

Canadiens, gardez un œil sur la Fed

Todd Mattina, Ph. D.

Vice-président principal, économiste en chef,
gestionnaire de portefeuille, cochef d'équipe
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Jules Boudreau, MA

Économiste
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Faits saillants

- La Banque du Canada a adopté un ton plus ferme lors de sa réunion sur la politique d'avril, devançant sa première hausse de taux depuis 2023 à 2022 en réaction à l'amélioration rapide des perspectives macroéconomiques.
- La Réserve fédérale a été plus réservée dans ses perspectives, et n'est pas encore rendue à parler de réduction de son programme d'assouplissement quantitatif. Les marchés s'attendent à une première hausse des taux américains au début de 2023, plus tard qu'au Canada, mais nettement plus tôt que la prévision de la Fed n'anticipant pas de hausse des taux avant 2024.
- Un écart de taux positif persistant entre le Canada et les É.-U. soutient la sous-évaluation du dollar canadien. La trajectoire à venir du taux de change CAD/USD est tributaire de la décision de la Fed de se diriger vers les attentes du marché envers une hausse plus tôt que prévu ou de l'ajustement des investisseurs en fonction des perspectives de la Fed.

Le 21 avril, la Banque du Canada (BdC) a annoncé qu'elle réduirait son soutien, c.-à-d. qu'elle ralentirait son programme d'assouplissement quantitatif (AQ). Cette réduction était généralement attendue : la BdC s'approche d'un plafond technique quant à sa détention d'obligations souveraines, détenant à l'heure actuelle environ 40 % de tous les titres du gouvernement du Canada en circulation. L'annonce plus surprenante a été le devancement de ses attentes quant à une première hausse du taux directeur depuis 2023 à 2022. Compte tenu du fait que d'importants pans de l'économie canadienne sont toujours fermés, la BdC est nettement prospective, réagissant à ses perspectives haussières. Elle accorde sa confiance à ses prévisions, indiquant une croissance effrénée et une inflation légèrement supérieure à la cible pour les quelques trimestres à venir.

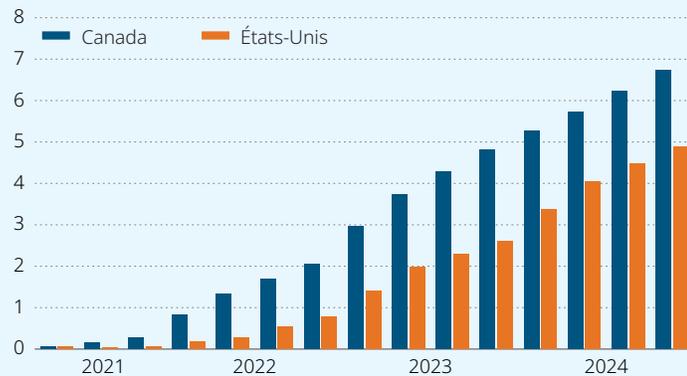
Les marchés et la banque centrale bougent maintenant de manière coordonnée au Canada, tous s'attendant à une première hausse du taux du financement à un jour en 2022. On ne peut pas en dire autant au sud de la frontière, où la Réserve fédérale indique qu'elle maintiendra son taux directeur à son niveau actuel jusqu'en 2024, alors que les marchés sont positionnés en vue d'une première hausse à la fin de 2022 ou au début de 2023 (Figure 1). L'harmonisation des attentes envers les taux canadiens s'oppose à la hausse de l'incertitude quant au moment des hausses des taux américains. Un tel contraste laisse entendre que les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les É.-U. pourraient être fortement touchés par les décisions politiques américaines. Quant à savoir si les perspectives de la Fed s'harmoniseront aux attentes du marché ou le contraire, il est difficile de trancher compte tenu des différentes forces en présence.

