

Difficile pour la Réserve fédérale de hausser ses taux d'intérêt dans une reprise sans emplois

FAITS SAILLANTS

- Bien que nous restions sceptiques quant à la nécessité de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux de « scénario de dépression » sur une période indéterminée, l'analyse des épisodes passés suggère que les risques sont clairement orientés vers une remontée tardive plutôt que hâtive des taux directeurs.
- Les assises de la reprise économique ne sont pas encore assez solides pour justifier le début d'un resserrement monétaire. La Fed devrait demeurer prudente et garder inchangés ses taux directeurs au moins jusqu'au dernier trimestre de 2010.
- La Réserve fédérale ne montrant aucun empressement à monter les taux d'intérêt, l'inflation contenue devrait permettre aux taux de dix ans de se maintenir dans un corridor serré (entre 3,20 % et 3,60 %) jusqu'à la fin de l'hiver, avec un risque important de traverser la borne inférieure.
- 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 la fin de 2010.

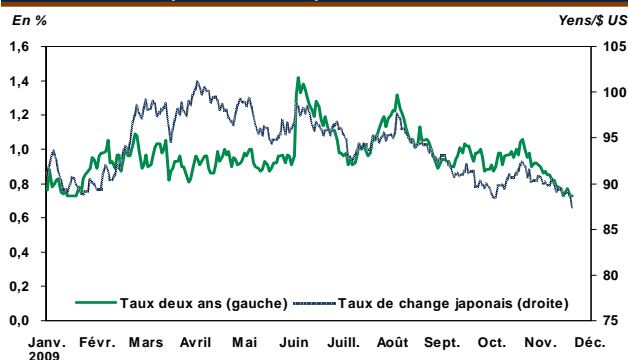
TABLE DES MATIÈRES

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

Le marché obligataire a continué de tirer parti des événements récents. Dans un environnement de fin d'année, la demande pour les titres du Trésor américain s'est poursuivie sans relâche, poussant les taux des *T-notes* de dix ans à converger, comme prévu, vers la partie inférieure de notre fourchette de fluctuation automnale établie entre 3,25 % et 3,75 %. La surprise des dernières semaines est toutefois venue de la partie courte de la courbe, alors que les taux de deux ans ont fléchi à 0,67 %, soit leur plus bas niveau de l'année (graphique 1). À ces niveaux, la partie courte de la courbe n'est pas attrayante, mais le contexte économique et financier devrait demeurer favorable au maintien des taux de plus long terme à de faibles niveaux.

Graphique 1 – Pas de hausses de taux d'intérêt en vue, pas de soutien pour le billet vert



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le compte rendu de la réunion du FOMC des 3 et 4 novembre a montré qu'une reprise sans emplois semble maintenant faire consensus au sein de la Réserve fédérale (Fed), mais les différents discours des autorités monétaires continuent de diverger sur la nécessité de rehausser les taux d'intérêt tôt ou tard ou d'exposer plus clairement les stratégies de sortie.

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

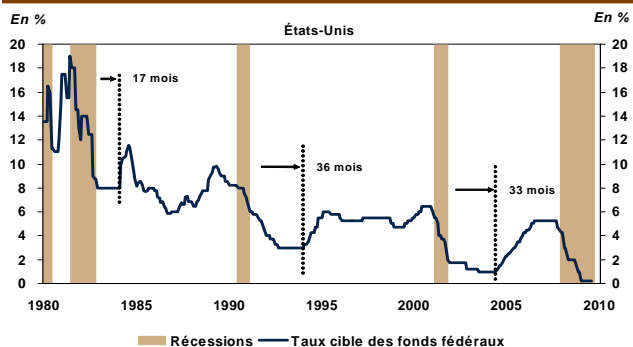
En particulier, les propos du président de la Réserve fédérale de Saint-Louis selon lesquels la Fed, sur la base de l'analyse d'épisodes passés, puisse laisser ses taux inchangés jusqu'en 2012 ont eu un effet cinglant sur le marché obligataire. Bien que les commentaires de James Bullard ne constituent pas un engagement du FOMC (en fait, Bullard n'est pas un membre votant, mais il le sera en 2010), nous révisons les éléments qui ont incité la Fed à amorcer un cycle de resserrement monétaire par le passé.

FIN 2010, DÉBUT 2011 OU... 2012?

Les cycles économiques sont rarement identiques, mais l'histoire permet parfois de servir de guide pour le futur. Bien que nous restions sceptiques quant à la nécessité de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux de « scénario de dépression » sur une période indéterminée, l'analyse des épisodes passés suggère que les risques sont clairement orientés vers une remontée tardive plutôt que hâtive des taux directeurs.

Nous regardons premièrement le comportement passé de la Fed en période de reprise économique. À en juger par le rebond de 2,8 % du PIB réel au troisième trimestre de 2009, la grande récession a vraisemblablement pris fin au cours de l'été. Toutefois, cela ne devrait pas inciter la Fed à normaliser les taux d'intérêt prochainement. Si l'on exclut la récession de 1980, où les taux d'intérêt ont été haussés précipitamment afin de combattre une inflation galopante, les dernières récessions montrent que la Fed a mis en moyenne un peu plus de deux ans suivant la fin de la récession avant d'entreprendre un cycle de resserrement monétaire (graphique 2).

Graphique 2 – La fin d'une récession ne pousse pas la Fed à remonter ses taux directeurs

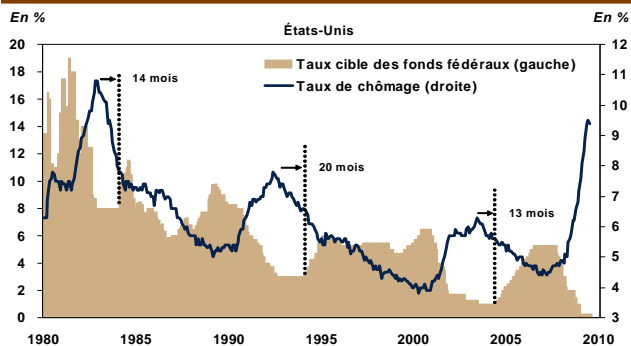


Sources : Bureau of Labor Statistics, Datastream et Desjardins, Études économiques

Il faut aussi tenir compte du mandat de la Fed, qui est de favoriser le plein emploi tout en maintenant la stabilité des prix. À cet effet, la détérioration du marché de l'emploi semble s'apaiser, mais il est prévu que le taux de chômage grimpera au-dessus des 10,5 % en première moitié de 2010, soit le plus haut niveau jamais atteint depuis 1983 (le chômage avait alors

atteint un sommet d'après-guerre de 10,8 %). Avec une croissance économique anticipée modeste et un taux de productivité élevé, le cycle d'embauches s'annonce plutôt faible. Or, les épisodes passés ont montré que la Fed a tendance à attendre au moins 12 mois après que le taux de chômage ait plafonné avant de monter son taux directeur (graphique 3).

