

# Décision d'octobre de la Banque du Canada

La décision du 25 octobre de la Banque du Canada ne pourrait être plus délicate compte tenu du contexte mondial, de l'arrière-plan géopolitique et de l'évolution de l'économie canadienne. Dans un premier temps, nous examinerons certains enjeux qui définissent le contexte mondial actuel. Nous disposerons ainsi d'une bonne assise pour aborder la macroéconomie du Canada et les implications pour les marchés de titres à revenu fixe au pays.

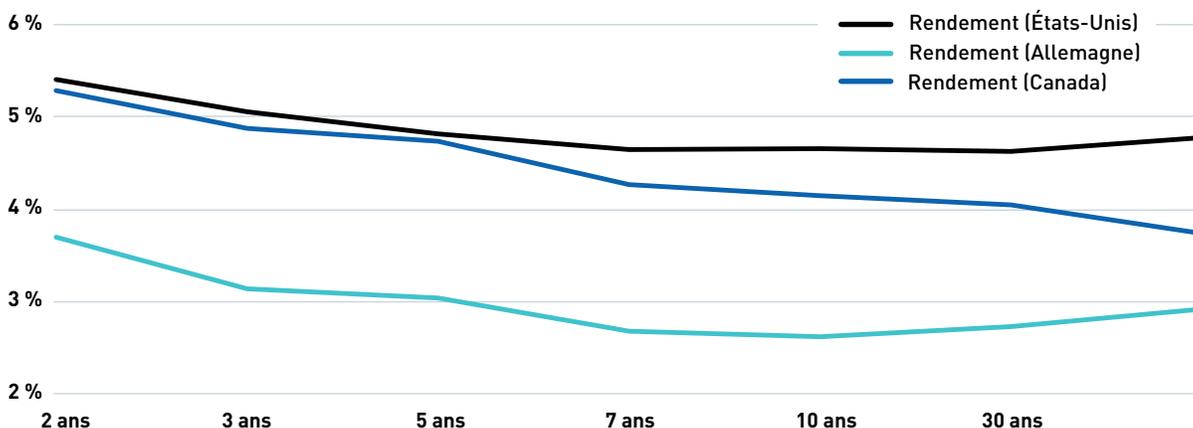
## Contexte macroéconomique mondial

### Des taux plus élevés, plus longtemps

Partout dans le monde, les politiques monétaires ont été resserrées à un rythme historique, l'objectif étant de juguler les pressions inflationnistes émanant des mesures de stimulation sans précédent qui ont été appliquées pendant le choc de la COVID-19 et qui ont découlé des facteurs géopolitiques et des enjeux logistiques touchant la chaîne d'approvisionnement. Le rythme de l'augmentation des taux directeurs à un jour ainsi que leur niveau actuel peuvent maintenant être jugés « restrictifs », de sorte que les banques centrales doivent faire preuve de prudence en présence des premiers signes de ralentissement dans les secteurs de l'économie sensibles aux taux d'intérêt. L'inflation se fait toutefois persistante et demeure bien au-dessus des cibles énoncées. Cette situation a mené les banques centrales de partout dans le monde, dont la Réserve fédérale des États-Unis et la Banque centrale européenne, à donner aux marchés des indications prospectives, pour éviter qu'ils évoluent en prenant pour acquis un retour anticipé à une politique plus souple. Pour les responsables de la politique monétaire, l'objectif est que les marchés jugent que cette politique demeurera suffisamment restrictive jusqu'à ce que l'inflation revienne à son niveau cible. Les participants ont bien reçu le message, ce qui a créé un aplatissement exceptionnel de la pente du rendement des obligations gouvernementales pour les échéances de un an à trente ans, comme le montre le graphique ci-dessous.

FIGURE 1

#### La publication d'indications prospectives a aplati les courbes des taux



Si, par le passé, la forme et la pente de la courbe des taux permettaient de tirer des conclusions quant à l'évolution macroéconomique, cela est plus difficile dans la conjoncture actuelle, étant donné que les taux à court terme sont intentionnellement poussés à l'extérieur de la courbe dans le cadre de la politique monétaire. Cet état de fait entraîne incidemment une diminution de la « valeur informationnelle » de l'analyse de la courbe des taux, et rend l'ensemble de la structure des taux particulièrement sensible à l'arrivée de nouvelles données.

