

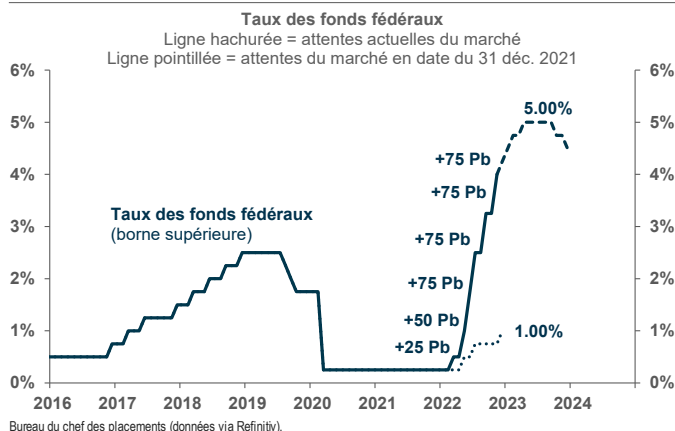
# Rapport stratégique

Bureau du chef des placements | Novembre 2022

## Politique monétaire et hausses de taux : pourquoi, et après ?

L'année 2022 n'aura certainement pas été facile à naviguer pour les investisseurs. En effet, une inflation à son plus haut en 40 ans a pris les banques centrales par surprise, les forçant à rapidement resserrer leur politique monétaire et entraînant une vague de volatilité importante sur les marchés. Au cours des huit derniers mois, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur de 375 Pb et indique que d'autres hausses sont à l'horizon, un resserrement monétaire bien au-delà de ce que les marchés escomptaient en début d'année (**graphique 1**).

### 1 | La Fed enchaîne les hausses de taux



Ainsi, après avoir répété tout au long de l'année dernière son intention de maintenir la politique monétaire en territoire accommodant, voilà que le président de la Fed Jerome Powell ne manque pas une occasion de parler de politique restrictive :

*Les décisions de la Fed ont été guidées par notre mandat de promouvoir le plein emploi et la stabilité des prix [...]. Nous prévoyons maintenir une politique **accommodante** jusqu'à ce que ces objectifs soient atteints.*

- Jerome Powell, président de la Fed  
**28 juillet 2021**

*Nous apportons délibérément notre politique monétaire à un niveau qui sera suffisamment **restrictif** pour ramener l'inflation à 2 %. Pour rétablir la stabilité des prix, il faudra probablement maintenir une politique **restrictive** pendant un certain temps.*

- Jerome Powell, président de la Fed  
**2 novembre 2022**

Mais que veut dire exactement Powell lorsqu'il parle de politique accommodante et de politique restrictive? Et qu'est-ce que cela implique pour l'économie et les marchés? Pour y répondre, nous commençons par la base en revenant sur le mandat de la banque centrale. Ensuite, nous abordons le concept de taux neutre, un élément fondamental pour la conduite de la politique monétaire. Et finalement, nous concluons avec quelques faits historiques sur le comportement de l'économie et des marchés selon le niveau du taux directeur.

### Quel est l'objectif de la Fed?

En substance, le rôle des banques centrales est de mettre en place les conditions nécessaires pour permettre à l'économie d'opérer à son plein potentiel. Concrètement, pour la Réserve fédérale, cet objectif se traduit par un double mandat : maintenir la stabilité des prix et promouvoir le plein emploi<sup>1</sup>. Pour atteindre cet objectif, la banque centrale ajuste l'orientation de sa politique monétaire (accommodante/neutre/restrictive) à l'aide de son outil principal, le taux directeur.

<sup>1</sup> La Réserve fédérale juge qu'un taux d'inflation annuel de 2 % est cohérent avec son mandat de stabilité des prix, alors que le plein emploi est défini comme étant le niveau d'emploi le plus élevé que l'économie peut soutenir à travers le temps. Pour plus d'informations :

[The Fed and the Dual Mandate](#), Réserve fédérale de St.-Louis (en anglais seulement).

Dit simplement, lorsque l'inflation est trop faible et que le chômage est trop élevé, la banque centrale adopte une politique monétaire accommodante dans le but de stimuler l'économie. À l'inverse, lorsque l'inflation et le marché du travail sont trop forts, elle adopte plutôt une politique monétaire restrictive afin de ralentir l'activité économique. Enfin, lorsque l'inflation est à la cible et que le marché du travail est en plein emploi, elle adopte une politique monétaire neutre. Ainsi, la conduite de la politique monétaire est un exercice d'équilibre constant.

Mais comment les banques centrales déterminent-elles l'orientation de leur politique monétaire? À partir de quel niveau du taux directeur la politique passe-t-elle d'accommodante à restrictive et vice-versa? Le concept de « taux d'intérêt neutre » permet de répondre à ces questions.

## Le taux d'intérêt neutre

En théorie, le taux neutre est le niveau d'intérêt qui ne stimule pas l'activité économique et l'inflation, mais qui ne les restreint pas non plus. Autrement dit, le taux neutre devrait ainsi être le taux directeur qui prévaut lorsque l'économie est à l'équilibre, c'est-à-dire lorsque l'inflation se situe sur sa cible et que le marché du travail est au plein emploi.

Ainsi, on parle de politique monétaire *accommodante* lorsque le taux directeur est sous le taux neutre, et de politique monétaire *restrictive* lorsque le taux directeur est au-dessus du taux neutre.

En principe, tout cela peut sembler bien simple. En pratique, la réalité est toute autre. Comme le taux neutre n'est pas directement observable, il doit plutôt être estimé, ce qui est loin d'être facile. En fait, il n'existe pas de consensus au sein des économistes sur la façon de mesurer le taux neutre; son estimation est donc un exercice caractérisé par un degré élevé d'incertitude. De manière générale, les estimations du taux neutre peuvent être classées en

deux grandes catégories : 1) les estimations fondées sur des facteurs fondamentaux macroéconomiques et 2) les estimations fondées sur des données de marché.

Sur le plan fondamental, les modèles d'estimé du taux neutre se basent souvent sur des facteurs tels que la croissance de la productivité, la croissance de la main d'œuvre, la demande pour les actifs sans risque, la croissance économique potentielle, et bien d'autres encore. Le modèle Laubach-Williams de la Fed de New York<sup>2</sup> est un des modèles d'estimation du taux neutre les plus suivis, mais la mise à jour de ce dernier a été suspendue jusqu'à nouvel ordre en novembre 2020 en raison de la volatilité du PIB liée à la pandémie. Une bonne alternative à l'estimation du modèle Laubach-Williams est la prévision du taux directeur à long terme partagée chaque trimestre par les responsables de la Réserve fédérale<sup>3</sup> : un bon indicateur de leur estimation du taux neutre. Le principal avantage d'une telle mesure est sa logique économique, bien qu'elle soit sujette à de potentielles révisions à posteriori.

Du côté des marchés, le taux d'un bon du Trésor 5 ans dans 5 ans est quant à lui considéré être un bon estimé du taux neutre. En prenant un taux d'intérêt à terme et sans risque de défaut, on limite les influences plus cycliques sur les taux des marchés en venant plutôt isoler les facteurs structurels derrière le niveau d'intérêt d'équilibre à long terme. Ce faisant, on obtient une mesure ancrée dans la réalité qui n'est pas sujette à révisions, mais qui est toutefois nettement plus volatile (**graphique 2**, page suivante).

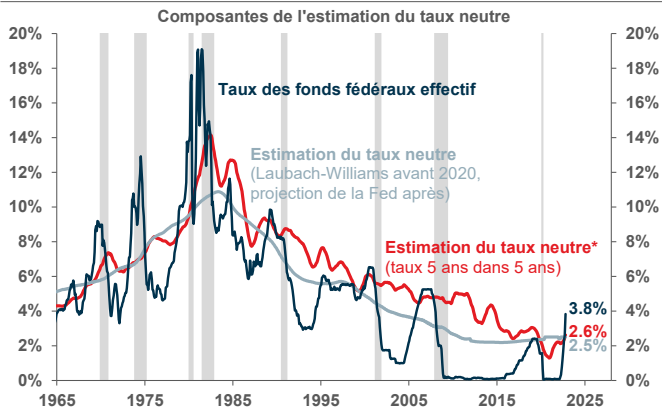
Pour fins d'analyse, comme il n'existe pas de méthode parfaite, nous avons simplement opté pour une moyenne de ces deux mesures, tout en ajoutant un intervalle de +/- 50 Pb dû à l'incertitude

<sup>2</sup> Pour plus de détails, voir [Measuring the Natural Rate of Interest](#) (en anglais seulement).

<sup>3</sup> Voir [September 21, 2022 : FOMC Projections materials](#) (en anglais seulement). Selon cette estimation, le taux neutre serait présentement de 2,5 %.

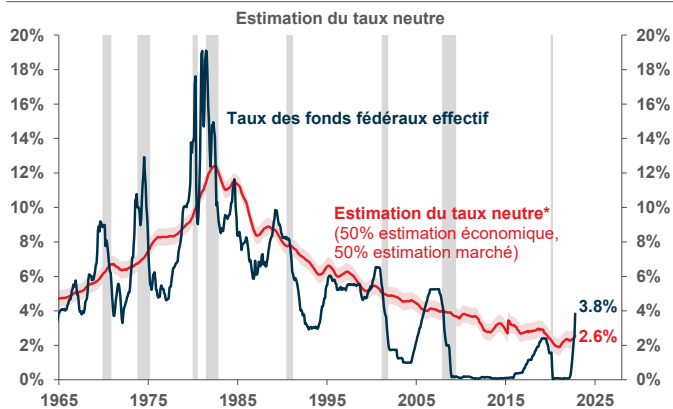
importante entourant cette estimation. Ainsi, selon cette mesure, le taux neutre serait présentement de 2,6 % aux États-Unis et la politique monétaire américaine viendrait donc de passer en territoire restrictif (**graphique 3**).

## 2 | Deux manières d'estimer le taux neutre



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, FRED). \*Moyenne mobile 12-mois.

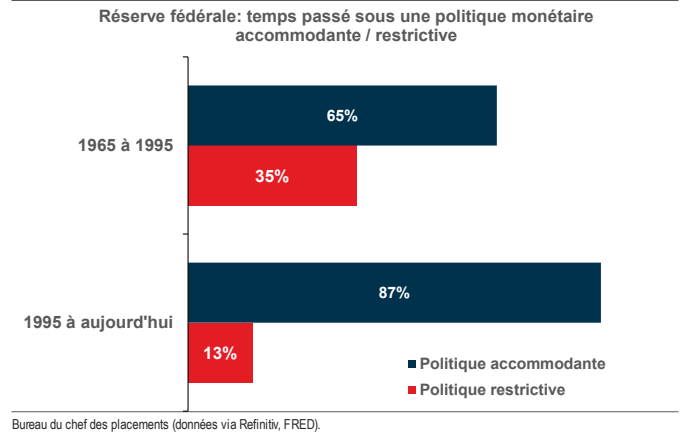
## 3 | Une politique monétaire nouvellement restrictive



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, FRED). \*Estimation économique: modèle Laubach-Williams (avant 2012), projections de la Fed (après 2012). Estimation marché: moyenne mobile 12-mois du taux 5 ans dans 5 ans.

Si les passages en territoire restrictif n'étaient pas si rares entre 1965 et 1995, l'histoire récente en a vu bien peu alors que la politique monétaire américaine s'est avérée accommodante 87 % du temps et restrictive seulement 13 % du temps depuis 1995 (**graphique 4**).

## 4 | Les politiques restrictives ne sont pas courantes

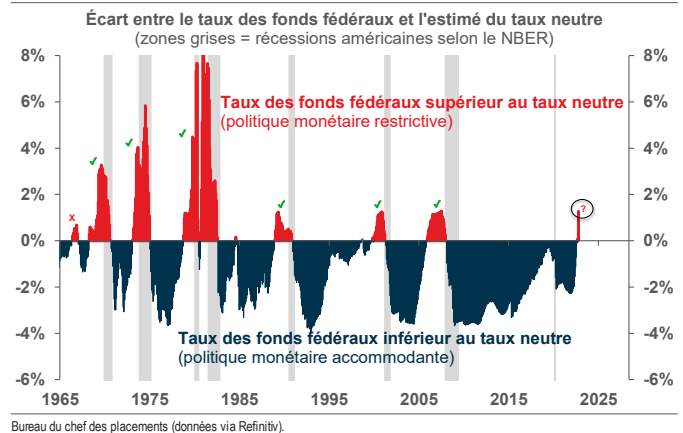


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, FRED).

## Quel impact pour l'économie ?

Force est de constater que lorsque la Fed cherche à ralentir l'économie, cela fonctionne. En effet, il faut remonter à 1966 pour retrouver un cycle restrictif qui n'a pas été suivi d'une récession américaine (**graphique 5**). Par ailleurs, le passage de la politique monétaire en territoire restrictif a précédé sept des huit dernières récessions américaines, la seule exception étant la crise liée à la pandémie de COVID-19.

## 5 | Un indicateur de récession très fiable



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Malgré ces faits historiques éloquentes, on ne peut pas pour autant exclure complètement la possibilité que ce soit différent cette fois-ci. Après tout, le contexte actuel de surchauffe postpandémique caractérisé par un important excès d'épargne et un marché de l'emploi supporté par une démographie

changeante n'a pas de véritable comparable historique. À tout le moins, ces éléments laissent penser que si récession il y a, celle-ci pourrait être relativement modeste, bien qu'un suivi étroit de la situation économique s'impose.

### Quel impact pour les marchés ?

Bien que les circonstances associées à chacun de ces cycles soient uniques et impliquent des différences d'un épisode à l'autre, certaines tendances de marchés ressortent selon l'orientation de la politique monétaire de la Fed (**graphique 6**, page suivante).

Spécifiquement, durant les cycles accommodants - qui ont duré en moyenne un peu plus de cinq ans - le rendement total annualisé moyen du S&P 500 fut de 14,0 %, soit plus du double de celui des bons du Trésor (6,5 %). Ainsi, la prime de risque des actions (le différentiel de rendement entre les actions et les obligations sans risque) s'est avérée fortement positive. De plus, comme l'inflation a eu tendance à être relativement stable et près de la cible en période accommodante (3,1 % en moyenne), les rendements boursiers et obligataires réels furent également positifs.

De l'autre côté, les cycles restrictifs n'ont duré en moyenne que deux ans et ils sont associés à des rendements boursiers moyens plus volatils et beaucoup plus faibles (-0,2 %) que ceux des bons du Trésor (5,5 %), pour une prime de risque des actions largement négative. L'inflation étant beaucoup plus élevée en période restrictive (6,8 % en moyenne), les rendements réels sont négatifs tant du côté des actions que des obligations.

### Conclusion

Au final, le taux neutre demeure une valeur théorique et son estimation est assortie d'un degré élevé d'incertitude. Par exemple, un « vrai » taux neutre plus élevé que 2,6 % suggérerait que la politique monétaire de la Fed n'est peut-être pas aussi restrictive qu'elle en a l'air présentement, laissant présager de meilleures perspectives pour l'économie et les marchés boursiers.

Par ailleurs, il semble que les marchés financiers sont maintenant beaucoup plus anticipatifs que par le passé, chose que le Président de la Fed a même abordé lors de sa plus récente conférence de presse<sup>4</sup>. Dans ce cas, il se pourrait qu'une grande part des effets négatifs du resserrement monétaire aient potentiellement déjà été escomptés par les marchés financiers.

Quoi qu'il en soit, il apparaît évident à écouter la Fed que nous amorçons - ou sommes sur le point d'amorcer - un nouveau cycle de politique monétaire restrictive. Pour les investisseurs, cela implique que la volatilité risque de demeurer élevée et que les rendements réels positifs demeureront probablement plus difficiles à aller chercher, tant qu'un ralentissement marqué de l'inflation ne permettra pas d'envisager un éventuel retour à une politique monétaire neutre, voire accommodante.

**Mikhael Deutsch-Heng,**  
*Associé, stratégie d'investissement*

**Louis Lajoie,**  
*Stratège en investissement*

<sup>4</sup> « Une grande différence aujourd'hui est qu'auparavant, on augmentait le taux des fonds fédéraux, les conditions financières réagissaient et cela affectait l'activité économique et l'inflation. Maintenant, les conditions financières réagissent bien avant... ». Voir la [transcription](#) du discours de Jerome Powell du 2 novembre 2022.

## 6 | Conditions de marché selon l'orientation de la politique monétaire de la Réserve fédérale

### États-Unis: Cycles de politique monétaire accommodante

Début	Fin	Durée (mois)	Rendement total: S&P 500	Rendement total: Trésor 10 ans	Prime de risque des actions	Inflation (IPC)	Rendement total réel: S&P 500	Rendement total réel: Trésor 10 ans
Jan-1965	Apr-1966	15	8.2%	0.8%	7.4%	2.8%	5.4%	-2.0%
Dec-1966	Mar-1968	15	11.0%	-0.5%	11.5%	3.4%	7.6%	-3.8%
Aug-1970	Jan-1973	29	22.6%	9.9%	12.8%	3.7%	18.9%	6.1%
Dec-1974	Sep-1978	45	17.4%	6.1%	11.3%	6.8%	10.5%	-0.7%
Jul-1982	Nov-1988	76	20.0%	15.6%	4.4%	3.4%	16.7%	12.2%
Nov-1990	Aug-1999	105	20.7%	8.8%	11.9%	2.6%	18.1%	6.2%
Mar-2001	Nov-2005	56	2.6%	5.0%	-2.5%	2.5%	0.1%	2.5%
Jan-2008	Sep-2022	176	9.4%	2.4%	7.0%	2.3%	7.1%	0.1%
<b>Moyenne*</b>		<b>65</b>	<b>14.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>10.9%</b>	<b>3.5%</b>

### États-Unis: Cycles de politique monétaire restrictive

Début	Fin	Durée (mois)	Rendement total: S&P 500	Rendement total: Trésor 10 ans	Prime de risque des actions	Inflation (IPC)	Rendement total réel: S&P 500	Rendement total réel: Trésor 10 ans
Apr-1966	Dec-1966	8	-13.4%	4.0%	-17.3%	2.8%	-16.2%	1.2%
Mar-1968	Aug-1970	29	-2.2%	1.1%	-3.3%	5.5%	-7.7%	-4.4%
Jan-1973	Dec-1974	23	-22.8%	3.6%	-26.4%	10.9%	-33.7%	-7.3%
Sep-1978	Jul-1982	46	6.8%	2.9%	3.9%	10.5%	-3.7%	-7.6%
Nov-1988	Nov-1990	24	11.5%	10.9%	0.6%	5.5%	6.1%	5.5%
Aug-1999	Mar-2001	19	-5.8%	11.5%	-17.3%	3.4%	-9.2%	8.1%
Nov-2005	Jan-2008	26	7.0%	7.9%	-0.9%	3.1%	3.9%	4.8%
<b>Moyenne*</b>		<b>25</b>	<b>-0.2%</b>	<b>5.5%</b>	<b>-5.7%</b>	<b>6.8%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-1.3%</b>

Bureau du chef des placements (données via Robert J. Shiller). \*La moyenne des rendements est pondérée selon la longueur des cycles. Tous les rendements sont annualisés.

**Bureau du chef des placements**

CIO-Office@bnc.ca

**Martin Lefebvre**

*Chef des placements*  
martin.lefebvre@bnc.ca

**Louis Lajoie**

*Directeur*  
*Stratégie d'investissement*  
louis.lajoie@bnc.ca

**Simon-Carl Dunberry**

*Directeur*  
*Stratégie de portefeuille*  
simon-carl.dunberry@bnc.ca

**Nicolas Charlton**

*Associé*  
*Stratégie quantitative*  
nicolas.charlton@bnc.ca

**Mikhael Deutsch-Heng**

*Associé*  
*Stratégie d'investissement*  
mikhael.deutschheng@bnc.ca

**Zaid Shoufan**

*Associé*  
*Stratégie de portefeuille*  
zaid.shoufan@bnc.ca

## Général

Le présent document a été élaboré par Banque Nationale Investissements inc. (BNI), filiale en propriété exclusive de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX).

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation. Les points de vue exprimés ne visent pas à prodiguer des conseils de placement ni à faire la promotion de placements en particulier et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Banque Nationale Investissements inc. a pris les moyens nécessaires afin de s'assurer de la qualité et de l'exactitude des informations contenues aux présentes à la date de la publication. Cependant, Banque Nationale Investissements inc. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de cette information et cette communication ne crée aucune obligation légale ou contractuelle pour Banque Nationale Investissements inc.

BNI 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, BNI 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.

Le présent document ne peut être distribué qu'au Canada et qu'aux résidents du Canada que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent document ne s'adresse pas à vous si BNI ou toute société affiliée distribuant le présent document 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 document, vous devriez vous assurer que BNI a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Un placement dans un fonds d'investissement (« Fonds ») peut donner lieu à des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus des Fonds avant de faire un placement. Les titres des Fonds ne sont pas assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts. Les Fonds ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leur rendement passé n'est pas indicatif de leur rendement dans l'avenir.

© 2022 Banque Nationale Investissements inc. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.