



Le prochain cadre de politique monétaire du Canada

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

- Au prochain renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation et du cadre de conduite de la politique monétaire du Canada, la Banque du Canada pourrait proposer de passer à une cible d'inflation moyenne (CIM).
- Un passage à une CIM pourrait fournir à la Banque du Canada des outils de politique plus efficaces dans un environnement de faibles taux d'intérêt, mais au prix du remplacement du cadre actuel qui a maintenu l'inflation stable pendant deux décennies et est bien compris par les investisseurs et la plupart des Canadiens.
- Même si le résultat a des implications potentiellement importantes pour l'inflation et la croissance canadiennes à long terme, nous ne pensons pas que le changement du cadre de conduite de la politique aura un impact important sur l'orientation actuelle de la politique de la Banque du Canada, les prix des actifs canadiens ou le dollar canadien.

Le prochain renouvellement du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque du Canada, qui a lieu tous les cinq ans, pourrait faire l'objet d'un examen plus approfondi que d'habitude à son annonce. La Banque du Canada fera l'objet d'une attention accrue cet automne, en raison de l'inflation élevée d'une année à l'autre, qui a atteint 4,1 % en août, et de la grande importance accordée à la hausse des prix lors de la récente élection. La banque centrale propose de renouveler ou de modifier le mandat actuel de la politique monétaire après deux décennies. Un nouveau cadre pourrait modifier la trajectoire future de l'inflation, avec des implications pour les marchés financiers canadiens.

Nous considérons actuellement que la décision de renouvellement se joue entre deux cadres : le mandat actuel de cible d'inflation flexible (CIF) ou un passage à une cible d'inflation moyenne (CIM). Avec la CIF, la Banque du Canada cherche à conserver une inflation en glissement annuel de 2 % à moyen terme, avec une fourchette cible symétrique de 1 à 3 %. Si elle passait à la CIM, la Banque ciblerait plutôt un taux d'inflation moyen pendant un certain temps, très probablement trois ans. Après une période de faible inflation, la Banque du Canada devrait «rattraper le temps perdu» en faisant monter l'inflation jusqu'à ce que la moyenne revienne à 2 %, et vice versa. La Réserve fédérale américaine a récemment mis en œuvre un cadre de CIM, reconnaissant que l'inflation réalisée est restée inférieure à son objectif de 2 % pendant la majeure partie de la dernière décennie. Pour les investisseurs, la CIM soulève de nouvelles questions à propos de la rapidité à laquelle les banques centrales réagiront aux pressions inflationnistes.

La CIF et la CIM ont toutes deux obtenu de bons résultats dans une évaluation comparative publiée l'an dernier par des chercheurs de la Banque du Canada. Pour la plupart des indicateurs économiques, la CIF a mieux fait que le cadre actuel de la CIM. La CIF a obtenu de meilleurs résultats que la CIM principalement en raison du problème de «valeur plancher zéro», soit le fait qu'il est difficile pour la Banque du Canada de ramener les taux d'intérêt sous zéro pour encourager une reprise économique. Au lieu d'envisager les taux d'intérêt négatifs, une banque centrale peut aider à relancer l'économie en maintenant son taux directeur bas pendant une période prolongée. Cependant, cette approche peut entraîner un dépassement de l'inflation : lorsque l'économie redémarre après une récession, la CIM entraîne un resserrement retardé en maintenant les taux à zéro, ce qui entraîne une inflation supérieure à la cible. Avec la CIM, ce dépassement compense la période initiale de désinflation pendant laquelle l'inflation est inférieure à la cible de 2 %. Un autre [article récent](#) des chercheurs de la Banque du Canada confirme l'argument selon lequel le dépassement de l'inflation comporte de nombreux avantages, dont l'amélioration des résultats économiques des groupes de population les plus vulnérables.



