

Les marchés se positionnent pour le pire L'inflation recule dans la liste des préoccupations des principales banques centrales

FAITS SAILLANTS

- Les tensions financières ont remonté significativement au cours des derniers jours alors que les marchés semblent craindre que la reprise économique mondiale soit compromise par les événements en Europe.
- La recherche de sécurité et de liquidité a incité les investisseurs à se tourner vers les obligations gouvernementales les plus solides. Les gains ont été particulièrement importants pour les obligations américaines.
- Les dernières statistiques américaines concernant l'inflation ont aussi apporté un soutien important au marché obligataire.
- Les récents événements pourraient maintenir des taux légèrement plus faibles que ce que nous anticipions précédemment, mais la baisse récente est exagérée et le taux américain de dix ans devrait remonter assez rapidement près de 3,5 % et terminer l'année aux environs de 4,0 %.
- Malgré la présence d'incertitudes sur la scène financière internationale, la vitalité de la reprise économique au pays fait qu'une politique monétaire basée sur un taux cible des fonds à un jour de seulement 0,25 % n'est plus appropriée. Une hausse des taux d'intérêt directs canadiens devrait donc être entamée dès le 1^{er} juin.

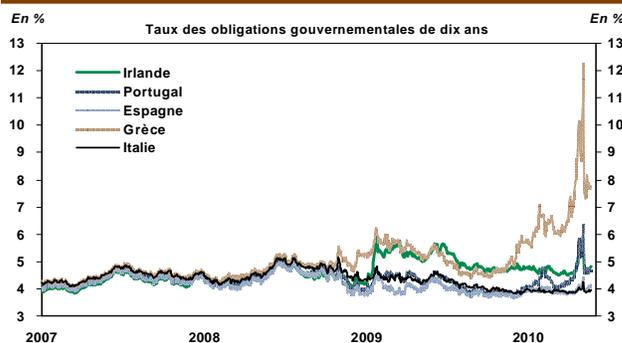
TABLE DES MATIÈRES

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

Déjà bien présentes à la fin du mois d'avril, les inquiétudes entourant les dettes du gouvernement grec et d'autres pays de la zone euro ont fortement augmenté au cours des dernières semaines. Le plan d'aide de 110 G€ (137,5 G\$ US) pour la Grèce annoncé à la fin du mois d'avril a rapidement été jugé insuffisant par les investisseurs. Les craintes de contagion aux autres pays de la zone aux prises avec de graves problèmes budgétaires, particulièrement le Portugal et l'Espagne, ont alors explosé, entraînant une hausse des taux obligataires de ces pays (graphique 1).

Graphique 1 – Les coûts d'emprunt de plusieurs pays européens ont fortement augmenté au début du mois de mai



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Ces turbulences ont pris une tournure particulièrement inquiétante au cours de la première semaine du mois de mai alors que des problèmes de liquidité ont fait surface en Europe. Les banques européennes étant de grandes détentrices d'obligations gouvernementales, des craintes sont apparues selon lesquelles la baisse de valeur de ces obligations entraînerait la chute d'institutions financières (graphique 2 à la page 2). Ce problème était amplifié par le fait que le

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Benoît P. Durocher
Économiste senior

Francis Généreux
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste

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

Graphique 2 – Le risque de défaut perçu pour les banques européennes a fortement augmenté



* Credit Default Swap.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

marché des obligations gouvernementales européennes perdait rapidement sa liquidité. L'inaction de la Banque centrale européenne (BCE) lors de sa réunion du 6 mai a amplifié la poussée de l'aversion pour le risque (graphique 3).

Graphique 3 – Retour des tensions financières



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

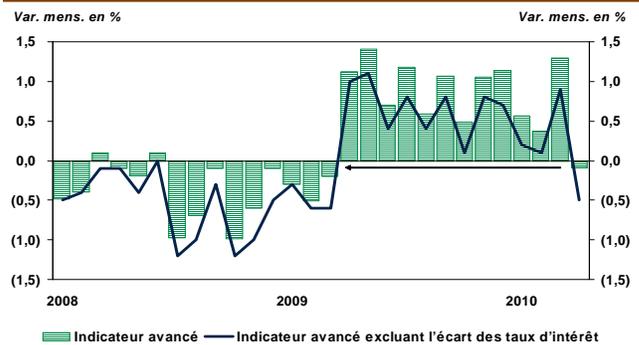
Face à une catastrophe imminente et à une pression internationale importante alors que la crise menaçait de devenir mondiale, les autorités européennes ont décidé de frapper un grand coup en annonçant le 10 mai qu'elles mettraient en place un plan de stabilisation permettant de fournir plus de 700 G€(875 G\$ US) aux pays de la zone qui connaîtraient des difficultés de financement semblables à celles de la Grèce. L'annonce que la BCE commencerait à acquérir des obligations publiques et privées pour assurer le bon fonctionnement des marchés et qu'elle remettrait en place des mesures pour fournir des liquidités au secteur bancaire, dont ses swaps de devise avec la Réserve fédérale (Fed), a augmenté l'impact du plan européen et fait redescendre temporairement les inquiétudes des investisseurs.

Au-delà du plan d'aide massif, les annonces du 10 mai semblaient indiquer que les autorités européennes réalisaient finalement l'importance de faire front commun pour rassurer

les investisseurs quant à l'avenir de l'Union économique et monétaire. Malheureusement, cette image d'unité n'a pas duré alors que l'Allemagne est allée d'un geste unilatéral en interdisant certaines ventes à découvert sur les obligations gouvernementales et sur certains titres bancaires.

Les tensions financières ont ainsi remonté significativement au cours des derniers jours alors que les marchés semblent craindre que la reprise économique mondiale soit compromise par les récents événements en Europe. Certaines statistiques économiques un peu moins encourageantes aux États-Unis (graphique 4), l'annonce que la Banque d'Espagne devait prendre le contrôle d'une banque régionale en difficulté et la menace d'un conflit imminent entre la Corée du Nord et la Corée du Sud ont ajouté au sentiment très pessimiste sur les marchés.

