

## Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich et Warren Lovely

- Pendant le plus clair du mois écoulé (ou plus), l'évaluation du moment tant attendu d'un pivotement des taux directeurs en Amérique du Nord conduisait inexorablement à constater un pas en avant, deux pas en arrière. C'est-à-dire, en avant pour la BdC, en arrière pour le FOMC, du moins sur la base des prix implicites du marché jusqu'aux plus récentes séances. Pour nous, l'importante révision des positions sur les taux avancée par beaucoup (c.-à-d., impatience de voir une réduction au nord de la frontière, scénario d'incapacité de le faire au sud) nous semblait surfaite. Nous maintenons cette position. Par conséquent, comme les marchés nord-américains des titres à revenu fixe ont été en proie à la volatilité, nous ne modifions pas notre projection de la trajectoire des taux directeurs de la BdC et du FOMC par rapport à notre prévision d'avril.
- Pour être clairs, nous ne contestons pas les réductions de taux au Canada. En vérité, les données récentes nous ont confortés dans l'idée qu'une politique monétaire excessivement restrictive ne sera plus nécessaire bien longtemps. La BdC le reconnaît également, son argument étant que « les données correspondent à ce que nous voulons voir [pour réduire les taux], mais nous voulons voir le mouvement se poursuivre... ». Que voit précisément le Conseil de direction? Un écart de production d'une part, avec un regain économique apparemment moins fort au T1 ouvrant la voie à une croissance ternie au T2. La confiance des consommateurs et des entreprises n'est encore pas rose. Certes, les dépenses publiques pourraient, dans certains secteurs, soutenir une croissance marginale. Nous pensons au basculement vers des politiques budgétaires laxistes ou plus laxistes dans certaines provinces. Au niveau fédéral, cependant, ce qu'Ottawa compte offrir comme nouveaux programmes/investissements, il prévoit le reprendre par une ponction fiscale plus importante. En ce qui concerne l'inflation canadienne, c'est la dynamique qui est déterminante et la plupart sont sans aucun doute encouragés par les chiffres récents. Néanmoins, il pourrait être prudent de tester plus à fond la durabilité de la baisse de l'inflation, ce qui fait de juillet (à notre avis) un horizon plus approprié pour la première réduction des taux par la Fed. Mais tout comme celle de la banque centrale, notre vision de la politique la plus appropriée dépend des données. Et nous attendons des informations précieuses (sur la croissance, les emplois et salaires, l'inflation des prix à la consommation) au cours des prochaines semaines.
- Pour les observateurs de la Fed, la remise en question systématique est monnaie courante. Jusque-là les marchés du travail résilients (du moins avant les statistiques de mai), une série de revers sur le front de l'inflation et des commentaires sélectifs du FOMC ont conduit certains à spéculer que des taux élevés (voire plus élevés) seraient de mise pendant nettement plus longtemps. Bien que frappés par la résurgence de l'inflation, nous n'avons pas pleinement embrassé ce discours rigoriste. Nous considérons une diminution des taux de 50 points de base en 2024 comme possible (c.-à-d., moins que le point médian de mars, mais plus que la baisse escomptée par le marché des swaps indexés sur le taux à un jour). Nous restons du même avis, le président Jerome Powell ayant récemment adopté une posture qui est loin de le classer dans le camp des faucons et un tout nouveau rapport sur l'emploi laissant entrevoir des marchés du travail moins chauffés à blanc. Bien entendu, notre prévision du taux directeur établi par le FOMC – 50 pb de diminution d'ici décembre, suivis de 125 pb de réductions en 2025 – dépend de l'émergence de ressources inutilisées sur le marché du travail et de nouveaux progrès vers la stabilité des prix. Le *Mensuel économique*, publié parallèlement par nos collègues économistes expose plus clairement nos perspectives macroéconomiques pour les États-Unis.
- Tout bien considéré, nous entrevoyons la possibilité d'un accroissement de la divergence entre les taux directeurs de la BdC et du FOMC... dans une certaine mesure du moins. Pour nous, il n'y a pas de ligne magique dans le sable qu'il ne faudrait pas traverser en termes d'écart entre les taux directeurs. Même si vous pensiez qu'il en existait une, elle ne serait probablement pas immédiatement contraignante. Oui, nous reconnaissons les risques d'importation de l'inflation si le dollar canadien devait être plus sérieusement ébranlé par des différentiels de rendement véritablement béants. Mais les caractéristiques fondamentales de croissance et d'inflation militent en faveur de réductions des taux un peu plus précoces au Canada qu'aux États-Unis. À supposer que la croissance américaine trébucher comme nous le prévoyons pour 2025, les taux américains pourraient graduellement converger vers ceux du Canada avant qu'une crise de confiance légitime dans le huard n'éclate.

### États-Unis

Trimestre	Fonds Fed	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
<b>3 mai 2024</b>	<b>5.50</b>	<b>5.41</b>	<b>4.81</b>	<b>4.49</b>	<b>4.50</b>	<b>4.67</b>
T2 2024	5.50	5.30	4.75	4.50	4.45	4.65
T3 2024	5.25	5.05	4.65	4.35	4.40	4.60
T4 2024	5.00	4.75	4.50	4.20	4.25	4.50
T1 2025	4.50	4.25	4.15	4.00	4.10	4.40
T2 2025	4.25	4.05	3.95	3.85	4.00	4.30
T3 2025	4.00	3.80	3.70	3.70	3.95	4.20
T4 2025	3.75	3.55	3.55	3.60	3.90	4.15
T1 2026	3.50	3.35	3.45	3.55	3.85	4.10

