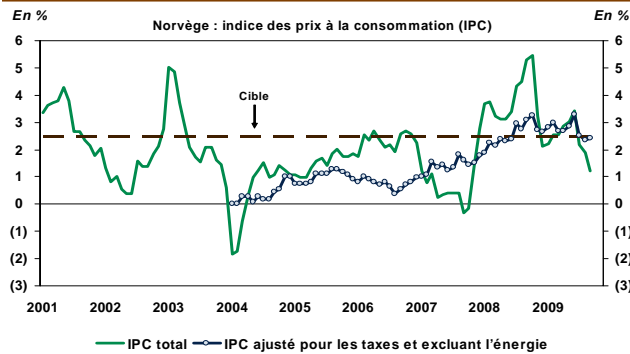
² Pour plus de détails, voir *Prévisions des devises* « Le cycle de resserrement monétaire mondial profitera surtout aux devises liées aux matières premières » du 19 octobre 2009.

Graphique 8 – L'emploi n'a pas connu de véritable baisse et le taux de chômage demeure très bas



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – L'inflation demeure près de la cible de la banque centrale



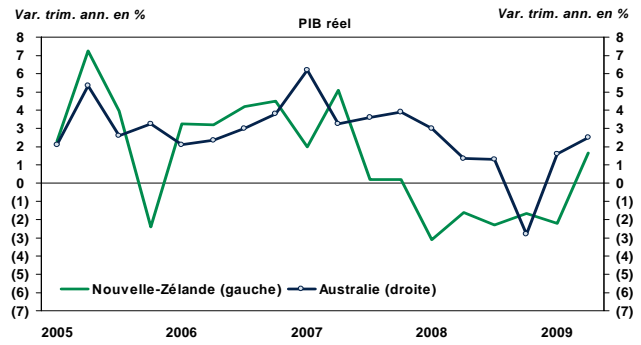
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le cas de la Nouvelle-Zélande n'est pas aussi catégorique. Le pays a renoué avec la croissance au deuxième trimestre, mais, contrairement à l'Australie, les effets de la récession ont été plus sévères sur son économie, et le manque à gagner est plus important. Entre autres choses, l'économie est plus dépendante du secteur extérieur et souffre grandement de l'appréciation de près de 50 % de sa devise depuis le début de l'année (graphique 10). Dans ces conditions, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande restera prudente dans la gestion de sa politique monétaire, mais le pays demeurera pressenti pour être le prochain à monter ses taux, probablement au premier trimestre de 2010.

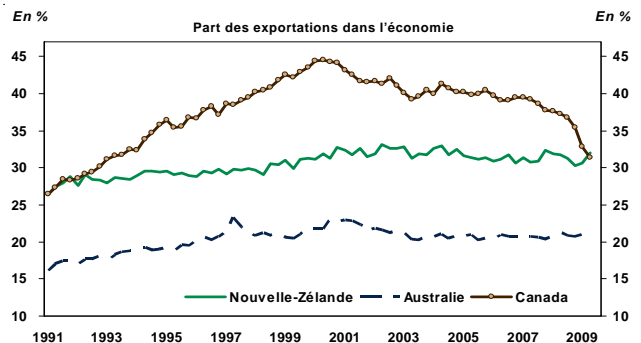
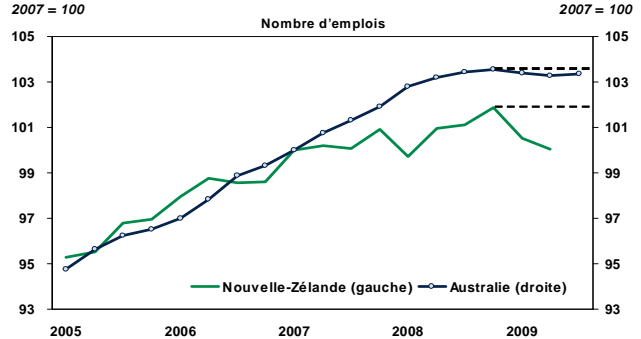
LE CANADA A PLUS DE MARGE DE MANŒUVRE

Au pays, le marché obligataire a été fortement secoué à la suite de la réévaluation des anticipations quant au cycle de resserrement monétaire à venir. Après la hausse du taux directeur de la Banque de réserve d'Australie, le 6 octobre, le rebondissement de l'emploi au Canada a poussé les marchés à anticiper des hausses plus rapidement que prévu au pays. Les taux de deux ans ont bondi de près de 50 points de base sur le coup de la nouvelle (graphique 11). À ce niveau, le marché s'est approché d'une aberration peu commune.