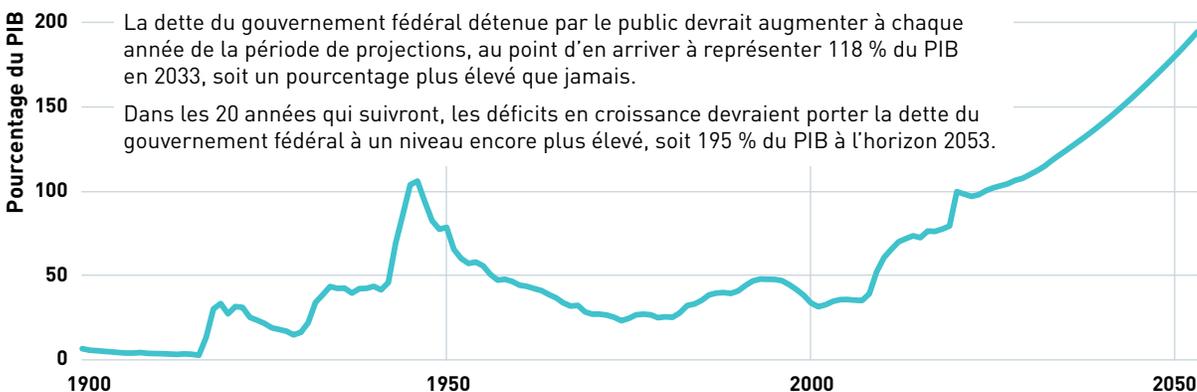
## Marchés : plus attentifs aux dépenses publiques financées par déficit

Pour les investisseurs qui évoluent dans le segment à long terme du marché des titres à revenu fixe américains, il est nécessaire de réfléchir à la « juste valeur » de ces actifs à la lumière des prévisions récemment publiées concernant les dépenses de l'État américain (voir le graphique ci-dessous), [des dynamiques de tendance qui s'affichent quant à la part des obligations du Trésor américain détenues à l'étranger](#) et du resserrement quantitatif mené par la Réserve fédérale américaine. La demande pour les titres d'emprunt américains à court terme demeure néanmoins forte, ce qui s'explique en partie par le rendement hors risque qu'ils procurent.

La volatilité des marchés obligataires est demeurée somme toute gérable, et une évolution des cours pourrait même être perçue comme un « recadrage sain » au vu de la situation actuelle de l'offre et de la demande. Toutefois, si les marchés cherchaient à relever les primes de risque trop rapidement pour ces actifs, cela pourrait avoir des répercussions importantes sur la politique monétaire et les actifs à risque en général.

FIGURE 2

### Titres d'emprunt du gouvernement fédéral américain détenus par le public, données antérieures et projection



## Vigueur du dollar américain

Le dollar américain a affiché une résilience remarquable à l'égard d'un large panier de devises grâce à son avantage relatif au chapitre du rendement réel. Un dollar fort aide les États-Unis à combattre l'inflation et à maintenir la demande pour les actifs américains, mais il a aussi une grande incidence sur la politique monétaire des autres banques centrales et sur les décisions que prennent ces dernières en vue d'atténuer l'inflation. En effet, une politique qui entraîne un affaiblissement indésirable de la monnaie locale par rapport au dollar américain risque de nuire encore davantage aux efforts visant à ramener l'inflation à sa valeur cible de façon prudente.

FIGURE 3

## Le dollar américain affiche une forte vigueur ces derniers temps



## Volatilité des marchés de l'énergie

Les prix au sein des marchés de l'énergie sont sujets à une plus grande volatilité depuis l'été, après une période de stabilité relative. Ces prix ont en effet augmenté en raison de [facteurs géopolitiques](#) et pourraient demeurer volatils au cours des semaines et des mois à venir en raison de la montée récente des tensions au Moyen-Orient. À ce stade, il est difficile de prédire l'« incidence nette » sur l'inflation globale ou la demande des consommateurs, ou d'entrevoir l'effet sur la perception du risque à l'échelle mondiale. Les responsables de la politique monétaire devront ainsi faire preuve de prudence et éviter de prendre des décisions hâtives, étant donné que la situation pourrait s'avérer être un choc stagflationniste temporaire.