Graphique 4 – Une première baisse de l'indicateur avancé américain en plus d'un an



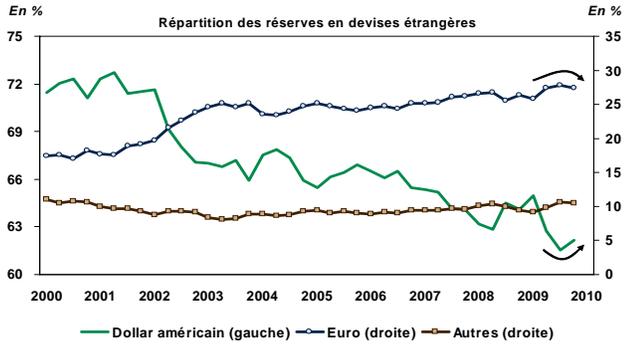
Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

UN CONTEXTE PARFAIT POUR LES OBLIGATIONS FÉDÉRALES AMÉRICAINES

La recherche de sécurité et de liquidité a incité les investisseurs à se tourner vers les obligations gouvernementales les plus solides. Les taux obligataires ont ainsi fortement reculé dans les pays qui ne semblent pas menacés par une baisse de leur cote de crédit. Les gains ont été particulièrement importants pour les obligations américaines, qui demeurent la référence mondiale malgré l'important déficit public. L'agence Moody's a par ailleurs réaffirmé que les perspectives pour la cote AAA des États-Unis demeureraient stables. Le fait que la survie même de l'euro soit mise en doute renforce aussi le rôle de valeur refuge du dollar américain. Le phénomène de diversification des réserves à l'extérieur des actifs américains pourrait ainsi connaître un renversement (graphique 5 à la page 3).

Les dernières statistiques américaines concernant l'inflation ont aussi apporté un soutien important au marché obligataire. Comme nous l'anticipions, l'inflation de base a continué son recul pour descendre en dessous de 1 % pour la

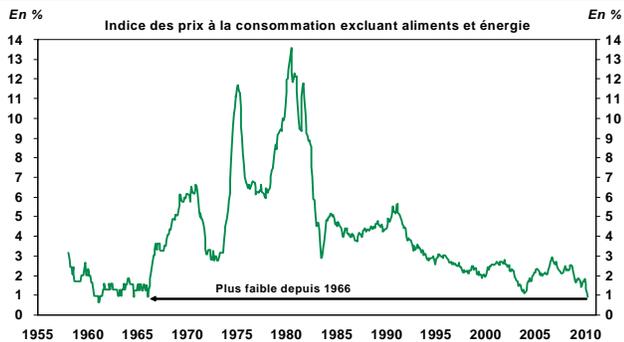
Graphique 5 – L'euro risque de ne plus être aussi prisé dans le processus de diversification des réserves



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

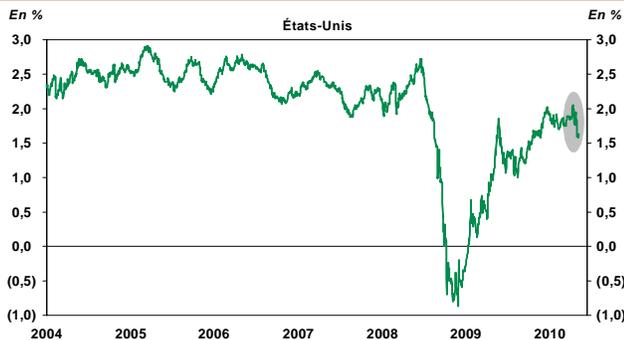
première fois en près de 50 ans (graphique 6). La plupart des analystes et même certains membres de la Fed qui craignaient une accélération prochaine de l'inflation ont finalement jeté l'éponge en constatant que la désinflation était bien en place. Des craintes de déflation sont même réapparues, ce qui, conjugué à une prime accrue pour la liquidité, a fortement désavantagé les TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*) et fait plonger le « *break-even inflation rate* » (graphique 7).

Graphique 6 – Le ralentissement de l'inflation de base s'accroît aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

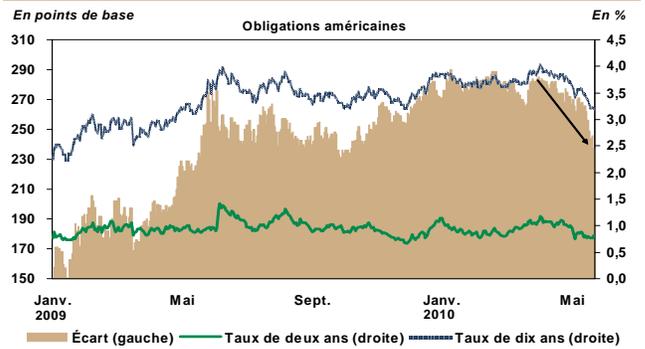
Graphique 7 – Inflation anticipée au cours des cinq prochaines années calculée à partir de l'écart entre les Treasuries et les TIPS*



* Treasury Inflation-Protected Securities. Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le pessimisme des investisseurs et les perspectives d'inflation plus faibles ont été particulièrement favorables aux obligations américaines de long terme. Le taux de dix ans, qui avait atteint les 4,0 % au début du mois d'avril, a ainsi chuté de façon spectaculaire au cours des dernières semaines pour aller toucher 3,06 %. Le report des anticipations de hausse de taux aux États-Unis a aussi fait diminuer les taux de plus court terme, mais de façon plus limitée. La pente de la courbe américaine s'est ainsi significativement aplatie (graphique 8).

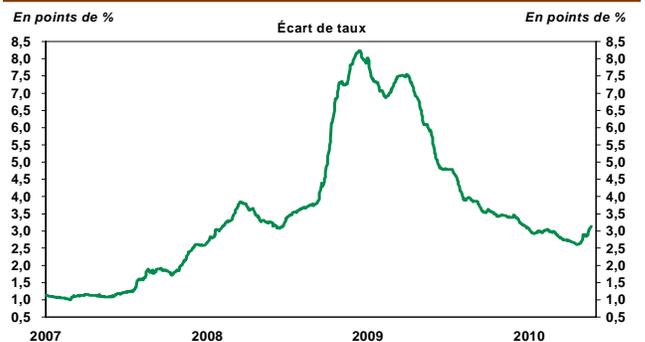
Graphique 8 – La chute des taux longs a entraîné un aplatissement de la courbe de rendement américaine



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Évidemment, les derniers événements qui ont fait souffler un certain vent de panique sur les marchés ont été beaucoup moins favorables aux obligations possédant un certain degré de risque. Les écarts de crédit ont ainsi augmenté de façon significative (graphique 9). Il faut dire que, à l'image des Bourses, les écarts de crédit semblaient mûrs pour une certaine correction après les gains impressionnants de la dernière année. Ce climat plus hostile aux obligations corporatives a fait fortement diminuer les émissions au mois de mai. Même les provinces canadiennes ont vu leurs primes de financement remonter.