Graphique 10 – Le recul économique a été plus marqué en Nouvelle-Zélande : l'Australie a d'ailleurs évité la récession

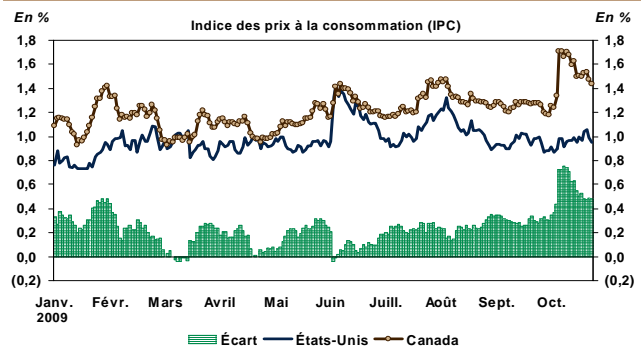


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – La hausse des taux de deux ans au Canada était proche d'une aberration



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le huard étant à un cheveu de la parité avec le billet vert, la Banque du Canada (BdC) a mis les bouchées doubles pour remettre les pendules à l'heure. Dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre, la BdC a montré ses préoccupations face à la vitalité du huard en affirmant qu'avec le temps la force actuelle du dollar viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet. Sans surprise, la BdC a réaffirmé son engagement conditionnel à maintenir son taux directeur à un seuil de 0,25 % jusqu'à la mi-2010. Depuis, le marché obligataire s'est apprécié et le huard a chuté.

Il reste encore beaucoup de travail à faire pour calmer les anticipations. Avec l'Australie et la Norvège déjà en mode de resserrement, le marché obligataire continuera de tester la résolution de la BdC au cours des prochains trimestres. Cela produira certainement de bonnes opportunités de rendement. À en juger par les perspectives de croissance et d'inflation de la BdC, le sentier le plus probable pour les taux obligataires canadiens est orienté à la hausse. À très court terme, toutefois, les risques de désinflation hors énergie et d'une croissance modeste semblent plus importants que ne le laisse entendre la BdC (graphiques 12 et 13), ce qui pourrait provoquer un ralliement du marché à partir de taux apparemment déjà trop élevés.

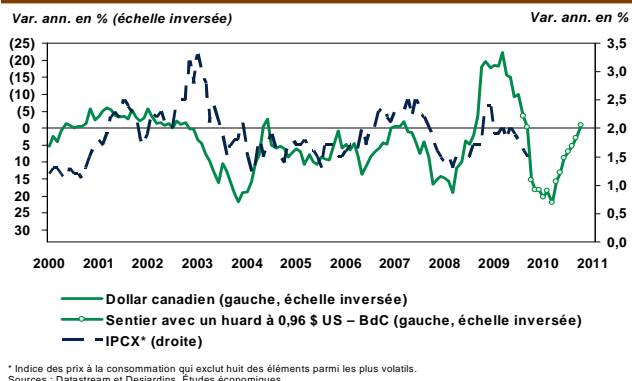
François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

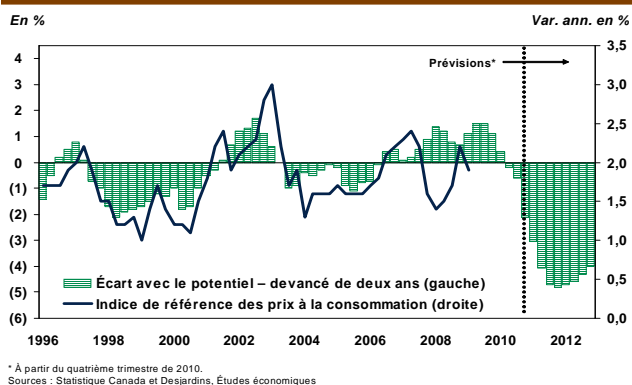
Martin Lefebvre

Économiste principal

Graphique 12 – La vitalité du huard exerce des pressions baissières sur les prix



Graphique 13 – Les pressions baissières sur l'inflation deviendront plus importantes au Canada