### Canada

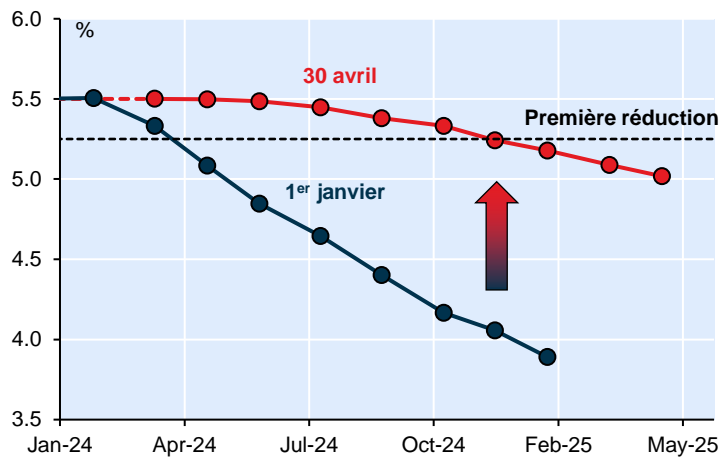
Trimestre	Taux 1 jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
<b>3 mai 2024</b>	<b>5.00</b>	<b>4.93</b>	<b>4.16</b>	<b>3.68</b>	<b>3.65</b>	<b>3.56</b>
T2 2024	5.00	4.80	4.10	3.60	3.60	3.50
T3 2024	4.75	4.45	3.85	3.50	3.50	3.45
T4 2024	4.25	3.95	3.50	3.35	3.35	3.35
T1 2025	3.75	3.45	3.20	3.20	3.25	3.30
T2 2025	3.50	3.25	3.05	3.10	3.20	3.25
T3 2025	3.25	3.05	2.90	3.05	3.15	3.20
T4 2025	3.00	2.85	2.85	3.00	3.10	3.15
T1 2026	2.75	2.70	2.80	2.95	3.05	3.15

### FOMC : Une ligne plus dure, mais pas trop

La réunion du FOMC du 1<sup>er</sup> mai était la première depuis que les responsables de la politique monétaire ont encaissé un troisième revers de suite, les chiffres de l'IPC de janvier, février et mars ayant tous été plus forts qu'attendu. Les marchés des swaps indexés sur le taux à un jour (OIS) avaient déjà intégré les nouvelles données dans leurs prix de même que la réaction présumée de la Fed, décalant la prévision d'une première réduction des taux jusqu'en décembre. Néanmoins, d'aucuns ont spéculé qu'à sa conférence de presse, Jerome Powell pourrait provoquer une nouvelle réévaluation, certains commentateurs laissant même entendre qu'il pourrait soulever le risque d'un *tour de vis additionnel*. Cette crainte était, à notre avis, infondée, comme a fini par le démontrer sa décision.

Avant la réunion du FOMC, les marchés attendaient une première réduction des taux en décembre

Taux cibles implicite des OIS : Début de 2024 et avant la décision de mai



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Taux des swaps indexés sur le taux à un jour (OIS) ajusté pour refléter le concept de la limite supérieure

La décision de la banque centrale était-elle plus inspirée par une attitude « faucon » que la réunion précédente de mars? Absolument. Il le fallait après les données marginales sur l'inflation. D'ailleurs le communiqué actualisé sur les taux pointait explicitement le manque de progrès vers l'objectif d'une inflation de 2 pour cent. Cependant, l'ensemble des communications entourant la décision était beaucoup moins sévère que certains l'avaient craint. M. Powell a indiqué très clairement que la barre à franchir pour justifier une nouvelle hausse des taux était très haute. Au lieu de cela, les deux issues de plus en plus probables restent : (1) le maintien pendant plus longtemps de la politique actuelle et (2) une amorce de détente de la politique. Alors qu'il a volontiers concédé que la probabilité de la première voie était plus grande que jamais, il existe toujours un penchant très net en faveur d'une politique monétaire plus souple, et non pas plus tendue.

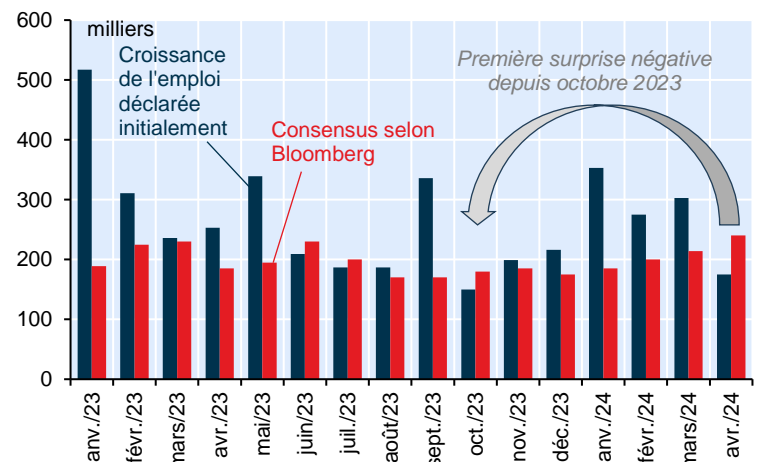
Quelle est la trajectoire vers des réductions des taux? Idéalement – du point de vue de la Fed –, l'économie devrait rester forte et la désinflation devrait reprendre, ce qui est effectivement ce à quoi nous avons assisté au deuxième semestre de 2023. On espère apparemment qu'une telle tournure des événements soit encore possible. L'autre trajectoire passe par une « détérioration inattendue » de la conjoncture sur le marché du travail, expression que le président de la Fed a utilisée pas moins de trois fois, au cours

de la conférence de presse, de son propre chef et en réponse à des questions.

L'attitude moins sévère de M. Powell semblait avoir été prémonitrice après la parution des statistiques d'avril sur le marché du travail. Pour la première fois depuis la fin de 2023, la croissance de l'emploi a surpris à la baisse. Le taux de chômage a officiellement enregistré une augmentation d'un dixième de point et la croissance des salaires a été plus faible que prévu. Certes, 175,000 nouveaux emplois nets, ce n'est pas ce qu'on pourrait appeler une « détérioration inattendue ». Cela reste un rythme de croissance de l'emploi solide. Une légère augmentation du taux de chômage ou une croissance des salaires sur douze mois de 3,9% non plus n'ont rien d'une détérioration inattendue. Mais les données sont moins inquiétantes du point de vue de l'inflation et devraient aider à recentrer les marchés sur le côté du mandat auquel les grands argentiers semblent accorder plus de poids.