Graphique 9 – Écart de rendement entre les obligations corporatives BBB et les obligations fédérales américaines



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LES GAINS OBLIGATAIRES PARAISSENT EXAGÉRÉS

Notre scénario de reprise économique progressive et de faibles pressions inflationnistes milite pour des taux obligataires qui demeurent relativement faibles. L'atteinte de 4,0 % par le taux de dix ans au début d'avril semblait ainsi trop rapide. Cependant, les gains récents des obligations fédérales ont grandement dépassé nos attentes.

Pour que les gains obligataires se poursuivent et que le taux de dix ans américain retourne de façon durable sous les 3,0 %, il faudrait un événement d'une ampleur presque comparable à la faillite de Lehman Brothers, qui replongerait le monde en récession. Le déclencheur possible d'une nouvelle crise est maintenant bien identifié. Malgré l'imposant plan de stabilisation européen, il demeure une possibilité non négligeable que le manque de cohésion au sein de la zone euro ou que l'opposition de la population de certains pays face aux plans d'austérité force un pays à restructurer sa dette. En théorie, une telle restructuration pourrait avoir un impact direct sur le système bancaire européen et menacer la survie de certaines institutions. Même si elles sont peu exposées directement, les banques nord-américaines pourraient être grandement touchées par une nouvelle crise de liquidité mondiale découlant de ces événements. Le resserrement mondial du crédit qui suivrait pourrait étouffer complètement la reprise.

S'il peut paraître crédible à première vue, ce scénario catastrophe ignore cependant un élément important. Les banques centrales et les gouvernements ont tiré des leçons importantes de la dernière crise et ont mis en place des mécanismes pour assurer la stabilité du secteur bancaire. En particulier, lorsque le besoin s'en est fait sentir, les gouvernements n'ont pas hésité à garantir les emprunts des banques, ce qui a joué un rôle majeur pour apaiser les tensions financières et éviter des faillites en cascade des grandes institutions financières. Comme le disait récemment le président de la Fed de Saint-Louis : « *Governments have made it very clear over the course of the last two years that they will not allow major financial institutions to fail outright at this juncture. Because these too-big-to-fail guarantees are in place, the contagion effects are much less likely to occur* ».

À notre avis, les récents événements pourraient maintenir des taux légèrement plus faibles que ce que nous anticipions précédemment, mais la baisse récente est exagérée, et le taux américain de dix ans devrait remonter assez rapidement près de 3,5 % et terminer l'année aux environs de 4,0 %.

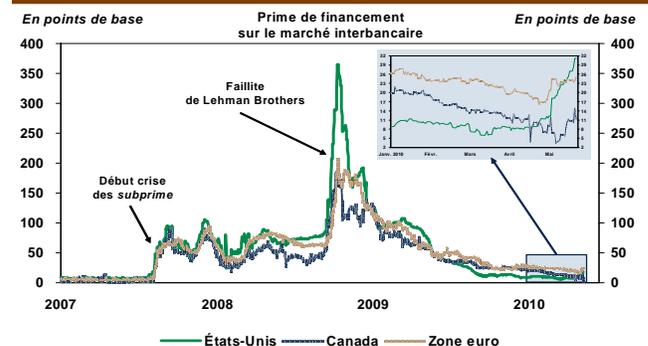
PAS DE HAUSSES DE TAUX DANS LE G7 EN 2010... SAUF AU CANADA

Même si les craintes des investisseurs nous semblent exagérées, les derniers événements confirment que les marchés

demeurent nerveux et que des politiques monétaires très stimulantes doivent rester en place pour soutenir une reprise économique encore fragile. Aux États-Unis, au Japon et en zone euro, les pressions inflationnistes très faibles donnent toute la marge de manœuvre nécessaire aux banques centrales pour maintenir leurs taux directeurs inchangés tout au long de 2010. Nous avons même repoussé la première hausse de taux en zone euro en juin 2011 étant donné l'accélération des compressions budgétaires. La poussée de l'inflation au Royaume-Uni place la Banque d'Angleterre (BoE) dans une situation plus difficile, mais le maintien d'un discours *dovish*, qui s'appuie sur l'importante capacité excédentaire de production dans ce pays, nous porte à croire que la BoE demeurera sur les lignes de côté d'ici la fin de l'année.

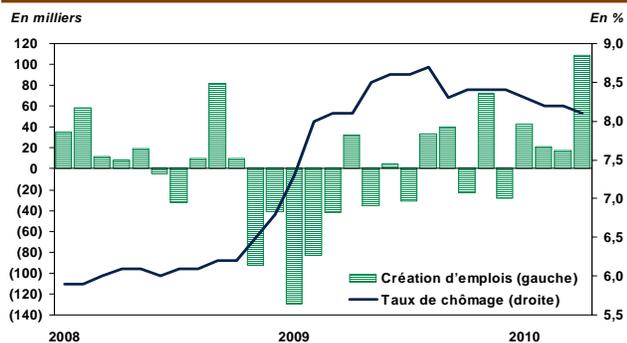
Après que la Banque du Canada (BdC) eut retiré son engagement conditionnel à maintenir son taux directeur à 0,25 % en avril, la question était de savoir si elle procéderait à une hausse de 25 ou de 50 points de base en juin. La poussée des tensions financières au cours des dernières semaines a toutefois amené certains doutes sur la décision de la BdC au point où les marchés estimaient qu'il y avait près de 50 % des chances que la BdC garde le taux cible des fonds à un jour à 0,25 %. Il est évident que la BdC suit de près l'évolution de la situation mondiale et qu'elle se prépare à réagir si elle juge que le système financier canadien est menacé par les événements en Europe. Cependant, les conséquences paraissent pour le moment limitées pour le Canada (graphique 10), et la baisse des taux obligataires a même permis aux institutions financières de diminuer leurs taux hypothécaires. De plus, le système financier canadien a fait ses preuves pendant la crise de 2007-2008 et il semble particulièrement bien placé pour traverser de nouvelles turbulences en provenance de l'Europe. Étant donné son scénario de croissance très optimiste, les dernières statistiques économiques particulièrement fortes au pays (graphique 11 à la page 5) et l'inflation tout près

Graphique 10 – Encore trop tôt pour parler d'une nouvelle crise de liquidité



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

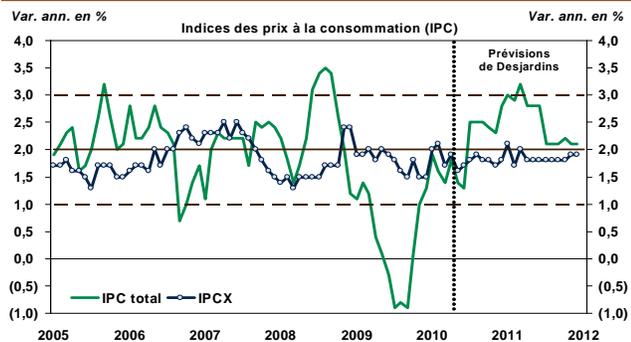
Graphique 11 – La création d’emplois canadienne a été extrêmement forte en avril



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

de sa cible (graphique 12), nous demeurons convaincus que la BdC amorcera son resserrement monétaire le 1^{er} juin. Cela risque d’entraîner un rebond significatif des taux courts canadiens et du huard.