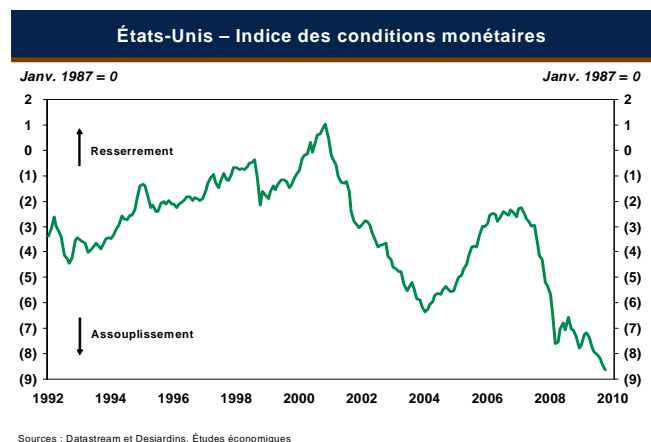
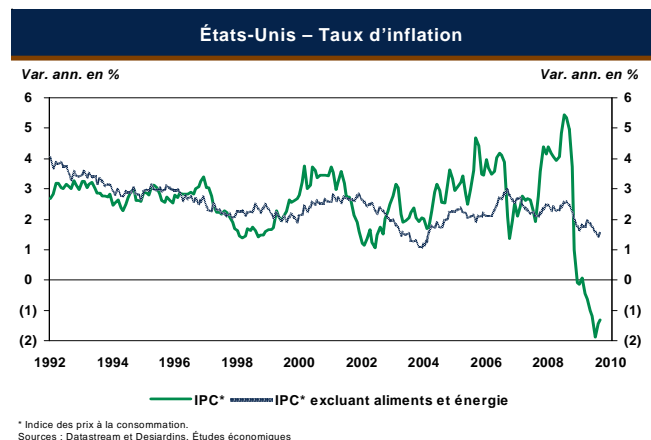
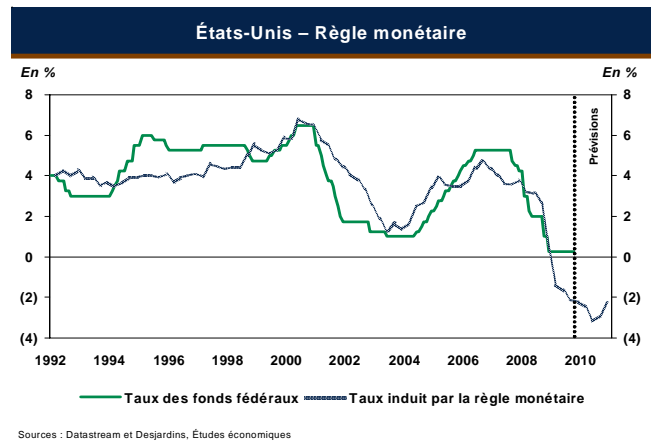


RÉSERVE FÉDÉRALE

L'économie et l'inflation ne nécessitent pas de hausses précipitées de taux

- L'économie américaine semble être sortie de la récession si l'on en croit la hausse de 3,5 % enregistrée par le PIB réel au troisième trimestre. Cette performance doit être attribuée en partie à la Réserve fédérale (Fed) dont les politiques expansionnistes ont permis de stabiliser, entre autres, le marché de l'habitation. Ainsi, pour la première fois depuis 2005, l'investissement résidentiel a contribué positivement au PIB. Les achats par la Fed de titres hypothécaires et de titres du Trésor ont permis aux taux hypothécaires de demeurer relativement bas tout en facilitant la titrisation des nouvelles hypothèques.
- Par contre, comme prévu, la Fed se retirera prochainement de ces politiques non traditionnelles, et son soutien direct au marché hypothécaire se fera moins présent. Même si le bilan de la Fed continuera d'être élevé, l'appui à l'économie proviendra donc essentiellement de la faiblesse des taux directeurs.
- La règle monétaire basée sur les anticipations d'inflation et sur le manque à gagner entre le PIB réel et son potentiel suggère d'ailleurs que les taux directeurs doivent demeurer très accommodants même si la conjoncture économique s'améliore et que l'épisode de déflation des prix de l'énergie prendra bientôt fin.
- D'ailleurs, l'inflation totale s'éloigne peu à peu des bas-fonds enregistrés cet été. Après avoir connu un creux de -2,1 % en juillet dernier, la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) se redresse peu à peu. L'inflation était de -1,5 % en août et de -1,3 % en septembre. Sans doute encore négative en octobre, elle devrait revenir en territoire positif dès le mois de novembre. L'inflation de base qui exclut les aliments et l'énergie devrait continuer de se modérer en passant sous 1 % au printemps prochain.
- La croissance du PIB réel entamée cet été devrait se poursuivre tout au long de 2010. Toutefois, la progression risque de ne pas être si forte d'ici la fin de l'année. Un ressac assez sévère se manifeste déjà du côté des ventes d'autos. De plus, on remarque une certaine faiblesse du côté de l'humeur des ménages. Finalement, certains segments du marché de l'habitation semblent plafonner. Si l'on ajoute la contraction du crédit à la consommation qui se poursuit et la faiblesse du marché du travail, la Fed restera prudente avant de vouloir relever ses taux directeurs.
- Les dirigeants de la Fed devront aussi prendre en compte le fait que la stimulation provenant des actions du gouvernement fédéral sera moins présente à partir de 2011. Un relèvement trop brusque des taux d'intérêt pourrait donc augmenter les risques d'un ressac de l'économie.

Prévisions : La récession semble terminée aux États-Unis, mais la reprise demeure fragile. Notre scénario concernant la politique monétaire américaine ne change donc pas et la Fed attendra le deuxième semestre de 2010 avant de procéder à une augmentation prudente de ses taux directeurs.



