

## Moins conciliants? Certes. Pressés de changer de cap? Non.

Par Taylor Schleich et Warren Lovely

### Communiqué sur les taux

Comme on s’y attendait, le FOMC a voté pour laisser la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée, à 5.25% - 5.50%. C’était la sixième décision consécutive de statu quo, et comme les autres, elle a été prise à l’unanimité. Pendant ce temps, l’ajustement progressif du resserrement quantitatif (RQ) qu’on avait bien laissé filtrer a été annoncé officiellement et commencera le mois prochain. À partir de juin, la Fed réduira ses positions en obligations du Trésor de jusqu’à \$25 milliards par mois (contre \$60 milliards par mois auparavant) et les positions en MBS d’agences d’un maximum de \$35 milliards par mois (inchangé). Les remboursements de capital dépassant le plafond des MBS seront investis en obligations du Trésor.

En ce qui concerne la brève évaluation de la conjoncture économique, le communiqué note que l’économie a continué de prendre de l’expansion à un rythme solide, les augmentations d’emplois sont restées fortes et le taux de chômage est demeuré bas. Sans surprise, il y a eu une modification importante à la caractérisation de l’inflation :

- Le 20 mars : [TRADUCTION] « L’inflation a diminué au cours de l’année écoulée, mais reste élevée. »
- Le 1<sup>er</sup> mai : [TRADUCTION] « L’inflation a diminué au cours de l’année écoulée, mais reste élevée. Ces derniers mois, il n’y a pas eu suffisamment de nouveaux progrès vers l’objectif d’inflation de 2 pour cent du comité. »

Malgré cette inflation demeurée constamment supérieure aux attentes en 2024, la partie prospective du communiqué est restée intouchée, le penchant clair de la Fed étant maintenu :

- [TRADUCTION] « Dans l’évaluation de tout [any, dans le texte] ajustement de la fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux, le comité évaluera attentivement les nouvelles données, les perspectives en évolution et l’équilibre des risques. Le comité ne s’attend pas à ce qu’il soit approprié de réduire la fourchette cible avant d’avoir acquis une plus grande assurance que l’inflation évolue durablement vers les 2 pour cent. »

### Quelques points à retenir de la conférence de presse

Pour aller droit au but, le ton de la conférence de presse était beaucoup moins « faucon » qu’on le craignait (ou que le pensait le marché, si on en juge par ses prix). M. Powell a d’emblée concédé que l’inflation avait été plus élevée qu’attendu, qu’il a moins confiance dans les perspectives d’inflation et qu’il faudra plus de temps pour atteindre le degré d’assurance souhaité pour réduire les taux d’intérêt. La Fed maintiendra la politique en l’état actuel tant que cela sera nécessaire. Cependant, il a aussi fait savoir que le scénario que préconise la Fed est encore bien d’actualité : l’inflation devrait ralentir pendant le reste de l’année à cause d’une politique toujours jugée suffisamment restrictive.

À plusieurs reprises, on a interrogé M. Powell au sujet du potentiel de hausses futures des taux d’intérêt. Il a régulièrement minimisé le risque de ce scénario, le qualifiant « d’improbable ». Au lieu de cela, les principales voies envisagées sont celles d’une réduction des taux et d’un maintien des taux aux niveaux actuels. Le choix entre ces deux voies dépendra bien entendu des données recueillies. Nous relevons que le président de la Fed a souligné que l’inflation n’est pas l’unique facteur que le comité doit prendre en compte. Si un allègement de la pression des prix pouvait le conduire à une réduction des taux, un tassement inattendu de la conjoncture du marché du travail le pourrait aussi. Ce n’est pas la première fois que nous entendons ces propos de sa bouche. Alors que la croissance de l’emploi est restée vigoureuse cette année, M. Powell a souligné que la demande de main-d’œuvre a nettement ralenti selon plusieurs indicateurs (taux de départs volontaires, nouveaux postes à pourvoir, enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs).

### Conclusion

En prévision de la décision, nous n’attendions pas beaucoup de changements du communiqué de presse en dehors de la reconnaissance que l’inflation a été plus forte que prévu dernièrement. De fait, le communiqué a ajouté cette mention. Pendant ce temps, la conservation d’un penchant en faveur d’une réduction dans la partie prospective du communiqué est une indication que le FOMC ne renie pas totalement la thèse d’une inflation qui diminuera graduellement et rendra des réductions de taux appropriées. Dans ce sens, la décision – du moins la composante du communiqué sur les taux – était attendue. Cependant, la grande inconnue de la réunion a toujours été la conférence de presse et le ton qu’allait adopter le président Powell. Et là, son attitude était beaucoup moins « faucon » que beaucoup l’avaient craint. Alors que M. Powell a concédé que les pressions des prix ont été plus fortes que prévu et qu’il y avait plus d’incertitude dans les perspectives d’inflation, il croit toujours que la politique est suffisamment restrictive, ce qui devrait conduire à une diminution de l’inflation pendant le reste de l’année. Par conséquent, il est « improbable » qu’un nouveau resserrement soit approprié. Il est important de noter que le président de la Fed ne perd pas de vue le marché du travail. Étant donné sa sensibilité à cette partie de son mandat, il reste encore beaucoup de potentiel en vue de réductions des taux cette année, si et quand la conjoncture se détériore. Et à la défense de M. Powell, il y a une longue liste d’indices que les conditions sur le marché du travail *fléchissent en effet*, même si le chiffre d’ensemble de l’emploi continue de croître à un rythme robuste. Résultat, nous attendons toujours

des réductions des taux d'intérêt de 50 points de base cette année, des données plus faibles du marché du travail aidant à offrir un catalyseur pour démarrer le processus d'assouplissement.

Enfin, en ce qui concerne la politique du bilan, la Fed a annoncé l'ajustement progressif qu'elle avait clairement laissé entrevoir ces derniers mois. Le nouveau rythme de réduction des positions est un peu plus faible qu'on le prévoyait généralement, mais \$5 milliards par mois de réduction du bilan de moins ne devraient pas avoir d'incidence majeure sur les rendements.

### Le communiqué de la Fed (1<sup>er</sup> mai 2024) :

Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated. In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals have moved toward better balance over the past year. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.

In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent. In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. Beginning in June, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$60 billion to \$25 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at \$35 billion and will reinvest any principal payments in excess of this cap into Treasury securities. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Thomas I. Barkin; Michael S. Barr; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Mary C. Daly; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller.

## Économie et Stratégie

Bureau Montréal  
514 879-2529

**Stéfane Marion**

*Économiste et stratège en chef*  
stefane.marion@bnc.ca

**Kyle Dahms**

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

**Alexandra Ducharme**

*Économiste*  
alexandra.ducharme@bnc.ca

**Matthieu Arseneau**

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Daren King, CFA**

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

**Angelo Katsoras**

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

**Jocelyn Paquet**

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto  
416 869-8598

**Warren Lovely**

*Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public*  
warren.lovely@bnc.ca

**Taylor Schleich**

*Stratège, Taux d'intérêt*  
taylor.schleich@bnc.ca

### Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

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

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

### Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN 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, FBN 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. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

### Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(l) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupérez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

### Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

### Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

### Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.