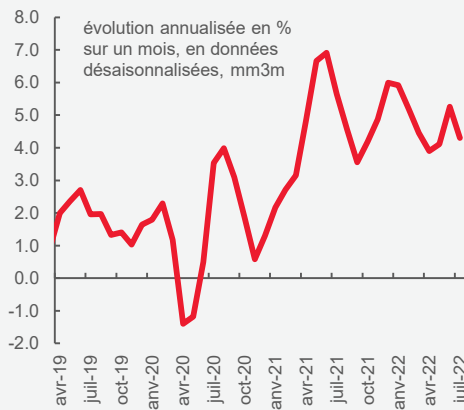


Contributeurs

Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux
416.863.7707
Études économiques de la Banque Scotia
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1

L'inflation fondamentale des DCM aux États-Unis



Powell fidèle à lui-même!

- Les messages de Jerome Powell, président de la Fed, ont largement répondu aux attentes.
- Il s'en est remis aux données pour la taille de la hausse de septembre.
- Il a averti contre un assouplissement prématuré.
- Il a été plus franc sur les coûts de l'économie.
- La ligne de conduite à terme reste la même.

Le président de la Fed, Jerome Powell, a largement répondu à mes attentes dans son allocution (veuillez cliquer sur [ce lien](#)) après les importantes hausses de taux du mois dernier. Or, la réaction des marchés dépend en partie de la catégorie des actifs. Au moment d'écrire ces lignes, le rendement des bons du Trésor américain à 2 ans a gagné à peine 3 ou 4 points de base après son allocution et aurait réagi plus fortement si l'intégration dans les cours boursiers n'avait pas changé dans les dernières semaines. Le rendement à 10 ans s'inscrit à 1 ou 2 points de base environ de moins puisque la courbe s'est aplanie. Le dollar a gagné environ 0,75 % d'après l'indice DXY. Le S&P 500 a perdu à peine moins de 2 % parmi toutes les catégories d'actifs qui espéraient le plus que Jerome Powell se fasse plus conciliant, ce qu'il n'a manifestement pas fait.

Voici ce qu'il faut retenir de son allocution.

La phobie d'un engagement à court terme

Les yeux sont désormais rivés sur le rapport des salaires de vendredi prochain et sur les prochains chiffres de l'IPC. D'autres gouvernants de la Fed donnent une importance énorme aux données à court terme pour éclairer la taille de la prochaine hausse de taux. Le passage suivant de son allocution est essentiel à cet égard :

« La hausse de juillet, qui se situe dans la fourchette cible, représentait la deuxième hausse de 75 points de base dans autant de réunions; j'ai alors déclaré qu'une autre hausse exceptionnellement considérable pourrait être de mise à notre prochaine réunion. Nous en sommes aujourd'hui à mi-chemin dans la période qui sépare les deux réunions. La décision que nous prendrons à la réunion de septembre dépendra de la totalité des statistiques qui nous parviendront et de l'évolution des perspectives. »

Avertissement sur un assouplissement prématuré

Jerome Powell s'est aussi prononcé vigoureusement contre un assouplissement prématuré et a refusé de déclarer victoire contre la flambée de l'inflation. Ce paragraphe reproduit vers la fin de son allocution est essentiel à cet égard :

« Ce qui m'amène à parler de la troisième leçon : nous devons continuer de nous consacrer à ce travail jusqu'à la fin. L'histoire nous apprend que les politiques adoptées pour mater l'inflation auront probablement sur l'emploi un impact plus considérable à terme, puisque la flambée inflationniste se répercute de plus en plus sur la fixation des salaires et des prix. La fructueuse désinflation de Volcker au début des années 1980 s'inscrivait dans la foulée de multiples et vaines tentatives d'abaisser l'inflation sur les 15 années précédentes. Il avait finalement fallu mener pendant une longue période une politique monétaire très restrictive pour mater la flambée de l'inflation et entamer le processus de réduction de l'inflation afin de la ramener à des niveaux faibles et stables, qui étaient courants jusqu'au printemps l'an dernier. Notre objectif est d'éviter ce dénouement en agissant dès maintenant avec détermination. »

Jerome Powell a appuyé cette affirmation dans une section de son allocution qui est résumée en une ligne : « Plus la flambée actuelle de l'inflation se poursuivra, plus grandes sont les probabilités que les attentes vis-à-vis d'une inflation plus forte s'enracinent. » À l'heure actuelle, les craintes de la Fed à cet égard paraissent gérables, et on veut qu'elles le restent, ce qui invite à ne pas baisser la garde et à ne pas basculer trop rapidement dans l'autre sens.

Plus grande franchise sur les incidences pour l'économie

Jerome Powell a été un peu plus franc sur les coûts économiques de ce que la Fed tâche d'accomplir. C'est rafraîchissant. Il n'est pas utile que les observateurs sur le terrain soutiennent que la Fed déraillera de sa trajectoire si elle constate à l'évidence qu'elle casse quelques tasses de porcelaine.

Jerome Powell affirme à juste titre que c'est l'intention de la Fed, comme il se doit. L'objectif consiste à durcir les conditions financières pour se donner une certaine marge de manœuvre et ainsi éviter que les chiffres sur l'activité économique s'emballent, de manière à doucher les pressions inflationnistes.

Voici le passage essentiel à cet égard :

« Il faudra un certain temps pour rétablir la stabilité des prix, ce qui nous obligera à utiliser vigoureusement nos outils pour mieux équilibrer la demande et l'offre. La réduction de l'inflation s'étendra probablement sur une durée prolongée, au cours de laquelle la croissance sera inférieure à la tendance. De surcroît, il y aura très vraisemblablement une certaine détente dans la conjoncture du marché du travail. Si la hausse des taux d'intérêt, le ralentissement de la croissance et l'assouplissement de la conjoncture du marché du travail ont pour effet d'abaisser l'inflation, ils causeront aussi certains maux aux ménages et aux entreprises. Ce sont les coûts malheureux de la réduction de l'inflation. Or, l'impuissance à restaurer la stabilité des prix donnerait lieu à des maux beaucoup plus douloureux. »

Au-delà de l'inflation de juillet : août pourrait rebondir

Jerome Powell a écarté les chiffres inflationnistes amoindris de juillet, dont les baromètres des dépenses de consommation essentielles des ménages ce matin, qui répondaient à mes attentes : j'avais prévu que ces chiffres seraient légèrement inférieurs au consensus, même si les chiffres des revenus et des dépenses ont baissé plus que j'avais pensé. Voici ce qu'il a déclaré directement sur la question : « Si la baisse des chiffres de l'inflation pour juillet est une bonne nouvelle, un gain sur un seul mois est loin d'être suffisant pour ce que le Comité doit constater avant d'avoir bon espoir que l'inflation évolue à la baisse. » Le graphique 1 en explique les raisons. La moyenne mobile sur trois mois de l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages annualisées sur un mois reste confinée dans la fourchette et nettement supérieure à la cible, sans amélioration de la tendance. En outre, il s'agit non pas de l'évolution à court terme de l'inflation, mais plutôt de sa trajectoire à plus long terme.

À cet égard, mon estimation ascendante provisoire des chiffres de l'inflation selon l'IPC d'août en date du 13 septembre s'établit à 0,2 % sur un mois en chiffres désaisonnalisés et fondamentalement à 0,4 % sur un mois, toujours en chiffres désaisonnalisés. Si cette estimation se vérifie, l'inflation annualisée rebondira après juillet et préservera la tendance qui couve pour des taux nettement supérieurs à la cible.

Le marché de l'emploi, trop vigoureux

Jerome Powell a encore plus insisté sur la surchauffe du marché de l'emploi : « ... la demande de travailleurs dépasse substantiellement l'offre de travailleurs disponibles ». À cet égard, il s'est créé depuis le début de l'année 3,25 millions de postes salariés non agricoles, soit environ un million de plus que les attentes consensuelles. Le marché est donc effectivement vigoureux, même si le sondage sur les ménages est moins convaincant, puisque tout son gain s'est réalisé au T1, avant de dégringoler au T2.

Les truismes qui sous-tendent la ligne de conduite à terme

Pour ce qui est du rythme adopté après septembre, M. Powell a simplement répété que « puisque le discours de la politique monétaire continue de se durcir, il sera probablement approprié de ralentir le rythme des hausses ». C'est essentiellement un truisme, puisque plus on se rapproche des restrictions et plus la Fed avance sur cette voie, moins il est probable que les hausses soient démesurées, sans toutefois interdire d'autres petites hausses pour atteindre un pic incertain.

Jerome Powell a évité de parler des estimations du taux directeur neutre et du parcours des taux directeurs à plus long terme, en se contentant de rappeler que les participants actualiseront leurs projections à la réunion de septembre.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de co-chefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.