La BdC pourrait se retrouver avec une avance d'une année complète dans le cycle de normalisation des taux lorsque la Fed procédera à des hausses. Nous avons plusieurs raisons de nous attendre à ce que les hausses de taux aient lieu plus tard aux É.-U. :

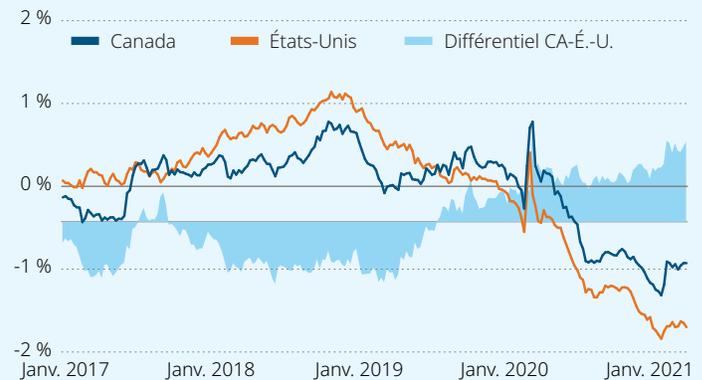
- Alors que la Banque du Canada cible un « point » d'inflation chaque année, l'été dernier, la Fed s'est tournée vers un cadre monétaire qui cible une inflation moyenne au fil du temps. Par conséquent, la Fed sera plus à l'aise de laisser l'inflation dépasser sa cible de 2 % afin de contrebalancer une inflation antérieure plus léthargique.
- Le mandat de la Fed est double, soit une inflation stable et le plein emploi, ce dernier comportant un accent renouvelé mis sur des mesures élargies visant le marché de l'emploi comme la participation à la main-d'œuvre et l'emploi des minorités. Avec de nombreux adultes en âge de travailler ayant complètement quitté le marché de l'emploi pendant la pandémie, le mandat lié à l'emploi de la Fed laisse entendre une hausse des taux ultérieure à celle de la BdC.
- Il est probable que les hausses de taux commenceront lorsqu'il aura été complètement mis fin à l'AQ. La BdC a déjà amorcé cette réduction et pourrait mettre fin à son programme d'AQ d'ici un an. La Fed n'a même pas encore laissé poindre la possibilité d'une réduction et pourrait laisser son bilan croître d'ici 2023. Toutes autres choses étant égales par ailleurs, le fait que la Fed entamera une réduction à une date ultérieure laisse entendre une hausse des taux américains plus éloignée.

Figure 1 | Les marchés s'attendent à ce que la Banque du Canada prenne la tête du cycle de hausse des taux de manière précoce et persistante.

Nombre cumulé de hausses des taux intégré dans les prix chaque trimestre



Rendements réels sur 5 ans et élargissement de l'écart



Notes : Données par Bloomberg au 26 avril 2021. Le graphique de gauche est tiré des courbes des taux des swaps indexés sur le taux à un jour. Il est supposé que chaque hausse de taux est de 25 points de base.

Toutefois, certains risques macroéconomiques pourraient forcer la main de la Fed, la poussant à hausser les taux plus tôt. L'économie américaine est inondée de liquidités par suite de mesures de relance budgétaire de 2,8 billions \$ US depuis décembre. La Fed a été très claire quant au fait qu'elle ignorera toute pression inflationniste transitoire. Toutefois, si les consommateurs disposant d'amples liquidités commencent à générer une inflation plus persistante stimulée par la demande, la Fed pourrait accélérer la réduction de son soutien et devancer le moment de sa première hausse de taux. Cela dit, l'économie américaine n'a retrouvé que 60 % des emplois perdus pendant la pandémie, comparativement à 90 % au Canada, et par conséquent, la capacité excédentaire du marché de l'emploi aux É.-U. devrait contribuer à absorber les pressions inflationnistes induites par la demande. Néanmoins, avec les épargnes sans précédent réalisées en 2020 estimées à plus de 1,5 billion \$ US, nous ne pouvons pas ignorer le fait que la Fed pourrait devoir intervenir plus tôt que prévu pour réprimer les pressions inflationnistes, bien que cela ne constitue pas, et de loin, notre scénario de base (consulter notre [commentaire de janvier](#)).