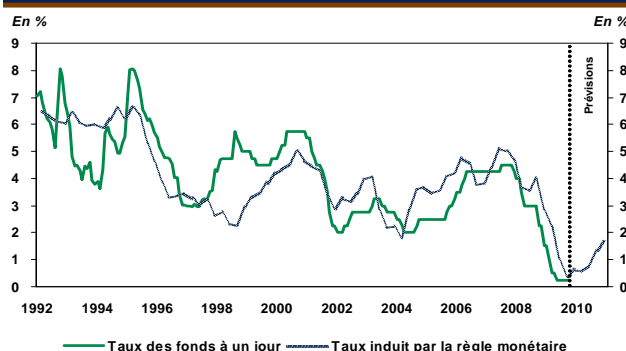
BANQUE DU CANADA

La Banque montre les dents

- Sans surprise, la Banque du Canada (BdC) a laissé son taux d'intérêt directeur à un seuil de 0,25 % en octobre. L'optimisme des autorités monétaires observable au cours des derniers mois a toutefois fait place à une plus grande prudence.
- C'est que les données économiques les plus récentes dressent un portrait plutôt mixte de la situation. Les données préliminaires laissent entrevoir que l'amélioration de la confiance des ménages, le renchérissement des prix des produits de base, la faiblesse des taux d'intérêt et la bonne tenue relative du marché de l'emploi auront permis un rebondissement des dépenses de consommation au cours de l'été. La construction résidentielle a aussi repris vie et devrait contribuer largement à la croissance du PIB réel au troisième trimestre. Toutefois, le secteur extérieur continue de souffrir de l'anémie de la demande américaine et de la vitalité du huard, ce qui viendra freiner considérablement l'activité économique dans son ensemble.
- Selon la BdC, le niveau élevé du dollar canadien, qui s'avérait un risque lors de la réunion de septembre, constitue maintenant un frein à la croissance et à l'inflation au point qu'il viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.
- Le taux annuel d'inflation totale est redescendu à -0,9 % en septembre dernier, comme en juillet. Toutefois, la déflation, propre aux prix élevés du pétrole à la même période l'an dernier, s'annonce temporaire et ne sera sans doute pas une source de préoccupation pour les autorités monétaires.
- Leur attention sera donc pleinement tournée vers l'évolution de l'indice de référence (IPCX). Avec les taux d'intérêt à un seuil de 0,25 %, la balance des risques pour l'inflation reste orientée à la baisse. La variation annuelle de l'IPCX, actuellement à 1,5 %, 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. La vitalité du huard ne fait qu'empirer la situation.
- À ce point du cycle économique, cette stratégie semble en tout point conforme à notre règle monétaire qui indique que la politique de taux « zéro » devra être maintenue, au moins, jusqu'en deuxième moitié de 2010.

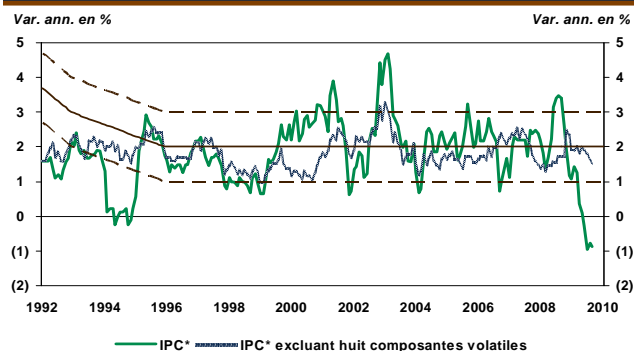
Prévisions : Tout indique que la BdC maintiendra son engagement de laisser le taux directeur à un seuil de 0,25 % jusqu'en juin 2010. Un scénario d'inflation un peu plus faible que prévu pourrait même l'obliger à reporter les premières hausses à plus tard.

Canada – Règle monétaire



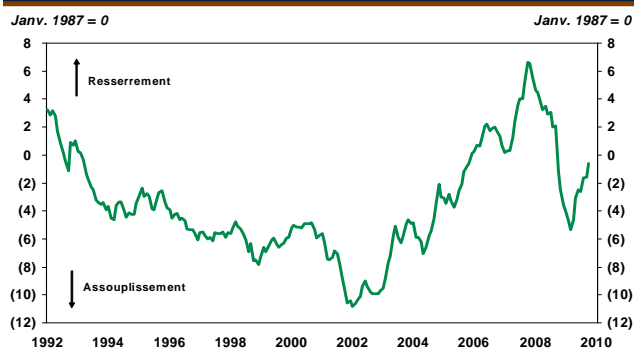
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

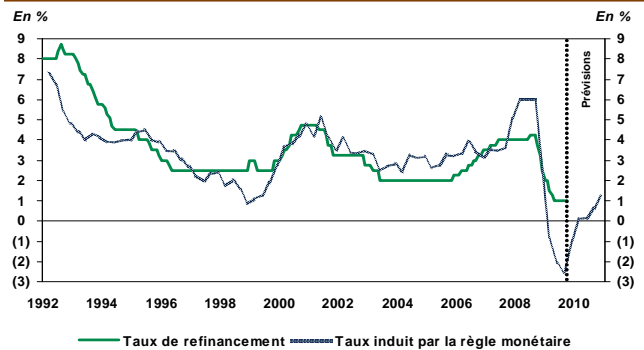
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Aucune raison d'augmenter rapidement le taux directeur