Enfin une surprise négative du marché du travail américain

Croissance des effectifs salariés non agricoles déclarée initialement et consensus selon Bloomberg



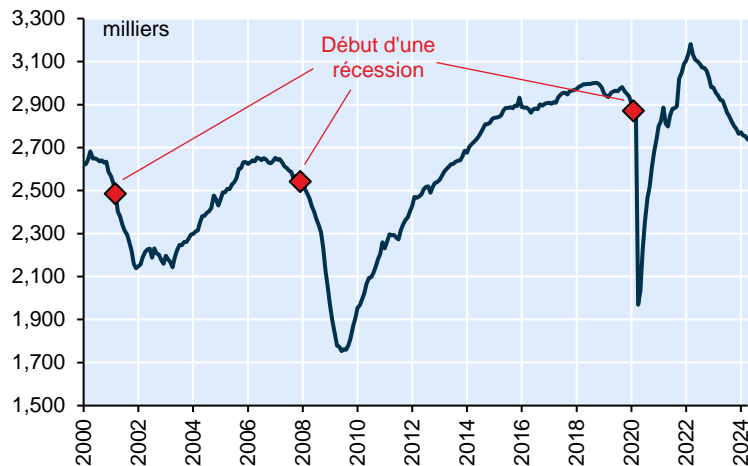
Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les données de novembre ont par la suite été révisées en accord avec les attentes qui faisaient consensus

Comme nous l'avons déjà fait valoir, et comme la conférence de presse de M. Powell l'a traduit clairement, la réaction de la Fed à l'évolution du marché du travail n'est pas symétrique. Sa réaction de faucon à des données plus fortes que prévu est considérablement plus limitée que sa réponse de colombe à des données plus faibles que prévu. En même temps, nous considérons les risques pour la santé du marché du travail comme plutôt orientés à la baisse. Malgré la vigueur/résilience de la croissance des effectifs salariés non agricoles ou les demandes d'indemnités de chômage actuelles, il reste des indices de dégradation de la conjoncture.

Ils sont évidents dans l'enquête auprès des ménages. Malgré un rebond sain en avril, la croissance de l'emploi à plein temps est négative en glissement annuel, ce qui contraste fortement avec ce qu'indique l'enquête auprès des établissements. Le nombre de personnes travaillant à temps partiel pour des raisons économiques a aussi augmenté. Il y a des signes d'un assouplissement prochain de l'enquête auprès des établissements également. L'emploi dans les services de travail temporaire, généralement considéré comme un indicateur économique avancé, a baissé dans 23 des 24 derniers mois.

Les baisses de travail temporaire tendent à précéder une récession

Emploi dans les services de travail temporaire

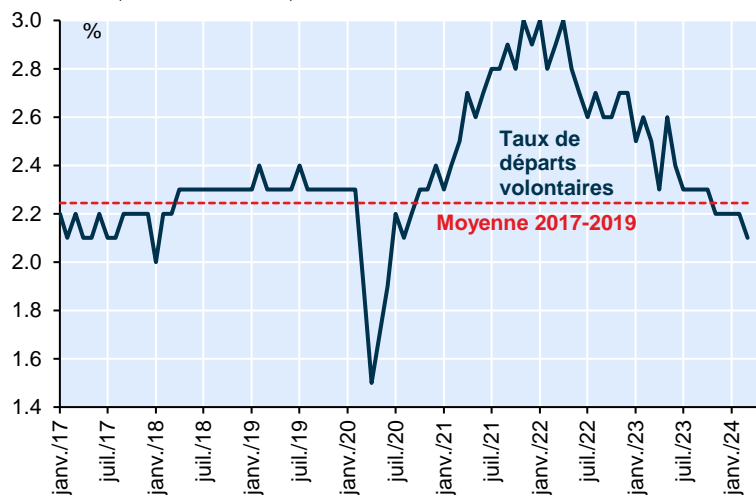


Source : FBN, Bloomberg, NBER

L'enquête JOLTS sur les postes à pourvoir et la rotation de la main-d'œuvre indique une diminution de la demande de main-d'œuvre du côté des employeurs (par la diminution des postes vacants) et moins de changements d'emploi du côté des salariés.

Moins d'Américains quittent volontairement leur emploi

Taux de départs volontaires parmi les salariés américains



Source : FBN, Bloomberg, BLS

D'autres données informelles traduisent la même évaluation. L'enquête sur la confiance des consommateurs du Conference Board indique que les Américains perçoivent une détérioration régulière des perspectives d'emploi. Les indices de diffusion suivis de près (p. ex., l'indice ISM) indiquent que l'emploi dans les services et dans la fabrication se contracte (c.-à-d., se situe sous 50). Enfin, le Livre beige de la Fed elle-même présente aussi un tableau plus sombre que la croissance des effectifs salariés non agricoles :

[TRADUCTION] *L'emploi a augmenté légèrement dans l'ensemble; neuf districts font état d'augmentations très faibles à modestes, et les trois autres districts n'ont signalé aucun changement dans l'emploi. La plupart des districts ont noté des augmentations de l'offre de main-d'œuvre et de la qualité des candidats à des postes. Plusieurs districts ont fait état d'une*

*plus grande fidélisation des effectifs, et d'autres ont noté des réductions de personnel de certaines entreprises ... Bon nombre de districts ont dit que les taux de croissance annuels des salaires étaient récemment revenus à leurs moyennes historiques.*

Si cette liste d'indicateurs en baisse devait s'étendre à des statistiques surveillées de plus près, comme le taux de chômage (ce qui se produira, selon nous), des réductions des taux d'intérêt à court terme reviendraient sur le tapis. Alors qu'il y a toujours un risque que les pressions inflationnistes s'accroissent encore davantage, nous notons que les taux actuels de l'inflation selon l'indicateur PCE d'ensemble (légèrement inférieurs à 3%) ne sont pas incompatibles avec l'amorce du processus d'assouplissement. Pour des réductions plus importantes, il faudra davantage de désinflation, mais le niveau de restriction qu'imposent les taux réels d'aujourd'hui devrait permettre à la Fed de commencer à desserrer la vis.