Graphique 12 – La hausse de certaines taxes gonflera prochainement l’inflation totale au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D’Anjou

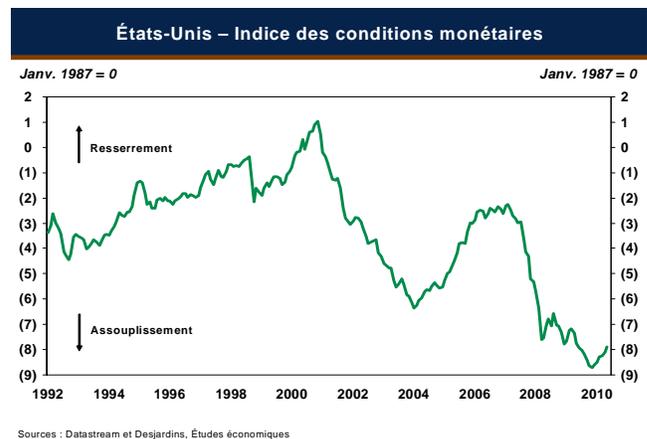
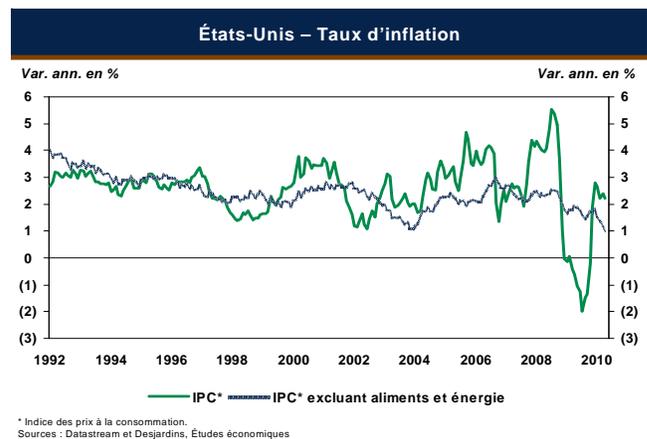
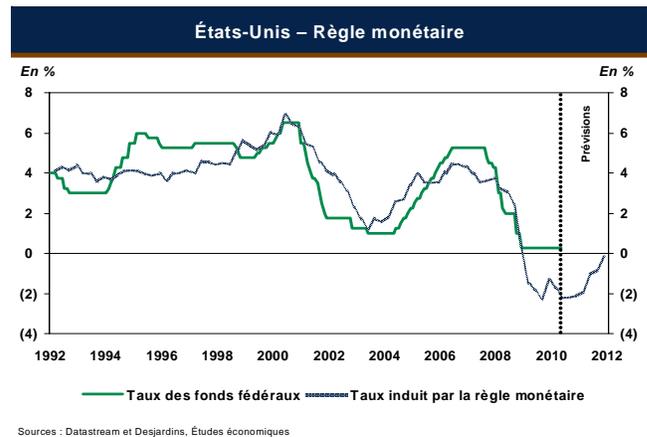
Économiste senior

RÉSERVE FÉDÉRALE

Risques à la hausse et inflation à la baisse

- La croissance économique demeure au rendez-vous aux États-Unis. Si certains facteurs, comme l'aide gouvernementale à l'habitation, seront bientôt moins présents, le secteur privé semble prendre le dessus. Les 483 000 emplois créés par les entreprises privées depuis le début de l'année reflètent bien cette amélioration.
- Les pressions inflationnistes sont actuellement quasi inexistantes. La variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) se situe à 2,2 % en avril, mais c'est moins que les 2,7 % enregistrés en décembre 2009. En fait, les niveaux des indices de prix ont à peine bougé depuis le début de l'année.
- Comme prévu dans nos précédents scénarios, l'inflation de base est finalement passée sous la barre de 1 %. La variation annuelle de l'IPC excluant les aliments et l'énergie s'établissait à 0,9 % en avril, son plus faible taux depuis janvier 1966. L'ampleur de la crise économique et financière, l'anémie du crédit et la faible utilisation des capacités de production, notamment dans le marché du travail, font que la croissance de l'IPC de base ne peut que demeurer faible à court terme. Les membres du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) ont aussi récemment révisé à la baisse leurs prévisions concernant l'inflation de base.
- Les problèmes budgétaires émanant de l'Europe ont ravivé certaines tensions financières, et ce, même aux États-Unis. Les taux d'intérêt des prêts interbancaires, les indices de volatilité des marchés financiers et le coût des assurances contre les risques de défaut ont commencé à grimper sans toutefois s'approcher des sommets de l'automne 2008. On peut voir ces mouvements comme des signes que la situation économique et financière demeure fragile. Dans un récent discours, le président de la Fed de Saint-Louis, James Bullard, a toutefois minimisé les risques de véritable contagion à l'économie américaine.
- La recrudescence de certaines tensions financières, conjuguée à la faiblesse de l'inflation, a réduit les probabilités, déjà faibles, de gestes précipités de la Fed vers une politique monétaire moins accommodante. Il n'y a maintenant plus de hausses de taux anticipées par le marché avant 2011.
- Le besoin de vendre rapidement les actifs accumulés par la Fed dans le cadre de sa politique quantitative est aussi inexistant. Le compte rendu de la dernière réunion de la Fed mentionne qu'une majorité des dirigeants préfère attendre après la première hausse de taux avant de commencer à se départir de ses actifs.

Prévisions : Malgré une création d'emplois un peu plus robuste, nos attentes concernant la politique de la Fed ne changent pas. Conformément à nos scénarios précédents, le taux des fonds fédéraux, actuellement dans une fourchette de 0,00 % à 0,25 %, ne devrait augmenter qu'à la fin de l'hiver 2011.