FIGURE 4

## Le prix du pétrole brut est volatil



# Contexte macroéconomique canadien

## Données économiques canadiennes

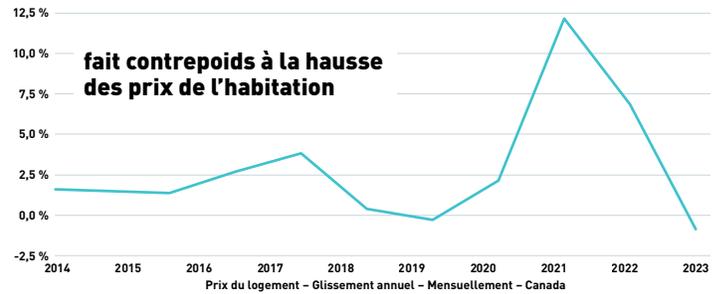
Les données économiques canadiennes montrent quelques signes de ralentissement, résultat de l'effet à retardement du resserrement de la politique monétaire. L'activité au sein du marché de l'habitation et les prix des logements continuent de faiblir, tandis que la création d'emploi dans les secteurs cycliques comme la finance et la construction immobilière montrent les premiers signes d'un essoufflement ([enquête sur la population active de septembre 2023](#)). Néanmoins, on observe une résilience dans la vente au détail, et la croissance globale des prix à la consommation demeure bien au-dessus de la cible.

**FIGURE 5**  
**Obligations du gouvernement du Canada de 10 ans**



Source : Koyfin

**Prix mensuel des logements au Canada, en glissement annuel**



Source : ceicdata.com | CEIC Data

## Situation des actifs à risque au Canada

Les actions bancaires continuent de pâtir des inquiétudes concernant la vitalité du secteur de l'immobilier, qui se traduit par une [hausse des provisions pour pertes sur créances et minent la croissance des bénéfices](#). Les fiducies de placement immobilier qui évoluent dans le secteur du logement se ressentent fortement de l'augmentation des coûts de financement, mais aussi du ralentissement de l'activité liée à l'habitation. Le secteur énergétique affiche pour sa part un rendement supérieur, notamment en raison de la hausse mondiale des prix de l'énergie.

**FIGURE 6**  
**Stagnation des rendements à la TSX**



## Dollar canadien

Ces derniers mois, la valeur du dollar canadien est demeurée relativement faible par rapport au dollar américain, ce qui est attribuable à la vigueur de ce dernier, dont il a été question précédemment. Par rapport au Canada, les États-Unis affichent un [ratio plus faible entre l'endettement des ménages et le produit intérieur brut](#), un élément particulièrement important pour les perspectives du marché des changes alors que s'amorcent les derniers stades du cycle de resserrement. Cette situation peut être problématique pour la Banque du Canada, car une baisse du dollar canadien viendrait lui compliquer encore plus la tâche alors qu'elle tente de ramener sans accroc l'inflation à sa cible de 2 %.

**FIGURE 7****Le dollar canadien est relativement faible**

# La décision de la Banque du Canada

Il est probable que la Banque du Canada maintiendra son taux à un jour le 25 octobre, tout en poursuivant sa politique de réduction du bilan et en signalant aux marchés qu'elle demeure prête à reprendre les hausses si la conjoncture le justifie. Malgré la persistance de l'inflation globale, l'inflation fondamentale affiche une nette tendance de ralentissement, ce qui réconfortera certainement la Banque du Canada.

L'activité économique ralentit elle aussi, comme le montre la dernière enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, qui faisait état d'une nouvelle détérioration au troisième trimestre. Les entreprises continuent d'entrevoir une baisse des ventes assortie d'une atténuation de la pénurie de main-d'œuvre, et s'attendent à ce que le resserrement du crédit vienne grever leurs résultats. Les tendances du marché mondial des titres à revenu fixe ont aussi entraîné un rehaussement des rendements dans la partie des échéances à long terme de la courbe, ce qui nuira encore davantage à l'accès au crédit. Dans ce contexte, la Banque du Canada peut continuer de laisser les taux d'intérêt déjà restrictifs faire leur œuvre, ceux-ci rabaisant en douceur la demande et l'inflation.