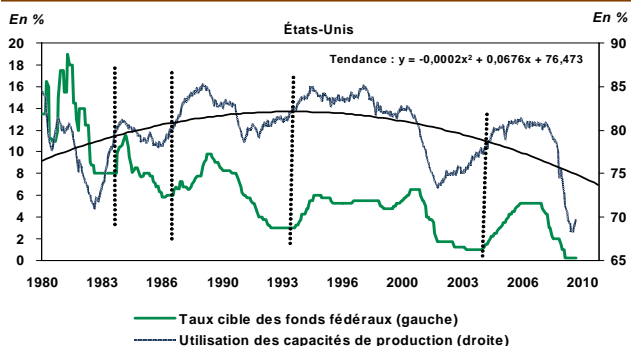
Graphique 3 – La Fed ne monte généralement pas ses taux tant que le marché du travail ne s'améliore pas significativement



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

Viennent ensuite les pressions inflationnistes sous-jacentes à l'activité économique. Étant donné l'effet retardé de la politique monétaire sur les cycles économiques, la théorie nous dicte que les banques centrales devraient remonter leurs taux d'intérêt plus tôt que tard afin de prévenir la surchauffe économique et les pressions inflationnistes. Les épisodes passés montrent cependant que la Fed a préféré attendre un retour à la normale avant de procéder à ses premières hausses de taux (graphique 4). Avec la destruction des capacités de production dans plusieurs secteurs de l'économie américaine, dont ceux de l'automobile et de l'ingénierie financière, le niveau potentiel du PIB réel des États-Unis a vraisemblablement diminué, mais l'*output gap* reste considérable et ne sera pas complètement refermé avant plusieurs trimestres.

Graphique 4 – La Fed préfère s'assurer que la situation revient à la normale avant d'amorcer un cycle de resserrement monétaire

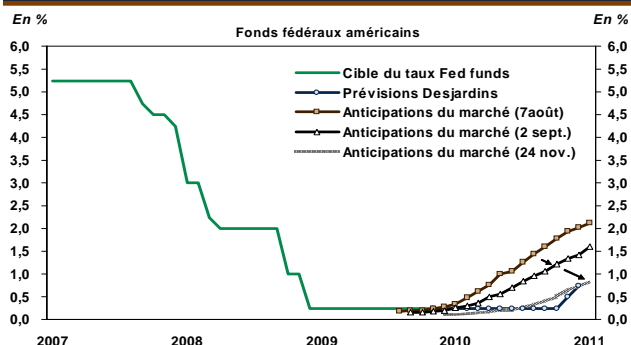


Sources : Bureau of Labor Statistics, Datastream et Desjardins, Études économiques

RISQUE D'INFLATION DE LONG TERME?

Dans ces conditions, il semble clair que ceux qui s'attendent à une remontée imminente des taux d'intérêt seront déçus (graphique 5).

Graphique 5 – Les anticipations du marché sont maintenant plus conformes à nos propres prévisions



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Il ne faut toutefois pas conclure trop vite que la Fed aura le loisir d'attendre un ou deux ans avant d'amorcer son cycle de resserrement monétaire. Tout en reconnaissant que d'augmenter les taux trop rapidement puisse faire avorter ou retarder une reprise du secteur privé, la faiblesse des taux d'intérêt appelle à la prudence. Pour le moment, le travail des autorités monétaires est crédible et les anticipations d'inflation demeurent ancrées, mais certains membres de la Fed notent qu'il y a un risque important de maintenir les taux d'intérêt à « zéro » sur une période prolongée :

[There is a] possibility that some negative side effects might result from the maintenance of very low short-term interest rates for an extended period, including the possibility that such a policy stance could lead to excessive risk-taking in financial markets or an unanchoring of inflation expectations. While members currently saw the likelihood of such effects as relatively low, they would remain alert to these risks.

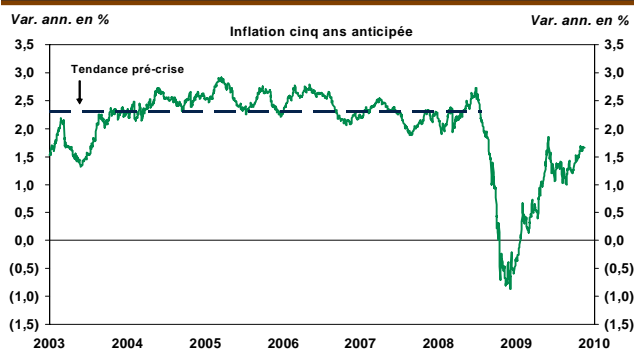
Compte rendu de la réunion de la Réserve fédérale des 3 et 4 novembre 2009

Pour Jeff Lacker, le président de la Fed de Richmond, le risque est d'autant plus préoccupant étant donné l'expansion sans précédent des réserves bancaires et les inquiétudes des marchés quant à l'habileté de la Fed de s'en départir adéquatement et au moment opportun. Il ajoute : « *if we hope to keep inflation in check, we cannot be paralyzed by patches of lingering weakness, which could persist well into the recovery* ».

Dans une étude publiée récemment¹, nous montrons toutefois que les risques inflationnistes liés aux réserves bancaires sont limités. D'abord, les banques centrales détiennent les outils nécessaires pour renverser au besoin les effets de l'assouplissement quantitatif. Puis, il s'avère que les risques inflationnistes ne surviendraient que si les banques commerciales étaient disposées à faire davantage de prêts. Or, la situation, caractérisée par un renversement des effets de levier, n'est pas propice à une accentuation des prêts bancaires.

