

Banque du Canada : Une hausse pour les gouverner toutes



Jules Boudreau, M.A.

Économiste principal
Équipe des stratégies multi-actifs

Par suite de la pause de la Banque du Canada en janvier, nous avons soutenu que la Banque pourrait ne pas en avoir fini avec les hausses de taux. À ce moment, la croissance mondiale prenait de l'élan, et nous étions d'avis que les projections de la Banque en matière d'inflation étaient trop optimistes. La Banque a justifié sa pause de janvier de trois manières : (1) la politique était suffisamment contraignante pour que l'inflation s'apaise d'elle-même; (2) le marché de l'emploi avait atteint un sommet; et (3) l'immobilier résidentiel courait le risque d'un effondrement non linéaire. Quatre mois plus tard, l'inflation a maintenu sa tendance d'environ 4 %, le marché de l'emploi est plus serré que jamais et le marché de l'habitation s'est non seulement stabilisé, mais il a rebondi. La Banque du Canada n'a pas eu le choix que de reprendre son resserrement monétaire. Elle a décidé d'arracher le pansement en juin avec un relèvement de 25 pdb.

La décision de la Banque de procéder à une pause a eu une importante incidence inflationniste sur l'économie canadienne. La Banque n'avait pas l'intention que sa pause de janvier soit absolue. Dans sa déclaration de janvier, la Banque a mentionné que « si l'évolution de l'économie est généralement conforme à la prévision du Rapport sur la politique monétaire, le Conseil de gouvernance s'attend à maintenir le taux directeur au niveau actuel [mais] est préparé à rehausser à nouveau le taux directeur si nécessaire ». Les marchés, les consommateurs et les entreprises ont ignoré le caractère conditionnel de la déclaration. Ils ont simplement entendu que la Banque en avait terminé avec les hausses. Dans l'esprit des Canadiens, la « pause » de janvier a donné lieu à une réduction de l'extrémité de droite de la distribution des taux à venir (Figure 1). Notamment, les acheteurs d'habitations au Canada ont commencé à s'appuyer sur l'hypothèse que, bien que les taux hypothécaires variables étaient élevés, au moins, ils n'augmenteraient pas.

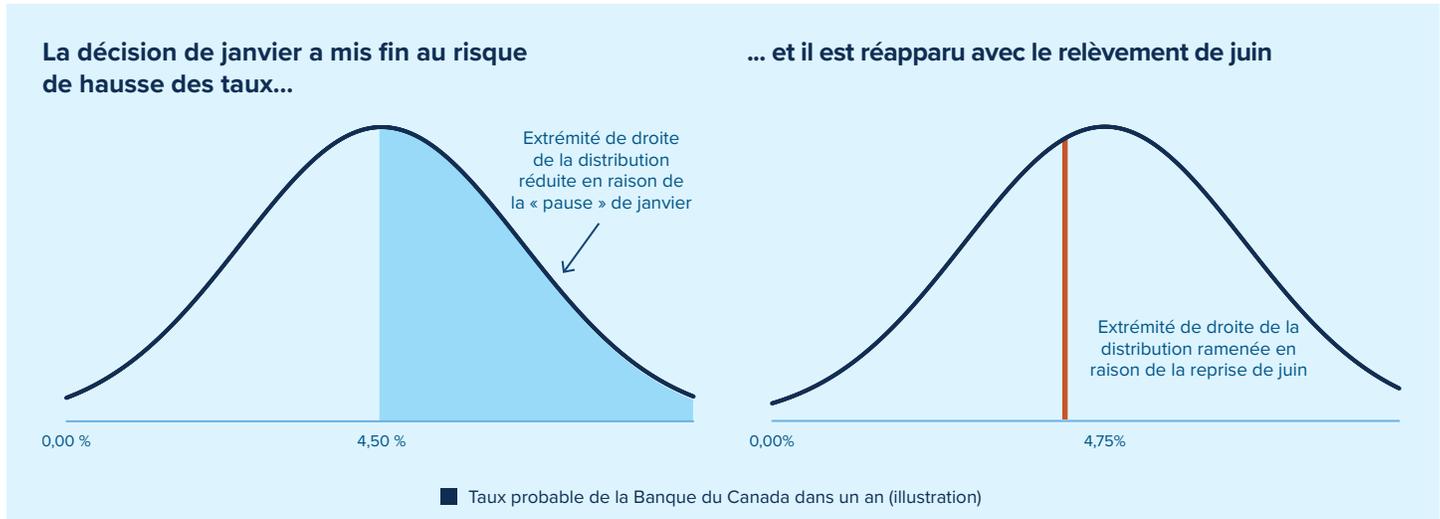
POINTS SAILLANTS

La plus récente hausse de la Banque du Canada ne devrait pas être interprétée comme une simple augmentation de 25 pdb. Elle aura une incidence d'une ampleur disproportionnée sur l'économie canadienne.

Les consommateurs et les entreprises du Canada ont interprété la décision de janvier de la Banque comme une pause permanente. La hausse de juin annule l'effet de janvier et ramène l'incertitude à l'égard des taux.

Pour la première fois depuis longtemps, nous croyons que les marchés devancent les choses en termes d'attentes à l'égard des taux pour la Banque du Canada. Nous jugeons qu'il s'agit d'une occasion d'acheter des obligations canadiennes à court terme.

FIGURE 1. LE RELÈVEMENT DE JUIN ANNULE L'ÉLAN DE JANVIER STIMULÉ PAR LES ATTENTES



Source: Graphiques de l'équipe des stratégies multi-actifs, à des fins d'illustration seulement.

La décision de reprendre les relèvements en janvier n'a pas seulement donné lieu à un taux directeur plus élevé de 25 pdb, elle a ramené l'extrémité de droite de cette distribution. Les marchés, les consommateurs et les entreprises ne peuvent plus tenir pour acquis que les taux ont atteint leur sommet. Cela aura une importante incidence non linéaire sur les activités hypothécaires, mais également sur les prêts bancaires non hypothécaires.

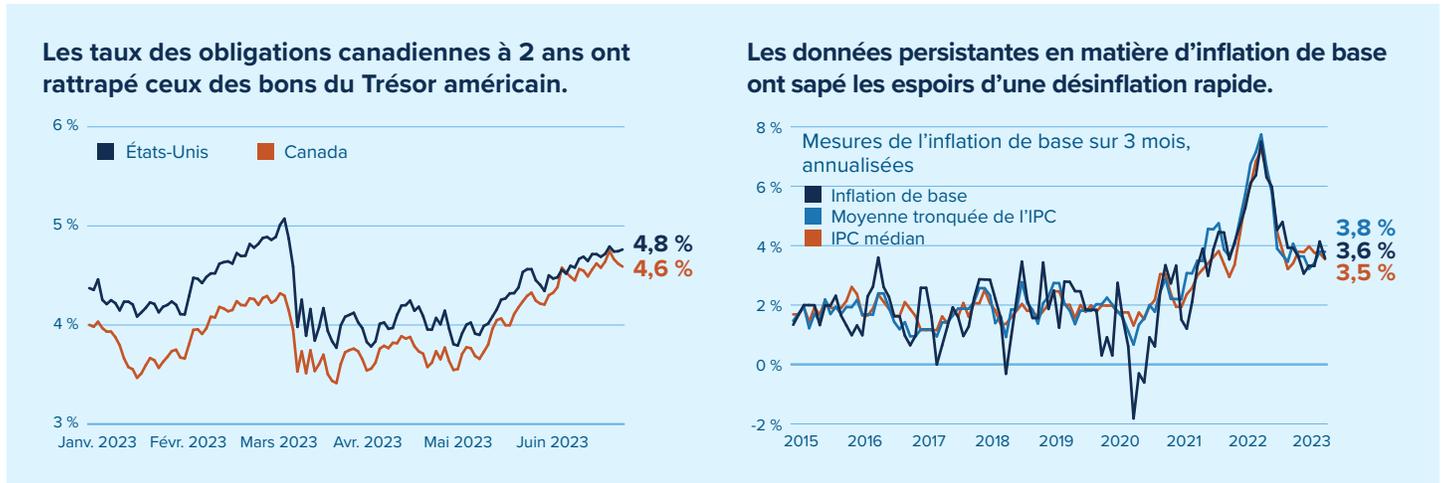
Les obligations canadiennes à court terme ont connu des mois difficiles alors que les investisseurs ont progressivement réalisé que l'économie était toujours en surchauffe. La combinaison d'une donnée élevée sur l'inflation le 16 mai, d'un PIB robuste pour le 1^{er} trimestre le 31 mai et, bien entendu, du relèvement des taux par la Banque du Canada le 7 juin, a provoqué une poussée des taux canadiens à court terme. Les taux des obligations du gouvernement canadien à 2 ans ont rattrapé ceux des bons du Trésor américain à 2 ans, un contraste marqué par rapport à l'écart de 0,75 % que nous avons connu il y a quelques mois (Figure 2).

