



Carlos Leitao, Économiste en chef et stratège
514-350-3000 – LeitaoC@vmbi.ca

Sébastien Lavoie, Économiste en chef adjoint
514-350-2931 – LavoieS@vmbi.ca

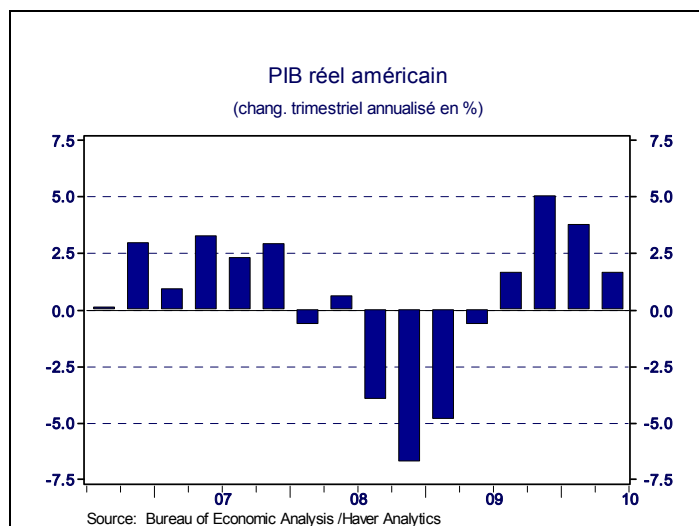
Marie-Claude Guilloffe, Économiste
514-350-2925 – GuilloffeMC@vmbi.ca



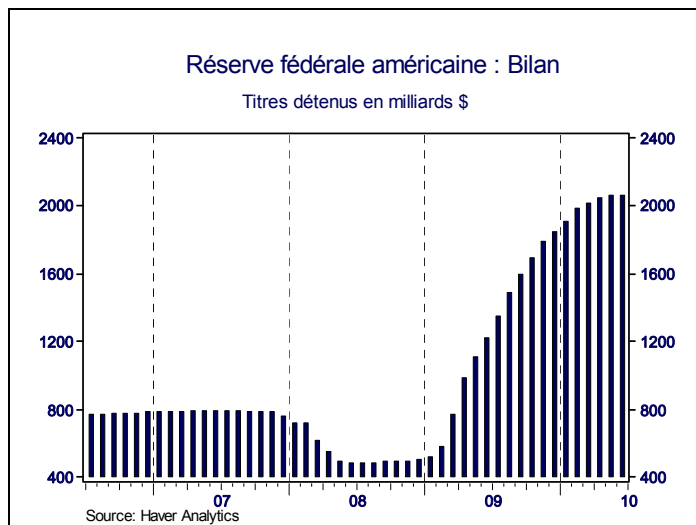
Sébastien Lavoie
Économiste en chef adjoint

Ben l'Hélicoptère prêt à s'envoler

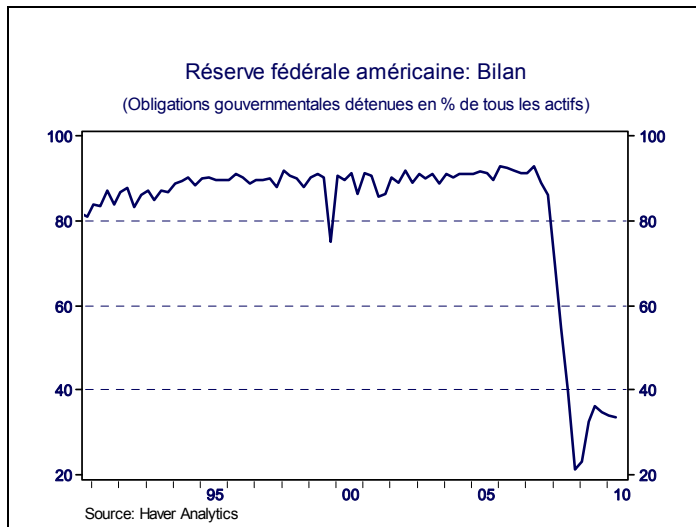
Les indicateurs publiés depuis le début de la deuxième moitié de 2010 dressent un portrait beaucoup plus sombre du climat économique qui surplombe les États-Unis : l'expansion de l'activité manufacturière perd un peu de sa vigueur, tandis que les ventes de résidences neuves et existantes chutent abruptement. Par conséquent, la croissance du PIB réel américain au cours des troisième et quatrième trimestres ne devrait pas dépasser de beaucoup celle du deuxième trimestre (1,6 % t/t, annualisé).