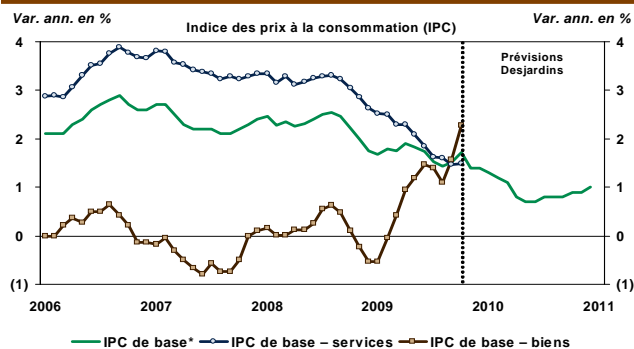
L'inflation anticipée, dérivée à partir de l'écart entre les titres du Trésor et les obligations à rendement réel, s'est corrigée à la hausse au cours de 2009, après avoir subi les effets de la crise des liquidités à la fin de l'an dernier (graphique 6). Mais elle reste inférieure à la moyenne des dernières années, ce qui signale que la menace inflationniste n'est pas encore prédominante sur les marchés. À notre avis, le risque de désinflation continue est plus important à court terme. L'inflation hors énergie a surpris à la hausse en octobre, mais la tendance reste à la baisse, et le glissement annuel devrait passer sous 1,0 % en 2010 (graphique 7).

Graphique 6 – Les anticipations inflationnistes demeurent bien ancrées aux États-Unis



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Malgré la hausse inattendue des prix des biens en octobre, l'inflation de base reste sur une tendance baissière



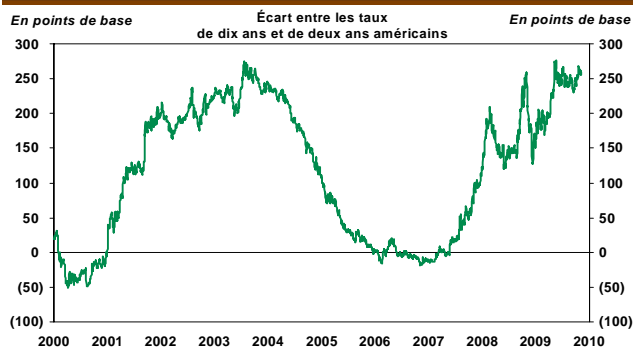
* IPC total excluant aliments et énergie.
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

¹ Voir le *Point de vue économique* « Stratégies de sortie des banques centrales – Comment l'inflation monétaire pourra-t-elle être évitée? » du 20 novembre 2009.

APLATISSEMENT DE LA COURBE

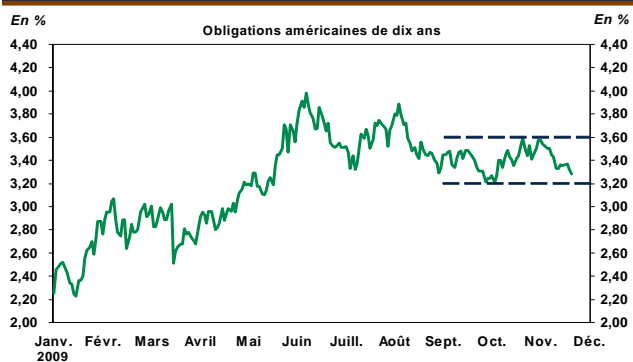
La chute des taux de deux ans a poussé l'écart avec les *Treasuries* de dix ans en hausse à près de 266 points de base, soit le plus haut niveau depuis juillet dernier (graphique 8). À ces niveaux historiques, il semble logique de miser sur un aplatissement de la courbe de rendement. Certes, un aplatissement significatif n'aura lieu que lorsque le taux de chômage aura plafonné², ce qui occasionnerait un repli important du marché obligataire dans la partie courte. Toutefois, dans un contexte d'incertitude quant à l'ampleur de la reprise économique, la pression va demeurer à la baisse sur les taux des *T-notes*. La Fed ne montrant aucun empressement à monter les taux d'intérêt, l'inflation contenue devrait permettre aux taux de dix ans de se maintenir dans un corridor serré (entre 3,20 % et 3,60 %) jusqu'à la fin de l'hiver, avec un risque important de traverser la borne inférieure (graphique 9).

Graphique 8 – Un rallye dans la partie longue de la courbe devrait faire aplatiser la pente



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La pression reste à la baisse pour les taux de dix ans



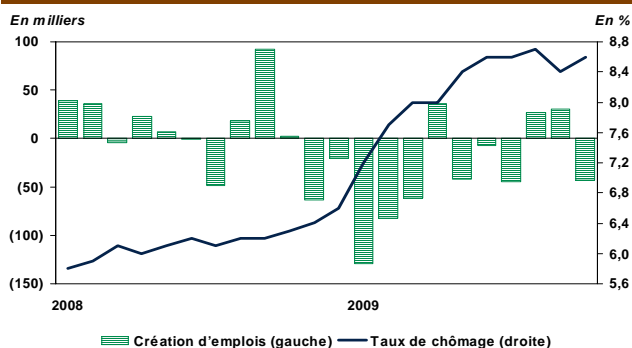
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LA BANQUE DU CANADA A LES MAINS LIÉES

Comme nous l'anticipions, le marché obligataire canadien s'est fortement apprécié au cours des dernières semaines. La hausse des taux des obligations de deux ans de plus de 50 points de base au début d'octobre a ainsi été complètement contrebalancée, ramenant les taux à près de 1,1 %. Les données économiques moins fortes que prévu, dont la chute inattendue de l'emploi en octobre (graphique 10), ne sont pas étrangères à cette correction. Mais le coup a véritablement été porté par les préoccupations de la Banque du Canada (BdC) face à la vitalité du huard. Dans un récent discours, le gouverneur de la BdC, Mark Carney, a précisé :

« Nous voyons un risque qu'une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, puisse exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation ».