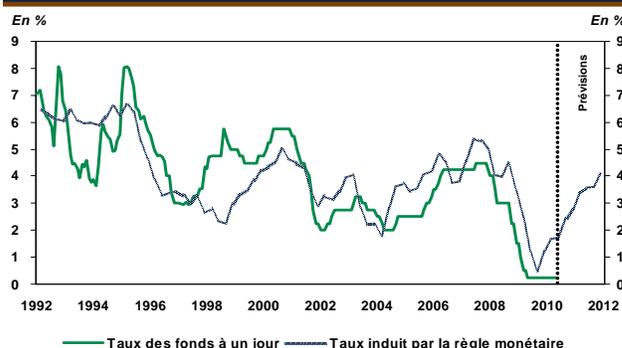
BANQUE DU CANADA

Une première hausse de taux semble imminente malgré les incertitudes

- La reprise économique demeure très vigoureuse au Canada. L'évolution récente des indicateurs économiques confirme notre prévision d'une hausse du PIB réel d'environ 6 %, à rythme trimestriel annualisé, au premier trimestre de 2010.
- La demande intérieure est toujours robuste. Les dépenses de consommation ont progressé de façon soutenue alors que le volume des ventes au détail a connu l'hiver dernier sa croissance trimestrielle la plus rapide depuis la fin de la récession. L'investissement résidentiel a été favorisé par la hausse de 10,6 % des mises en chantier au premier trimestre. Par contre, les dépenses de rénovation domiciliaire devraient avoir ralenti avec la fin des programmes d'aide gouvernementaux.
- La reprise économique est accompagnée d'un rétablissement assez rapide du marché du travail canadien, qui a bénéficié de la création de 108 700 emplois en avril. Ainsi, près de 70 % des emplois perdus pendant la récession ont maintenant été récupérés.
- La forte progression du PIB réel observée depuis l'automne dernier contribuera à réduire l'écart négatif entre la production et son plein potentiel. Cet écart pourrait atteindre -1,7 % au premier trimestre de 2010, soit une nette amélioration par rapport au -4,0 % répertorié à l'été 2009.
- À 1,8 %, le taux annuel d'inflation totale se rapproche de la cible médiane de la Banque du Canada (2 %). Or, le mois de juillet sera marqué par un sursaut considérable de l'inflation totale alors que de nouvelles taxes de vente entreront en vigueur en Ontario et en Colombie-Britannique. La Nouvelle-Écosse a également annoncé une augmentation de deux points de pourcentage de sa taxe de vente harmonisée à compter du 1^{er} juillet. L'indice de référence de la Banque du Canada (BdC) fait toutefois preuve d'une grande stabilité depuis plus d'un an, une situation qui se poursuivra au cours des mois à venir.
- Les marchés financiers mondiaux ont subi de grands soubresauts avec l'intensification des incertitudes en Europe. À moins d'une aggravation de la crise, la BdC devra par contre faire abstraction de cette volatilité et se concentrer sur les tendances de fond qui influenceront l'évolution de l'économie canadienne au cours des prochains trimestres. Or, l'impact des difficultés en Europe sur l'économie réelle canadienne demeurera vraisemblablement assez faible.
- La dépréciation du dollar canadien survenue au cours des dernières semaines procure à la BdC une plus grande marge de manœuvre, du moins à court terme, pour remonter ses taux d'intérêt directeurs.

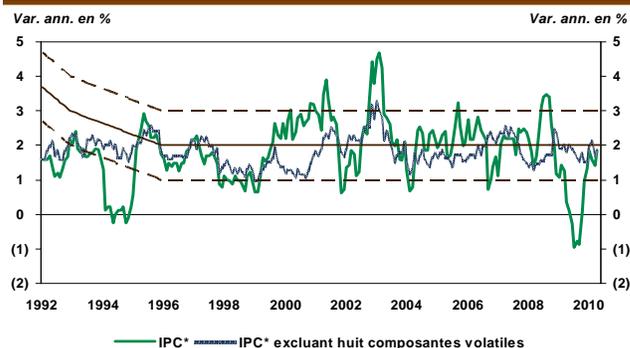
Prévisions : Malgré la présence d'incertitudes sur la scène financière internationale, la vitalité de la reprise économique au pays fait qu'une politique monétaire basée sur un taux cible des fonds à un jour de seulement 0,25 % n'est plus appropriée. Une hausse des taux d'intérêt directeurs canadiens devrait donc être entamée dès le 1^{er} juin.

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



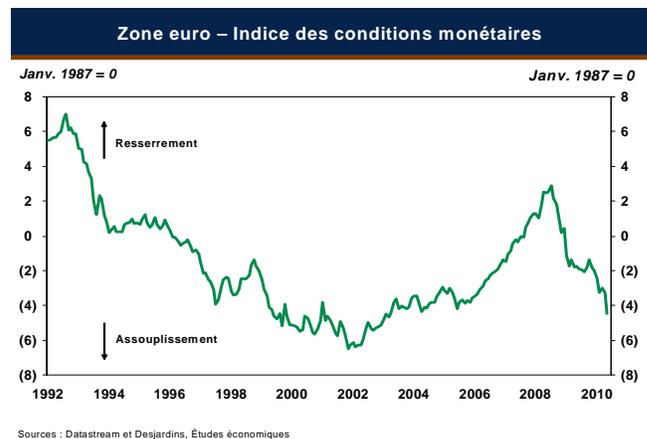
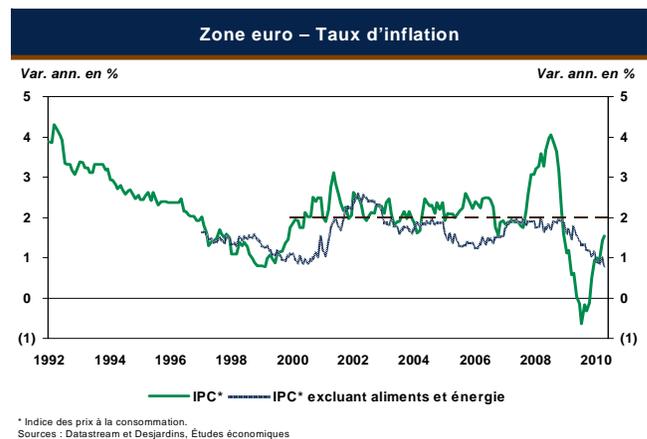
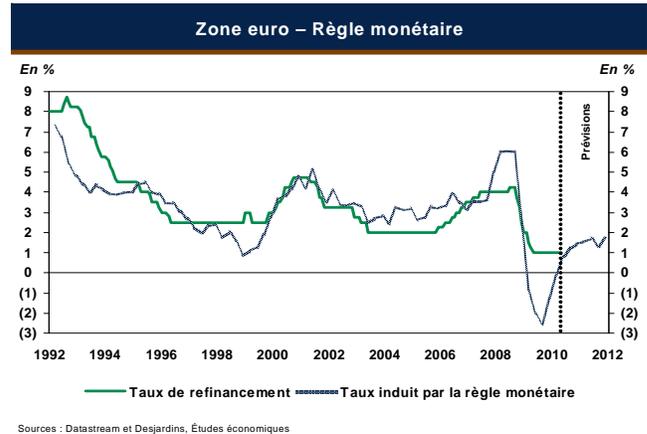
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Les contradictions de la Banque centrale européenne minent sa crédibilité

- La Banque centrale européenne (BCE) a continué de participer aux efforts des autorités européennes pour éviter que les problèmes financiers de la Grèce ne se transforment en crise européenne. En premier lieu, la BCE a annoncé à la fin du mois d'avril qu'elle continuerait à accepter en garantie les obligations du gouvernement grec sans égard à sa cote de crédit. Par la suite, elle a semblé vouloir limiter son implication en n'annonçant aucune mesure d'aide supplémentaire lors de sa réunion mensuelle de mai. Quelques jours plus tard, alors qu'une crise de liquidité semblait imminente en zone euro, elle est revenue sur cette décision en annonçant qu'elle commencerait à acquérir des obligations privées et publiques sur le marché secondaire pour maintenir une liquidité suffisante. Ces achats seront toutefois stérilisés et ils ne constituent donc pas des mesures quantitatives. La BCE a aussi rétabli des mécanismes extraordinaires pour offrir des liquidités au secteur bancaire.
- Les derniers événements placent la BCE dans une situation très inconfortable. Idéalement, ses dirigeants aimeraient se concentrer uniquement sur le maintien de la stabilité des prix en zone euro et éviter de se mêler des questions politiques et fiscales afin de maintenir une indépendance absolue. Cette position est représentée de façon extrême au sein de la BCE par Axel Weber, le président de la Bundesbank, qui s'est opposé à l'achat d'obligations gouvernementales. Heureusement, la majorité des membres du Conseil ont une attitude plus pragmatique et ils sont prêts à compromettre certains principes si cela est nécessaire pour sauvegarder la stabilité du système financier. À notre avis, ce pragmatisme n'est pas en soi une menace importante pour la crédibilité de la BCE. Cependant, la BCE serait plus crédible si elle cessait de se contredire en affirmant des choses et en faisant le contraire quelques jours plus tard.
- Même si elles demeurent faibles, les statistiques économiques les plus récentes confirment que la reprise économique se poursuit en zone euro. Après avoir stagné à la fin de 2009, le PIB réel de l'ensemble de la zone s'est accru de 0,2 % (non annualisé) au cours du premier trimestre de 2010. Il est intéressant de constater que l'économie a progressé en début d'année en Italie, en Espagne et au Portugal; elle s'est toutefois contractée en Grèce.

Prévisions : Les pressions inflationnistes modérées et une reprise économique qui s'annonce significativement moins vigoureuse en zone euro qu'ailleurs dans le monde laissent entrevoir que la BCE sera une des dernières banques centrales à resserrer sa politique monétaire. Nous prévoyons maintenant que la première hausse du taux directeur ne sera décrétée qu'à la mi-2011, et d'autres mesures risquent d'être annoncées prochainement pour soutenir les marchés financiers.



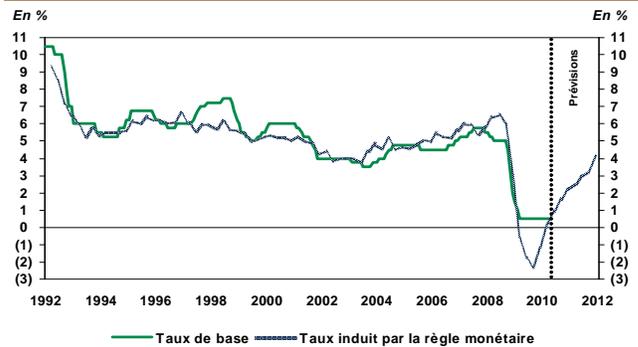
BANQUE D'ANGLETERRE

La Banque d'Angleterre garde le cap malgré la poussée de l'inflation

- Sans surprise, la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu son taux directeur à 0,50 % lors de sa réunion du 10 mai. Malgré la poussée des tensions financières en Europe, le programme d'achat d'actifs financé par la création de réserves bancaires a été maintenu à 200 G£ (290 G\$ US). La BoE a cependant réactivé ses swaps de devise avec la Réserve fédérale, ce qui lui permet de fournir des liquidités en dollars américains au système bancaire britannique.
- Le compte rendu de la dernière rencontre de la BoE révèle que les dirigeants de la banque sont préoccupés par les événements en zone euro. Au début de mai, la BoE jugeait que « *Financial markets had become severely impaired* » et qu'il était trop tôt pour juger de l'efficacité du plan de stabilisation. Les événements récents ont probablement influé sur les perspectives de croissance en zone euro, le principal partenaire commercial du Royaume-Uni. L'accès des banques britanniques aux marchés des capitaux a aussi été fortement restreint par la remontée des tensions financières.
- Le ralentissement de la progression du PIB réel britannique au premier trimestre de 2010 ne semble pas préoccuper la BoE qui l'explique par plusieurs facteurs temporaires. La relance de l'économie britannique semble suivre son cours et la prévision de croissance de la BoE n'a pas été beaucoup modifiée dans le nouveau rapport trimestriel sur l'inflation. Les risques à la baisse ont toutefois augmenté étant donné les inquiétudes accrues des marchés concernant les dettes souveraines de plusieurs pays. Une autre source d'incertitudes est la façon dont le nouveau gouvernement de coalition agira pour réduire l'imposant déficit budgétaire. Le budget spécial du 22 juin pourrait apporter certaines réponses à ce sujet.
- La force de l'inflation, qui a bondi à 3,7 % en avril, soit près du double de la cible de 2 % de la BoE, est aussi une source de préoccupation. Dans une lettre au nouveau chancelier, George Osborne, le gouverneur de la BoE réaffirme que la poussée de l'inflation est attribuable à trois facteurs temporaires : les prix du pétrole, la remontée de la taxe sur la valeur ajoutée et la forte dépréciation de la livre en 2007-2008. L'inflation risque de demeurer élevée tout au long de 2010, mais la BoE prévoit toujours qu'elle redescendra par la suite sous la cible étant donné le maintien de capacités excédentaires importantes au sein de l'économie britannique. L'évolution des anticipations inflationnistes des ménages, qui ont légèrement augmenté récemment, sera toutefois suivie de près par la BoE.

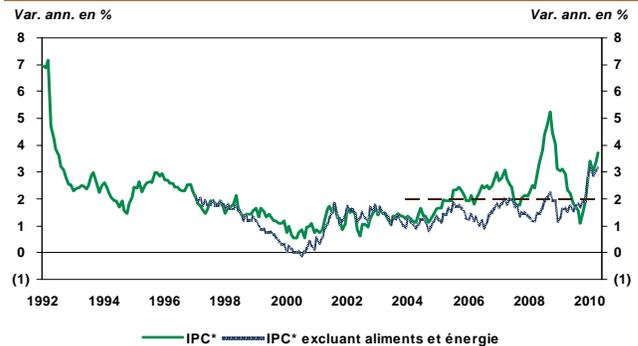
Prévisions : La résurgence des tensions financières exclut toute hausse précipitée des taux au Royaume-Uni malgré la force de l'inflation. La BoE maintiendra son taux directeur inchangé encore plusieurs mois et elle ne ferme pas la porte à une nouvelle augmentation de ses mesures quantitatives.

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

Une nouvelle mesure pour stimuler le crédit

- Le début d'un resserrement monétaire au Japon semble encore bien loin. La reprise économique reste fragile, et les autorités monétaires nipponnes doivent jongler avec la déflation. La cible du taux des fonds à un jour est fixée à 0,10 % depuis décembre 2008, et les outils non traditionnels continuent de s'ajouter. À sa dernière réunion de politique monétaire, la Banque du Japon (BoJ) a annoncé une nouvelle mesure pour stimuler le crédit auprès du secteur privé. Tous les détails n'ont pas encore été dévoilés, mais il devrait s'agir de prêts de un an renouvelables, destinés aux institutions financières, et à un taux d'intérêt de 0,10 %. Conditionnellement à l'octroi de ces prêts, les institutions financières devront prouver qu'elles augmenteront le crédit au secteur privé. Plus tôt cette année, un programme moins contraignant de prêts à taux fixe en échange de titres en garantie avait été bonifié à 20 000 G¥ (220 G\$ US).
- La croissance du PIB réel japonais a été soutenue au premier trimestre de l'année avec un gain annualisé de 4,9 %, lequel a été précédé d'une progression de 4,2 % au quatrième trimestre de 2009. La santé de l'économie japonaise demeure néanmoins tributaire de la demande extérieure. Certes, la consommation a aussi enregistré une bonne performance, mais cette amélioration est surtout attribuable aux mesures de relance gouvernementales, lesquelles devraient s'estomper prochainement. Il n'est pas encore clair que la reprise économique se soutient par elle-même au Japon. Les gains du secteur extérieur prennent normalement un certain temps avant de se refléter sur la demande intérieure. D'ici là, la nécessité des mesures d'assouplissement monétaire reste entière.
- Cela est d'autant plus vrai que les problèmes financiers émanant de la zone euro augmentent les risques relativement à la vigueur de la reprise de l'économie et du commerce mondial. Les récents événements se sont de plus traduits par l'appréciation du yen : un phénomène habituel en période de turbulence financière, mais qui réduit tout de même la compétitivité des entreprises nipponnes.
- Quoi qu'il en soit, la déflation, qui marque actuellement l'économie japonaise, justifie à elle seule le maintien d'un haut degré d'assouplissement monétaire. Lors du dernier épisode déflationniste qu'a connu le Japon, la taille du bilan de la BoJ (une mesure du niveau d'intervention monétaire) était 30 % plus élevée qu'actuellement. Il s'agit d'une marge de manœuvre que pourraient choisir d'utiliser les autorités monétaires pour tenter une fois de plus d'endiguer la décroissance des prix.

Prévisions : En dépit des récents gains du PIB réel, la situation économique du Japon demeure précaire. Une période prolongée de bas taux d'intérêt en 2010 et en 2011 est le scénario le plus probable dans un contexte où les autorités monétaires voudront renverser la tendance déflationniste des prix.

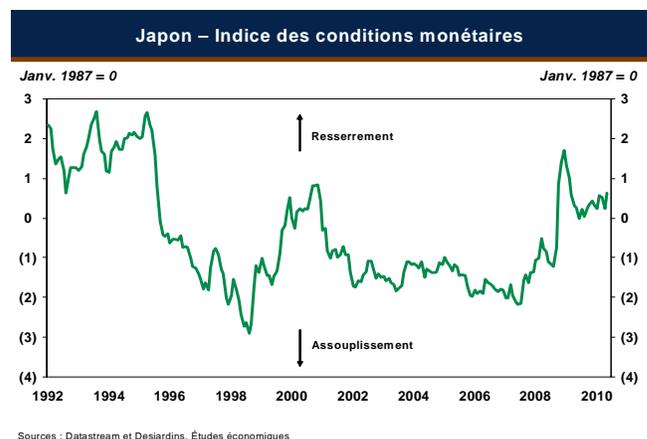
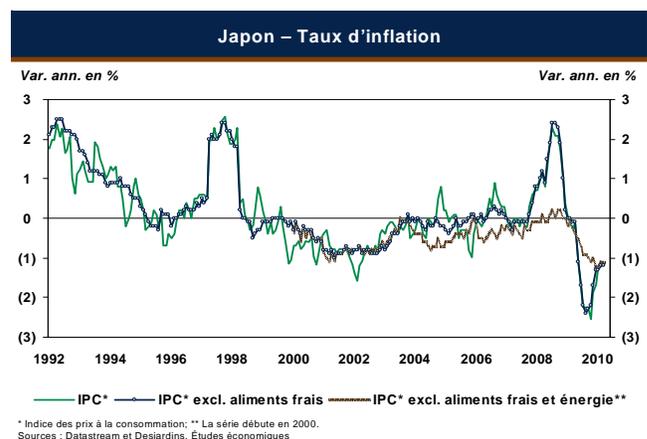
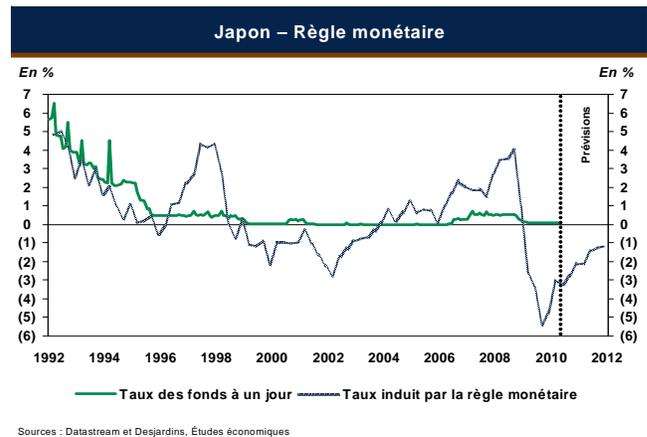