Devant un ciel aussi ténébreux, les investisseurs se mettent à l'abri en achetant des titres moins risqués, dont les obligations gouvernementales et les obligations corporatives de bonne qualité. Le rendement obligataire 10 ans se situe près de 2,50 %, alors que le rendement obligataire 2 ans s'affiche ostensiblement à 0,50-0,60 %. Bien sûr, les membres du *Federal Open Market Committee* (FOMC) ont eux aussi remarqué que le ciel n'est pas aussi ensoleillé qu'auparavant. Ils ont décidé lors de leur dernière réunion, le 10 août dernier, de garder la taille du portefeuille de la Fed intacte à 2 300 milliards \$ en réinvestissant le produit des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) dans des titres obligataires dont l'échéance varie de deux à dix ans. Les membres du FOMC voulaient ainsi éviter un rétrécissement naturel du bilan.



Si la Fed intervenait à nouveau, nous croyons que le bilan serait appelé à dépasser les 3 000 milliards \$. Rappelons-nous que l'impact de la première phase d'assouplissement quantitatif sur les rendements obligataires n'a duré qu'un mois et a relancé à un degré beaucoup moindre que prévu l'activité économique.

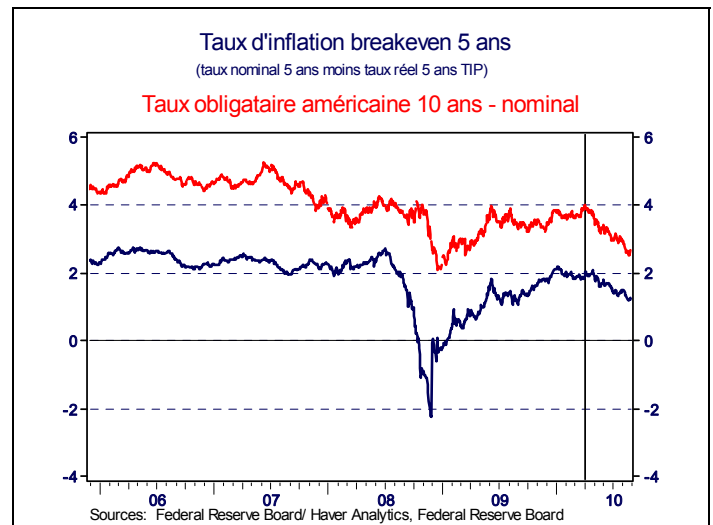


Pas de signes de bulle obligataire

Même si les obligations gouvernementales américaines coûtent plus chères qu'auparavant, *Recherche économique VMBL* ne voit pas comment nous pourrions être témoins d'une bulle obligataire.

- En premier lieu, Ben Bernanke a reconnu au symposium de Jackson Hole, que les taux peu élevés peuvent refléter l'affaiblissement de l'économie plutôt qu'une politique monétaire souple.
- Comme rien ne laisse présager une remontée de l'inflation, il est difficile d'imaginer comment la pente de la courbe de rendement pourrait connaître une ascension subite.
- Le président de la Fed a aussi écarté la possibilité d'opter pour une cible d'inflation implicite plus élevée (par exemple, de 1,5-2,0 % à 4 %), réduisant ainsi l'incertitude entourant l'inflation future, la volatilité de l'inflation, et par le fait même la prime de risque liée à l'inflation.
- Quatrièmement, aucun élément déclencheur à court terme ne semble susceptible d'amener les investisseurs en obligations à changer d'opinion à l'égard de la qualité de la dette américaine. Les *bonds vigilantes* ne semblent pas s'inquiéter de l'ampleur du déficit fiscal à Washington qui atteindra 1 300 milliards \$ cette année.
- Enfin, la baisse des taux nominaux des obligations d'État et sur le marché des TIPS enregistrée en 2010 n'est pas aussi prononcée que lors de la débâcle de la fin de 2008, ce qui démontre chez les investisseurs un comportement ordonné plutôt qu'irrationnel.

En somme, nous prévoyons que **les taux demeureront plus bas plus longtemps**. Sur la section court terme de la courbe par exemple, attendez-vous à ce que la Fed refuse de hisser la cible des fonds fédéraux au moins jusqu'au début de 2012. Sur la partie longue de la courbe, l'absence d'inflation et une croissance en-deçà du potentiel devrait maintenir le rendement obligataire américain de 10 ans plus près de 3 % que de 4 % au cours des 18 prochains mois, et possiblement sous les 3 % pour le reste de 2010.



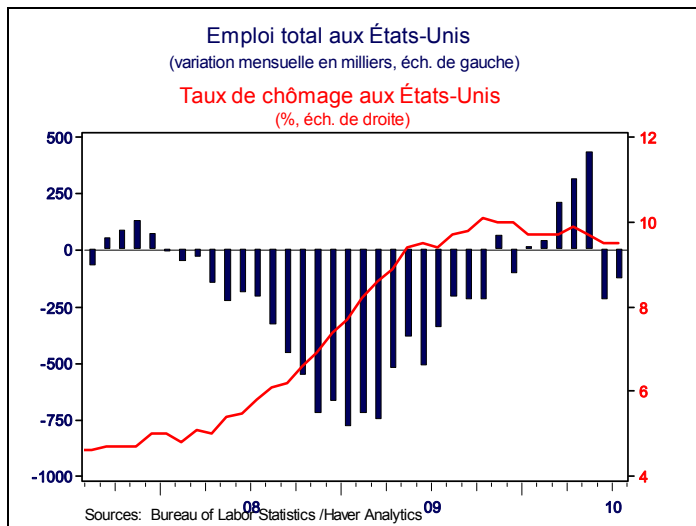
Un marché du travail terne permettrait à l'hélicoptère de s'envoler

À tout considérer, Ben Bernanke est plus prêt que jamais à élargir le bilan de la Fed à nouveau, c'est-à-dire, de façon imagée, en imprimant beaucoup de billets et en les disséminant de son hélicoptère. Il est certes rassurant de noter chez Bernanke une certaine volonté de faire appel à une deuxième vague d'assouplissement quantitatif, si le portrait économique continue de se dégrader. Plusieurs intervenants sur le marché avaient une autre opinion au moment où ses propos ont été rendus publics à Jackson Hole, alors qu'ils espéraient immédiatement des gestes plus concrets. Contrairement à bien des intervenants du marché qui n'ont que des considérations de court terme, Bernanke voit plus loin. Il est tout à fait conscient des conséquences de l'arme à double tranchant que représente une deuxième vague d'assouplissement quantitatif, notamment en ce qui a trait à l'éventuelle stratégie de sortie. C'est pourquoi il ne prévoit intervenir que « *si les perspectives se détériorent considérablement* ».

D'une part, la Fed ne peut probablement pas attendre à la fin de 2011 ou en 2012 avant d'avoir de nouveau recours à des mesures musclées. Sinon, les chances de relancer effectivement l'économie diminueront considérablement – rappelez-vous l'intervention des autorités japonaises, venue trop tard, une fois la déflation bien établie. D'autre part, on conçoit difficilement comment Bernanke pourrait faire décoller son hélicoptère avant les élections législatives de mi-mandat de novembre ou même l'avènement des règles de Bâle III. Le président Obama est notamment susceptible de lui voler la vedette avec l'annonce éventuelle du prolongement complet ou partiel des baisses d'impôt que l'administration Bush a mis en place en 2001. Ainsi, Bernanke ne pourrait pas agir avant la réunion du 14 décembre et lancer le bal pour des achats d'obligations américaines en 2011.

Inévitablement, la décision finale de Bernanke découlera de son mandat à deux volets : la stabilité des prix (éviter la déflation à tout prix) et la maximisation de l'emploi. *Recherche économique VMBL* croit particulièrement que tout tourne autour du marché du travail, où les problèmes sont susceptibles de se manifester en premier lieu. Le risque principal est que la croissance économique pourrait être insuffisante (1-1,5 % au cours des 12-18 prochains mois) pour réduire le taux élevé de chômage, qui se situait à 9,5 % en juillet.

La mauvaise nouvelle, c'est que les inscriptions hebdomadaires initiales au chômage ont bondi au mois d'août, signe que les entreprises recommencent à licencier des travailleurs. De plus, seulement 10 % des petites entreprises sondées planifient embaucher au cours des trois prochains mois. Par conséquent, il n'y a qu'un poste ouvert pour cinq chômeurs comparativement à un ratio de 1 pour 2 avant la crise financière. Tout bien considéré, ces deux dynamiques négatives du marché du travail laissent présager une baisse de l'emploi total pour un troisième mois consécutif en août. À moins qu'un important revirement se produise, nous ne voyons pas comment le taux de chômage pourrait tomber par magie de 9,5 % à 8,0-8,5 % au cours de l'année à venir, ce qui poussera encore davantage Bernanke à faire décoller son hélicoptère.



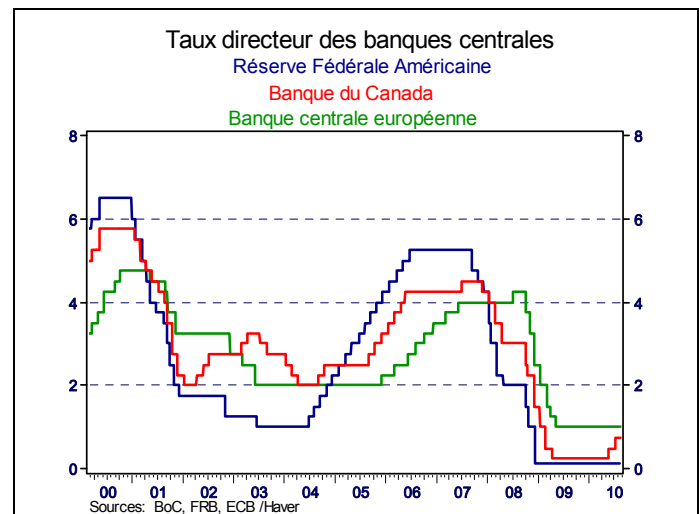
Banque du Canada : Une dernière hausse, avant de prendre une longue pause

Le rythme auquel s'essouffle la reprise aux États-Unis a indéniablement des répercussions au Canada. La croissance du PIB réel est passée de 5,8 % (t/t annualisé) au 2010T1 à 2,0 % au 2010T2, alors que l'inflation tendancielle a glissé pour atteindre 1,6 % en juillet, confortablement sous de la cible de 2 %.

Au cours de l'été, le marché obligataire canadien a progressivement réduit ses attentes quant à un resserrement monétaire. Le rendement de 2 ans est tombé de 2,00 % en mai à près de 1,25 % aujourd'hui. Nous sommes maintenant d'avis que le taux directeur ne dépassera pas 1,00 % à la fin de l'année. La liste d'arguments en faveur d'une hausse d'un quart de point le 8 septembre est moins longue qu'auparavant, alors que la liste en faveur d'une pause s'allonge. Quoiqu'il en soit, *Recherche Économique VMBL* penche toujours du côté d'une hausse de 25 points de base, principalement pour quatre raisons :

- Au-delà du ralentissement de la croissance du PIB réel de 5,8 % à 2,0 % se cachent des signes encourageants, dont une demande intérieure et un marché du travail robustes.
- Les inquiétudes de Tom Hoening à propos des taux trop bas s'appliquent au Canada. En augmentant le taux cible de financement à un jour de 0,75 % à 1,00 %, ce qui demeure un taux très bas, la Banque du Canada ne peut que promouvoir la stabilité financière à moyen terme. Personne ne tiendra rigueur à la Banque du Canada pour une hausse de 0,75 % à 1,00 %. Elle ne ramènerait probablement jamais le taux cible de financement à un jour à 0,25-0,50 % de toute façon.
- De plus, la popularité des obligations gouvernementales a fait baisser certains taux d'emprunt des consommateurs et des entreprises, dont le taux hypothécaire fixe 5 ans. Les taux d'intérêt effectifs pour les ménages et les entreprises calculé par la Banque du Canada étaient en baisse d'environ 10 points de base en août, une situation atypique à ce stade-ci du cycle. Le léger assouplissement de ces conditions de crédit a peut-être surpris la Banque du Canada, rendant plus probable une hausse de 25 points de base.
- Enfin, la croissance demeure au rendez-vous ailleurs dans le monde, notamment dans les pays émergents. Et l'incertitude à l'égard des tensions financières en Europe et de leur impact sur l'économie se sont estompées depuis la décision du 20 juillet.

Voilà, nous avons égayé notre position pour une hausse de 25 points de base le 8 septembre prochain. Il faut toutefois admettre qu'il est intéressant de considérer l'autre côté de la médaille. Au-delà des statistiques nord-américaines décevantes, il y a un autre argument clé en faveur d'une pause: la Banque du Canada a mis en garde les marchés à diverses occasions que « rien n'est réglé à l'avance » (*nothing is pre-ordained*). Il est possible que le marché obligataire vive une expérience similaire à celle du 10 juin 2008. Rafraichissons nos mémoires un instant : le prix du pétrole était au-dessus des 100 \$ le baril et l'inflation dépassait les 3 %; les économistes prévoyaient tous sans exception une baisse du taux directeur de 25 points de base en juin 2008 avant que la Banque du Canada s'engage sur les lignes de côté. Or, le gouverneur Carney n'est pas resté les bras croisés le moindre instant : il a maintenu le taux directeur inchangé à 3,00 % *subito presto!* Cette décision prudente et proactive de l'été 2008 vient certes mêler les cartes pour le 8 septembre prochain.



Prévisions de taux d'intérêt et de taux de change

	Données historiques							Prévisions*					
	2008	2009	2009 T2	2009 T3	2009 T4	2010 T1	2010 T2	2010 T3	2010 T4	2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4
Canada													
Taux cible du financement à un jour	3.03	0.43	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.00	1.00	1.50	1.50	1.50
Bons du Trésor 3 mois	2.33	0.33	0.24	0.22	0.19	0.28	0.50	0.95	1.10	1.25	1.50	1.50	1.65
Obligations 2 ans	2.66	1.23	1.20	1.26	1.47	1.73	1.39	1.35	1.50	1.75	1.95	2.00	2.15
Obligations 10 ans	3.61	3.23	3.36	3.31	3.61	3.56	3.08	2.90	3.10	3.20	3.45	3.60	3.75
Obligations 30 ans	4.06	3.85	3.86	3.84	4.08	4.07	3.65	3.50	3.70	3.75	3.85	4.00	4.15
États-Unis													
Taux cible des fonds fédéraux	1.93	0.16	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125
Bons du Trésor 3 mois	1.37	0.15	0.19	0.16	0.06	0.11	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Obligations 2 ans	2.01	0.96	1.11	0.95	1.14	1.02	0.61	0.50	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80
Obligations 10 ans	3.66	3.26	3.53	3.32	3.85	3.84	2.97	2.75	2.80	3.00	3.15	3.30	3.50
Obligations 30 ans	4.29	4.09	4.32	4.03	4.63	4.72	3.91	3.65	3.65	3.70	3.85	4.00	4.20
Dollar canadien (\$É.-U./\$C)	0.944	0.880	0.861	0.933	0.956	0.985	0.943	0.950	0.925	0.940	0.975	0.980	1.000
Dollar canadien CAD (Euro/\$C)	0.641	0.632	0.614	0.638	0.667	0.728	0.767	0.760	0.758	0.783	0.813	0.831	0.870
Euro (\$É.-U./Euro)	1.473	1.394	1.402	1.463	1.433	1.352	1.229	1.250	1.220	1.200	1.200	1.180	1.150
Yen (Yen/\$É.-U.)	103.4	93.7	96.4	89.5	93.1	93.4	88.5	85.0	85.0	90.0	90.0	95.0	95.0

Données de fin de trimestre et moyennes annuelles
*au 25 août 2010

États-Unis

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf indication contraire)