Graphique 10 – Les gains de l'emploi en août et en septembre ont pratiquement été effacés en octobre au Canada



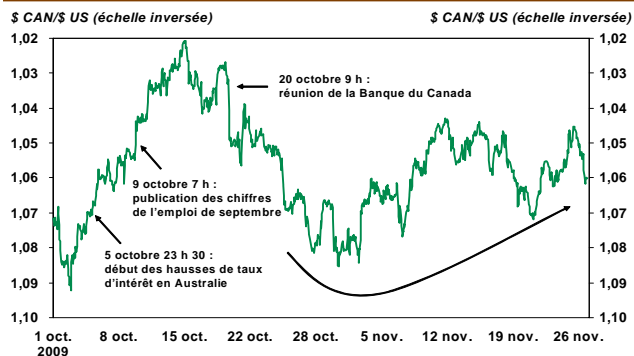
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

La BdC n'affichant pas de conviction quant à la nécessité de recourir à des politiques quantitatives à ce stade-ci de la reprise, on s'interroge sur sa capacité à réellement contenir les pressions haussières sur le huard qui émanent de la faiblesse généralisée du billet vert, de la montée des prix des matières premières qui en résultent, et des anticipations de hausses de taux d'intérêt (graphique 11 à la page 5).

Dans ces conditions, il serait surprenant que la BdC cherche à modifier sa politique monétaire avant la deuxième moitié de 2010. À notre avis, le message des autorités monétaires canadiennes ne changera pas, tant et aussi longtemps que la Fed ne montrera pas d'ouverture face à d'éventuelles hausses de taux.

² Voir *La Courbe de rendement* « La Bourse monte, mais la demande pour les *Treasuries* ne déroule pas : bizarre? Pas tant que cela! » du 31 août 2009.

Graphique 11 – La Banque du Canada semble à court de moyens pour empêcher l'appréciation du huard



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

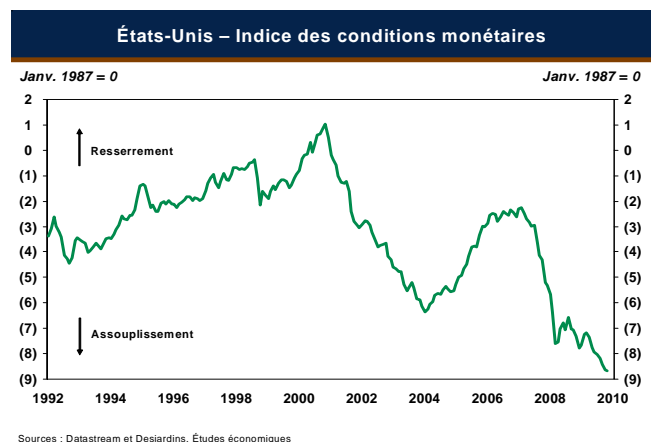
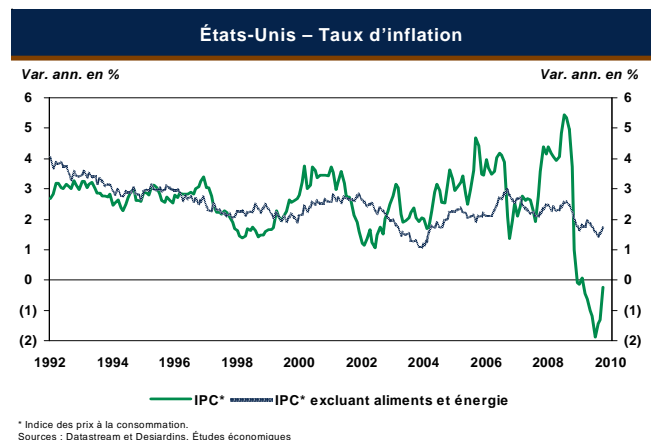
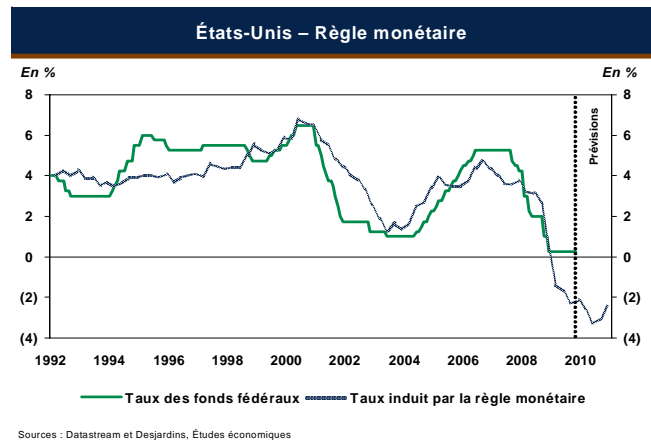
Martin Lefebvre
Économiste principal

RÉSERVE FÉDÉRALE

La Réserve fédérale ne semble pas pressée de hausser ses taux directeurs

- Bien que certaines statistiques aient été plutôt décevantes récemment, l'économie américaine s'éloigne peu à peu de son creux atteint au printemps. Toutefois, la faiblesse de la confiance des consommateurs, la diminution de la production manufacturière, le recul des mises en chantier, la hausse du taux de chômage et la fragilité de la hausse du prix des maisons nous indiquent que les assises de la reprise sont encore vulnérables.
- Les dirigeants de la Réserve fédérale (Fed) sont au fait à la fois de l'amélioration de la conjoncture et de la fragilité de la relance économique. Le compte rendu de la dernière réunion du comité de politique monétaire de la Fed mentionne que les membres s'attendent à ce que la reprise se poursuive, mais à un rythme plus lent que ce qui a été enregistré lors des précédents épisodes de reprise. Ils ajoutent qu'une croissance lente impliquerait une faible amélioration du marché du travail. À moyen terme, la sous-utilisation des capacités de production devrait conserver l'inflation modérée. C'est aussi ce qui ressort de nos prévisions économiques.
- L'inflation de base qui exclut les aliments et l'énergie tarde toutefois à ralentir. Cette stabilité provient du prix des biens alors qu'une modération est bel et bien observée dans les services, notamment au sein du logement. L'inflation de base devrait tout de même passer sous la barre de 1 % au cours de 2010. Plus sujette à la volatilité des prix de l'énergie, l'inflation totale devrait passer d'un recul de 0,3 % en 2009 à une hausse de 2,2 % en 2010.
- Ces prévisions d'inflation ne devraient pas inquiéter les dirigeants de la Fed. Au contraire, jumelées aux prévisions économiques, elles font que la règle monétaire continue de suggérer une politique monétaire très accommodante.
- Pour ébranler les dirigeants de la Fed dans leur volonté de « conserver un niveau exceptionnellement bas du taux d'intérêt des fonds fédéraux pour une période prolongée », il faudrait observer un « désancrage » des anticipations inflationnistes. Il y a pourtant peu d'inquiétude de ce côté : les enquêtes auprès des ménages et des professionnels demeurent stables. Même l'inflation implicite selon les obligations à rendement réel semble avoir atteint un plateau modéré.
- En fait, la principale source d'inquiétude de la Fed est plutôt la faiblesse du crédit. Dans un récent discours, Bernanke présentait le crédit bancaire comme un facteur empêchant d'obtenir une croissance économique plus robuste. Selon le dernier rapport trimestriel de la Federal Deposit Insurance Corporation, les prêts bancaires ont diminué de 2,8 % au troisième trimestre de 2009, la plus importante décroissance depuis 1984.