MACKENZIE

Placements

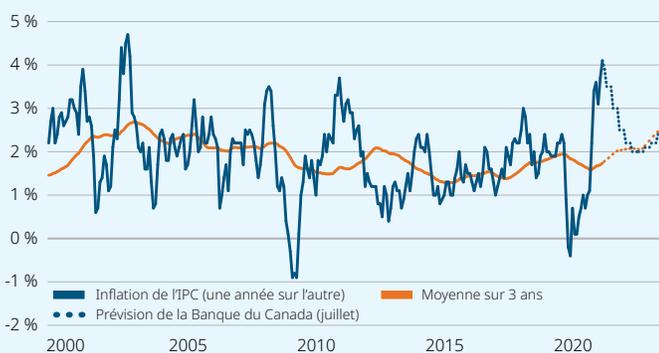
Alors que la recherche de la Banque du Canada peut sembler favoriser un changement vers la CIM, le cadre actuel permet également un certain niveau de dépassement de l'inflation. Premièrement, la CIF a une fourchette cible de 1 à 3 %, ce qui permet à l'inflation de dépasser le point médian de 2 %. Deuxièmement, l'inflation doit être stable à «moyen terme», ce qui permet au Conseil des gouverneurs de tolérer une inflation élevée s'il s'attend à ce qu'elle ralentisse. En fait, le Canada se trouve actuellement dans une telle période de dépassement de l'inflation, alors que l'économie se remet de la crise de la Covid. Une inflation plus élevée en 2021 et en 2022 pourrait compenser une inflation très faible en 2020. Même si la CIM rendait le dépassement de l'inflation plus prévisible, la CIF a bien réussi à maintenir l'inflation stable au cours des 25 dernières années et est déjà bien comprise par les Canadiens. Ainsi, la Banque du Canada pourrait éviter de faire des vagues pour une amélioration marginale.

Selon nous, d'autres cadres de politique monétaire bénéficient au mieux d'une faible chance d'être adoptés. Un cadre à double mandat, qui ressemblerait à l'approche de la Réserve fédérale américaine, obligerait la banque centrale à viser à la fois une cible d'inflation et d'emploi. Cette approche a donné de bons résultats dans l'évaluation comparative de la Banque du Canada, mais elle complique le processus décisionnel d'une banque centrale lorsque les deux objectifs entrent en conflit. Cette approche semble peu attrayante pour la Banque du Canada, qui a toujours mis l'accent sur une communication claire de ses décisions de politique. Une cible relative au niveau des prix et au PIB nominal pourrait également satisfaire certains des objectifs de politique monétaire, mais la Banque du Canada ne sera probablement pas la première des grandes banques centrales à faire l'essai de l'un de ces cadres non éprouvés.

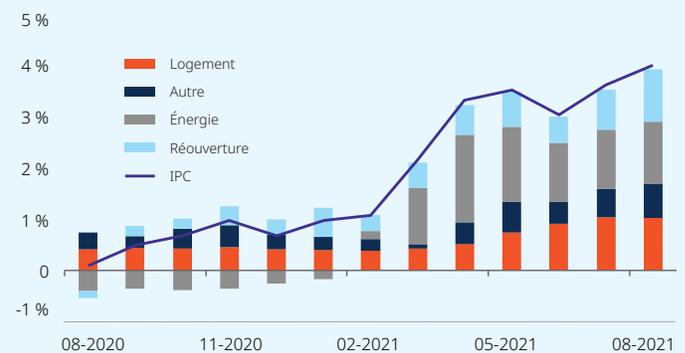
Il est surprenant de constater que le passage de la CIF à la CIM aurait très peu d'impact sur l'orientation à court terme de la politique monétaire de la Banque du Canada. Avec un taux d'inflation moyen sur trois ans de seulement 1,7 %, il semble à première vue qu'un passage à une CIM signifierait un assouplissement de la politique et une première hausse des taux repoussée après le deuxième trimestre de 2022, ce qui est conforme aux attentes actuelles du marché. Cependant, comme le montre le Graphique 1, l'inflation moyenne sur trois ans est sur le point d'atteindre la cible de 2 % de la Banque du Canada. En fait, les plus récentes prévisions de l'IPC suggèrent que l'inflation moyenne sur trois ans devrait continuer d'augmenter bien au-delà de la cible de 2 % de la Banque du Canada, jusqu'à 2,5 % en 2023. Si la Banque du Canada change de cadre de politique cette année, elle devra malgré tout poursuivre son processus de normalisation actuel pour atteindre sa cible d'inflation moyenne.