- Comme prévu, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de maintenir son taux directeur à 1,00 % en octobre. Elle juge que les statistiques publiées au cours des derniers mois confirment ses scénarios concernant l'économie et l'inflation. Les autorités monétaires eurolandaises estiment toujours que l'économie de la zone est en voie de se stabiliser et qu'elle devrait renouer graduellement avec la croissance. L'incertitude demeure toutefois élevée, et les ajustements de bilan en cours dans les secteurs financiers et non financiers risquent d'affecter la croissance à moyen terme. Tout indique aussi que les pressions inflationnistes demeureront faibles au cours des prochains trimestres.
- Après une légère baisse annualisée de 0,7 % au printemps, l'économie eurolandaise devrait avoir enregistré une faible croissance au troisième trimestre de 2009. Les indicateurs de confiance des consommateurs et des entreprises montrent une amélioration significative de la situation, et la production industrielle a augmenté en juillet et en août. De plus, les indices des directeurs d'achat indiquent une progression de l'activité dans les secteurs des services et dans le secteur manufacturier. Malgré une diminution en août, la balance commerciale devrait aussi avoir contribué positivement à la croissance au troisième trimestre. L'économie interne demeure toutefois fragilisée par les difficultés du marché du travail et du marché du crédit.
- L'évolution des prix continuera de refléter la faiblesse de la demande en zone euro et ailleurs sur la planète. Le taux d'inflation, à -0,1 % en octobre selon l'estimation préliminaire, devrait retourner prochainement en territoire positif, mais il demeurera faible pendant plusieurs trimestres. La faiblesse de l'inflation de référence montre aussi que la BCE possède une importante marge de manœuvre.
- Habituellement très avare de commentaires sur la valeur de l'euro, le président Trichet a rappelé, à la suite de la décision d'octobre, l'importance d'une politique du dollar américain fort et a souligné que la BCE n'avait aucune stratégie pour promouvoir l'utilisation internationale de l'euro. Le Conseil a aussi insisté sur l'importance de mettre rapidement en place des mesures ambitieuses et réalistes pour s'assurer que la situation fiscale des gouvernements de la zone soit soutenable.

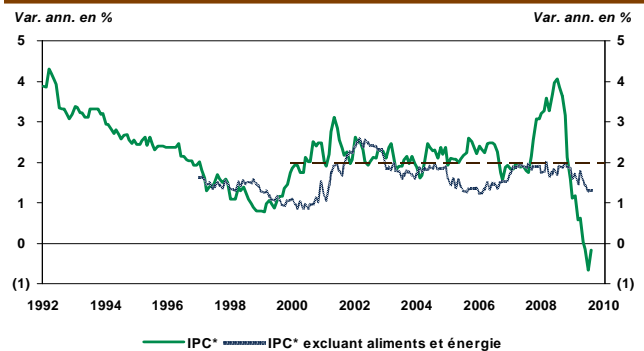
Prévisions : La reprise économique semble avoir débuté en zone euro, mais la situation demeure fragile et rien n'annonce une forte croissance au cours des prochains trimestres. La faiblesse des pressions inflationnistes permettra de maintenir le taux directeur à 1,00 % au moins jusqu'à la mi-2010 pour soutenir la relance, qui s'annonce modeste, de l'économie de la zone. Notre règle monétaire confirme le besoin de maintenir des taux très bas pour encore plusieurs trimestres. La détérioration des finances publiques et la force de l'euro pourraient devenir de plus en plus préoccupantes pour la BCE.

Zone euro – Règle monétaire



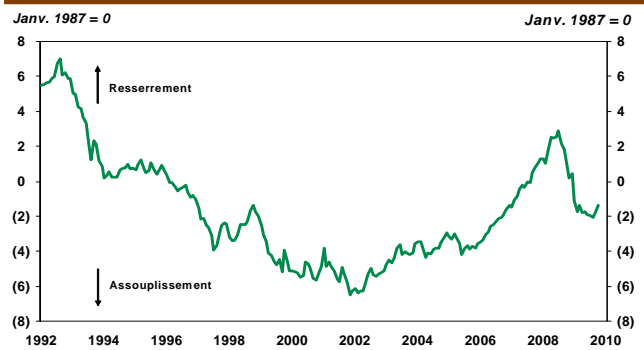
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Zone euro – Taux d'inflation