							Moyennes annuelles			4 ^e trim./4 ^e trim.	
	2010T1	2010T2	2010T3	2010T4	2011T1	2011T2	2009	2010	2011	2010	2011
PIB réel (%)	3.7	1.6	1.8	2.0	2.5	2.5	-2.6	2.7	2.4	2.3	2.7
Consommation	1.9	2.0	2.4	2.0	2.2	2.3	-1.2	1.6	2.2	2.1	2.3
Investissement privé	9.4	18.6	4.8	6.9	7.1	7.3	-16.8	6.2	7.9	9.8	8.4
Bâtiments non-résidentiel	-17.8	0.4	4.0	3.5	4.0	5.0	-20.4	-12.9	4.1	-2.9	4.7
Machinerie et équipement	20.5	24.9	5.0	8.0	8.0	8.0	-15.3	13.9	9.1	14.3	9.5
Construction résidentielle	-12.3	27.1	-8.0	4.0	3.5	2.5	-22.9	0.2	3.0	1.6	2.7
Dépenses gouvernementales	-1.6	4.3	-1.0	-0.5	0.3	0.1	1.6	0.5	0.2	0.3	0.3
Exportations	11.4	9.2	9.0	9.0	9.0	9.0	-9.5	12.1	8.8	9.6	8.5
Importations	11.2	32.4	3.5	4.0	4.0	4.5	-13.8	12.0	5.8	12.2	4.9
Inflation (%)											
Totale (1)	2.4	1.8	1.1	1.0	1.0	1.2	-0.3	1.6	1.3	1.0	1.5
Tendancielle (1)	1.3	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0	1.7	1.0	1.0	0.8	1.0
Taux de chômage (%)*	9.7	9.7	9.5	9.4	9.3	9.2	9.3	9.6	9.1	-	-
Emploi	0.2	2.1	-0.5	1.0	-0.5	1.2	-4.3	-0.5	1.1	0.7	1.3
Mises en chantier (milliers)	617	601	560	600	675	700	554	595	715	-	-
Profits des entreprises** (1)	37.6	39.2	9.3	7.2	5.0	7.5	-0.4	22.1	7.9	7.2	10.0

* taux moyen de la période; ** avant impôts; (1) variation annuelle

Prévisions en date du 1er septembre 2010

Canada

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf indication contraire)

									Moyennes annuelles			4 ^e trim./4 ^e trim.	
	2010T1	2010T2	2010T3	2010T4	2011T1	2011T2	2011T3	2011T4	2009	2010	2011	2010	2011
PIB réel (%)	5.8	2.0	2.1	2.2	2.6	2.3	2.9	3.2	-2.5	2.6	2.4	2.9	2.8
Consommation	4.3	2.6	2.8	2.4	2.2	2.4	2.5	2.7	0.4	3.4	2.4	3.0	2.4
Investissement des entreprises	6.6	18.6	8.0	7.9	7.7	7.7	9.3	10.0	-20.0	3.6	8.7	10.2	8.6
Bâtiments non résidentiels	-1.1	1.0	4.5	6.0	7.0	7.0	8.0	8.0	-19.5	-5.2	6.3	2.6	7.5
Machines et matériel	11.3	29.7	10.0	9.0	8.0	8.0	10.0	11.0	-20.3	9.1	10.1	14.7	9.2
Construction résidentielle	21.6	1.2	-11.0	-16.0	-10.0	-4.0	-3.0	-1.0	-8.2	8.7	-8.2	-2.0	-4.6
Dépenses gouvernementales	2.1	2.0	2.2	2.2	1.8	-1.5	-1.0	-0.4	5.1	4.5	0.8	2.1	-0.3
Exportations	10.7	6.0	6.5	5.5	6.0	7.0	8.0	8.0	-14.2	7.5	6.5	7.2	7.2
Importations	13.9	16.4	7.0	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	-13.9	13.0	5.5	10.2	4.7
Solde du compte courant en % du PIB	-2.6	-3.4	-3.1	-2.9	-2.7	-2.6	-2.4	-2.2	-3.4	-3.0	-2.5	-	-
Inflation (%)													
IPC global (1)	1.6	1.4	2.0	2.0	2.1	2.0	1.7	1.9	0.3	1.8	1.9	2.0	1.9
Indice de référence (1)	1.9	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.8	1.7	1.8	1.6	1.9
Taux de chômage (%)*	8.2	8.0	7.9	7.7	7.8	7.7	7.5	7.3	8.3	8.0	7.6	-	-
Emploi	1.6	4.2	1.0	0.9	1.3	1.5	1.8	2.0	-1.6	1.5	1.5	1.9	1.6
Mises en chantier (milliers)	198	199	170	160	165	165	168	170	149	182	167	-	-
Profits des entreprises** (1)	16.8	27.5	18.0	11.0	4.9	9.0	9.7	10.0	-32.3	17.9	8.4	11.0	10.0

* taux moyen de la période; ** avant impôts; (1) variation annuelle

Prévisions en date du 31 août 2010