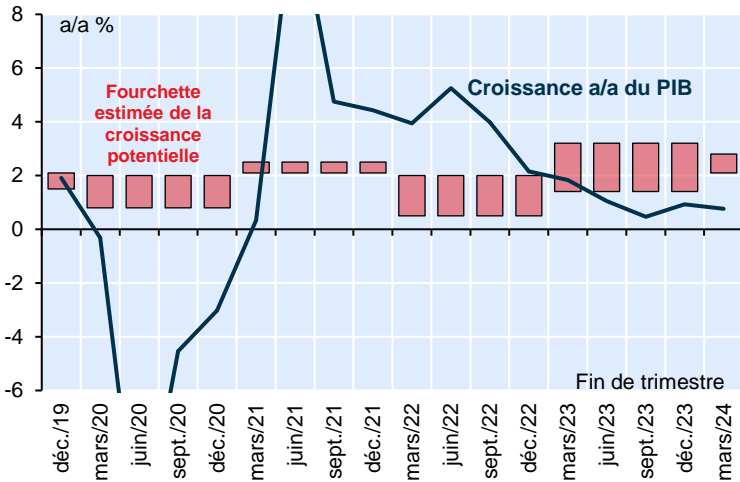
Tout cela pour dire que nous constatons qu'il reste encore une voie vers une amorce de la détente au troisième trimestre. Alors que les marchés se montrent un peu plus sensibles à la thèse de la réduction des taux après la décision de la Fed et le rapport sur l'emploi d'avril, il pourrait y avoir un peu plus de latitude pour une reprise au cours des prochains mois. Par conséquent, nous demeurons optimistes au sujet de la structure des taux américains, en préconisant de profiter de l'accroissement de la pente de la courbe.

**BdC : Une réduction des taux cet été est toujours plausible**

À la décision de la Banque du Canada sur les taux d'intérêt d'avril, les autorités ont estimé que les données récentes « laissent entrevoir un mouvement à la baisse » de l'inflation de base. À l'époque, le Conseil de direction avait reçu deux rapports consécutifs sur l'IPC beaucoup plus faibles que prévu. Avec des mesures de la croissance du PIB encore inférieures au potentiel pendant un certain temps et une perte de vitesse régulière du marché du travail, les données correspondaient à ce que la BdC voulait voir pour être convaincue que l'heure était à la réduction des taux. Elle voulait simplement voir le mouvement se poursuivre pour être certaine que les progrès vers la stabilité des prix va durer.

La croissance du PIB canadien est inférieure au potentiel depuis un certain temps

Croissance a/a du PIB et fourchette estimée par la BdC de la croissance potentielle

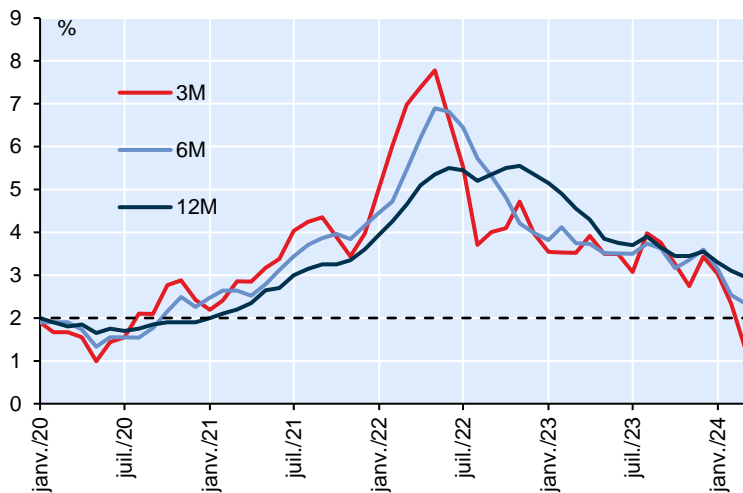


Source : FBN, Statistique Canada, BdC | Nota : Axe des Y tronqué pour exclure les points liés à la COVID. Le T1 est basé sur des données mensuelles/estimations préliminaires.

Quelques semaines plus tard et jusqu'à présent, ces conditions ont persisté. Le rapport sur l'IPC de mars a une fois de plus surpris à la baisse, quoique dans une mesure moindre qu'en janvier et février. Les mesures de l'IPC médian et de l'IPC tronqué surveillées de près ont baissé à tout juste 1.3% sur une base annualisée de 3 mois. Sur les six derniers mois, les pressions sous-jacentes de l'inflation ont progressé à un rythme d'un peu plus de 2% seulement.