Graphique 1. L'inflation «moyenne» continuera d'augmenter à mesure que les pressions sur les prix s'atténuent.

La prévision de l'IPC de la Banque du Canada suggère une hausse d'inflation moyenne sur trois ans.



L'inflation devrait ralentir à mesure que les facteurs transitoires s'atténuent. (contributions à l'inflation une année sur l'autre)



Notes : Graphique de gauche : Statistique Canada. Graphique de droite : Statistique Canada, calculs de Placements Mackenzie. Les titres peuvent ne pas correspondre aux contributions en raison d'arrondissement.

Étant donné que l'effet sur l'échéancier du prochain cycle de hausse des taux de la Banque du Canada sera faible, nous ne nous attendons pas à ce que l'annonce ait un impact majeur sur les marchés obligataires canadiens ou le dollar canadien. Qu'elle s'en tienne à la CIF ou qu'elle passe à la CIM, la Banque du Canada est sur la bonne voie pour progressivement mettre fin à ses achats d'actifs dans quelques mois et relever son taux directeur avant la Réserve fédérale américaine, ce qui soutiendra probablement le \$ CA en cours de route. Cependant, même si la prochaine décision relative au cadre n'est pas importante pour le cycle actuel de hausse des taux, elle pourrait avoir des implications tangibles à long terme. Un passage à la CIM signifierait probablement une inflation légèrement plus élevée au cours des dix prochaines années. Il existe également un risque accru de mauvaise communication future à propos des intentions de la Banque du Canada en matière de politique.



Mise à jour macroéconomique mondiale

- Les prévisions des analystes relatives à la **croissance au Canada** pour l'année ont été revues à la baisse, passant de 6 % à 5,5 %, après des données décevantes pour le PIB au deuxième trimestre (-1,1 % contre 2,5 % prévus). Selon nous, ce résultat négatif ne signale pas le début d'un ralentissement. Au contraire, la combinaison de tensions dans la chaîne d'approvisionnement mondiale, d'un refroidissement du marché de l'habitation et d'un rééquilibrage sain des biens vers les services est un facteur clé à l'origine du recul du deuxième trimestre. Les excellents chiffres sur l'emploi en juin, juillet et août (moyenne de plus de 138000) indiquent que le Canada est loin de connaître un ralentissement macroéconomique causé par la demande. De plus, étant donné que le Canada est toujours l'un des pays les plus vaccinés au monde, son économie devrait être en mesure de résister à l'émergence potentielle de nouveaux variants de Covid.
- La trajectoire de la **croissance à court terme de la Chine** est source de beaucoup d'incertitudes. La *Mise à jour économique mondiale* du [mois dernier](#) mettait en garde contre le risque que les nouvelles mesures de relance du gouvernement augmentent encore l'effet de levier dans le secteur immobilier chinois. Nous avons eu un avant-goût des conséquences d'une telle accumulation de dettes il y a deux semaines, lorsque les craintes relatives à la solvabilité du promoteur immobilier Evergrande ont contribué à des ventes massives d'actions à l'échelle mondiale. Même si le risque qu'un éventuel manquement d'Evergrande à ses engagements se répercute sur les marchés financiers américains est relativement faible, le désendettement nécessaire du secteur de la construction pourrait ralentir la croissance globale de la Chine au cours des prochaines années. En fait, l'endettement élevé du secteur privé a probablement déjà contribué au ralentissement de la croissance depuis le milieu des années 2010, car les consommateurs et les entreprises n'ont pas réussi à combler le vide laissé par le recul des investissements publics.

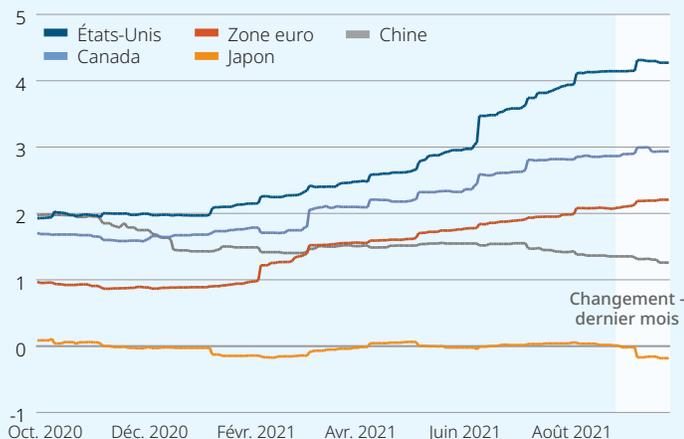
Prévision de la croissance du PIB réel en 2021 (% , consensus)



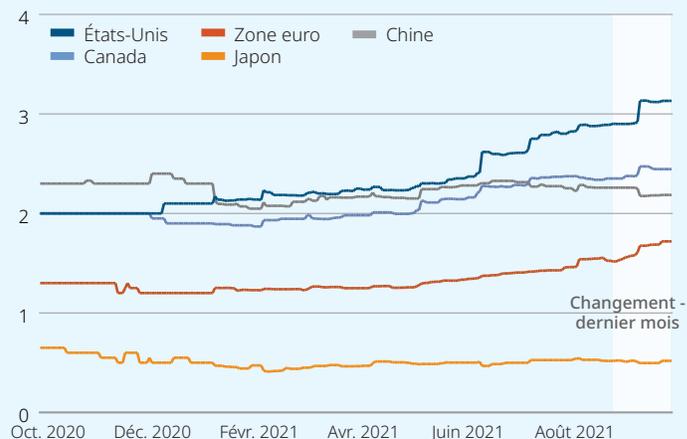
Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



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



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



Remarques : Sondages sur les prévisions de Consensus Economics au 30 septembre 2021.



Mise à jour sur les marchés financiers

- La **courbe de rendement des États-Unis**, après s'être aplatie dans les heures après la conférence de presse du 22 septembre du président de la Fed Jerome Powell, au cours de laquelle il a fait allusion à une modération en novembre, s'est déplacée vers le haut au cours des jours suivants. L'allusion à une modération et la publication de prévisions plus optimistes (dot plot – un graphique montrant les attentes des responsables politiques en matière de taux) ont fait progresser les attentes quant aux hausses de taux. La baisse des cas de Covid aux États-Unis pourrait également avoir contribué à la hausse des rendements à long terme.
- Les **actions japonaises** ont gagné près de 8 % en septembre, dépassant tous les autres grands indices boursiers. L'envolée du Nikkei début septembre s'explique en partie par l'annonce de la démission de l'ancien premier ministre Suga, qui n'a pas réussi à contrôler la pandémie de Covid dans le pays. Les investisseurs parient que le remplacement de Suga, l'ancien ministre des politiques Fumio Kishida, augmentera les dépenses publiques.
- Les **actions des marchés émergents** ont sous-performé en septembre, entraînées en partie par les signes de faiblesse de l'économie chinoise, dont la crainte de la solvabilité d'Evergrande (voir la *Mise à jour macroéconomique mondiale*) et une « pénurie » d'énergie. Cette pénurie est causée à la fois par des contraintes réelles – la flambée des prix du charbon et du gaz naturel pousse les centrales électriques à ralentir leur production – et par des restrictions imposées, les autorités réglementaires obligeant les producteurs industriels à limiter leurs émissions.

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)



Remarques : Données financières de Bloomberg au 30 septembre 2021.



MACKENZIE

Placements

Ce qui retiendra notre attention en octobre

8 octobre : Publications des données sur les emplois non agricoles aux États-Unis

- Les chiffres sur les emplois du mois d'août aux États-Unis ont déçu, car seulement 235 000 emplois ont été créés au pays (contre les 733 000 prévus). Les révisions à la hausse des mois précédents ont atténué le choc sur la situation globale de l'emploi, mais dans l'ensemble, la surprise a été négative pour les marchés de l'emploi.
- Depuis, les cas de Covid ont atteint un sommet dans une grande majorité d'États américains, ce qui pourrait présager une reprise de l'emploi en septembre (plus de 513 000 prévus dans l'enquête Bloomberg), d'autant que les offres d'emploi n'ont jamais été aussi nombreuses.

27 octobre : Décision de taux de la Banque du Canada et Rapport sur la politique monétaire

- La Banque du Canada n'a apporté aucun changement à son taux et au rythme de ses achats d'actifs lors de sa dernière décision de politique le 8 septembre.
- Nous nous attendons à ce que la Banque annonce de nouvelles modérations d'achats d'actifs, passant du rythme actuel de 2 milliards de dollars par semaine à 1 milliard. Dans un récent discours, Tiff Macklem, le gouverneur de la Banque du Canada s'est engagé à ce que la banque centrale, dans un avenir prévisible, maintienne constante la taille de son portefeuille obligataire, en renouvelant les obligations arrivant à échéance. La Banque ne commencera à réduire son bilan qu'après le début du cycle de hausse des taux.

28 octobre : Décision sur les taux de la Banque centrale européenne

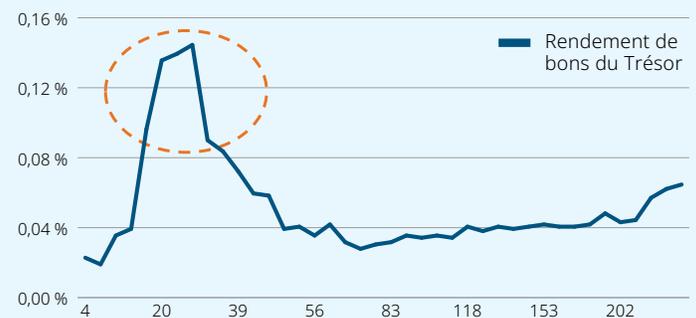
- Maintenant que les banques centrales des États-Unis, du Canada et du Royaume-Uni progressent petit à petit vers le resserrement, tous les regards se tournent vers la BCE. L'inflation a atteint une moyenne de 3 % dans la zone euro en août, ce qui pourrait pousser la BCE à suggérer discrètement la possibilité d'une réduction de facto lorsque son programme d'assouplissement quantitatif d'urgence pendant la pandémie prendra fin en mars 2022.

Thème émergent

- En raison de la **crise imminente du plafond de la dette**, le Trésor américain pourrait se trouver à court de fonds dès le 16 octobre, même si l'incertitude entourant les recettes fiscales vient brouiller les cartes.
- Le **marché des bons du Trésor** tient compte de ce risque, car les rendements sont quelques points de base supérieurs pour les bons arrivant à échéance entre la mi-octobre et la fin novembre, les investisseurs se détournant des échéances qui risquent de ne pas être payées si le Congrès ne parvient pas à trouver un accord pour relever le plafond. En fait, la décote dans cette partie de la courbe des taux pourrait même être *sous-estimée*, puisque le Trésor a réduit ses émissions de bons arrivant à échéance autour de cette date limite estimée de la crise de la dette.
- Pour retarder cette échéance, nous pensons que le Trésor va épuiser son compte au comptant à la Réserve fédérale pour financer les dépenses publiques. L'afflux de réserve qui en résultera dans les banques américaines, combiné au risque de défaut des bons du Trésor, pourrait pousser les banques à placer leurs réserves excédentaires dans des fonds du marché monétaire ou dans le mécanisme de prise en pension de la Fed, ce qui exercerait paradoxalement **une pression à la baisse sur les taux à court terme**.

- **L'incapacité de relever le plafond de la dette** serait probablement temporaire mais le défaut technique pour les obligations d'État américaines porterait un coup sérieux à la réputation de la dette du Trésor en tant qu'actif mondial sûr.

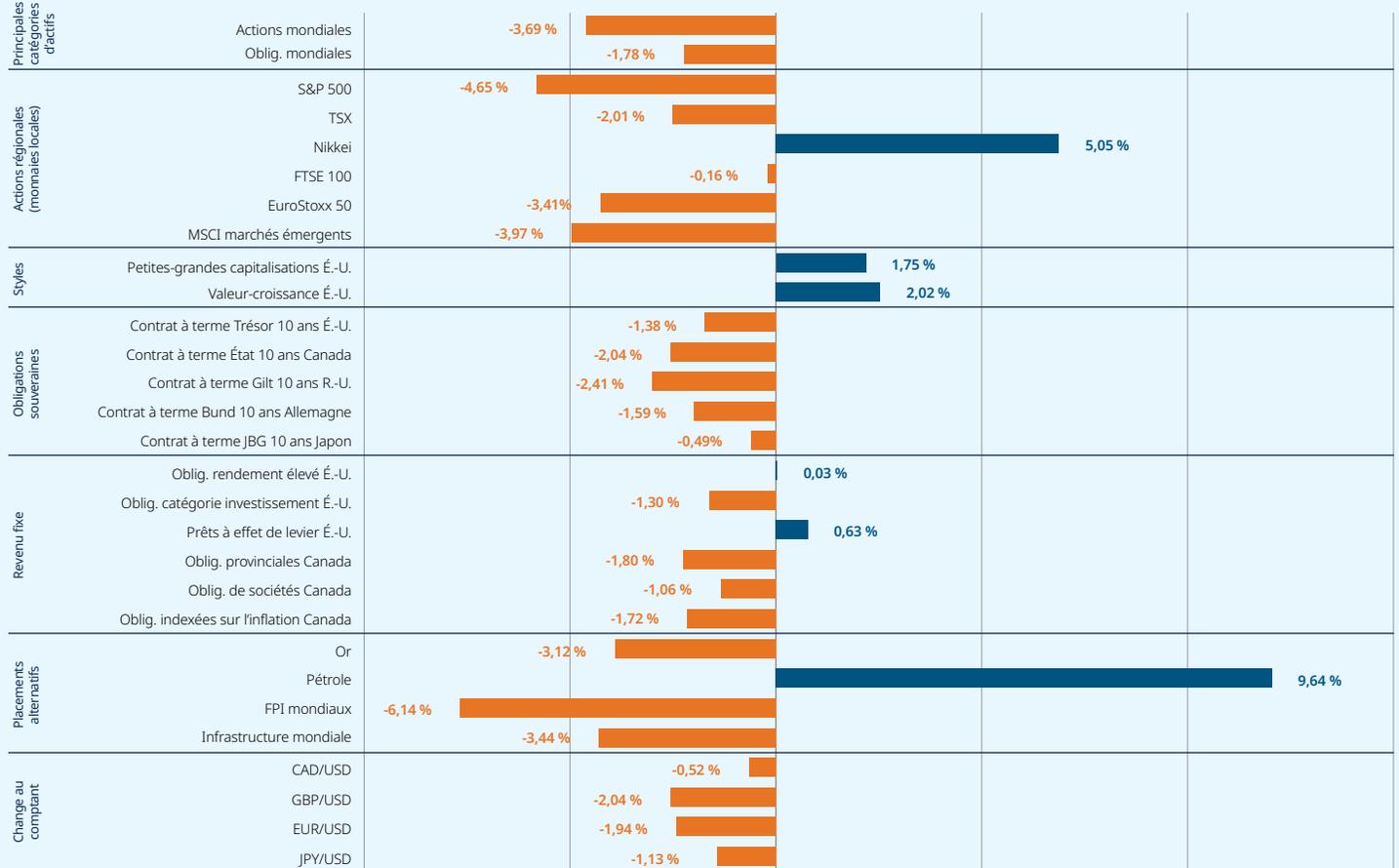
La courbe des bons du Trésor indique une décote pour les échéances autour du « plafond de la dette »



Notes : Données obtenues de Bloomberg au 1^{er} octobre 2021.



Annexe : Rendements des marchés financiers en septembre



Remarques : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 30 septembre 2021. Les rendements de l'indice sont présentés pour la période du 1^{er} au 30 septembre 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 ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. 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 énoncés 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 notamment les conditions générales économiques, politiques et des marchés en Amérique du Nord et à l'échelle internationale, 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 décisions judiciaires ou réglementaires inattendues ou les catastrophes. Nous vous invitons à soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et vous mettons en garde contre une confiance exagérée en ces énoncés prospectifs. Tout énoncé prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 30 septembre 2021. On ne devrait 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 autres. 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.