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

Zone euro – Indice des conditions monétaires



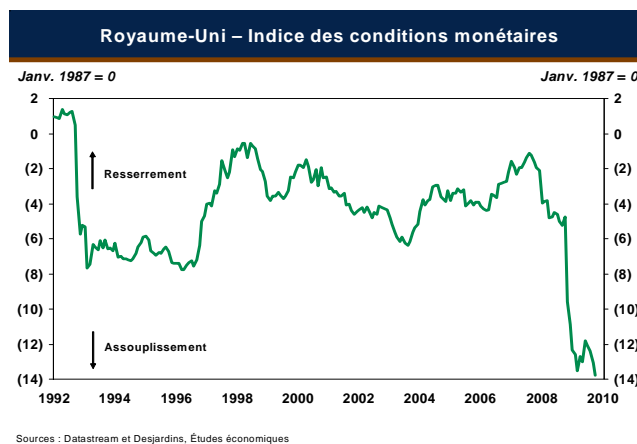
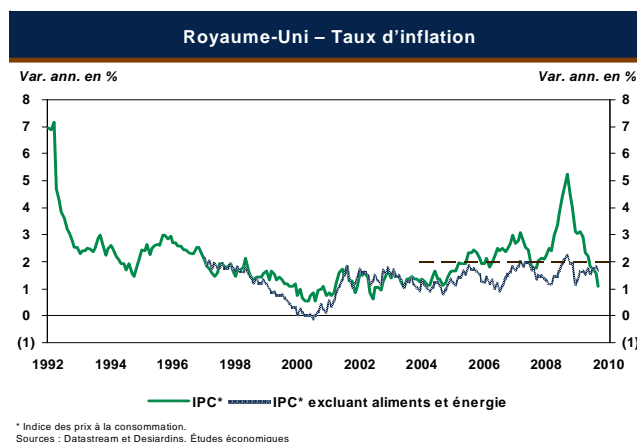
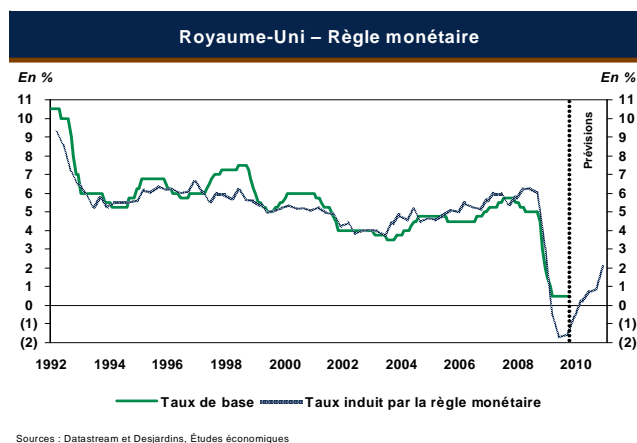
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE D'ANGLETERRE

Vers une dernière augmentation des mesures quantitatives?

- La Banque d'Angleterre (BoE) n'a apporté aucun changement à sa politique monétaire lors de sa réunion du mois d'octobre. Le taux directeur a été maintenu à 0,50 %, et le montant consacré au programme d'achat d'actifs financés par la création de réserves est demeuré à 175 G£ (280 G\$ US). Lorsque le comité de politique monétaire se rencontrera le 5 novembre, ce programme de politique quantitative sera terminé et la décision de le prolonger ou non à nouveau ne pourra plus être reportée.
- Dans le compte rendu de la rencontre d'octobre, on apprend que les opinions continuent de diverger au sein du comité en ce qui concerne la balance du risque pesant sur l'inflation à moyen terme. Lors de leur prochaine rencontre, les membres du comité pourront appuyer leur décision sur les nouvelles prévisions du rapport sur l'inflation de novembre.
- Les dernières statistiques économiques publiées au Royaume-Uni dressent un portrait assez mixte de la situation. L'économie intérieure affiche des résultats surprenants, particulièrement en ce qui a trait à la remise sur pied du marché immobilier. Après avoir baissé de 20 % pendant la crise, les prix des maisons ont depuis regagné près de 10 %. La confiance des ménages britanniques affiche aussi une remontée encourageante. Certaines faiblesses de l'économie britannique continuent cependant de se manifester : la balance commerciale tarde à s'améliorer et le nombre de chômeurs s'accroît encore rapidement. De plus, après deux mois de hausse, la production industrielle britannique a chuté de 2,5 % au mois d'août. Les espoirs de voir la récession se terminer à l'été ont été déçus alors que le PIB britannique a reculé de 1,6 %, à rythme annualisé, au troisième trimestre.
- Après être demeuré relativement élevé, le taux d'inflation britannique a diminué de 0,5 % en septembre pour atteindre 1,1 %. Certains facteurs temporaires risquent d'entraîner d'autres mouvements importants de l'inflation au cours des prochains mois. Cependant, l'importante capacité excédentaire au sein de l'économie britannique, qui s'est encore accrue au troisième trimestre, et la faiblesse de la croissance des revenus annoncent que les pressions inflationnistes demeureront faibles à moyen terme. Un point positif pour la BoE est que ses actions semblent commencer à porter leurs fruits en soutenant la croissance de la masse monétaire et en entraînant un léger assouplissement des conditions de crédit.

Prévisions : La décision d'augmenter ou non les mesures quantitatives en novembre n'est pas évidente. Cependant, la baisse récente de l'inflation et le recul inattendu de l'économie britannique au troisième trimestre pourraient bien, encore une fois, faire pencher la balance en faveur d'en faire plus plutôt que pas assez. En ce qui concerne le taux directeur, il semble clair qu'il sera maintenu à son niveau actuel au moins jusqu'à la mi-2010.