### La baisse de l'inflation devient plus nette

Moyenne de l'IPC médian et tronqué : taux sur 3, 6 et 12 mois



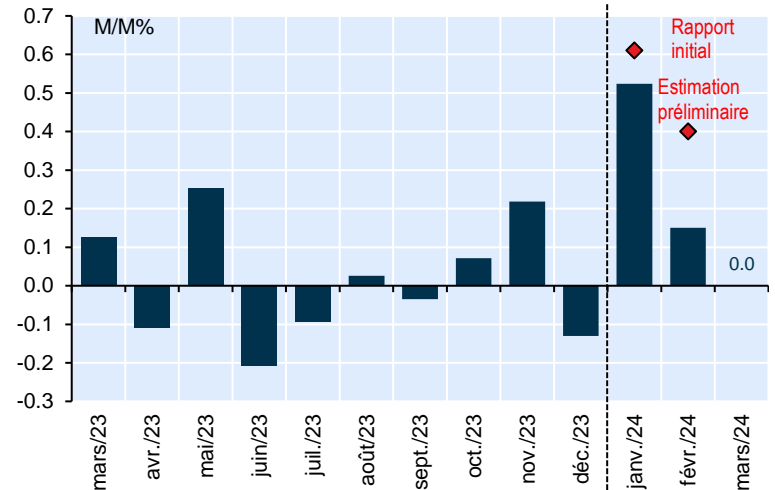
Source : FBN, Statistique Canada | Nota : les mesures sur 3 et 6 mois sont annualisées.

Contrastant avec des tensions inflationnistes plus faibles au T1, les perspectives du PIB se sont améliorées. Les indications préliminaires de la croissance pendant le trimestre étaient solides et le Canada était en passe d'enregistrer une expansion d'environ 3%. Cependant, après des révisions négatives des données de janvier, des résultats inférieurs aux prévisions consensuelles de février et des estimations préliminaires pour le mois de mars peu engageantes, le tableau du T1 semble plus sombre. La croissance du deuxième trimestre s'annonce

aussi en baisse à cause de la perte d'élan prononcée de ces derniers mois.

La vigueur du T1 était exagérée et pourrait être éphémère

Croissance du PIB réel canadien d'un mois à l'autre



Source : FBN, Statistique Canada | Nota : Le mois de mars représente l'estimation préliminaire du dernier rapport sur le PIB

En termes simples, la BdC constate toujours ce qu'elle a besoin de constater. En a-t-elle vu assez pour commencer à assouplir sa politique en juin? À ce stade-ci, nous dirions que « probablement pas », mais nous concéderons que cela pourrait changer après un autre mois d'informations sur l'économie et l'inflation. Une poursuite de l'assouplissement, plutôt que le simple statu quo, pourrait inciter la banque centrale à commencer à réduire les taux le mois prochain. Les prochains rapports sur l'emploi, le PIB et l'IPC éclaireront cette décision. Pour le moment du moins, une première réduction en juillet semble être un pari plus sûr. Voici quelques raisons pour cela.

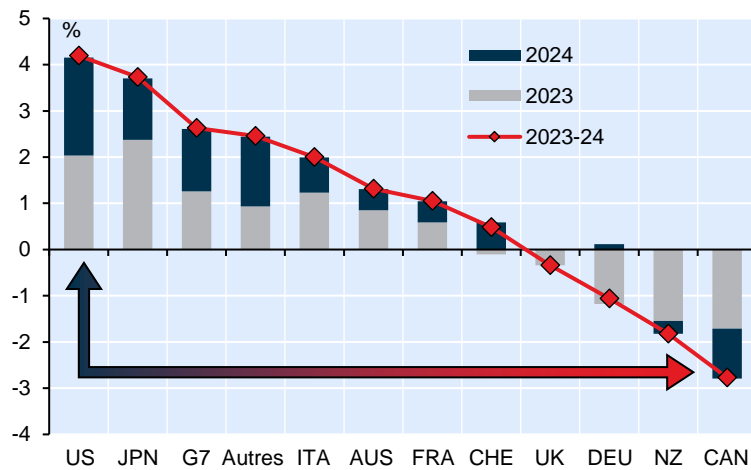
Selon le Résumé des délibérations du Conseil de direction d'avril, certains membres du Conseil ont indiqué que « il y avait moins de risque qu'une politique monétaire restrictive ralentisse l'économie plus que nécessaire pour ramener l'inflation à la cible ». Si tel est le cas, pourquoi ne pas attendre un peu plus longtemps? Il y avait aussi des craintes que la demande économique plus forte au Canada et la croissance robuste aux États-Unis n'engendrent une reprise de l'inflation de base. Certes, le T1 ne semble pas aussi vigoureux qu'il y a un mois, mais il pourrait être suffisamment solide pour entretenir cette appréhension. L'inflation du logement est un autre danger, quoique les autorités aient concédé que cela demeurera un risque *peu importe* quand le cycle d'assouplissement démarrera.

Nous avons aussi appris plus tôt dans le cycle de resserrement que la Banque préfère donner aux Canadiens un signal clair qu'un changement de politique se prépare. On se souviendra que la BdC a renoncé à une hausse entièrement justifiable en janvier 2022, parce qu'elle préférait profiter de la réunion pour annoncer une augmentation des taux à la décision suivante. Bien entendu, une hausse des taux inattendue est plus pénible qu'une réduction inattendue, mais il n'est pas déraisonnable de s'attendre quand même à un signal un peu plus clair de l'imminence d'un assouplissement.

Que le début du cycle d'assouplissement de la politique monétaire soit en juin ou en juillet, il est de plus en plus clair que la Banque du Canada réduira ses taux plus tôt que la Réserve fédérale ou que bon nombre d'autres banques centrales. Cela est-il approprié? Absolument. La croissance économique au Canada (corrigée de la croissance démographique) est plus faible que dans toute autre économie avancée. Le marché du travail s'est détérioré plus vite et de plus que dans la plupart des autres territoires. Mais surtout, la Banque du Canada compose avec une inflation de base plus basse que la plupart des autres banques centrales.

La croissance du PIB canadien par habitant est beaucoup plus faible **qu'ailleurs**

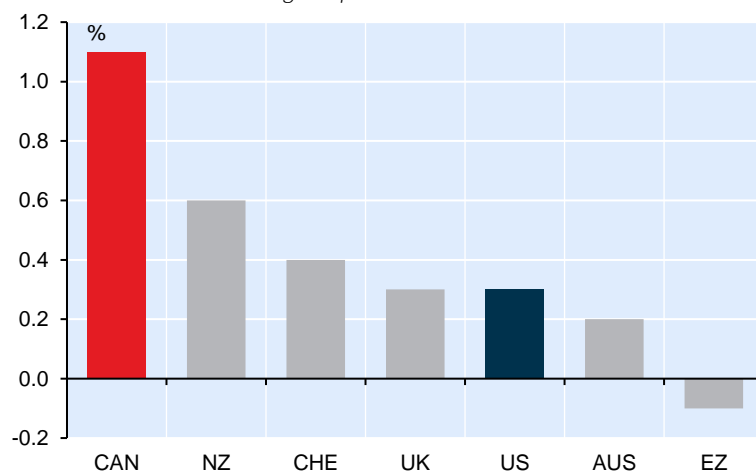
Croissance du PIB par habitant réelle, par pays/groupe de pays : 2023-2024



Source : FBN, FMI | Nota : « Autres » renvoie aux pays avancés ne faisant pas partie du G7 ni de la Zone euro

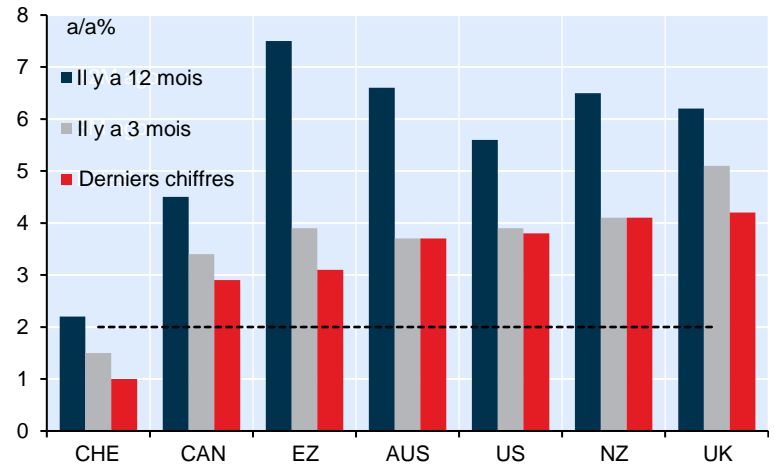
**Au Canada, le taux de chômage croît plus vite qu'ailleurs**

Variation du taux de chômage depuis 12 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Inclut des données jusqu'en mars 2024.

Le Canada a fait plus de progrès **contre l'inflation** de base  
Inflation selon l'IPC de base (hors aliments et énergie) : derniers chiffres, il y a 3 mois et il y a 12 mois



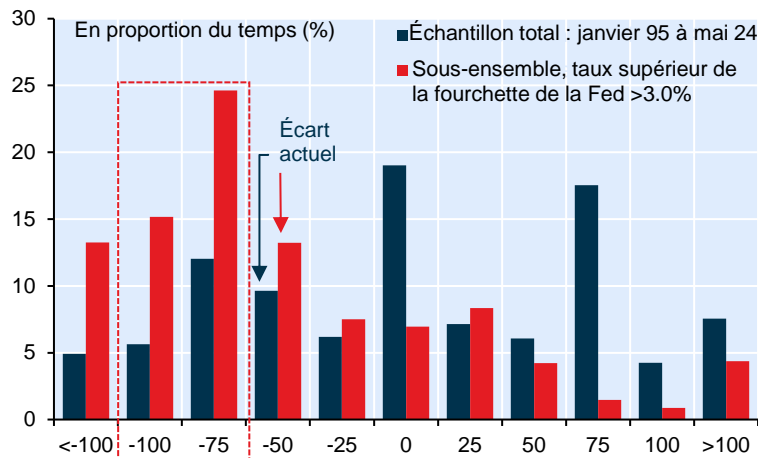
Source : FBN, Bloomberg | Nota : les concepts peuvent varier légèrement (p. ex., sans l'alcool, le tabac)

Sur la base des données fondamentales, un assouplissement de la politique monétaire est ou sera approprié au Canada avant qu'elle le soit dans bien d'autres territoires (notamment aux États-Unis). Cependant, beaucoup diront que la Banque du Canada est d'une certaine façon liée à la Fed. Abaisser les taux d'intérêt avant la banque centrale américaine entraînerait un affaiblissement du huard, ce qui se solderait par une inflation importée qui rendrait l'assouplissement contre-productif. Quel poids accordons-nous à cet argument? Il existe assurément une limite à la divergence de politique monétaire tolérable, mais nous ne pensons pas en être proches pour le moment.

Premièrement, il faut savoir qu'un écart plus important entre les taux directeurs de la BdC et de la Fed (que les 50 pb d'aujourd'hui) n'est pas si rare. Depuis 1995, dans près de 25% des cas la BdC avait fixé son taux directeur à plus de 50 pb en dessous de celui de la Fed. Cette proportion augmente à plus de 50% quand la Fed est restrictive. Alors qu'il y a eu moins de divergence dans la deuxième moitié de cet échantillon de près de 30 ans, cette période a coïncidé avec deux reprises après une récession où les taux étaient à zéro ou proches de zéro dans les deux économies. Ce n'est évidemment plus le cas, ce qui ouvre la porte à une fourchette large ou plus large à l'avenir.