Prévisions : Les assises de la reprise économique ne sont pas encore assez solides pour justifier le début d'un resserrement monétaire. La Fed devrait demeurer prudente et garder inchangés ses taux directeurs au moins jusqu'au dernier trimestre de 2010.



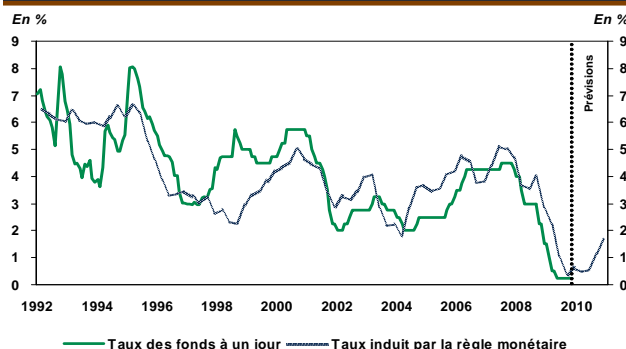
BANQUE DU CANADA

La Banque du Canada a les mains liées

- 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.
- Les données publiées à ce jour indiquent que la production de l'économie canadienne a continué à reculer légèrement au début de l'été. Le PIB réel par industrie a diminué de 0,03 % en juillet et de 0,11 % en août. Toutefois, certains résultats dévoilés récemment ont montré que le mois de septembre s'était soldé par une légère augmentation de la production réelle.
- La demande intérieure montre des signes d'amélioration. Les dépenses de consommation profitent d'un regain des ventes d'automobiles ainsi que d'une hausse généralisée de la confiance des consommateurs. L'investissement résidentiel poursuit sa remontée alors que le nombre de mises en chantier est passé à 157 300 unités en octobre, soit le niveau le plus élevé depuis la fin de 2008. Enfin, les dépenses gouvernementales semblent s'accélérer alors que les plans de relance commencent à porter leurs fruits. L'économie canadienne demeure néanmoins freinée par une importante détérioration du solde commercial. Exprimé en termes réels, le solde du commerce de marchandises s'élève à -18,5 G\$ de 2002 au troisième trimestre, contre -13,4 G\$ de 2002 au trimestre précédent.
- Selon la BdC, le niveau élevé du dollar canadien, qui s'avérait un risque lors de la réunion de septembre, constitue maintenant un frein sur la croissance et l'inflation au point où il viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet. Mark Carney, le gouverneur de la BdC, avait par ailleurs émis des doutes quant à la prévision de 2,0 % de la BdC pour l'activité économique au troisième trimestre.
- À 0,1 % en octobre, le taux annuel d'inflation totale est revenu en territoire positif, mettant ainsi fin à quatre mois de diminution. Cette remontée était attendue et s'explique par un effet de moins en moins important en provenance des baisses passées des prix de l'énergie. Ce phénomène devrait se poursuivre dans les mois à venir.
- Les autorités monétaires se concentreront toutefois sur l'évolution de l'inflation de référence. La variation annuelle de l'IPCX s'est maintenue dans une fourchette allant de 1,5 % à 2,0 % depuis le début de l'année. Certaines pressions baissières devraient toutefois se manifester prochainement en raison de l'effet retardé de la récession.

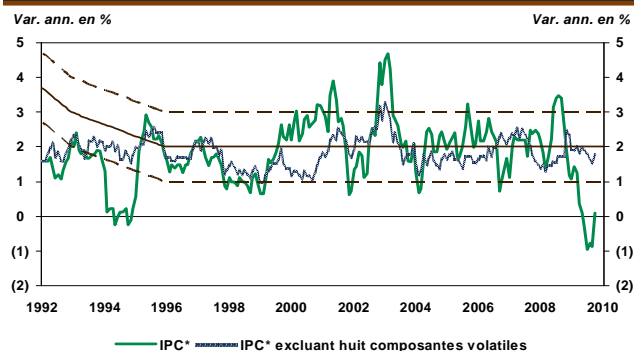
Prévisions : Tout indique que la BdC maintiendra son engagement de laisser le taux directeur à un seuil de 0,25 % jusqu'en juin 2010. Un scénario d'inflation un peu plus faible que prévu pourrait même l'obliger à repousser les premières hausses à la fin de 2010.

Canada – Règle monétaire



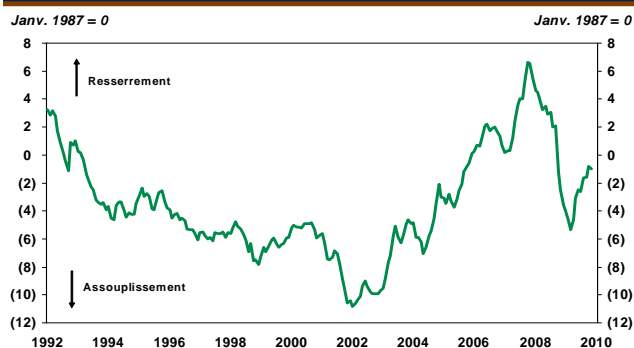
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada – Taux d'inflation