BANQUE DU JAPON

Une longue période de bas taux d'intérêt sera nécessaire pour déraciner la déflation

- À sa dernière réunion du 29 octobre, la Banque du Japon (BoJ) a une fois de plus opté pour le *statu quo* en laissant son principal taux d'intérêt directeur près de 0 %. Les mesures précédemment annoncées contribuent au rétablissement des marchés financiers et de l'économie nipponne, mais la route vers une rémission complète s'annonce longue.
- Le Japon figure parmi les premiers pays à être sortis de la récession à la fin du printemps. Il pourrait néanmoins être l'un des derniers à récupérer les pertes accumulées durant la crise. Le PIB réel japonais demeure 7,5 % sous son sommet de l'hiver 2008, et la production industrielle enregistrée en septembre, même si elle est en hausse, équivaut à moins de 80 % de son dernier sommet cyclique. Deux éléments surtout ont aidé le Japon à sortir de la crise au deuxième trimestre. D'abord, le pays a profité d'une reprise du commerce international, en particulier en direction de la Chine. De plus, l'investissement public et la consommation des ménages, surtout pour les biens durables, ont été stimulés par les efforts de relance du gouvernement japonais.
- La situation s'est toutefois corsée du côté des échanges commerciaux durant l'été, affectant du coup les perspectives de croissance. L'appréciation de la devise japonaise s'est traduite par une baisse de la valeur des exportations et par une hausse de la valeur des importations. Une devise trop forte pose véritablement problème au Japon, d'autant plus que la demande intérieure pourra difficilement maintenir le rythme. La baisse des profits des entreprises et les capacités excédentaires de production limitent l'investissement privé. Du côté des ménages, malgré l'aide du gouvernement, la consommation restera affectée par la baisse de revenus et par la précarité du marché de l'emploi.
- Le terrain est fertile pour la déflation. Celle-ci semble déjà s'être enracinée de nouveau alors que la variation annuelle des prix à la consommation excluant les aliments frais et l'énergie est en zone négative depuis le début de l'année. En septembre, le recul annuel s'est établi à -1,0 %, ce qui nous rapproche de plus en plus des pires chiffres enregistrés au début des années 2000. Dans ces circonstances, la BoJ pourra difficilement resserrer sa politique monétaire. D'ailleurs, la taille du bilan de la BoJ ne correspond aujourd'hui qu'à 77 % de la taille atteinte lors du précédent épisode déflationniste. Enfin, la force du yen resserre les conditions monétaires, justifiant en retour de plus grands efforts d'assouplissement monétaire pour rééquilibrer le tout.

Prévisions : Même si le Japon n'est plus officiellement en récession, la situation économique du pays n'est pas pour autant enviable. La reprise s'annonce longue, et le Japon n'est pas au bout de ses peines avec la déflation. Une période prolongée de bas taux d'intérêt est sans doute le scénario le plus probable pour la BoJ.

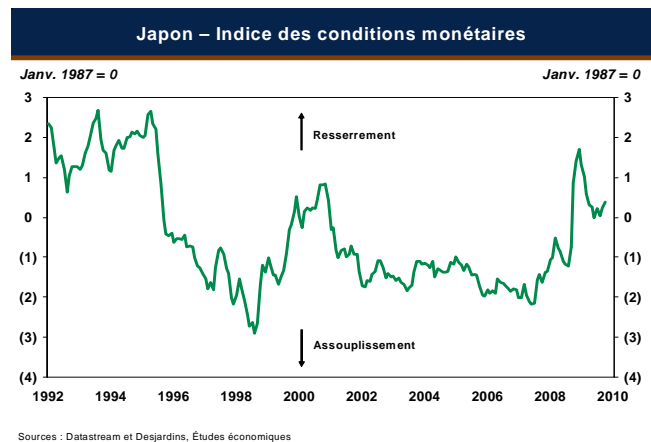
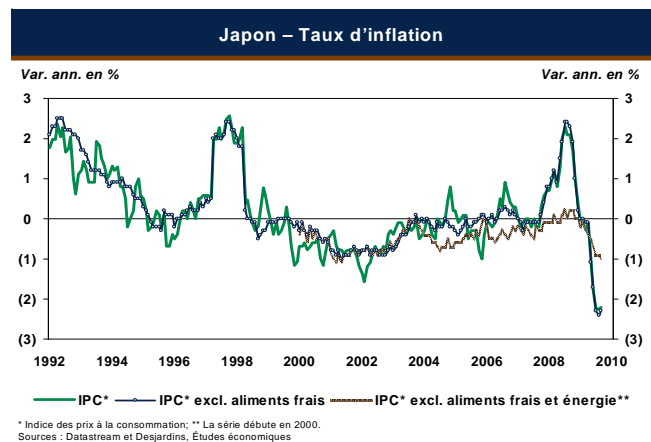
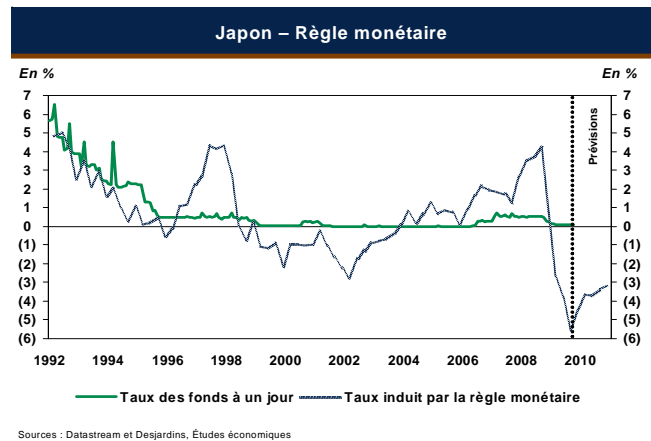