Les différentiels de taux Canada-É.-U. importants ne sont pas rares

Histogramme des différentiels de taux directeur entre la BoC et le FOMC

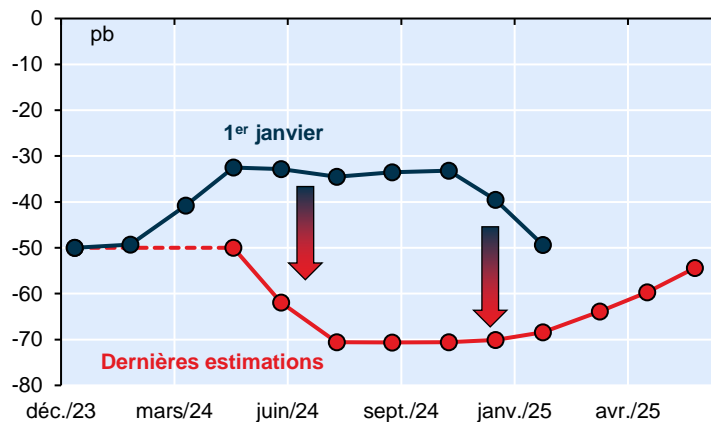


Source : FBN, Bloomberg, BdC, Fed | Nota : L'échantillon total est basé sur >7,650 jours de semaine depuis janvier 1995; le sous-ensemble ne contient que les périodes où le taux supérieur des fonds fédéraux dépassait les 3%

Et qu'en est-il des craintes pour la devise et d'une inflation importée? Nous ne nions pas qu'un dollar canadien plus faible fait monter le prix des produits importés, mais la répercussion sur les prix à la consommation est plus faible qu'on le pense généralement. Les [études de la BdC](#), et le [modèle](#) qui sous-tend les prévisions et l'analyse de la politique de la Banque du Canada, indiquent qu'un choc de 10% pour le CAD n'ajouterait que 25-30 pb à l'IPC de base. Les accès de faiblesse récents du CAD n'ont pas coïncidé avec une inflation démesurée non plus, ni directement ni par rapport aux États-Unis. En outre, les rendements obligataires reflètent aujourd'hui l'attente d'une augmentation *effective* de l'écart entre la BdC et la Fed.

Le marché table déjà sur une BdC plus accommodante

Différentiel de taux directeur implicite selon le marché des OIS au cours des 9 prochaines réunions : dernières estimations et comparativement au 1<sup>er</sup> janvier



Source : FBN, Bloomberg | Nota : É.-U. corrigé des OIS pour refléter la limite supérieure implicite de la fourchette de taux

Toutes choses étant égales par ailleurs, il n'est pas nécessaire que l'assouplissement de la BdC soit *plus* important que celui dont le marché tient compte pour produire un impact de change important.

Existe-t-il un degré de dépréciation que la BdC ne tolérera pas? Probablement, mais pour nous il est beaucoup plus faible que le niveau d'un peu plus de 1.40 que nous projetons. Il est entièrement

raisonnable de penser que le taux directeur de la BdC pourrait descendre à 100 pb sous celui de la Fed sans faire ciller les autorités monétaires. Pour ce que cela vaut, les commentaires récents de Tiff Macklem concordaient dans les grandes lignes avec cette évaluation. S'il a reconnu qu'il y a une limite au degré de divergence tolérable, il a aussi reconnu que nous en sommes encore loin. Nous sommes bien d'accord.

Taux d'intérêt, écarts et taux de change : Niveaux actuels par rapport à ceux d'il y a 3, 6, 9 et 12 mois

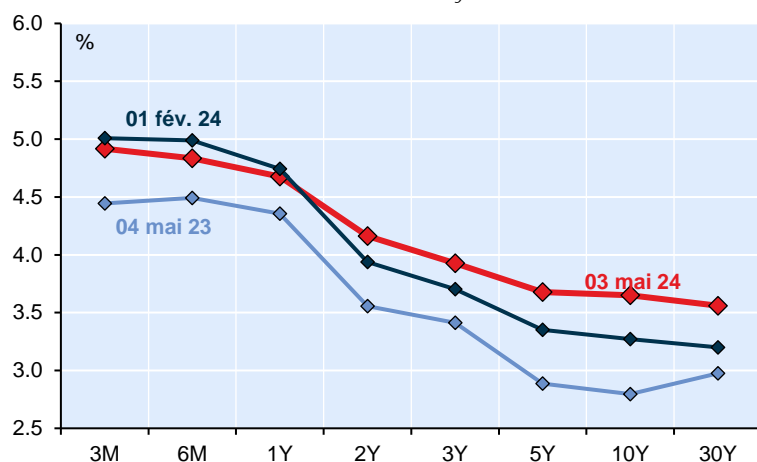
Canada						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
<b>Taux d'intérêt (%)</b>						
<b>3M</b>	<b>4.92</b>	4.99	5.00	5.06	4.43	2.08
<b>1A</b>	<b>4.68</b>	4.73	5.05	5.27	4.34	2.27
<b>2A</b>	<b>4.16</b>	3.94	4.55	4.72	3.56	2.12
<b>3A</b>	<b>3.93</b>	3.70	4.28	4.47	3.41	2.06
<b>5A</b>	<b>3.68</b>	3.35	3.94	4.04	2.89	2.01
<b>10A</b>	<b>3.65</b>	3.27	3.85	3.71	2.79	2.08
<b>30A</b>	<b>3.56</b>	3.20	3.64	3.58	2.97	2.28
<b>Écarts (pb)</b>						
<b>3M-10A</b>	<b>-127</b>	-173	-115	-135	-163	1
<b>2A-10A</b>	<b>-51</b>	-67	-70	-101	-76	-3
<b>5A-10A</b>	<b>-3</b>	-8	-9	-33	-9	7
<b>10A-30A</b>	<b>-9</b>	-7	-21	-13	18	20
<b>Taux de change</b>						
<b>USD/CAD</b>	<b>1.37</b>	1.34	1.37	1.34	1.35	1.32
<b>EUR/CAD</b>	<b>1.47</b>	1.46	1.46	1.46	1.49	1.46