Tableau 1 Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2009				2010				2011			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	1,50	2,00
Canada												
Taux des fonds à un jour	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	1,50	2,00	2,50	2,50	2,50
Zone euro												
Taux de refinancement	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75	2,25
Royaume-Uni												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,50	2,00	2,50
Japon												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	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
Mars 2010			
4	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
4	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
10	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
11	Banque nationale suisse	s.q.	0,25
16	Banque du Japon	s.q.	0,10
16	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
17	Banque du Brésil	s.q.	8,75
19	Banque du Mexique	s.q.	4,50
24	Banque de Norvège	s.q.	1,75
Avril 2010			
6	Banque de réserve d'Australie	+25 p.b.	4,25
6	Banque du Japon	s.q.	0,10
8	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
8	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
16	Banque du Mexique	s.q.	4,50
20	Banque de Suède	s.q.	0,25
20	Banque du Canada	s.q.	0,25
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	s.q.	2,50
28	Banque du Brésil	+75 p.b.	9,50
28	Réserve fédérale	s.q.	0,00 / 0,25
29	Banque du Japon	s.q.	0,10
Mai 2010			
4	Banque de réserve d'Australie	+25 p.b.	4,50
5	Banque de Norvège	+25 p.b.	2,00
6	Banque centrale européenne	s.q.	1,00
10	Banque d'Angleterre	s.q.	0,50
20	Banque du Japon	s.q.	0,10
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
Juin 2010	
1	Banque de réserve d'Australie
1	Banque du Canada
9	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
9	Banque du Brésil
10	Banque centrale européenne
10	Banque d'Angleterre
14	Banque du Japon
17	Banque nationale suisse
18	Banque du Mexique
23	Banque de Norvège
23	Réserve fédérale
Juillet 2010	
1	Banque de Suède
6	Banque de réserve d'Australie
8	Banque centrale européenne
8	Banque d'Angleterre
15	Banque du Japon
16	Banque du Mexique
20	Banque du Canada
21	Banque du Brésil
28	Banque de réserve de Nouvelle-Zélande
Août 2010	
3	Banque de réserve d'Australie
5	Banque centrale européenne
5	Banque d'Angleterre
10	Banque du Japon
10	Réserve fédérale
11	Banque de Norvège
20	Banque du Mexique

Source : Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2009				2010				2011			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	1,50	2,00
Bons du Trésor												
3 mois	0,21	0,19	0,14	0,06	0,16	0,25	0,25	0,30	0,70	1,20	1,70	2,20
Obligations fédérales												
2 ans	0,81	1,12	0,95	1,14	1,02	0,90	1,25	1,70	2,35	2,95	3,50	3,90
5 ans	1,68	2,56	2,31	2,68	2,55	2,25	2,65	3,05	3,50	3,85	4,10	4,20
10 ans	2,69	3,52	3,30	3,84	3,83	3,40	3,75	4,00	4,10	4,20	4,30	4,40
30 ans	3,57	4,31	4,05	4,63	4,71	4,30	4,60	4,70	4,75	4,80	4,85	4,90
Pente												
5 ans - 3 mois	1,47	2,37	2,17	2,62	2,39	2,00	2,40	2,75	2,80	2,65	2,40	2,00
10 ans - 2 ans	1,88	2,40	2,35	2,69	2,81	2,50	2,50	2,30	1,75	1,25	0,80	0,50
30 ans - 3 mois	3,36	4,12	3,91	4,57	4,55	4,05	4,35	4,40	4,05	3,60	3,15	2,70

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 5 Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2009				2010				2011			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	1,50	2,00	2,50	2,50	2,50
Bons du Trésor												
3 mois	0,40	0,25	0,23	0,19	0,29	0,77	1,25	1,80	2,30	2,50	2,50	2,80
Obligations fédérales												
2 ans	1,07	1,21	1,26	1,48	1,73	1,85	2,25	2,60	2,85	3,25	3,50	3,80
5 ans	1,75	2,46	2,58	2,77	2,91	2,85	3,20	3,45	3,65	3,80	3,95	4,00
10 ans	2,78	3,36	3,31	3,61	3,57	3,50	3,75	3,90	3,95	4,00	4,05	4,10
30 ans	3,56	3,86	3,84	4,08	4,07	3,95	4,15	4,20	4,25	4,30	4,35	4,40
Pente												
5 ans - 3 mois	1,35	2,21	2,35	2,58	2,62	2,08	1,95	1,65	1,35	1,30	1,45	1,20
10 ans - 2 ans	1,71	2,15	2,05	2,13	1,84	1,65	1,50	1,30	1,10	0,75	0,55	0,30
30 ans - 3 mois	3,16	3,61	3,61	3,89	3,78	3,18	2,90	2,40	1,95	1,80	1,85	1,60
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,19	0,06	0,09	0,13	0,13	0,52	1,00	1,50	1,60	1,30	0,80	0,60
2 ans	0,27	0,09	0,31	0,34	0,72	0,95	1,00	0,90	0,50	0,30	0,00	(0,10)
5 ans	0,07	(0,10)	0,26	0,09	0,36	0,60	0,55	0,40	0,15	(0,05)	(0,15)	(0,20)
10 ans	0,09	(0,16)	0,00	(0,22)	(0,26)	0,10	0,00	(0,10)	(0,15)	(0,20)	(0,25)	(0,30)
30 ans	(0,00)	(0,45)	(0,21)	(0,55)	(0,64)	(0,35)	(0,45)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,50)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques