

L'énigme des banques centrales



Source: Adobe Stock

15 mai 2026

Par l'équipe des titres à revenu fixe de Beutel Goodman

Il y a seulement quelques mois, l'inflation au Canada et aux États Unis semblait se rapprocher progressivement de la cible. Les marchés obligataires devenaient de plus en plus convaincus que les banques centrales disposeraient bientôt d'une marge de manœuvre pour assouplir leur politique, d'autant plus que des signes de tensions apparaissaient dans le crédit privé et que les préoccupations liées à l'intelligence artificielle et à l'incertitude commerciale pesaient sur les perspectives de croissance. Les anticipations de marché reflétaient de plus en plus l'idée que le prochain mouvement des taux directeurs serait à la baisse.

Ce scénario a depuis été remis en cause. L'escalade du conflit au Moyen Orient et les perturbations qui en découlent sur les flux mondiaux d'énergie ont entraîné une forte hausse des prix du pétrole, faisant remonter l'inflation globale loin de la cible et réintroduisant un dilemme bien connu pour les décideurs. Les banques centrales font désormais face à des signaux opposés : la croissance et l'emploi militent pour la patience, tandis que l'inflation appelle à la vigilance. Il en résulte une pause renforcée, dépendante des données, maintenant les taux d'intérêt dans une fourchette relativement stable, avec un biais à la hausse des rendements.

Marchés du travail : fléchissement sans rupture

La dynamique du marché du travail aide à comprendre pourquoi le débat en matière de politique monétaire demeure aussi équilibré. Aux États Unis, la création d'emplois a ralenti et les intentions d'embauche se sont affaiblies, particulièrement dans le secteur manufacturier et les secteurs exposés au commerce. Les enquêtes auprès des entreprises font état d'un faible dynamisme de l'emploi, mais les licenciements demeurent limités. Les demandes initiales de prestations de chômage ont reculé à 189 000 à la fin d'avril, leur plus bas niveau depuis 1969, ce qui souligne que les employeurs hésitent à réduire leurs effectifs même s'ils freinent leurs embauches.

Cela a donné lieu à un marché du travail caractérisé par de faibles embauches et de faibles licenciements. Cette situation découle en partie d'une combinaison inhabituelle de ralentissement de la demande de travail et de diminution de l'offre de travail. Des politiques d'immigration plus restrictives ont réduit la taille de la main d'œuvre disponible au moment même où la demande d'embauche s'essoufflait. La Réserve fédérale a reconnu cet équilibre, notant que, par conséquent, le taux de chômage a peu varié au cours des derniers mois.

Le Canada présente une dynamique similaire. L'emploi a légèrement progressé en mars après d'importantes pertes en début d'année, laissant les pertes d'emplois depuis le début de l'année à près de 95 000. Le taux de chômage est demeuré stable à 6,7 % en mars et n'a que légèrement augmenté depuis le début de l'année, alors que la population active a également diminué en raison de cibles d'immigration plus faibles, surtout pour les résidents non permanents. La composition des pertes d'emplois suggère une fragilité sous-jacente : environ les deux tiers des pertes récentes proviennent de l'emploi à temps plein, tandis que l'emploi à temps partiel a diminué plus modestement. La croissance des salaires, en revanche, s'est accélérée, les salaires horaires moyens ayant progressé de plus de 4,5 % sur

un an, une évolution que la Banque du Canada considère comme un risque si l'inflation liée à l'énergie devait s'étendre.

Dans l'ensemble, les marchés du travail semblent fragiles, mais stables. Cet équilibre délicat pourrait toutefois être facilement compromis.

Inflation : choc énergétique d'abord, transmission plus large ensuite?

Les pressions inflationnistes récentes sont, pour l'instant, largement attribuables à l'énergie. La fermeture effective du détroit d'Ormuz a perturbé une part importante de l'offre mondiale de pétrole, entraînant une forte hausse des prix du pétrole brut et de l'essence. Sur le plan politique, la situation demeure dans l'impasse : un cessez le feu est en place, mais le blocus se poursuit et le détroit reste en grande partie fermé au trafic de pétroliers.

Ce choc s'est déjà répercuté sur l'inflation globale aux États Unis et au Canada. Aux États Unis, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 3,3 % sur un an en mars, en forte hausse par rapport à février, sous l'effet notamment d'une hausse mensuelle de 21 % des prix de l'essence.

Jusqu'à présent, toutefois, les effets de second tour demeurent limités. L'inflation de base n'a augmenté que de 0,2 % sur le mois et de 2,6 % sur un an, ce qui témoigne d'une transmission limitée au-delà de l'énergie. L'inflation des services ne montre pas d'accélération généralisée et les mesures de diffusion indiquent que les pressions sur les prix demeurent concentrées.

La situation est similaire au Canada. L'inflation globale a atteint 2,4 % en mars, contre 1,8 % en février, encore une fois en raison d'une hausse mensuelle marquée de 21 % des prix de l'essence. Certaines catégories sensibles à l'énergie, notamment les tarifs aériens et les aliments achetés en magasin, ont enregistré des hausses notables. Toutefois, la transmission à l'ensemble de l'économie demeure limitée pour l'instant. Les mesures de l'inflation de base, dont l'IPC médian

et l'IPC tronqué, restent légèrement au dessus de la cible de 2 % de la Banque du Canada.

Les courbes à terme de l'énergie se sont déplacées à la hausse, reflétant les attentes selon lesquelles la reconstitution des stocks et la difficulté de réorienter les chaînes d'approvisionnement énergétiques mondiales maintiendront les prix du pétrole élevés plus longtemps, même si les perturbations dans le détroit d'Ormuz se résorbent. Par conséquent, les risques entourant les anticipations d'inflation sont asymétriques, avec un potentiel plus élevé de révision à la hausse qu'à la baisse. Ce risque augmenterait sensiblement si les coûts énergétiques plus élevés commençaient à entraîner des effets de second tour, notamment par le biais du transport et de la distribution. Pour l'instant, les anticipations d'inflation à court terme ont augmenté, tandis que les anticipations à plus long terme demeurent relativement bien ancrées, ce qui suggère que les marchés considèrent ce choc comme temporaire plutôt que structurel.

La question clé pour les décideurs est de savoir si ce choc restera temporaire ou s'il deviendra plus persistant à mesure que la reconstitution des stocks et la transmission plus large des prix s'opèrent.

Incidences pour les marchés : paralysie des politiques et taux en fourchette

Confrontées à une tension entre une politique restrictive pour juguler l'inflation et une politique accommodante pour soutenir la croissance et le marché du travail, les banques centrales ont choisi la patience. La Réserve fédérale a maintenu son taux directeur dans une fourchette de 3,50 % à 3,75 % lors de sa réunion d'avril, mais la décision a mis en évidence des divergences internes marquées. Le vote de 8 contre 4 a été le plus partagé depuis 1992, trois membres s'opposant à un assouplissement futur et un autre plaidant pour une baisse immédiate des taux. Le communiqué a explicitement mentionné la

hausse des prix mondiaux de l'énergie comme source d'inflation et d'incertitude.

La Banque du Canada a adopté une démarche similaire en faisant preuve de patience. Elle a maintenu son taux du financement à un jour à 2,25 %, près de la limite inférieure de la fourchette estimative du taux neutre, indiquant qu'elle pouvait faire abstraction d'un choc énergétique temporaire tant que les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées. Le gouverneur Macklem a toutefois reconnu que des prix du pétrole durablement élevés pourraient nécessiter une réponse différente, notamment si la croissance des salaires et l'inflation de base devaient s'accélérer de nouveau ou si les prix de l'énergie alimentaient des anticipations inflationnistes plus généralisées.

Pour les marchés obligataires, l'implication à court terme est une évolution des taux dans une fourchette relativement stable. La sensibilité aux publications de données économiques s'est accrue, contribuant à la volatilité à court terme. À plus long terme, cette incertitude prolongée pourrait également entraîner une hausse des primes de terme, les investisseurs exigeant une compensation plus élevée pour détenir des obligations à plus longue durée.

Tiraillement : quel mandat l'emportera?

Scénario de base : l'inflation domine à court terme

Notre point de vue actuel est que les risques liés à l'inflation devraient dominer, alors que les marchés du travail se stabilisent et montrent des signes de redressement. Les dépenses des consommateurs demeurent résilientes, particulièrement parmi les ménages à revenu élevé, et cette résilience est renforcée par des facteurs budgétaires favorables aux États Unis et au Canada, bien que selon des échanciers différents.

Aux États Unis, les flux de trésorerie des ménages bénéficient à court terme des remboursements d'impôt saisonniers et du soutien budgétaire en cours, notamment dans le cadre du One Big Beautiful Bill Act, ce qui soutient la consommation dans un contexte de résurgence des pressions inflationnistes. Au Canada, la politique budgétaire devient également plus favorable, mais avec un impact davantage à moyen terme. Le budget « Canada fort » de 2025, axé sur les investissements en infrastructures et les dépenses de défense, devrait soutenir progressivement l'activité à mesure que les projets sont approuvés et que les dépenses sont engagées. Dans l'ensemble, ces facteurs budgétaires alimentent la demande au moment même où l'inflation globale augmente, ce qui réduit la probabilité d'un ralentissement marqué de la croissance et incline l'équilibre des politiques vers une inflation plus persistante.

Au Canada, les taux directeurs se situent près de la limite inférieure du taux neutre estimé, ce qui expose davantage la Banque du Canada en cas d'élargissement des pressions inflationnistes. À l'inverse, la Réserve fédérale dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour maintenir une pause en attendant des indications plus claires sur la persistance de l'inflation et l'évolution du marché du travail. Par conséquent, nous anticipons à court terme un statu quo de nature restrictive, ce qui limite le potentiel de baisse des rendements et maintient un biais légèrement haussier dans un environnement par ailleurs caractérisé par des taux en fourchette.

Un affaiblissement du marché du travail pourrait remettre en cause le scénario


Cela dit, les perspectives demeurent évolutives. Une détérioration marquée du marché du travail ferait rapidement pencher la balance en faveur d'un assouplissement monétaire. Une accélération des pertes d'emplois ou une hausse soutenue du taux de chômage remettrait en question la position actuelle.

Un risque à la baisse pourrait se matérialiser si la hausse des prix de l'essence se comportait davantage comme une taxe sur la consommation. Bien que les ménages aient jusqu'à présent absorbé la hausse des coûts énergétiques, une augmentation prolongée finirait par réduire les dépenses discrétionnaires, particulièrement chez les ménages à revenu faible et moyen. Dans ce contexte, les bénéfices des entreprises pourraient se déplacer vers le secteur de l'énergie, où les gains sont moins susceptibles de se traduire par une augmentation des dépenses d'investissement ou de l'embauche. Ensemble, ces dynamiques pourraient peser sur la consommation et l'emploi global, déclencher une crainte de ralentissement et exercer une pression à la baisse sur l'inflation à moyen terme. Pour l'instant, ce scénario demeure un risque plutôt qu'une réalité.

L'incertitude commerciale représente également un risque important. Au Canada, les tensions commerciales pèsent déjà sur l'investissement et l'activité manufacturière tout en augmentant les coûts pour les secteurs exposés au commerce. L'examen de l'Accord Canada-États Unis-Mexique débutera en juillet 2026, et toute détérioration des négociations ou modification défavorable importante pourrait freiner davantage l'investissement des entreprises et la croissance économique, tout en accentuant les pressions sur les coûts dans les chaînes d'approvisionnement intégrées.

Un autre risque pour les perspectives du marché du travail réside dans l'adoption de l'intelligence artificielle, qui pourrait réduire de façon significative la demande de main d'œuvre. Si les gains de productivité se traduisaient par un ralentissement des embauches, une croissance plus faible des salaires ou des suppressions de postes, notamment dans les secteurs de col blanc, un excédent de main d'œuvre pourrait apparaître plus rapidement que prévu. Il est important de noter que ce risque s'inscrit davantage dans un horizon de plus long terme et représenterait un changement structurel plutôt qu'un choc conjoncturel à court terme.

Conclusion

Face aux forces multiples qui influencent les perspectives d'inflation et de croissance, nous continuons de nous concentrer étroitement sur les données économiques. L'évolution de la diffusion de l'inflation, des anticipations d'inflation et des pertes d'emplois déterminera ultimement quel objectif l'emportera. Nous surveillons de près les signes d'accélération ou de détérioration et demeurons prêts à ajuster nos portefeuilles en conséquence à mesure que cette situation évolue. 

© Beutel, Goodman & Company Ltée, 2026. Le présent document ne peut pas être vendu ou modifié sans le consentement écrit préalable de Beutel, Goodman & Company Ltée. Ces commentaires représentent les points de vue de Beutel, Goodman & Company Ltée à la date indiquée.

Certaines parties du présent rapport peuvent contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs sont des énoncés de nature prédictive, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou y font référence ou qui renferment des termes comme « s'attend

», « prévoit », « a l'intention », « projette », « croit », « estime » et d'autres expressions prospectives semblables. En outre, toute déclaration effectuée au sujet de la performance future, des stratégies ou des perspectives ainsi que d'éventuelles mesures futures constitue également un énoncé prospectif. Les énoncés prospectifs sont fondés sur les attentes et les prévisions actuelles concernant les événements futurs et sont assujettis intrinsèquement, entre autres, à des risques, à des incertitudes et à des hypothèses, de sorte que les événements, les résultats, le rendement ou les perspectives réels pourraient démentir ceux qui sont exprimés ou implicites dans ces énoncés prospectifs ou en différer sensiblement.

Ces risques, incertitudes et hypothèses concernent notamment les facteurs généraux relatifs à l'économie, à la situation politique et au marché, les taux d'intérêt et les taux de change à l'échelle nationale et internationale, les marchés des actions et des capitaux, la concurrence des entreprises, les changements technologiques, les changements dans la réglementation gouvernementale, les procédures judiciaires ou réglementaires imprévues et les événements catastrophiques. Cette liste de facteurs importants n'est pas exhaustive. Veuillez examiner attentivement ces facteurs et d'autres avant de prendre des décisions de placement et ne pas vous fier indûment aux énoncés prospectifs. Beutel Goodman n'a pas l'intention expresse de mettre à jour les énoncés prospectifs, que ce soit en raison de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou d'autres éléments.