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	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	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	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 2
Calendrier et taux directeurs

Date	Banque centrale	Décision	Taux
Août 2009			
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
Septembre 2009			
1	Banque de réserve d'Australie	s.q.	3,00
2	Banque du Brésil	s.q.	8,75
3	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
3	Banque de Suède	s.q.	0,25
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10	Banque du Canada	s.q.	0,25
16	Banque du Japon	s.q.	0,10
17	Banque nationale suisse	s.q.	0,25
18	Banque du Mexique	s.q.	4,50
23	Banque de Norvège	s.q.	1,25
23	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
Octobre 2009			
5	Banque de réserve d'Australie	+25 p.b.	3,25
8	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
8	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
13	Banque du Japon	s.q.	0,10
16	Banque du Mexique	s.q.	4,50
20	Banque du Canada	s.q.	0,25
21	Banque du Brésil	s.q.	8,75
22	Banque de Suède	s.q.	0,25
28	Banque de Norvège	+25 p.b.	1,50
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
29	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
Novembre 2009	
2	Banque de réserve d'Australie
4	Réserve fédérale
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
19	Banque du Japon
27	Banque du Mexique
30	Banque de réserve d'Australie
Décembre 2009	
3	Banque centrale européenne
8	Banque du Canada
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
9	Banque du Brésil
10	Banque d'Angleterre
10	Banque nationale suisse
16	Banque de Norvège
16	Banque de Suède
16	Réserve fédérale
17	Banque du Japon
Janvier 2010	
7	Banque d'Angleterre
14	Banque centrale européenne
19	Banque du Canada
25	Banque du Japon
27	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
27	Réserve fédérale
Février 2010	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Banque de Norvège
4	Banque centrale européenne

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	T3	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	0,14	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	0,95	1,00	1,25	1,90	2,50	3,00
5 ans	2,47	3,33	2,98	1,55	1,68	2,56	2,31	2,45	2,65	3,10	3,40	3,60
10 ans	3,43	3,98	3,82	2,25	2,69	3,52	3,30	3,40	3,60	3,80	4,00	4,20
30 ans	4,30	4,53	4,30	2,69	3,57	4,31	4,05	4,30	4,50	4,60	4,70	4,75
Pente												
5 ans - 3 mois	1,09	1,43	2,06	1,44	1,47	2,37	2,17	2,20	2,40	2,70	2,60	2,30
10 ans - 2 ans	1,81	1,36	1,84	1,49	1,88	2,40	2,35	2,40	2,35	1,90	1,50	1,20
30 ans - 3 mois	2,92	2,63	3,38	2,58	3,36	4,12	3,91	4,05	4,25	4,20	3,90	3,45

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	T3	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	0,23	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	1,26	1,50	1,70	2,10	2,60	3,05
5 ans	2,91	3,46	3,17	1,70	1,75	2,46	2,58	2,75	3,00	3,40	3,65	3,75
10 ans	3,43	3,74	3,76	2,69	2,78	3,36	3,31	3,50	3,70	3,90	4,00	4,10
30 ans	3,94	4,08	4,23	3,46	3,56	3,86	3,84	4,10	4,35	4,50	4,55	4,55
Pente												
5 ans - 3 mois	1,03	0,96	1,27	0,81	1,35	2,21	2,35	2,45	2,65	2,95	2,85	2,45
10 ans - 2 ans	0,80	0,49	0,97	1,60	1,71	2,15	2,05	2,00	2,00	1,80	1,40	1,05
30 ans - 3 mois	2,06	1,58	2,33	2,57	3,16	3,61	3,61	3,80	4,00	4,05	3,75	3,25
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,50	0,60	0,98	0,78	0,19	0,06	0,09	0,05	0,10	0,05	0,00	0,00
2 ans	1,01	0,63	0,80	0,32	0,27	0,09	0,31	0,50	0,45	0,20	0,10	0,05
5 ans	0,44	0,13	0,19	0,15	0,07	(0,10)	0,26	0,30	0,35	0,30	0,25	0,15
10 ans	0,00	(0,24)	(0,07)	0,44	0,09	(0,16)	0,00	0,10	0,10	0,10	0,00	(0,10)
30 ans	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,76	0,00	(0,45)	(0,21)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	(0,15)	(0,20)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques