



Une hausse légère et la fin des tours de vis en vue

Par Taylor Schleich, Jocelyn Paquet et Warren Lovely

Communiqué sur les taux

Comme tout le monde s'y attendait, la Réserve fédérale américaine a saisi l'occasion de sa première réunion de politique monétaire au calendrier de 2023 pour augmenter le taux cible des fonds fédéraux de 25 points de base. Il s'agit de la deuxième diminution du rythme de la hausse des taux de suite, qui porte la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 4.50-4.75%. Le resserrement cumulatif de la politique monétaire s'élève à 450 pb en huit hausses consécutives. La Fed continuera de réduire ses positions en obligations du Trésor et titres hypothécaires conformément à un programme préexistant et sous réserve de plafonds mensuels pour les obligations du Trésor (\$60 milliards/mois) et les titres hypothécaires d'agences (\$35 milliards/mois). Le taux d'intérêt sur les soldes de réserves augmente de l'équivalent, soit de 25 pb, à 4.65%. Il n'y avait pas de dissidents dans la décision d'aujourd'hui.

Nonobstant sa conformité aux attentes, la décision de politique monétaire d'aujourd'hui comportait quelques éléments méritant d'être relevés. Comme mentionné ci-dessus, c'était la deuxième réunion de politique monétaire de suite qui a donné lieu à un ralentissement du rythme de la hausse (novembre 75 pb, décembre 50 pb), ce qui nous ramène au rythme normal/traditionnel. Cependant, la rétrogradation pourrait ne pas continuer en mars puisque le FOMC a maintenu l'avertissement selon lequel « des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées ». Certains avaient spéculé que cette formulation pourrait être atténuée, mais cela ne s'est pas produit. Une fois de plus, le FOMC tiendra compte du « resserrement cumulatif de la politique monétaire, des décalages avec lesquels la politique monétaire produit son effet sur l'activité économique et l'inflation, ainsi que de l'évolution de la conjoncture économique et financière », mais surtout, cela guidera l'*étendue totale* et non le *rythme* des hausses futures. En d'autres termes, la période des hausses de plus de 25 pb est révolue. La question est maintenant de savoir jusqu'où les taux devront monter.

Toujours en ce qui concerne la formulation du communiqué sur les taux, la caractérisation de l'activité économique est restée inchangée. Plus précisément, la croissance des dépenses et de la production est toujours qualifiée de « modeste », alors que les créations d'emplois « ont été robustes » et que le taux de chômage « reste bas ». Un ajustement non négligeable a cependant été apporté à l'explication sur l'inflation. La Fed a reconnu que l'inflation a « quelque peu fléchi ». Néanmoins, elle « reste élevée ». Les références aux facteurs d'inflation (c.-à-d., « les déséquilibres de l'offre et de la demande reliés à la pandémie, l'augmentation des prix des aliments et de l'énergie et les pressions plus généralisées sur les prix ») ont été retirées. Comme toujours, le FOMC « reste très attentif aux risques d'inflation ».

Conférence de presse

Si vous vous demandez ce qu'il faut retenir de la conférence de presse du président Jerome Powell, il suffit de regarder la réaction du marché. Les indices boursiers ont augmenté de plus de 1% et les taux obligataires ont chuté de 5-10 pb par rapport aux niveaux qui avaient cours, après la publication du communiqué de presse. On ne peut pas parler d'attitude de colombe, mais M. Powell n'a certes rien fait pour repousser les attentes du marché autant que certains le prévoyaient. S'il a reconnu qu'il est important que les conditions financières reflètent la politique monétaire, il a réduit la divergence entre le graphique à points du FOMC et les cours du marché à une différence de prévisions. Le Comité s'attendait (du moins en décembre) à ce que l'inflation diminue relativement lentement et à ce que cela nécessite alors des taux plus élevés pendant plus longtemps. Si l'inflation évoluait conformément à ses prévisions, cela ne concorderait pas avec des baisses de taux d'intérêt cette année, à son avis. Cependant, si l'inflation se révèle moins forte, cela « fera le jeu de [sa] politique ». C'est probablement ce qui se rapproche le plus de la reconnaissance d'une possibilité de réductions des taux cette année dans tout ce qu'on a pu entendre de la bouche du président. Des questions ont aussi porté sur la tenue ou non d'une discussion sur une pause et sur la possibilité de sauter une réunion à un moment donné. M. Powell n'a pas laissé filtrer grand-chose et a plutôt renvoyé les journalistes au procès-verbal de la réunion qui sera publié dans trois semaines. Il a dit que le Comité a beaucoup discuté de la trajectoire future. Il a même fait référence à l'approche de la Banque du Canada : une pause conditionnelle, laissant la porte ouverte à des hausses futures si elles étaient nécessaires. Mais ce n'était clairement pas un sujet sur lequel le FOMC était prêt à se prononcer aujourd'hui.

Si M. Powell a concédé que l'inflation pourrait être plus faible en définitive, cela ne représente toujours pas le scénario de base du FOMC. Il a été encouragé par le fait que la désinflation des prix des biens a commencé à se manifester alors que la désinflation du logement « est dans les tuyaux », mais il n'a toujours pas constaté de preuve dans la mesure qu'il a évoquée à maintes reprises : l'inflation de base des services, compte non tenu du logement. Sur ce plan, il ne « constate toujours pas de désinflation » et il ajoute que cette mesure reste au-dessus de 4% sur une base de six ou douze mois. (Soit dit en passant, nous estimons que cela représente une erreur de caractérisation puisque cet indicateur a effectivement baissé ces derniers mois; voir le graphique en page 2). M. Powell semblait une fois de plus sceptique devant l'idée d'une baisse de cette mesure sans un affaiblissement des conditions sur le marché du travail, mais il a invoqué l'incertitude à plusieurs reprises pour couvrir ses arrières. En outre, il a ajouté que le fait que la désinflation constatée ne se soit pas opérée au détriment d'un affaiblissement du marché du travail est une « bonne chose ».

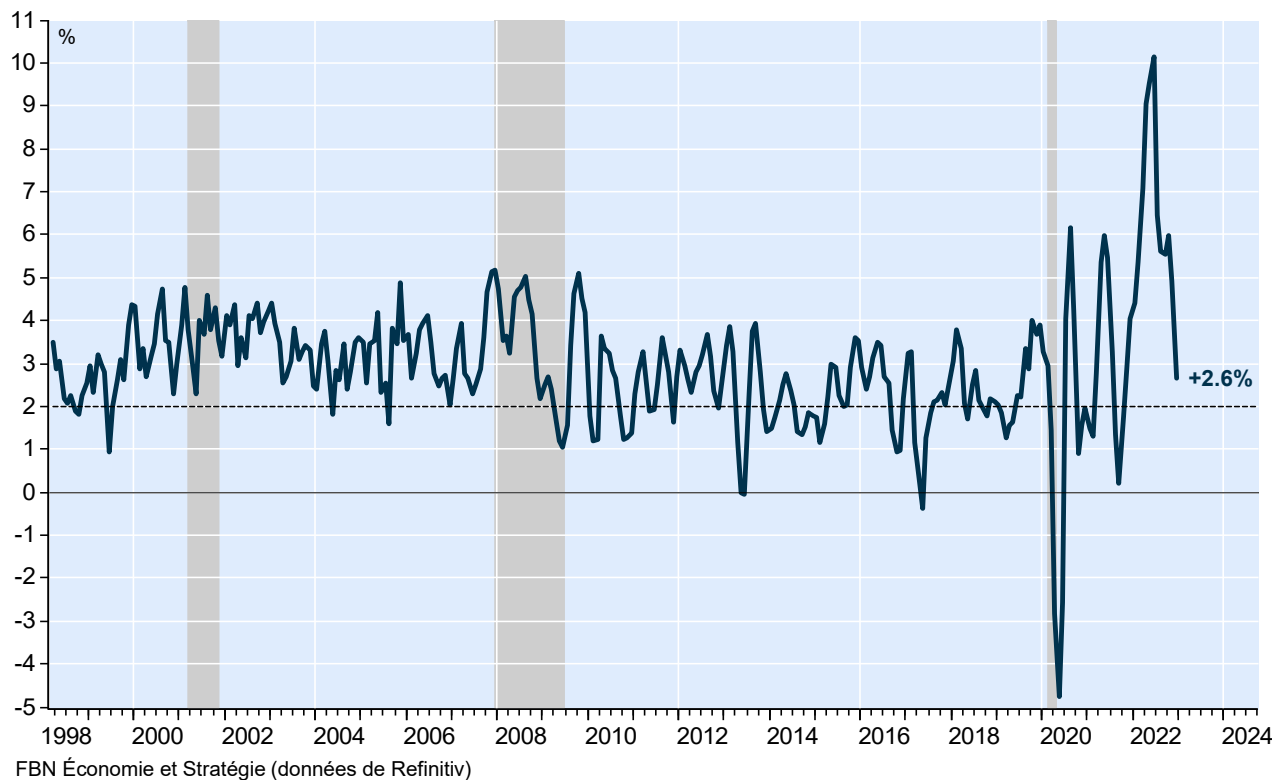
Conclusion

La Réserve fédérale américaine a généralement bien réussi à guider les marchés à court terme et la décision d'aujourd'hui (+25 pb) était largement attendue. Malgré cela, les marchés restent en désaccord avec l'évaluation la plus récente de la Fed (sommaire des projections économiques de décembre) selon laquelle le taux directeur devra monter au-dessus de 5% et s'y maintenir pendant le reste de l'année. Au lieu de cela, les marchés tablent sur un taux final moins élevé, avec des réductions de taux implicites au deuxième semestre de l'année (une évaluation que nous partageons dans les grandes lignes). Après la réunion d'aujourd'hui, les paris sur une diminution des taux n'ont fait que s'intensifier bien que le communiqué estimait qu'une poursuite des hausses des taux « sera appropriée ». En revanche, les investisseurs ont continué de se focaliser sur la baisse de l'inflation, que le communiqué d'aujourd'hui reconnaissait explicitement, contrairement à celui de décembre.

On s'attendait à ce que Jerome Powell repousse fermement les attentes du marché dans sa conférence de presse, particulièrement parce qu'elles avaient motivé l'évolution vers des conditions financières moins serrées ces dernières semaines et ces derniers mois. Mais soulignons que, contrairement aux réunions antérieures auxquelles M. Powell avait dû raisonner les marchés qui s'attendaient à un pivotement, (a) la politique est maintenant indiscutablement restrictive et (b) l'inflation baisse effectivement avec des indices de plus en plus nombreux que ce recul peut être durable. Et en définitive, il n'y avait qu'une résistance très légère à un assouplissement des conditions financières dans la conférence de presse. Au lieu de cela, M. Powell s'est montré beaucoup plus sensible aux données à haute fréquence. Si sa prévision de l'inflation est plus élevée que la nôtre (ou que celle sous-entendue sur les marchés financiers), il reconnaissait implicitement que des statistiques plus faibles au cours des prochains mois pourraient modifier la trajectoire anticipée de sa politique (à court et à moyen termes). Il sera essentiel de surveiller l'indicateur de l'inflation préféré du président : l'inflation de base des services, sans le logement. M. Powell est revenu à de multiples reprises sur cette donnée, soulignant qu'il n'avait pas encore constaté beaucoup de soulagement sur ce plan. Nous sommes profondément en désaccord étant donné les progrès indéniables de ces derniers mois (qu'il suffise d'examiner la mesure sur trois mois). Par conséquent, la prochaine fois que le FOMC se réunira en mars, il est très probable que cette mesure clé de l'inflation (sur la base de 6 ou 12 mois sur laquelle se focalise M. Powell) soit plus basse qu'elle l'est aujourd'hui. Il s'ensuit que notre prévision d'un taux final plus bas (que celui qu'indique le graphique à points) et des réductions de taux plus tard cette année restent une nette possibilité.

Quoiqu'en dise M. Powell, l'inflation de base des services *diminue*

Indice des prix à la consommation, services de base moins les loyers résidentiels, annualisé sur 3 mois



Le communiqué de la Fed :

Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased somewhat but remains elevated.

Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship and is contributing to elevated global uncertainty. The Committee is highly attentive to inflation risks.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 4-1/2 to 4-3/4 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.