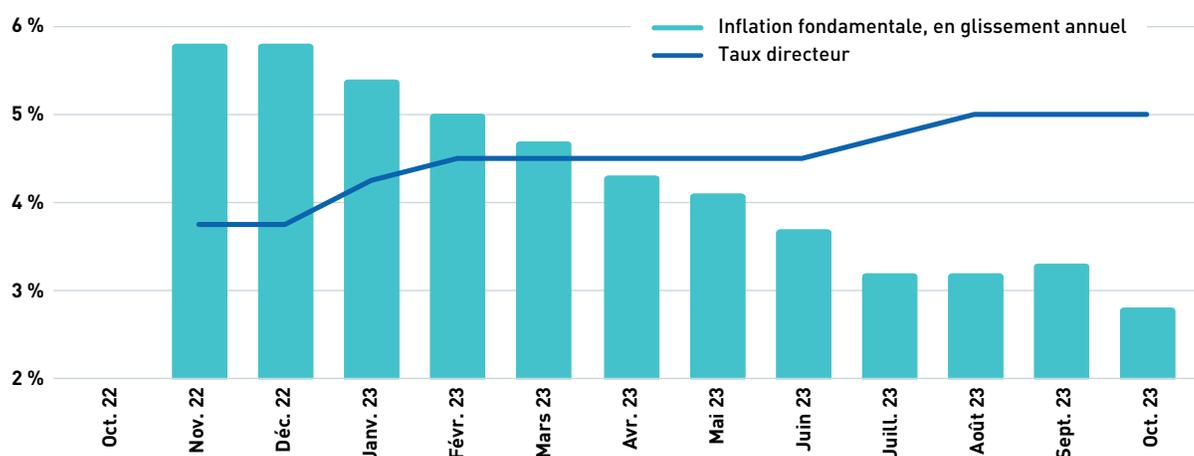
**FIGURE 8****L'indicateur de l'enquête sur les perspectives des entreprises continue de se détériorer**

# Implications pour la courbe des contrats à terme sur le taux CORRA et des contrats CGB<sup>MC</sup>

La Banque du Canada étant déterminée à ramener prudemment l'inflation autour de sa fourchette cible, elle a établi une politique monétaire suffisamment restrictive qui agit comme contrepoids à l'égard des secteurs cycliques de l'économie et de l'inflation. Par conséquent, du point de vue de la valeur absolue, on remarque l'attrait du segment des échéances à court terme de la courbe des taux canadiens (accessible au moyen du strip des quatre premières échéances du contrat à terme sur le taux CORRA ou du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGB)). L'inflation fondamentale se situant à 2,8 %, le rendement d'environ 5 % qu'offre cette partie de la courbe est en effet intéressant du point de vue du rendement réel (voir le graphique ci-dessous). Si la Banque du Canada parvient à atteindre ses objectifs, elle assouplira ensuite sa politique, et dans cette optique aussi il serait logique de vouloir prendre une position acheteur simple dans cette partie de la courbe.

## Échéances à court terme : attrayantes du point de vue du rendement réel

**FIGURE 9**  
**Inflation fondamentale - taux à un jour = taux réel de 3,2 %**

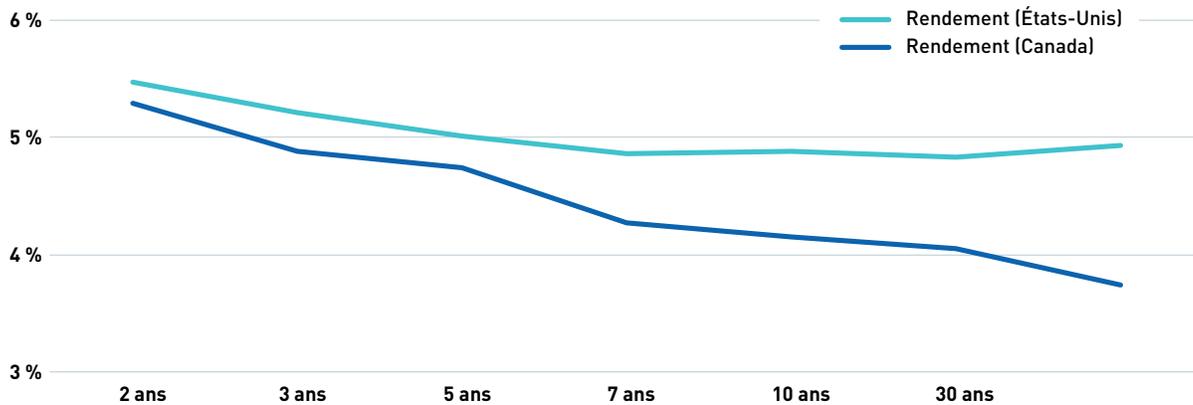


Dans le segment des échéances à long terme, les choses sont par contre moins reluisantes. Partout dans le monde, les inquiétudes quant aux déficits des gouvernements et à la volatilité des prix de l'énergie continuent de faire monter les primes de risque et de les éloigner encore davantage de la courbe, tandis que la publication d'indications prospectives exerce une pression à la hausse arithmétique sur les rendements des obligations à mesure que perdurent les taux à un jour restrictifs. Alors que les marchés continuent de prendre acte de ces facteurs et que l'économie canadienne poursuit son ralentissement naturel, nous prévoyons que la pente du segment 2 ans/10 ans de la courbe des taux canadiens, qui se négocie actuellement à -80 points de base, continuera de s'accroître et atteindra des niveaux plus normaux au regard du passé.

# Segment des échéances à long terme : les prix semblent élevés par rapport aux États-Unis

FIGURE 10

## Valeur relative élevée dans le segment des échéances éloignées du Canada



À l'issue d'une analyse de la valeur du segment des échéances à court terme et des facteurs macroéconomiques touchant le segment des échéances à long terme, on pourrait envisager une stratégie consistant à prendre une position acheteur sur les contrats CGZ (2 ans) et une position vendeur sur les contrats CGB (10 ans), en misant sur la possibilité que la courbe des taux évolue vers la parité.



Mohammad Ali, ancien chef mondial de la négociation de devises et teneur de marché principal pour les produits sur taux d'intérêt à court terme à la Banque Toronto-Dominion, Mohammad Ali possède plus de vingt ans d'expérience en négociation sur les marchés des changes et les marchés des titres à revenu fixe du Canada et d'ailleurs dans le monde. Ses analyses témoignent de sa connaissance pointue des questions macroéconomiques et des fonctions de réaction des banques centrales. Animé par sa passion de l'analyse de la macroéconomie, il a aussi conseillé certains des plus importants gestionnaires d'actifs au monde au sujet de l'exposition aux facteurs macroéconomiques.

## Pour plus d'information

[irderivatives@tmx.com](mailto:irderivatives@tmx.com)

[m-x.ca/canadian-futures](https://m-x.ca/canadian-futures)

© Bourse de Montréal Inc., 2023. Tous droits réservés. Il est interdit de reproduire, de distribuer, de vendre ou de modifier le présent document sans le consentement préalable écrit de Bourse de Montréal Inc. Les renseignements qui figurent dans le présent document sont fournis à titre d'information seulement. Les points de vue, les opinions et les conseils contenus dans le présent document sont uniquement ceux de l'auteur. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans le présent document et ne sont responsables des erreurs ou des omissions que ceux-ci pourraient comporter ni de l'utilisation qui pourrait en être faite. Le présent document ne vise pas à offrir des conseils en placement, en comptabilité ou en fiscalité ni des conseils juridiques, financiers ou autres, et l'on ne doit pas s'en remettre à celui-ci pour de tels conseils. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres inscrits à la Bourse de Montréal, à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX. Le Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent ni ne recommandent les titres mentionnés dans ce document. CGZ, CGB, CRA, Bourse de Montréal et MX sont des marques de commerce de Bourse de Montréal Inc. TMX, le logo de TMX, « The Future is Yours to See. » et « Voir le futur. Réaliser l'avenir. » sont des marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.