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

Canada – Indice des conditions monétaires



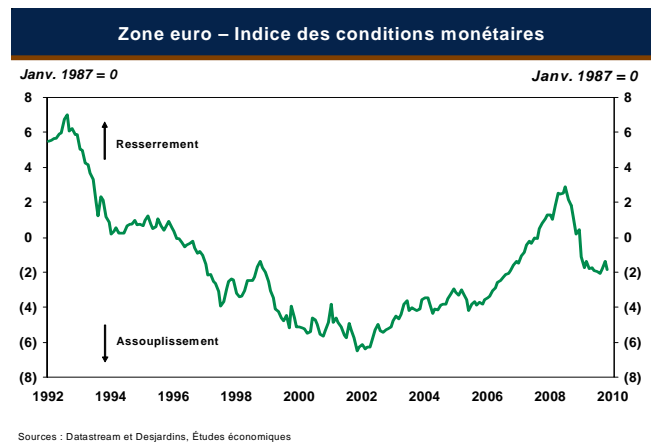
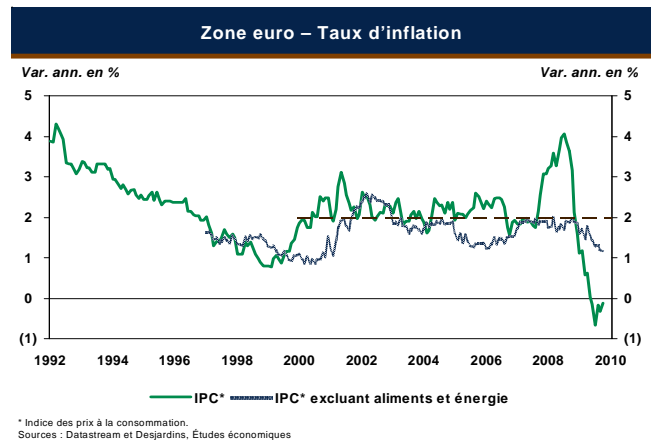
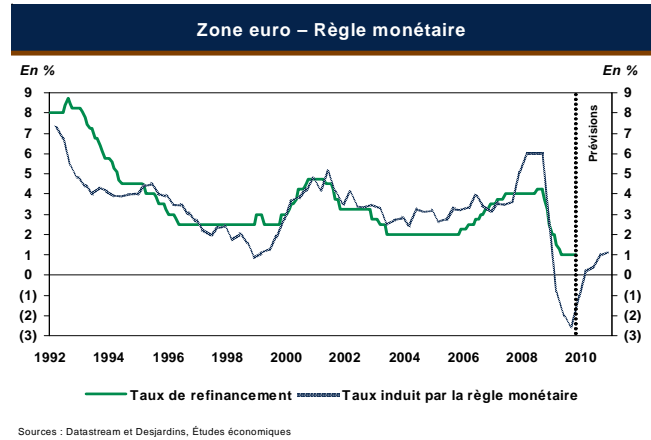
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La Banque centrale européenne commence à réduire progressivement ses mesures extraordinaires

- Encore une fois, la Banque centrale européenne (BCE) a opté pour le *statu quo* lors de sa réunion de novembre. Le taux directeur de la BCE demeure ainsi à 1,00 % depuis mai dernier et rien n'annonce un changement au cours des prochains mois. Notre règle monétaire continue d'indiquer que des taux significativement plus bas seraient appropriés, ce qui pourrait tôt ou tard nuire à la relance de l'économie eurolandaise. Étant donné le taux directeur un peu plus élevé et la force de l'euro, les conditions monétaires en zone euro sont beaucoup moins expansionnistes qu'aux États-Unis et qu'au Royaume-Uni.
- Lors de sa rencontre de novembre, la BCE a adopté un ton légèrement plus optimiste. Elle prévoit toujours une reprise graduelle de l'économie, mais elle a omis la phrase disant qu'elle s'attendait à ce que la relance soit inégale. Le président Trichet a aussi clairement ouvert la porte à une réduction progressive des mesures extraordinaires de liquidité en disant ne pas vouloir changer la perception du marché selon laquelle les opérations de refinancement d'une durée de douze mois ne seront plus offertes l'an prochain. Dans un discours récent en Espagne, il a été encore plus clair : « *As regards our non standard measures, as the situation returns to more normal times, the focus on the medium term calls for a gradual and timely phasing out of these measures* ». Déjà, un resserrement des critères pour les titres adossés à des actifs (ABS) acceptés comme garantie a été annoncé.
- L'optimisme accru de la BCE peut sembler justifié à première vue alors que l'économie eurolandaise est sortie de la récession au troisième trimestre, avec une progression de 1,5 % du PIB réel de la zone, à rythme annualisé. La croissance pourrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, mais la reprise s'annonce terne. Les ventes au détail ont de nouveau reculé en septembre, et la hausse du taux de chômage se poursuit. À moyen terme, les ajustements nécessaires des bilans, entre autres dans le secteur financier, et des politiques budgétaires qui devront tôt ou tard être significativement resserrées risquent de freiner la croissance économique. L'inflation devrait ainsi demeurer faible.

Prévisions : Alors que d'autres banques centrales continuent d'être préoccupées par les risques sur l'économie et le système financier, la BCE semble maintenant concentrer son attention sur les stratégies de sortie. Il ne serait pas surprenant que certains des dirigeants les plus dogmatiques face à l'inflation, dont le président de la Bundesbank Axel Weber, commencent bientôt à désirer une remontée du taux directeur. Cependant, la faiblesse des pressions inflationnistes et les risques importants qui pèsent toujours sur l'économie eurolandaise devraient convaincre la BCE d'opter pour le *statu quo* au moins jusqu'à la mi-2010.



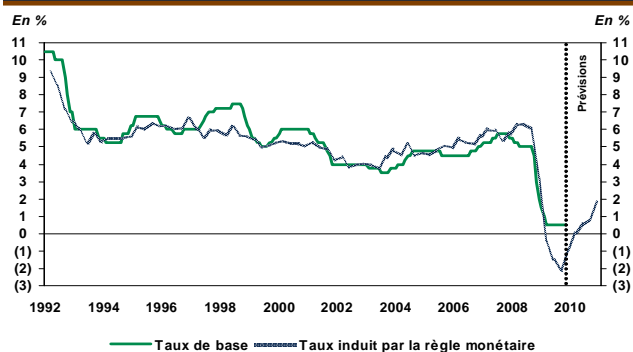
BANQUE D'ANGLETERRE

La Banque d'Angleterre opte pour une augmentation limitée de ses mesures quantitatives