De nombreux analystes ont interprété le manque d'orientation prospective dans la déclaration de juin de la Banque du Canada comme une indication qu'elle continuerait à relever les taux. Il s'agit plutôt d'un signe que la Banque a été échaudée par son cadre de « pause » en janvier et exclut entièrement toute orientation prévisionnelle. Un relèvement en juillet est probable, mais pas assuré.

Il y a longtemps que nous n'avons pas aimé les obligations — de quelque nature que ce soit — mais les obligations canadiennes à 2 ans offrent maintenant un profil risque-rendement attrayant. Pour la première fois depuis des années, les attentes des marchés en matière de hausses de la Banque du Canada pourraient être excessives. La courbe des taux est extrêmement inversée, de loin l'inversion la plus marquée parmi tous les pays développés, avec un écart de 1,3 % entre les taux des obligations du gouvernement canadien à 2 ans et à 10 ans. De plus, à notre avis, le Canada est confronté à un risque de récession beaucoup plus élevé que les États-Unis. Pour ces raisons, nous avons récemment ajouté une position dans des obligations du gouvernement canadien à 2 ans dans le Fonds global macro Mackenzie.



FIGURE 2. LA VENTE À DÉCOUVERT D'OBLIGATIONS CANADIENNES A ÉTÉ L'UNE DES OPÉRATIONS GAGNANTES DU 2T.



Source: Bloomberg, au 27 juin 2023.



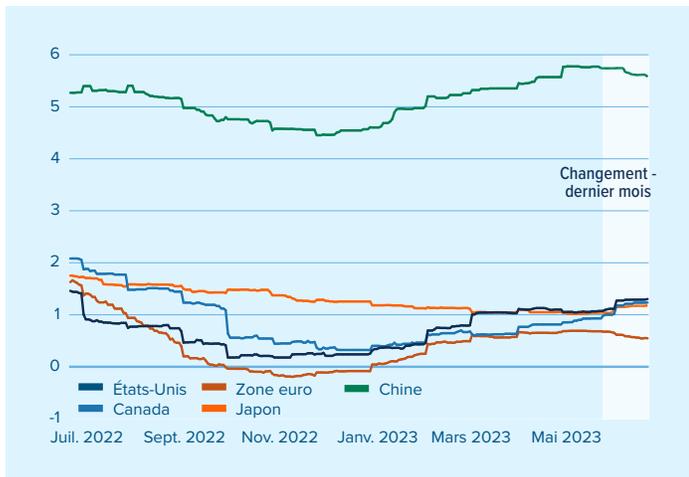
Nouvelles macroéconomiques mondiales

Les prévisions en matière de croissance et d'inflation en Chine ont chuté en juin, témoignant de l'intensification de faiblesse de la reprise. Alors que la Chine a renoué avec une croissance positive après une année 2022 désastreuse, la relance s'essouffle. Comme nous [l'avions prévu en avril](#), le yuan chinois s'est fortement déprécié au cours des derniers mois. Le gouvernement s'est abstenu de lutter contre la dépréciation dans l'espoir qu'un yuan affaibli contribuerait à stimuler l'économie. Mais l'économie de la Chine est déséquilibrée, avec la consommation structurellement à la baisse des ménages qui ne peut être propulsée par un yuan moins vigoureux. Alors que le taux de change entre le yuan et le dollar s'approche du creux de la période zéro COVID de l'année passée, le gouvernement

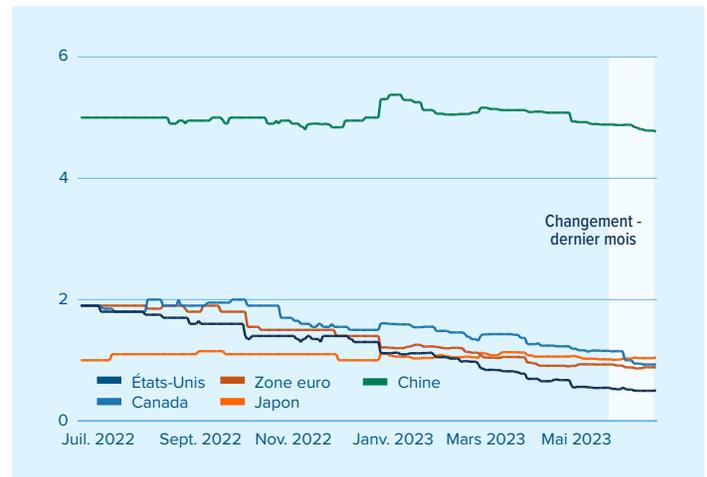
devra trouver une manière différente de stimuler la croissance. Nous avons réduit notre position tactique en yuan à près de zéro.

Les prévisions consensuelles en matière d'inflation dans la zone euro se sont stabilisées à un niveau élevé. Par rapport aux États-Unis, où une forte demande est, à l'heure actuelle, la principale source d'inflation, l'inflation en Europe découle en grande partie d'enjeux en matière d'offre. Ainsi, elle devrait reculer plus rapidement vers la cible, et les relèvements de taux de la Banque centrale européenne devraient s'avérer temporaires. Alors que nous avons des positions vendeur directes dans des obligations souveraines mondiales, nous préférons les bunds allemands aux bons du Trésor américain.

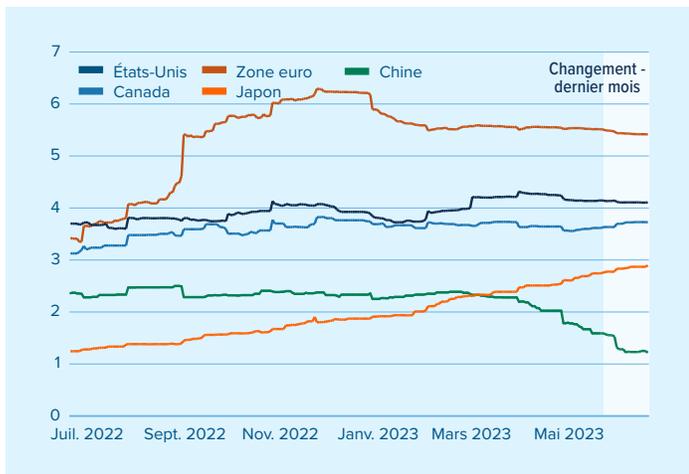
PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB RÉEL EN 2023 (% , CONSENSUS)



PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB RÉEL EN 2024 (% , CONSENSUS)



PRÉVISION D'INFLATION EN 2023 (% , CONSENSUS)



PRÉVISION D'INFLATION EN 2024 (% , CONSENSUS)



Source : Consensus Economics au 30 juin 2023.



Nouvelles des marchés financiers

Les actions ont poursuivi leur ascension en juin, le Nasdaq clôturant le deuxième trimestre avec la meilleure performance semestrielle de son histoire. Les actions canadiennes se sont plus mal comportées que les actions américaines et internationales en juin, les prix du pétrole ayant reculé. Les actions japonaises ont maintenu leur série de gains en juin, stimulées par la frénésie entourant l'IA et la dépréciation du yen.

L'inversion de la **courbe des taux du Trésor** s'est accrue en juin, l'écart entre les obligations à 2 ans et à 10 ans excédant 1 % pour la première fois depuis la défaillance

de la Silicon Valley Bank au début de mars. Les marchés s'attendent à ce que la Fed procède à une nouvelle hausse, portant le taux d'emprunt de la Fed à 5,5 %. Nous sommes d'accord.

Le dollar canadien s'est fortement apprécié par rapport au dollar américain en juin, par suite de l'augmentation des taux obligataires alors que des données économiques robustes et que le relèvement des taux par la Banque du Canada ont pris les marchés par surprise. Alors que le dollar canadien reste peu onéreux par rapport au billet vert, nous le sous-pondérons par rapport à la plupart des devises du G10.

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)



Source : Bloomberg, au 30 juin 2023. Indices boursiers de rendement total en devises locales, à l'exception de l'indice MSCI MÉ, qui est libellé en dollars américains.

