

# POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

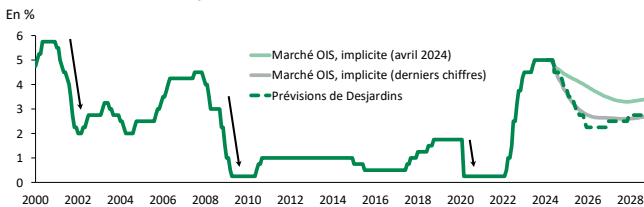
## Banque du Canada : Vers le niveau neutre et (un peu) plus loin encore

Par Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique

**Une prévision jadis qualifiée de « trop accommodante » est maintenant largement acceptée.** La trajectoire implicitement proposée par le marché implique une baisse du taux directeur de la Banque du Canada (BdC) à 3,15 % d'ici le milieu de l'année prochaine. Ces chiffres sont près notre prévision de longue date, soit une réduction considérable des taux en prévision de la vague de renouvellements hypothécaires qui approche (graphique 1). La progression a été plus rapide que prévu, les rendements de 2 ans atteignant notre cible du troisième trimestre deux mois à l'avance. Cela dit, nous croyons toujours qu'il y a encore une certaine marge de manœuvre et que les prochains mois seront déterminants pour savoir si le marché va intégrer pleinement nos prévisions de baisses de taux sous l'estimation du taux neutre de la BdC.

### Graphique 1

**La tarification implicite du marché a convergé vers notre vision de longue date au sujet des réductions de taux**  
Taux directeur de la Banque du Canada



Bloomberg et Desjardins Marchés des capitaux

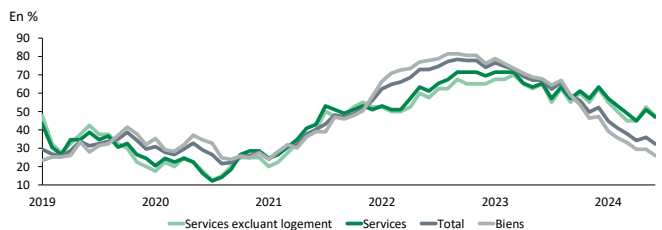
**Maintenant que les décideurs semblent penser, comme nous, que la bataille contre l'inflation est en grande partie gagnée, les banquiers centraux canadiens ne se soucient plus de faire baisser les pressions sur les prix.** La BdC a éliminé toute référence à la série d'indicateurs d'inflation qui auparavant orientaient ses décisions à propos des taux directeurs. Désormais, elle cherche plutôt à équilibrer deux forces

opposées : la faiblesse de l'économie et l'inflation persistante dans certains secteurs précis, comme le logement et les autres services (graphique 2). Il n'y a pas non plus d'indication à savoir si les baisses de taux seront graduelles, ce qui ouvre la porte à des réductions constantes à des dates d'annonces fixes.

### Graphique 2

**La part des composantes de l'IPC dont l'inflation est supérieure à 3 % est toujours élevée pour les services**

Part des composantes de l'IPC avec une croissance des prix supérieure à 3 % par rapport à l'année précédente

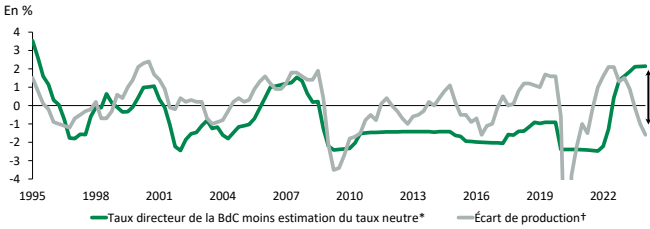


Banque du Canada et Statistique Canada

**Étant donné l'ampleur de la capacité excédentaire actuelle, la BdC devra vraisemblablement réduire les taux sous le niveau neutre (graphique 3 à la page 2).** Cela n'a rien d'étonnant pour ceux et celles qui ont suivi nos travaux exhaustifs sur les renouvellements hypothécaires. Il n'y a pas de recette miracle pour faire disparaître les chocs hypothécaires à venir, mais des baisses de taux peuvent rendre la situation plus facile à gérer pour la plupart des ménages. Par conséquent, nous pensons que la baisse des taux et la pentification de la courbe de rendement ne sont pas terminées.

**Graphique 3**  
La politique monétaire a été très restrictive au T1 comparativement à la capacité excédentaire

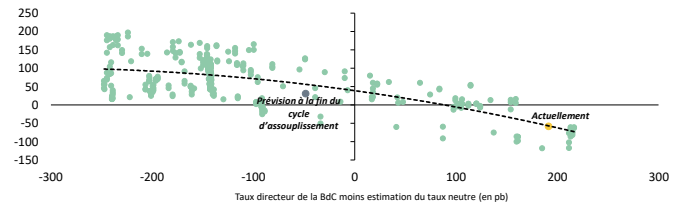
Taux directeur de la Banque du Canada et écart de production



\* Estimation du taux neutre canadien par Desjardins; † Filtre multivarié élargi  
Creux de -11,6 % atteint au T2 2020  
Banque du Canada et Desjardins Marchés des capitaux

**Graphique 5**  
La courbe de rendement devrait s'accroître si la Banque du Canada diminue son taux de 50 points sous le niveau neutre

Écart de taux directeur par rapport à l'estimation du taux neutre et pente de la courbe des obligations fédérales 2 ans et 10 ans

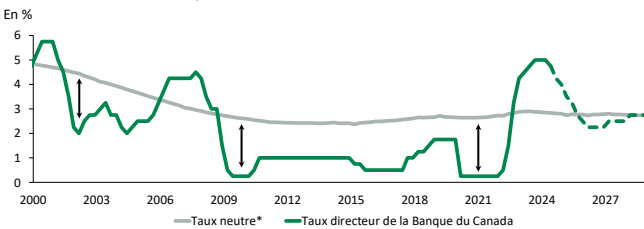


Banque du Canada et Desjardins Marchés des capitaux

Cependant, puisque nous ne prévoyons pas de récession, l'ampleur des interventions sera limitée et le taux directeur ne devrait descendre que jusqu'à 50 pb sous notre estimation du taux neutre (graphique 4). Lors d'une récession, le taux directeur a eu tendance à baisser de 250 à 300 pb sous le niveau neutre. Comme nous croyons toujours que la BdC peut réussir un atterrissage en douceur, nous ne pensons pas qu'une baisse aussi importante des taux sera nécessaire.

**Graphique 4**  
Prévision de Desjardins pour la Banque du Canada : baisse du taux directeur sous l'estimation du taux neutre

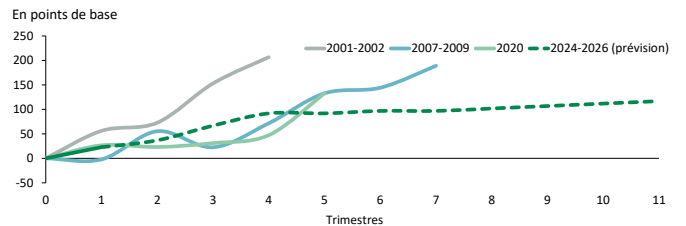
Taux directeur de la Banque du Canada



\* Estimation du taux neutre canadien par Desjardins  
Banque du Canada et Desjardins Marchés des capitaux

**Graphique 6**  
L'accroissement de la courbe sera moins prononcé dans ce cycle

Accentuation de la courbe des obligations fédérales 2 ans et 10 ans après la première baisse de taux du cycle



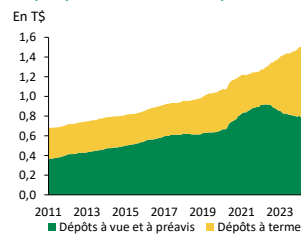
Bloomberg et Desjardins Marchés des capitaux

Le flux des dépôts à terme et des fonds du marché monétaire vers le long terme (graphique 7) limitera aussi la tendance à l'accroissement. Les baisses de taux de la BdC rendront les rendements des titres de créance à court terme moins intéressants, tant en termes absolus que par rapport aux titres de plus longue durée. Au fur et à mesure que les liquidités quitteront la courbe, les primes de terme devraient rester contenues.

L'ampleur de la réduction des taux par rapport à l'estimation du taux neutre a d'importantes répercussions sur la forme de la courbe (graphique 5). Le taux neutre sert de point d'ancrage pour les taux d'intérêt à plus long terme. Donc, si les taux diminuent trop par rapport au niveau neutre, l'accroissement de la courbe sera limitée par rapport aux cycles de réduction précédents (graphique 6).

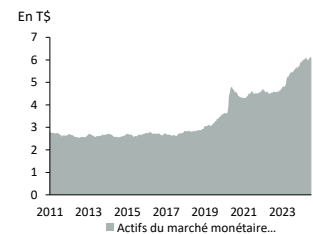
**Graphique 7**  
Les effets en espèces devront être déplacés ailleurs

Dépôts personnels dans des banques canadiennes



Banque du Canada et Desjardins Marchés des capitaux

Actifs du marché monétaire américain



Bloomberg et Desjardins Marchés des capitaux

**Cela dit, l'ampleur de ce cycle d'assouplissement pourrait être plus importante que ce que nous anticipons actuellement en cas de récession nationale ou mondiale.**

Dans l'éventualité d'un ralentissement économique qui s'implante et qui fait boule de neige, les banques centrales devront réduire leurs taux plus vigoureusement que ce qui est prévu dans notre scénario de base. Cela se traduirait par une baisse des taux sur l'ensemble de la courbe, qui serait aussi plus abrupte au gré de la diminution du taux directeur sous le niveau neutre. Pour l'instant, nous croyons que la BdC est sur la bonne voie et qu'elle pourra éviter une récession de justesse, ce qui signifie que nos prévisions de base demeurent le résultat le plus probable, la récession n'étant qu'un risque baissier.