Un cycle de hausse des taux canadiens commençant plus tôt signifie un taux d'intérêt réel plus élevé persistant au Canada par rapport aux É.-U., particulièrement si l'on tient compte des attentes légèrement plus élevées en matière d'inflation pour les É.-U. Cela constituerait un contraste saisissant par rapport à la période antérieure à la crise de 2015 à 2019, lorsque l'écart CA-US était négatif, les taux d'intérêt réels canadiens se situant bien en deçà des taux américains. L'écart de rendement réel à 5 ans CA-US est passé d'environ -0,5 point de pourcentage au début de 2019 à +0,8 point de pourcentage aujourd'hui (Figure 1). Le taux relatif plus élevé a contribué à la vigueur récente du dollar canadien. Tout changement dans les attentes du marché quant à la première hausse des taux d'intérêt par la Fed par rapport à ses perspectives visant 2024 se traduirait par une augmentation de cet écart de taux réel positif, soutenant la vigueur du huard.

Des variations additionnelles du taux CAD/USD pourraient donc être fortement stimulées par les risques présentés par la politique monétaire américaine. Maintenant, est-ce que le Canada conservera son avance en termes de cycle de hausse? Dans la foulée de la Grande récession de 2009, la BdC a également procédé à des hausses plus tôt que la Fed. Mais elle a rapidement suspendu son cycle de normalisation lorsque la croissance n'a pas suivi au début des années 2010, avant de procéder à nouveau à des baisses des taux lorsque les prix du pétrole se sont effondrés en 2014. La décision actuelle de la BdC de resserrer sa politique plus tôt que les autres principales banques centrales pourrait ralentir l'élan de la réouverture de l'économie canadienne, faisant en sorte que la Fed comblera éventuellement l'écart dans le cycle de hausse, particulièrement si les perspectives audacieuses en matière de croissance de la BdC pour 2021 ne se réalisent pas. Toutefois, jusque là, la position de la BdC soutient le dollar canadien, le risque de change émanant de l'incertitude entourant la politique de la Fed. Et afin de surveiller ce risque, les investisseurs canadiens doivent détourner leur attention d'Ottawa et l'accorder à Washington.

1 Données sur l'emploi aux É.-U. du Bureau of Labour Statistics, données canadiennes de Statistique Canada, au 30 avril 2021.



Mise à jour macroéconomique mondiale

- Les attentes en matière de croissance et d'inflation **américaines** continuent de s'intensifier pendant la réouverture de l'économie et que les publications de données à fréquence plus élevée (ventes au détail, emploi, PMI) surprennent à la hausse. Toutefois, les chiffres relatifs à la vaccination semblent avoir atteint un sommet d'environ 3 millions de doses par jour alors que l'hésitation face aux vaccins commence à se faire sentir, indiquant que l'avantage conféré par l'immunité pourrait commencer à diminuer étant donné l'accélération des efforts d'autres pays.
- La Banque du Canada a publié des perspectives étonnamment solides dans son Rapport sur la politique monétaire d'avril, y compris une croissance de 6,5 % du PIB **canadien** en 2021, soit nettement plus élevée que les projections de croissance de 6,0 % des prévisionnistes privés.
- Avec les Jeux Olympiques de Tokyo devant avoir lieu dans trois mois, le gouvernement du **Japon** a accéléré le rythme de sa campagne de vaccination en avril. Malheureusement, cette campagne part de très loin, avec moins de 2 % des citoyens japonais ayant reçu un vaccin à ce jour. Il est prévu que le PIB du Japon sera l'un des derniers parmi les principaux pays à revenir à son niveau antérieur à la pandémie.

Prévision de la croissance du PIB réel en 2021 (% , consensus)



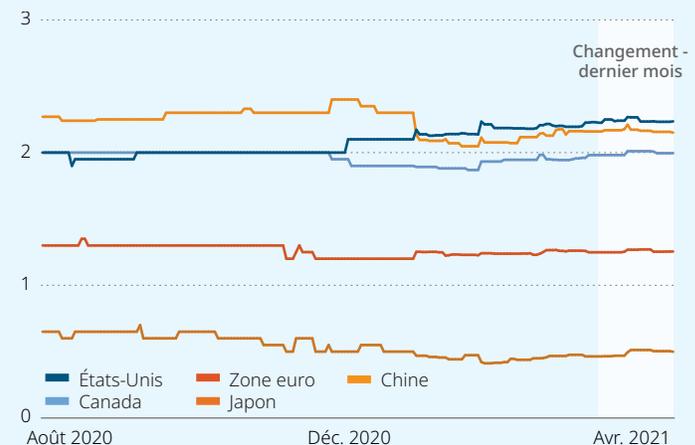
Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2021 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2022 (% , consensus)



Remarques : Sondage sur les prévisions 2021 de Consensus Economics, sondage sur les prévisions 2022 de Bloomberg, au 30 avril 2021.



Mise à jour sur les marchés financiers

- Après près de deux mois d'accentuation de la courbe des taux, les **obligations américaines** sont revenues aux taux du début de mars. La raison macroéconomique expliquant ce redressement est floue : une combinaison de reprise des achats de bons du Trésor d'investisseurs étrangers, de flux de couverture émanant d'émissions de titres de créance de sociétés record et d'un rebond des cas de COVID dans des pays développés ont contribué probablement à l'aplatissement en avril.
- De manière conforme à la stabilisation des taux nominaux et à la baisse des taux réels, le **dollar américain** a perdu du terrain en avril. L'**euro** et le **yen** ont enregistré des gains par rapport au dollar américain, se redressant depuis leurs récents creux.
- Le **dollar canadien** a clôturé le mois en force, alors que la mise à jour optimiste de la Banque du Canada à l'égard de l'économie canadienne et que le devancement des attentes envers une hausse de taux ont propulsé la devise canadienne à la hausse. Avec les **prix du pétrole** demeurant en grande partie stable pendant le mois, l'énergie n'a pas joué un rôle important dans l'appréciation du huard cette fois-ci.

Indices boursiers (il y a un an = 100)



Rendements des obligations du Trésor américain (%)



Devises (par rapport au USD, il y a un an = 100)



Prix des produits de base (en USD, il y a un an = 100)



Remarques : Données par Bloomberg au 30 avril 2021.



Ce qui retiendra notre attention en mai

12 mai : Publication de l'IPC américain

- Les chiffres relatifs à l'inflation américaine seront dans la ligne de mire au cours des prochains trimestres. L'inflation de l'IPC sur 12 mois pourrait franchir la barre psychologique des 3 % ce mois-ci, en partie en raison de l'atténuation des « effets de base » sur le calcul.
- Les biens dérivés du pétrole constituent les principaux responsables de l'élan de l'inflation sur 12 mois : la composante des « produits de base énergétiques » de l'IPC a été en hausse de 22 % sur 12 mois en mars.

16 mai : Publication des ventes au détail de la Chine

- En Chine, la reprise économique a été principalement stimulée par les investissements, tant ceux des entreprises que du gouvernement, et non par la consommation des ménages. La Chine espère maintenant que la consommation prendra le relais des investissements, et les ventes au détail pourraient être un signe précurseur de cette stratégie.