- La réunion de novembre de la Banque d'Angleterre (BoE) était fortement attendue par les marchés financiers. Le maintien du taux directeur à 0,50 % ne faisait aucun doute. Cependant, le programme d'achat d'actifs de 175 G£ (289 G\$ US) étant terminé, la décision de prolonger ou non de nouveau les mesures quantitatives ne pouvait plus être reportée. Certaines statistiques économiques décevantes, dont la poursuite de la récession au Royaume-Uni au troisième trimestre, avaient poussé une légère majorité des analystes à anticiper une nouvelle augmentation de 50 G£ (83 G\$ US) des mesures quantitatives. La BoE a finalement opté pour une hausse plus limitée de 25 G£ (41 G\$ US) de son programme.
- Le compte rendu de la rencontre a révélé que la décision de la BoE n'a pas été prise à l'unanimité. Un membre du comité de politique monétaire était favorable à une hausse plus importante des mesures quantitatives, jugeant qu'il était trop tôt pour commencer à ralentir le rythme des achats. À l'inverse, un autre membre a voté pour ne pas augmenter le programme, jugeant que la politique monétaire était déjà extraordinairement expansionniste et craignant que les achats supplémentaires entraînent une hausse exagérée du prix de certains actifs.
- Malgré le recul de l'économie britannique au troisième trimestre, le rapport sur l'inflation de novembre contenait un scénario économique optimiste selon lequel la croissance du PIB réel britannique s'accélérait jusqu'aux environs de 4 %, en variation annuelle, à la fin de 2010. Il faut dire que de plus en plus de statistiques indiquent que l'économie britannique serait sur le point de renouer avec la croissance, si ce n'est déjà fait. Cependant, les perspectives économiques encourageantes publiées dans le rapport ont été contrebalancées par des commentaires très *dovish* du gouverneur King. Selon lui : « *The big picture is a very sharp fall in the level of output, and it will take a long time to recover that* ». La BoE s'attend à ce que le taux d'inflation monte fortement au cours des prochains mois pour dépasser la cible de 2 %, reflétant la hausse des prix du pétrole et la fin de la baisse temporaire de la taxe à la consommation. Déjà, l'inflation annuelle est passée de 1,1 % en septembre à 1,5 % en octobre. Ces mouvements de court terme n'ont cependant pas d'importance pour la politique monétaire, et la BoE juge que le risque pour les trois prochaines années est que l'inflation soit en dessous de la cible.

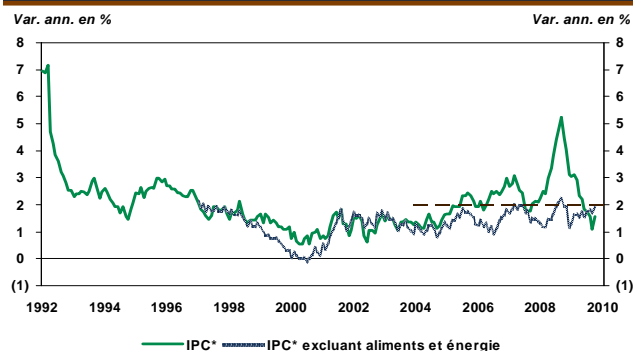
Prévisions : La BoE a pris une décision raisonnable en augmentant modérément ses mesures quantitatives en novembre. Malgré un scénario officiel misant sur une reprise vigoureuse de l'économie britannique, les commentaires du gouverneur King montrent qu'il est encore beaucoup trop tôt pour envisager un relèvement du taux directeur au Royaume-Uni.

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

Les autorités monétaires doivent à nouveau contrer la déflation

- Pour une seconde fois en moins d'une décennie, la Banque du Japon (BoJ) doit jongler avec la déflation. À sa dernière réunion du 20 novembre, la BoJ a opté pour le *statu quo* en laissant son principal taux d'intérêt directeur inchangé à près de 0 %. Qui plus est, aucune autre mesure complémentaire n'a été annoncée. Les mesures déjà en place semblent suffire au rétablissement des marchés financiers et de l'économie nipponne, mais la rémission complète devrait néanmoins s'échelonner sur plusieurs trimestres et exiger un effort prolongé des autorités monétaires.
- Après avoir affiché le pire recul des pays du G7 en termes d'activité économique, le Japon vient d'enregistrer deux trimestres consécutifs de forte croissance. Ces résultats encourageants découlent essentiellement d'une demande extérieure stimulée par les interventions de nombreux gouvernements et banques centrales de la planète ainsi que d'une consommation intérieure soutenue par les propres mesures de relance du Japon. L'investissement privé n'a pas suivi la tendance en raison des faibles profits des entreprises et de capacités excédentaires de production élevées.
- Le rythme de croissance économique japonais est appelé à ralentir au cours des prochains trimestres. Outre l'investissement qui devrait demeurer discret, l'effet des plans de relance gouvernementaux devrait progressivement s'estomper. La consommation perdra un support important alors qu'elle reste affectée par la baisse des revenus des travailleurs et par un marché de l'emploi encore difficile malgré la récente diminution du taux de chômage. Quelques trimestres seront nécessaires avant que la reprise du commerce mondial se traduise par une nette amélioration de la situation des ménages nippons.
- Le terrain restera donc fertile pour la déflation. En octobre, la variation annuelle des prix à la consommation s'est établie à -2,5 %. La BoJ rappelle que ces chiffres résultent essentiellement de la baisse du prix des matières premières par rapport à l'an passé. Cependant, même en excluant les aliments frais et l'énergie, la variation annuelle des prix s'établit à -1,1 %, ce qui correspond aux pires chiffres enregistrés au début des années 2000. Dans ces circonstances, la BoJ pourra difficilement resserrer sa politique monétaire. Une intervention plus musclée pourrait s'avérer nécessaire, même si, pour l'instant, il ne semble pas y avoir de réelle ouverture sur cette option. La vigueur du yen, qui se traduit par un resserrement des conditions monétaires, pourrait éventuellement faire pencher la balance.

Prévisions : La situation économique du Japon demeure précaire. La reprise s'annonce longue, et la déflation devrait donner du fil à retordre aux autorités monétaires, d'autant plus qu'il y a maintenant un risque que les anticipations inflationnistes s'ajustent à la baisse. Une période prolongée de bas taux d'intérêt demeure sans doute le scénario le plus probable pour la BoJ.