Ce qui retiendra notre attention en juillet

12 juillet : Décision sur les taux de la Banque du Canada

- Comme nous l'avons mentionné au début du présent rapport, le relèvement de taux de juin aura une incidence d'une ampleur disproportionnée sur l'économie canadienne. Ainsi, la Banque pourrait facilement maintenir les taux inchangés en juillet — sans promettre une pause — et attendre que la hausse de juin fasse son chemin dans l'économie.
- À notre avis, la probabilité d'un relèvement en juin est de 50 %. En mai, le Canada a perdu des emplois pour la première fois en près d'un an. Combiné avec le léger apaisement des pressions inflationnistes constaté dans les plus récentes données sur l'IPC, cet affaiblissement du marché de l'emploi pourrait être suffisant pour que la Banque reste sur la touche lors de sa réunion de juillet.

26 juillet : Décision de la Réserve fédérale sur les taux

- Il y a tout juste deux mois, les marchés misaient sur un taux directeur de la Fed d'environ 4 % à la fin de l'année. Maintenant, ils s'attendent à ce que le taux de la Fed reste au-delà de 5,25 % d'ici le reste de l'année. C'est tout un revirement.
- Nous nous attendons à ce que la Fed rehausse ses taux en juillet. Récemment, l'inflation a montré des signes d'apaisement, mais après deux années d'inflation supérieure à la cible, les représentants de la Fed souhaitent accélérer le retour vers 2 %. Les données économiques ont été robustes, le marché de l'habitation rebondit, les discussions à l'égard d'une récession se sont quelque peu apaisées et la crise bancaire s'est clairement stabilisée. Par conséquent, la Fed n'hésitera pas à continuer à serrer la vis à l'égard de l'économie.

28 juillet : Décision sur les taux de la Banque du Japon

- La Banque du Japon devra éventuellement normaliser sa politique et commencer à assouplir son plafond à l'égard des taux à 10 ans. La croissance gagne de l'élan, les attentes en matière d'inflation s'approchent de zéro et les taux d'intérêt mondiaux se stabilisent à un niveau « plus élevé pendant plus longtemps ».

Thème émergent

Depuis le début de 2022, notre opinion voulant qu'une récession américaine était peu probable et que les attentes des investisseurs envers une récession étaient exagérées a constamment été remise en question. Quel est l'un des signes récessionnistes que nous visons? L'inversion de la courbe des taux des bons du Trésor aux États-Unis, un indicateur de premier plan connu de replis économiques.

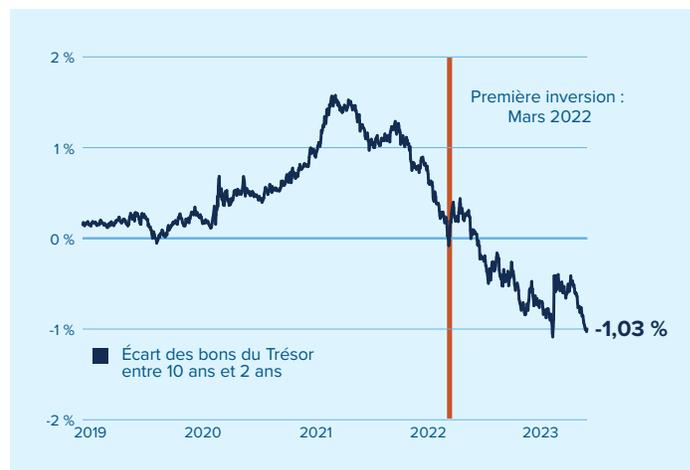
Il est vrai que l'inversion de la courbe a annoncé toutes les récessions de l'ère moderne. Mais elle n'indique en rien le *moment* d'une récession imminente. Dans le cycle actuel, la courbe s'est inversée pour la première fois en mars 2022. 15 mois plus tard, l'économie américaine reste dynamique.

Pour les investisseurs, l'inversion de 2022 de la courbe appelle à la prudence en matière d'investissement macroéconomique. Tout d'abord, même le meilleur indicateur ne devrait être vu que comme une très petite pièce du casse-tête. En second lieu, utiliser les signaux du marché — les taux obligataires dans le cas présent — afin de prédire les rendements du marché ne constitue pas un avantage particulièrement distinctif pour un investisseur macroéconomique.

L'écart entre les taux à 2 ans et à 10 ans est de retour sous la barre des 1 %, s'approchant des creux de mars 2023, avant la défaillance de la Silicon Valley Bank. Nous sommes toujours

d'avis qu'une récession américaine est peu probable et nous maintenons une position globale vendeur dans les obligations au sein du Fonds global macro Mackenzie.

LE SIGNAL D'INVERSION APPELLE À LA PRUDENCE



Source : Bloomberg, au 27 juin 2023

Équipe des stratégies multi-actifs

Perspectives de placement tactiques

	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
Répartition de l'actif			
Actions		●	
Obligations souveraines	●		
Rendement relatif des actions			
Actions américaines	●		
Devises			
USD/CAD	●		
EUR/CAD			●
GBP/CAD		●	
JPY/CAD			●

Source: Placements Mackenzie. Remarque : Les opinions exprimées dans ce document s'appliquent aux produits gérés activement par l'équipe des stratégies multi-actifs.

Points saillants du positionnement

Position neutre en actions : Notre opinion macroéconomique générale est celle d'un « [atterrissage retardé](#) » pour le reste de 2023 : une croissance résiliente (pas de récession aux États-Unis), une inflation persistante et des taux plus élevés pendant plus longtemps. L'élan de la croissance aux États-Unis est robuste, l'emploi, les investissements et la production industrielle ayant tous fait preuve de résilience au cours des derniers mois. La reprise de la Chine a été décevante, mais générera un élan suffisant pour que l'économie mondiale évite une récession. Un scénario d'« absence d'atterrissage » est tout autant favorable que défavorable pour les actions : les conditions financières seront resserrées, exerçant de la pression sur les valorisations, mais les paramètres fondamentaux (nominaux) des entreprises devraient rester solides. En matière de composition d'actions, nous avons une légère préférence pour les actions internationales. Les actions américaines sont plus onéreuses depuis la récente poussée découlant de l'IA, et les actions internationales devraient tirer parti d'une croissance économique nominale robuste.

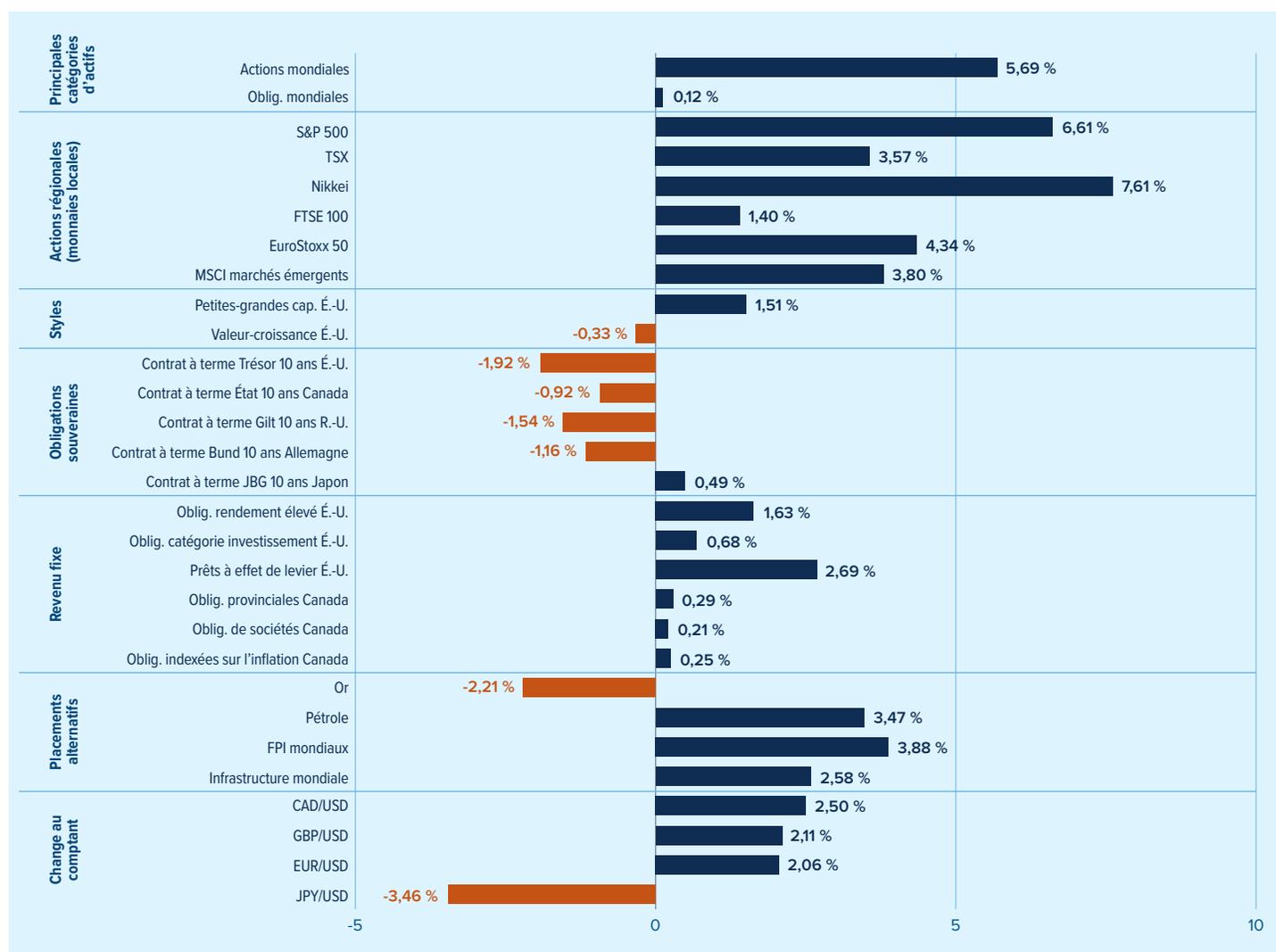
Sous-pondération en obligations : Aux États-Unis, l'inflation sera persistante et demeurera bien au-delà de la cible d'ici la fin de 2023. Nous nous attendons à ce que la Fed procède à une nouvelle hausse à 5,5 % et qu'elle maintienne les taux au-delà du

niveau neutre pendant un avenir prévisible. Alors que les taux ont progressé au cours des deux derniers mois, rendant les titres à revenu fixe plus attrayants, nous avons rehaussé notre exposition globale aux obligations. Dans le Fonds global macro Mackenzie, nous l'avons fait principalement au moyen d'une position acheteur dans des obligations du gouvernement canadien à 2 ans. Mais en général, nous maintenons la sous-pondération des obligations.

Devises de MÉ exportateurs de produits de base Les MÉ exportateurs de produits de base sont en bonne position pour dégager des rendements supérieurs dans ce contexte macroéconomique. Leurs soldes budgétaires et externes se sont améliorés grâce à la forte croissance mondiale nominale et aux prix élevés des produits de base. Leurs banques centrales ont commencé à rehausser leurs taux beaucoup plus tôt que le reste du monde. Par conséquent, ils ont en général atteint la fin de leur cycle de resserrement, réduisant le risque d'un resserrement excessif pouvant les plonger en récession. Mais le niveau des taux demeure élevé, présentant un portage positif par rapport à la plupart des autres devises. D'un autre côté, nous avons une opinion négative à l'égard des devises de certains pays asiatiques de MÉ. Leurs positions externes se sont gravement dégradées, et leurs taux d'intérêt sont relativement bas.



Rendements des marchés financiers en juin



Remarques : Données sur le marché de Bloomberg, au 30 juin 2023. Les rendements des indices sont pour la période suivante : Du 1er juin 2023 au 30 juin 2023. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé TSX 60 (CAD), Nikkei 225 (JPY), FTSE 100 (GBP), EuroStoxx 50 (EUR), MSCI MÉ (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 Royaume-Uni, 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 CAD USD, BBG GBP USD, BBG EUR USD, BBG JPY USD.

Réservé aux investisseurs institutionnels. Publié par la Corporation Financière Mackenzie. Le contenu de ce commentaire (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. Le présent commentaire renferme des énoncés prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir. Les renseignements prospectifs sont de par leur nature assujettis entre autres à des risques, incertitudes et hypothèses pouvant donner lieu à des écarts significatifs entre les résultats réels et ceux exprimés dans les présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, mais sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Veuillez soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et ne pas accorder une confiance exagérée aux renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif contenu aux présentes n'est valable qu'au 30 juin 2023. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés par suite de nouveaux renseignements, de circonstances changeantes, d'événements futurs ou pour d'autres raisons. Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs et investisseuses dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.