17 mai : Publication des mises en chantier du Canada

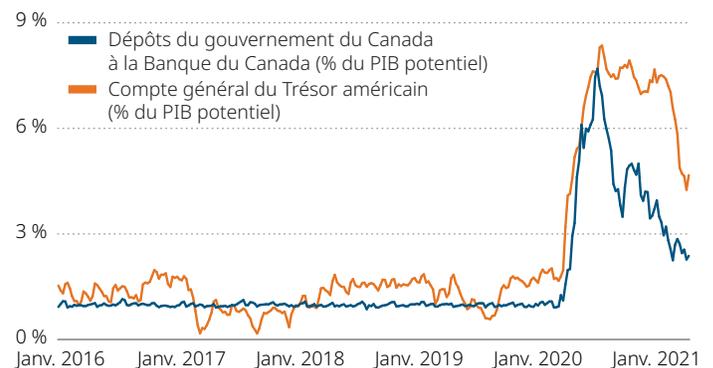
- Au Canada, les 335 000 mises en chantier du mois dernier ont atteint un record, surpassant facilement le sommet précédent de 321 000 de... janvier 2021!
- Dans un contexte différent, la montée en flèche du prix du bois d'œuvre pourrait freiner les nouveaux projets. Toutefois, de nombreux acheteurs ont déjà fixé les prix avec les entrepreneurs. Et en raison de la demande qui surpasse grandement l'offre sur le marché, ceux qui ne s'étaient pas couverts contre l'inflation des matériaux semblent disposés à absorber des coûts de construction plus élevés.

Thème émergent

- Le gouvernement américain a procédé à des prélèvements à même son **compte au comptant auprès de la Fed** à un rythme plus lent que ce que nous anticipions. Les chèques de relance ayant maintenant été envoyés, le Compte général de trésorerie (CGT) détient toujours plus d'un billion \$ US.
- Cela laisse entendre des **pressions à la baisse continues sur les taux à court terme**, alors que le dénouement du CGT pourrait entraîner d'importants dépôts bancaires et le ralentissement du rythme des émissions de bons du Trésor dans lesquels les banques peuvent placer ces dépôts.
- Au Canada, le **compte au comptant du gouvernement fédéral** auprès de la Banque du Canada se rapproche de ses niveaux antérieurs à la crise. Au rythme actuel, les dépôts excédentaires seront épuisés vers la fin de 2021.
- Le **budget canadien** n'a pas mentionné si le gouvernement vise à court terme à faire des prélèvements à même ses réserves au comptant aux niveaux antérieurs à la crise. Il a reconnu le besoin d'émettre des titres de créance à court terme afin de permettre aux investisseurs de gérer leurs liquidités

excédentaires. Alors que le ministère des Finances prolongera l'échéance moyenne de son émission en 2021-2022, surtout en vendant moins d'obligations à court terme, il prévoit d'émettre un nombre record de bons.

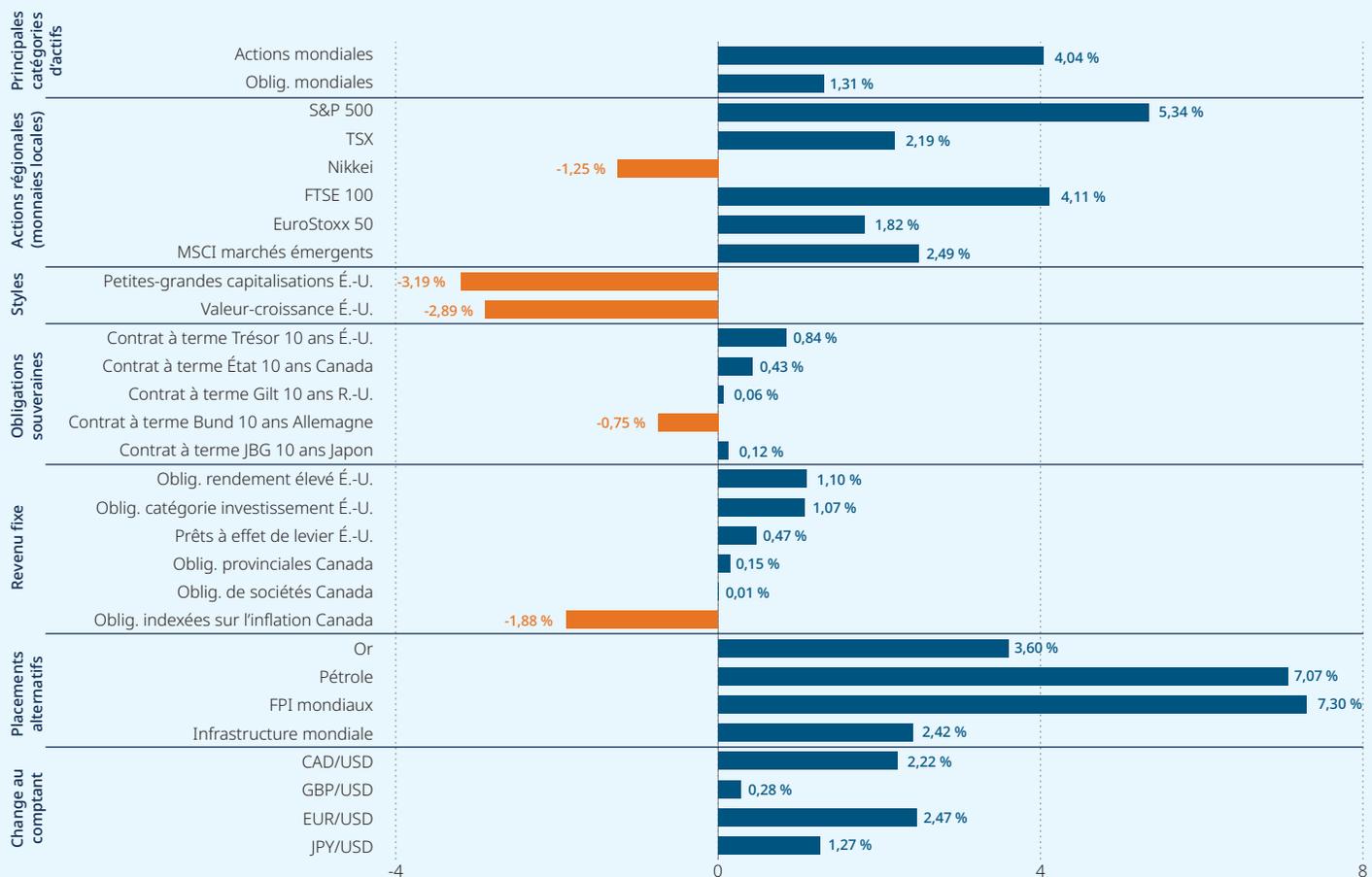
Les mesures globales indiquent que les États-Unis demeurent toujours bien en deça du plein emploi



Source : Données par Bloomberg au 26 avril.



Annexe : Rendements des marchés financiers en avril



Source : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 30 avril. Les rendements de l'indice sont présentés pour la période suivante : Du 01/04/2021 au 30/04/2021. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé TSX (CAD), Nikkei 225 (JPY), FTSE 100 (GBP), EuroStoxx 50 (EUR), MSCI ME (monnaies locales), Russell 2000 — Russell 1000, Russell 1000 valeur — Russell 1000 croissance, contrat à terme Trésor 10 ans États-Unis, contrat à terme obligations État 10 ans Canada, contrat à terme obligations gilt 10 ans R.-U., contrat à terme bund 10 ans Allemagne, contrat à terme obligations 10 ans Japon, BAML HY Master II, iBoxx US Liquid IG, Leveraged Loans BBG (USD), obligations provinciales (FTSE/TMX Universe), BAML Canada Corp, BAML Canada IL, BBG Gold, BBG WTI, REIT (MSCI Local), Infrastructure (MSCI Local), BBG CADUSD, BBG GBPUSD, BBG EURUSD, BBG JPYUSD.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement passé ne donne pas forcément une indication du rendement futur. Le contenu de cet article (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Ce document renferme des renseignements prospectifs qui décrivent les attentes actuelles ou les prédictions pour l'avenir de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, sans s'y limiter, les facteurs économiques, politiques et de marché généraux, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, l'évolution technologique, les changements qui interviennent dans la réglementation de l'État, l'évolution des lois fiscales, les procédures judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Il est conseillé au lecteur de peser soigneusement ces considérations, ainsi que d'autres facteurs, et de ne pas se fier indûment à des renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 30 avril 2021. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre.

Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.