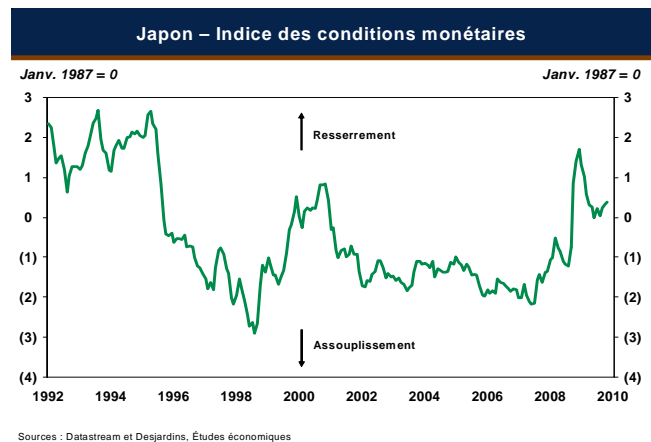
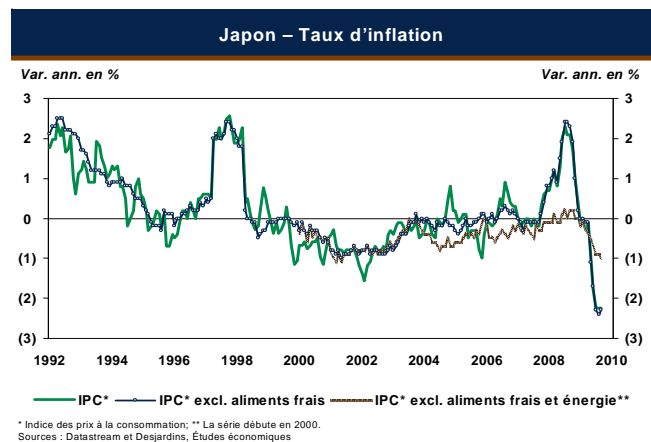
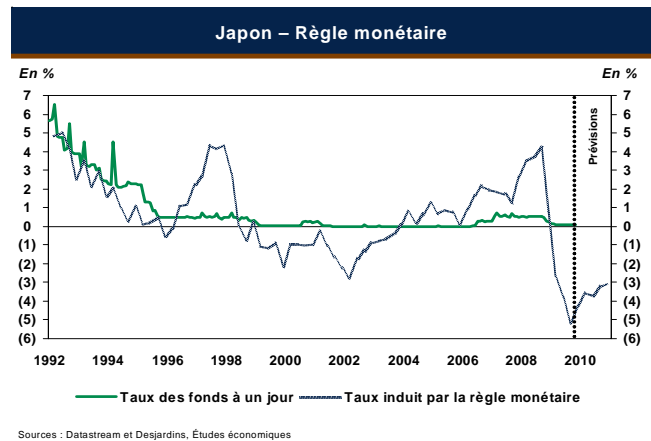


Tableau 1
Taux d'intérêt directeurs

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	0,75
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	0,75
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
Septembre 2009			
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
Novembre 2009			
2	Banque de réserve d'Australie	+25 p.b.	3,50
4	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
5	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
5	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
19	Banque du Japon	s.q.	0,10
27	Banque du Mexique	s.q.	4,50
30	Banque de réserve d'Australie	+25 p.b.	3,75

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

Source : Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Calendrier à venir

Date	Banque centrale
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
15	Banque du Mexique
19	Banque du Canada
25	Banque du Japon
27	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
27	Banque du Brésil
27	Réserve fédérale
Février 2010	
2	Banque de réserve d'Australie
3	Banque de Norvège
4	Banque centrale européenne
4	Banque d'Angleterre
10	Banque de Suède
17	Banque du Japon
19	Banque du Mexique
Mars 2010	
2	Banque de réserve d'Australie

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	0,25	0,75
Bons du Trésor												
3 mois	1,38	1,90	0,92	0,11	0,21	0,19	0,14	0,10	0,25	0,25	0,40	0,90
Obligations fédérales												
2 ans	1,62	2,61	1,99	0,76	0,81	1,12	0,95	0,90	1,00	1,25	1,85	2,60
5 ans	2,47	3,33	2,98	1,55	1,68	2,56	2,31	2,15	2,40	2,75	3,15	3,60
10 ans	3,43	3,98	3,82	2,25	2,69	3,52	3,30	3,30	3,40	3,60	3,85	4,05
30 ans	4,30	4,53	4,30	2,69	3,57	4,31	4,05	4,30	4,40	4,50	4,60	4,70
Pente												
5 ans - 3 mois	1,09	1,43	2,06	1,44	1,47	2,37	2,17	2,05	2,15	2,50	2,75	2,70
10 ans - 2 ans	1,81	1,36	1,84	1,49	1,88	2,40	2,35	2,40	2,40	2,35	2,00	1,45
30 ans - 3 mois	2,92	2,63	3,38	2,58	3,36	4,12	3,91	4,20	4,15	4,25	4,20	3,80

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	0,25	0,75
Bons du Trésor												
3 mois	1,88	2,50	1,90	0,89	0,40	0,25	0,23	0,30	0,30	0,30	0,45	0,90
Obligations fédérales												
2 ans	2,63	3,25	2,79	1,09	1,07	1,21	1,26	1,20	1,30	1,45	1,95	2,70
5 ans	2,91	3,46	3,17	1,70	1,75	2,46	2,58	2,40	2,65	2,95	3,35	3,75
10 ans	3,43	3,74	3,76	2,69	2,78	3,36	3,31	3,30	3,40	3,55	3,75	3,90
30 ans	3,94	4,08	4,23	3,46	3,56	3,86	3,84	3,90	4,00	4,10	4,15	4,20
Pente												
5 ans - 3 mois	1,03	0,96	1,27	0,81	1,35	2,21	2,35	2,10	2,35	2,65	2,90	2,85
10 ans - 2 ans	0,80	0,49	0,97	1,60	1,71	2,15	2,05	2,10	2,10	2,10	1,80	1,20
30 ans - 3 mois	2,06	1,58	2,33	2,57	3,16	3,61	3,61	3,60	3,70	3,80	3,70	3,30
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,50	0,60	0,98	0,78	0,19	0,06	0,09	0,20	0,05	0,05	0,05	0,00
2 ans	1,01	0,63	0,80	0,32	0,27	0,09	0,31	0,30	0,30	0,20	0,10	0,10
5 ans	0,44	0,13	0,19	0,15	0,07	(0,10)	0,26	0,25	0,25	0,20	0,20	0,15
10 ans	0,00	(0,24)	(0,07)	0,44	0,09	(0,16)	0,00	0,00	0,00	(0,05)	(0,10)	(0,15)
30 ans	(0,36)	(0,45)	(0,07)	0,76	0,00	(0,45)	(0,21)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,45)	(0,50)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques