



La Fed pourrait faire une pause, mais il ne faut pas s'attendre à un pivot

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

- Il est peu probable que la Réserve fédérale pivote et adopte une politique plus accommodante au cours des prochains trimestres.
- Alors que l'inflation en glissement annuel a probablement atteint un sommet, l'inflation sous-jacente continue d'être très élevée. La croissance ralentit, mais l'économie reste stable, les investissements et l'emploi continuant de bien se porter.
- Il est essentiel de faire la différence entre une pause dans les hausses de taux d'intérêt et une baisse véritable des taux. Il faut s'attendre à une pause au début de 2023, tandis que des baisses sont peu probables, à moins d'observer une nette accélération des pertes d'emplois.

Fin juillet, le Federal Open Market Committee (FOMC) a choisi de relever les taux directeurs de la Fed de 75 points de base, une décision forte globalement conforme aux attentes du marché. Cependant, les marchés ont interprété la déclaration du président de la Fed, Jerome Powell, comme étant conciliante, ce qui a fait bondir l'indice S&P 500 de 5,3 % dans les trois jours qui ont suivi la décision. La déclaration de M. Powell semblait ouvrir la porte à un ralentissement du rythme des hausses de taux à l'avenir et indiquait que le taux directeur de la Fed se rapprochait déjà du point mort. Cependant, la majeure partie de la déclaration était résolument ferme, M. Powell déclarant que le « marché du travail est extrêmement tendu, et l'inflation, beaucoup trop élevée. »

Exactement un mois plus tard, lors de la conférence de la Fed à Jackson Hole, Jerome Powell a réitéré son message ferme, en laissant cette fois de côté les déclarations conciliantes dont il avait parsemé sa déclaration de juillet. Dans un discours inhabituellement court, il a souligné l'importance de la hausse de taux d'intérêt pour contenir l'inflation, même au prix de « certaines difficultés pour les ménages et les entreprises ». Il est intéressant de noter qu'il ne s'est pas concentré sur le signalement de taux d'intérêt plus élevés, mais plutôt sur l'importance de garder les taux au-dessus du niveau neutre pendant une longue période. Ce changement de message souligne que la Fed est prête à tolérer une économie plus faible pour atteindre son objectif d'inflation, renforçant ainsi sa crédibilité en tant que banque centrale luttant contre l'inflation.

Même s'il est possible que la Fed interrompe les hausses dès le début de 2023, elle devra maintenir les taux au-dessus du niveau neutre pendant un certain temps. Si l'on soustrait l'inflation réalisée en glissement annuel de 8,5 %, les taux d'intérêt réels de la Fed sont encore presque qu'autant négatifs qu'ils aient jamais été. Toutefois, le Graphique 1 montre que les taux d'intérêt réels prospectifs se rapprochent enfin du « neutre » — le taux au-delà duquel la politique monétaire commence à être restrictive — estimé à environ 0,50 % par la Fed. L'inflation en glissement annuel a probablement atteint un sommet, ce qui réduit la nécessité de relever les taux directeurs comme au début des années 1980. Cependant, l'inflation restera probablement supérieure à 2 % pendant un certain temps, ce qui obligera la Fed à conserver des taux d'intérêt supérieurs au taux neutre pendant une longue période alors que l'économie ralentit. Le Graphique 1 montre que même si l'inflation mensuelle globale aux États-Unis était de 0 % en juillet en raison de la baisse des prix de l'énergie, l'inflation annualisée sous-jacente était encore de l'ordre de 4 à 6 %. Les facteurs d'inflation à évolution lente comme les loyers et les salaires pourraient dépasser la cible pendant plusieurs trimestres.

Fin juillet, les marchés s'attendaient à ce que la Fed réduise ses taux à trois reprises en 2023, mais ne comptaient plus sur deux de ces trois baisses en août. Le Graphique 2 montre que les marchés s'attendent maintenant à ce que la Fed procède à six hausses de taux supplémentaires de 25 points de base chacune au cours des deux prochains trimestres, faisant passer le taux cible de 2,5 % à environ 4 %, puis à ce qu'elle maintienne les taux au-dessus du niveau neutre jusqu'au moins en 2024.

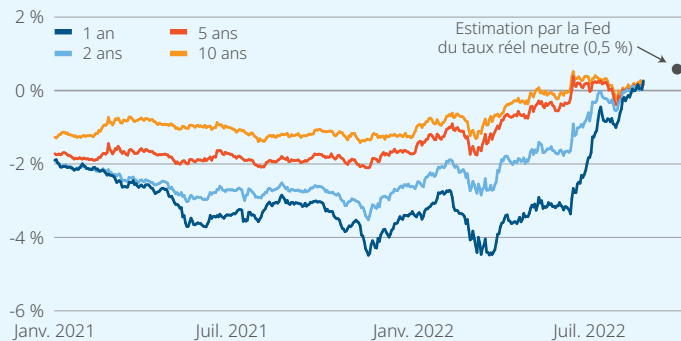


MACKENZIE

Placements

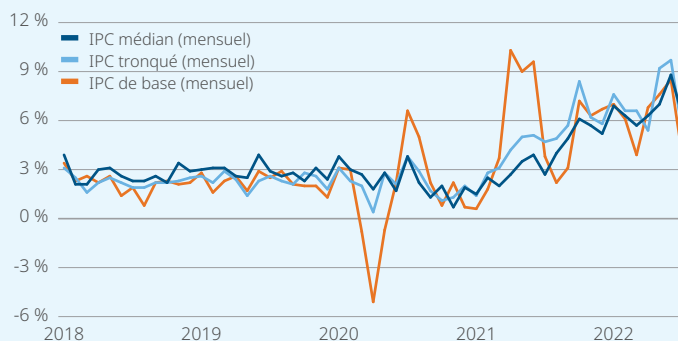
Tableau 1. La Fed devra maintenir ses taux d'intérêt au-dessus du niveau neutre pendant un certain temps.

Les taux d'intérêt réels à tous les horizons ont convergé au-dessus de zéro.



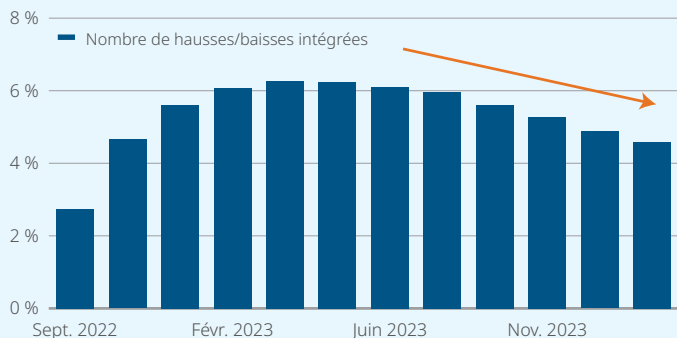
Notes : Toutes les données obtenues de Bloomberg au 30 août 2022. Le premier graphique soustrait l'inflation prévue, en fonction des swaps d'inflation pour les rendements des bons du Trésor à 1, 2, 5 et 10 ans, en tant que représentation des taux réels à différents horizons. Le deuxième graphique montre la variation mensuelle annualisée de l'IPC médian, de l'IPC tronqué et de l'IPC de base (excluant les aliments et l'énergie). Les deux premières séries proviennent de la Fed de Cleveland, la dernière du Bureau of Labor Statistics.

Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente était nettement supérieure à 2 % en juillet.



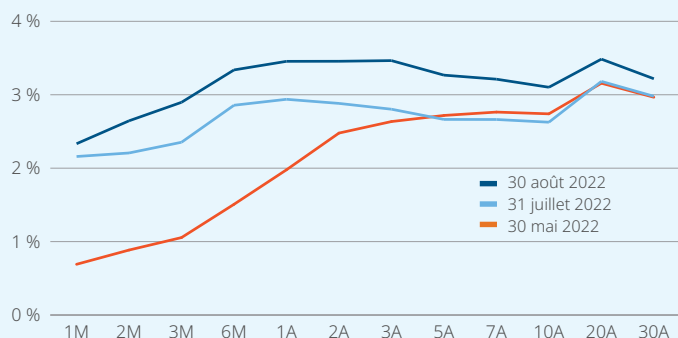
Graphique 2. La volatilité des taux d'intérêt ne prend pas de vacances.

Les marchés ne tiennent pas compte d'une grande partie du pivot de la Fed de 2023.



Notes : Toutes les données obtenues de Bloomberg au 30 août 2022. Le premier graphique dérive les attentes du marché à propos des taux de la Fed à partir des contrats à terme sur les fonds de la Fed.

La courbe des taux du Trésor s'est aplatie en août.



En mettant ses cartes sur la table à Jackson Hole, Jerome Powell a offert de la clarté aux investisseurs et aux acteurs économiques.

La volatilité des taux d'intérêt a été élevée pendant l'été, les attentes du marché alternant entre les extrêmes du choc Volcker et un pivot de la Fed. Pour orchestrer un resserrement ordonné des conditions financières qui freinera l'inflation sans entraîner un effondrement de l'économie, la Fed doit amener les taux légèrement au-dessus du point neutre et les maintenir à ce niveau pendant un certain temps. Même si le choc de la hausse des taux a fait chuter les actions pendant les derniers jours d'août, les actifs à risque pourraient bénéficier à moyen terme de cette transparence politique. La clarté retrouvée des intentions de la Fed pourrait renforcer sa crédibilité, réduisant ainsi les fluctuations de prix volatiles à l'avenir. De plus, concentrer les augmentations au début du cycle devrait contribuer à prévenir une nouvelle spirale inflationniste, évitant ainsi de devoir relever les taux davantage à l'avenir. Par contre, ce résultat dépend de la réalisation des prévisions de la Fed concernant la résilience de l'économie et du marché du travail. Le Graphique 2 montre qu'une grande partie de la courbe des taux est désormais inversée, un signal historique de récession (voir notre [commentaire d'avril](#)). Toutefois, l'investissement et l'emploi sont restés remarquablement solides tout au long de 2022 et, en l'absence de chocs supplémentaires, l'offre mondiale devrait se rétablir lentement.

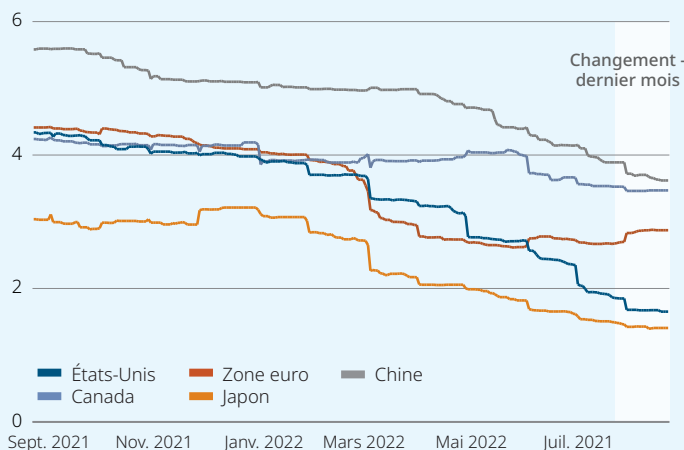
Une modération de l'inflation tout en évitant une récession profonde est toujours possible. Cependant, pour y parvenir, la Fed doit rapidement porter ses taux au-dessus du point neutre et les maintenir à ce niveau jusqu'à ce que la demande ralentisse suffisamment pour converger vers une offre globale contrainte. Avec des prévisions consensuelles de croissance économique américaine tombant à environ 1,7 % cette année et à seulement 1,1 % en 2023, la Fed dispose d'une marge de manœuvre de plus en plus réduite pour sacrifier la croissance avant de faire basculer l'économie dans une récession. Un atterrissage en douceur de l'économie reste possible, mais la piste se raccourcit.



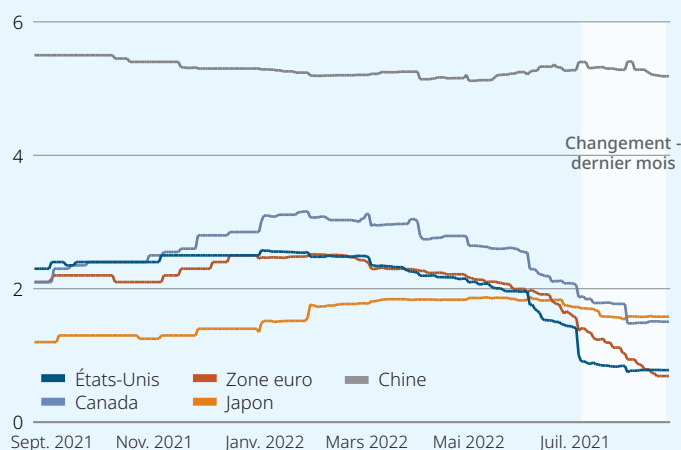
Mise à jour macroéconomique mondiale

- Comme nous l'avions prévu dans le [thème émergent du mois dernier](#), le **revenu intérieur brut (RIB) des États-Unis** a connu une croissance positive au deuxième trimestre (+1,4 %), contrairement à la croissance négative du produit intérieur brut (PIB) au deuxième trimestre. À titre de rappel, en théorie, le RIB devrait parfaitement suivre le PIB, puisqu'ils visent tous deux à mesurer la production économique globale. En pratique, ils ont divergé au cours des derniers trimestres : le PIB laisse entrevoir une récession, tandis que le RIB révèle un environnement de croissance positive, bien que médiocre. D'autres mesures macroéconomiques, comme l'emploi et la production industrielle, suggèrent que le RIB pourrait tracer une image plus précise du « véritable » état de l'économie américaine. À titre d'exemple, la croissance du PIB au deuxième trimestre a déjà été révisée à la hausse (de -0,9 % à -0,6 %), un mois après sa publication.
- L'inflation américaine en juillet a été inférieure aux attentes (0 % contre 0,2 % prévu, en glissement mensuel), les prix de l'essence chutant de 7,7 %. Le rythme de l'inflation de base a également ralenti, mais est resté supérieur à l'objectif, à 0,3 % en glissement annuel (3,6 % annualisé). Les prévisionnistes s'attendent maintenant à une inflation annuelle de 3,5 % pour 2023 aux États-Unis, ce qui est légèrement supérieur aux prévisions de la Fed tirées du résumé des projections économiques de juillet.

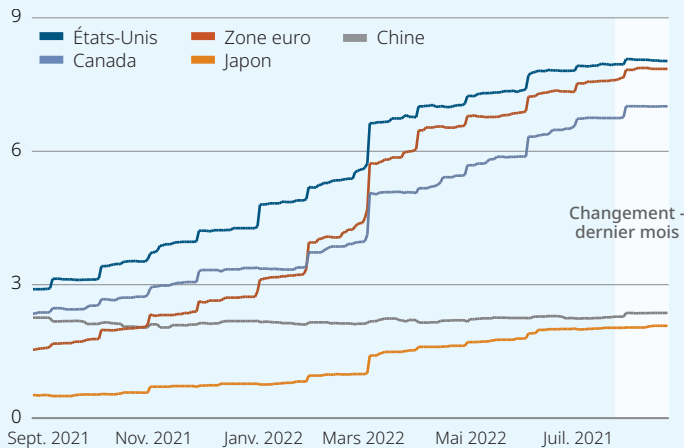
Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



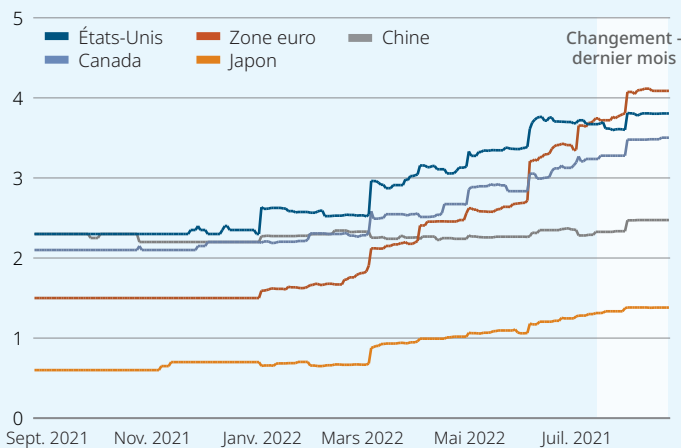
Prévision de la croissance du PIB réel en 2023 (% , consensus)



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



Prévision de l'inflation en 2023 (% , consensus)



Notes : Prévision de la croissance moyenne et de l'inflation provenant de Consensus Economics au 31 août 2022.



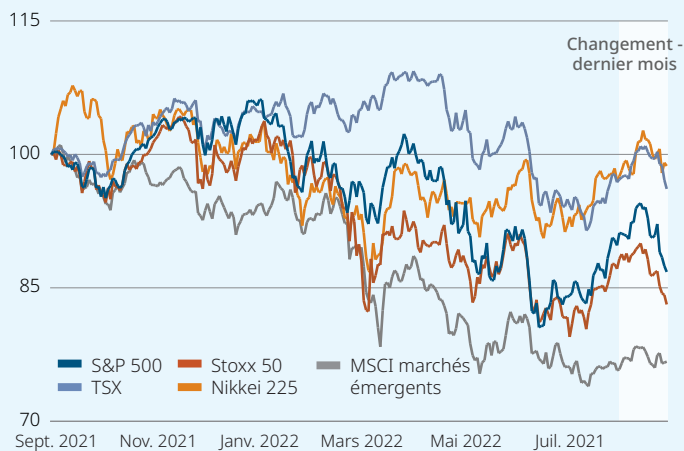
MACKENZIE

Placements

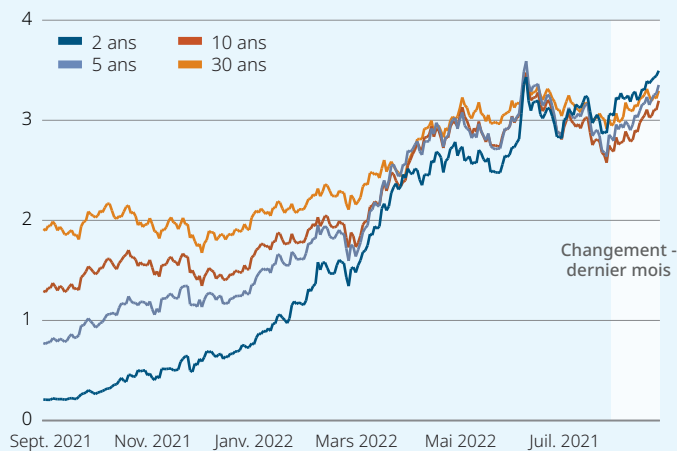
Mise à jour sur les marchés financiers

- **Les rendements des obligations du Trésor américain** ont augmenté en août après avoir reculé en juillet. Après que les marchés ont interprété la déclaration du FOMC de juillet comme étant conciliante, divers responsables de la Fed se sont lancés dans une série d'apparitions publiques inhabituellement coordonnées pour rappeler aux investisseurs, aux travailleurs et aux entreprises que la lutte contre l'inflation restait leur principale préoccupation. Ainsi, les rendements se sont déplacés vers le haut sur la courbe, en l'aplatissant. Après la réunion de Jackson Hole, les rendements à deux ans sont maintenant supérieurs au sommet précédent de juin, mais les rendements à 10 ans ne s'en rapprochent pas.
- **Les prix du pétrole** ont connu une évolution en V en août, le repli de 12 % enregistré au cours du mois ayant été effacé au cours de la deuxième moitié du mois. Les prix du pétrole ont affiché une corrélation négative avec les actions en 2022, particulièrement au cours des derniers mois, les prix du pétrole ayant augmenté alors que les actions ont baissé, et vice versa. À -0,6 %, la corrélation depuis le début de l'année entre les variations de prix du pétrole et des actions américaines constitue la corrélation annualisée la plus négative depuis 2002. Une corrélation négative est peu courante, puisque des corrélations positives entre le pétrole et les actions ont été enregistrées au cours de 14 des 15 dernières années, ce qui s'explique probablement par le fait que l'inflation est le principal moteur des marchés financiers cette année, plutôt que la croissance.

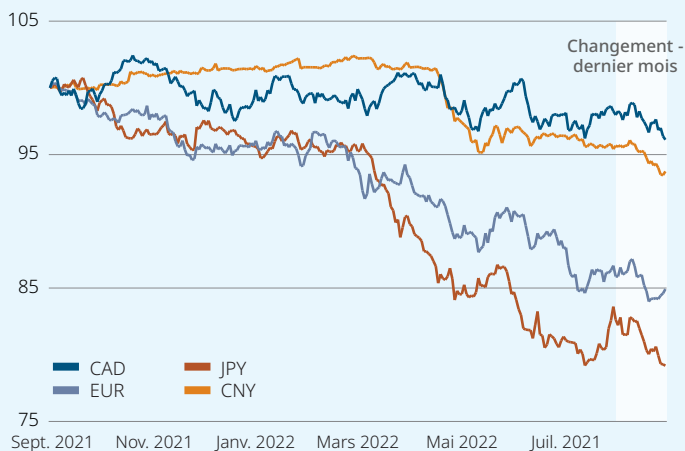
Indices boursiers (il y a un an = 100)



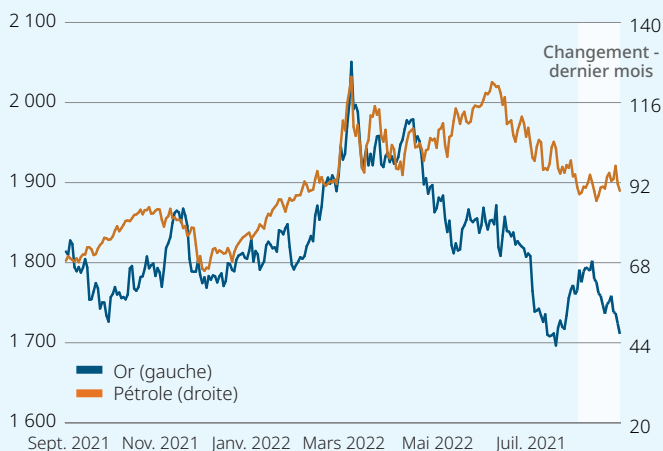
Rendements des obligations du Trésor américain (%)



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



Prix des produits de base (en USD)



Notes : Données financières obtenues de Bloomberg au 31 août 2022. Indices boursiers de rendement total en devises locales, à l'exception de l'indice MSCI MÉ qui est libellé en \$ US



MACKENZIE

Placements

Ce qui retiendra notre attention en Septembre

15 septembre : Ventes au détail en Chine

- Le ralentissement de l'économie chinoise s'explique principalement par la faiblesse de la demande des consommateurs. La production industrielle, les exportations et les investissements ont été solides, tandis que la consommation a été faible d'un point de vue historique. Les ventes au détail sont restées stables en termes nominaux depuis le début de l'année, comparativement à une croissance annuelle moyenne de 8 à 9 % avant la pandémie. Pour que la Chine recommence à être le moteur de croissance de la demande mondiale, le gouvernement chinois doit trouver un moyen de rééquilibrer l'économie en faveur des consommateurs.

19 septembre : Mises en chantier au Canada en juillet

- Les mises en chantier au Canada n'ont essentiellement pas été perturbées par la hausse des taux d'intérêt, avec une moyenne de 267 000 depuis que la Banque du Canada a lancé son cycle de hausse des taux en mars. Depuis 1980, une moyenne de mise en chantier plus élevée a été observée une fois, soit à l'été 2021, le nombre de permis de construction est également resté solide.

21 septembre : Décision du FOMC sur les taux

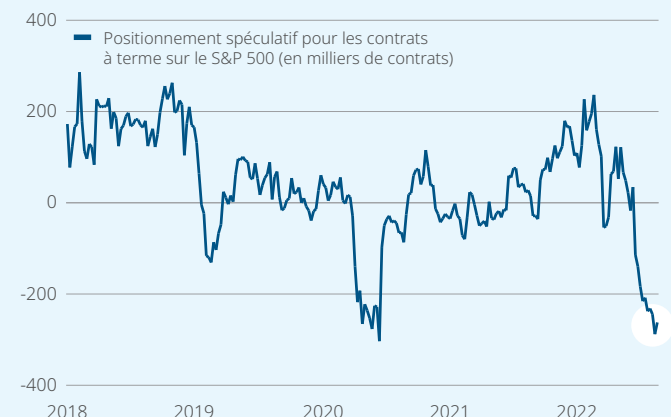
- Après le discours ferme du président de la Fed, Jerome Powell, à Jackson Hole, les marchés évaluent à 75 % la probabilité d'une troisième hausse consécutive des taux de 75 points de base lors de la réunion du FOMC de septembre. Si l'indice des prix à la consommation du mois d'août est faible, c'est-à-dire s'il y a une déflation globale et un nouveau ralentissement de l'inflation de base, la Fed pourrait se contenter d'une augmentation de 50 points de base, mais 75 points de base est nettement plus probable, selon nous.
- À compter de septembre, la Fed va doubler le rythme de son resserrement quantitatif, en réduisant son bilan de 95 milliards de dollars par mois. M. Powell, le président de la Fed, a clairement indiqué que la contraction du bilan n'est pas son outil de politique monétaire privilégié, nous ne nous attendons donc pas à des ajustements supplémentaires au calendrier de resserrement quantitatif lors de la réunion du FOMC de septembre.

Thème émergent

- Le positionnement spéculatif pour les contrats à terme sur actions américaines est extrêmement baissier, selon les données du Commitment of Traders de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Les gestionnaires d'actifs et les fonds spéculatifs ont une position courte nette de 260 000 contrats à terme sur le S&P 500, soit environ 53 milliards de dollars US en termes notionnels.
- Un positionnement extrême tend à être un signal à contre-courant, bien qu'il soit faible. Dans le contexte actuel, une position courte globale importante pourrait accroître la probabilité d'un rebond des marchés boursiers. Pourquoi? De nombreux participants utilisent un levier important lorsqu'ils négocient des contrats à terme. En raison de contraintes réglementaires et de contraintes liées au risque qui pèsent sur l'effet de levier, certains gestionnaires d'actifs et fonds spéculatifs pourraient avoir du mal à accroître leurs positions courtes alors que leur positionnement est déjà extrême, ce qui pourrait limiter le risque de baisse des marchés. De plus, si les marchés commencent à évoluer à l'encontre du positionnement des spéculateurs, l'effet de levier effectif devrait s'accroître, obligeant potentiellement les spéculateurs à dénouer leurs positions courtes.
- Toutefois, le positionnement extrême du marché des contrats à terme est loin d'être un signal parfait, les contrats à terme n'étant qu'un des nombreux instruments utilisés par les fonds spéculatifs et

les gestionnaires d'actifs pour spéculer. De plus, les limites de l'effet de levier ne sont pas absolues; le positionnement pourrait toujours être plus extrême! Mais, il peut constituer une pièce du casse-tête de la répartition tactique d'actifs, au même titre que les évaluations fondamentales et les facteurs économiques.

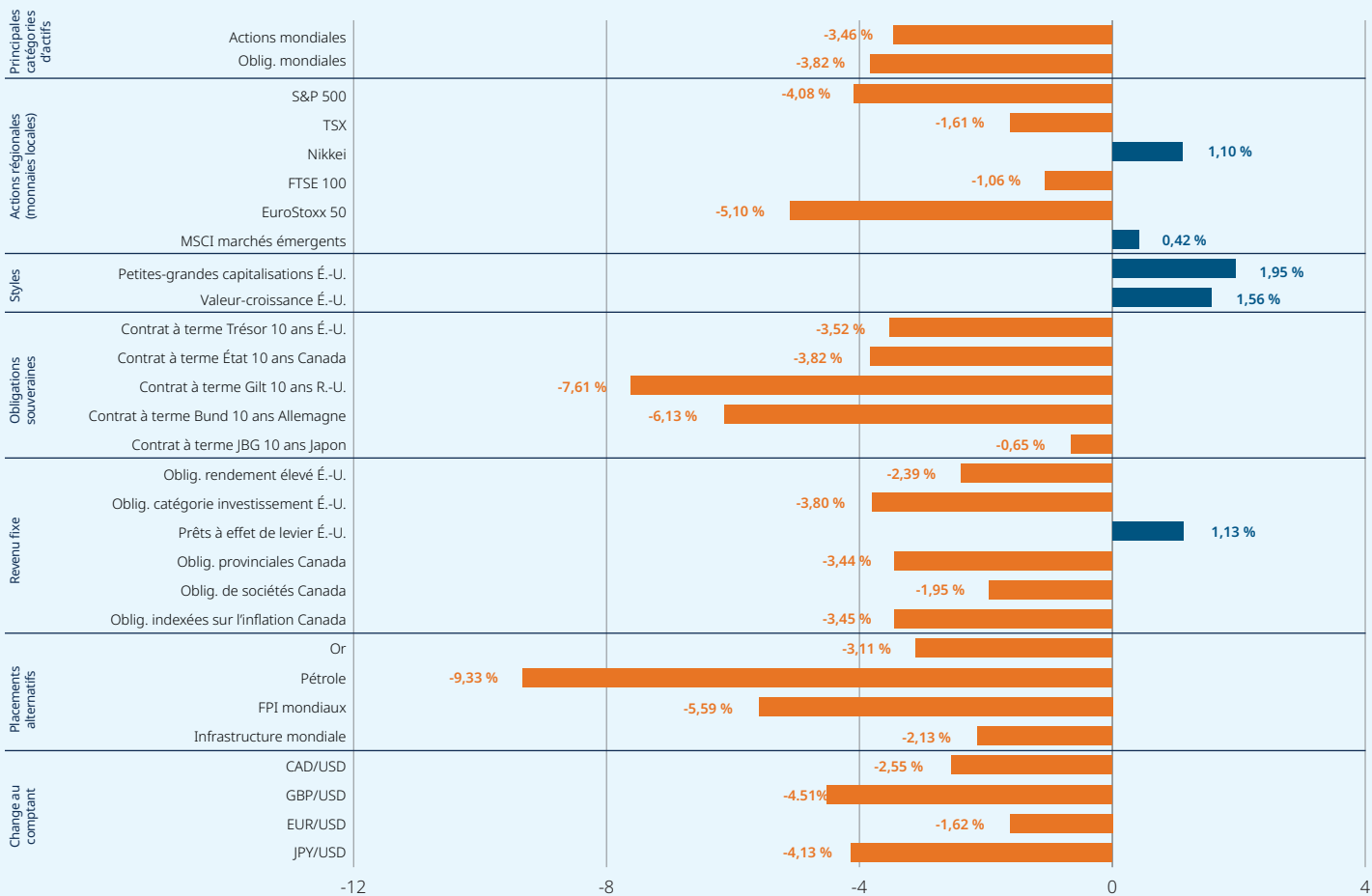
Positionnement baissier extrême des actions



Notes : Bloomberg au 29 août 2022. Libellé en milliers de contrats à terme E-Mini S&P 500.



Rendements des marchés financiers en août



Notes : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 août 2022. Les rendements des indices sont pour la période du 1er août 2022 au 31 août 2022. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé 60 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 de vente et de suivi, ainsi qu'à des frais de gestion et autres. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas des placements 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 31 août 2022. 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.