États-Unis						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
<b>Taux d'intérêt (%)</b>						
<b>3M</b>	<b>5.39</b>	5.37	5.43	5.41	5.22	2.16
<b>1A</b>	<b>5.13</b>	4.69	5.38	5.38	4.64	2.25
<b>2A</b>	<b>4.81</b>	4.21	4.99	4.88	3.79	2.19
<b>3A</b>	<b>4.64</b>	3.98	4.78	4.58	3.52	2.17
<b>5A</b>	<b>4.49</b>	3.81	4.64	4.29	3.33	2.21
<b>10A</b>	<b>4.51</b>	3.88	4.66	4.18	3.38	2.39
<b>30A</b>	<b>4.67</b>	4.12	4.80	4.29	3.73	2.78
<b>Écarts (pb)</b>						
<b>3M-10A</b>	<b>-89</b>	-149	-77	-123	-184	23
<b>2A-10A</b>	<b>-30</b>	-32	-33	-71	-41	20
<b>5A-10A</b>	<b>2</b>	7	2	-12	5	18
<b>10A-30A</b>	<b>16</b>	24	14	11	35	39
<b>Taux de change</b>						
<b>CAD/USD</b>	<b>0.73</b>	0.75	0.73	0.75	0.74	0.76
<b>EUR/USD</b>	<b>1.08</b>	1.09	1.06	1.09	1.10	1.11

Source : FBN, Bloomberg | Nota : Valeurs données à intervalles de 3 mois d'aujourd'hui à la date de négociation à 3M, 6M, 9M et 12M antérieure la plus proche

Évolution de la courbe des taux canadienne

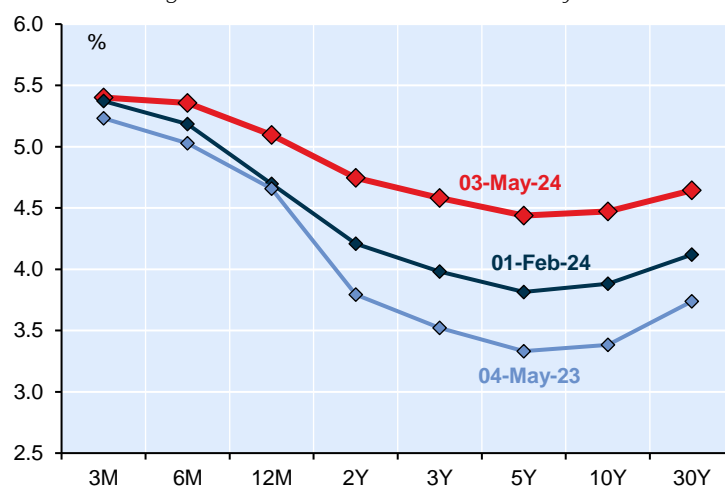
Courbe des Odc de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Évolution de la courbe des taux américaine

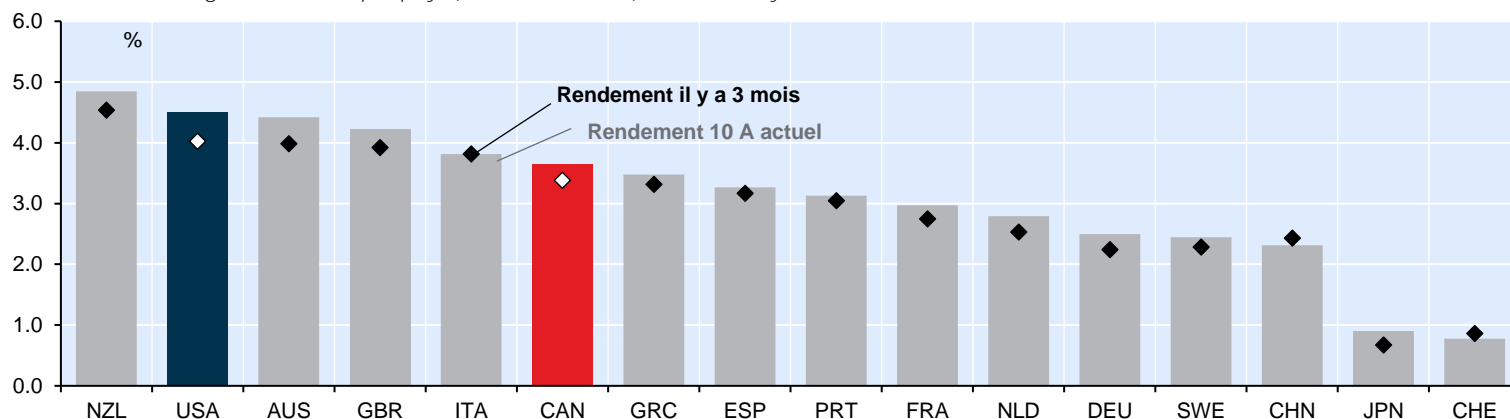
Courbe des obligations UST de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Aperçu du marché obligataire mondial

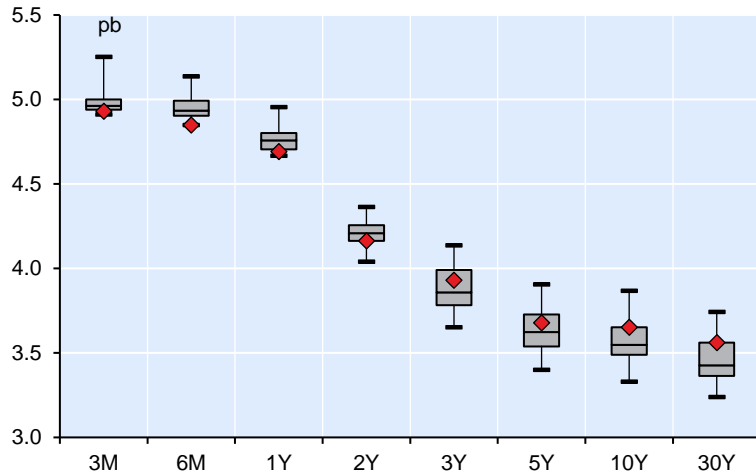
Rendement des obligations de 10 A par pays (ordre décroissant) – Actuel et il y a 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

### Taux d'intérêt de référence du Canada

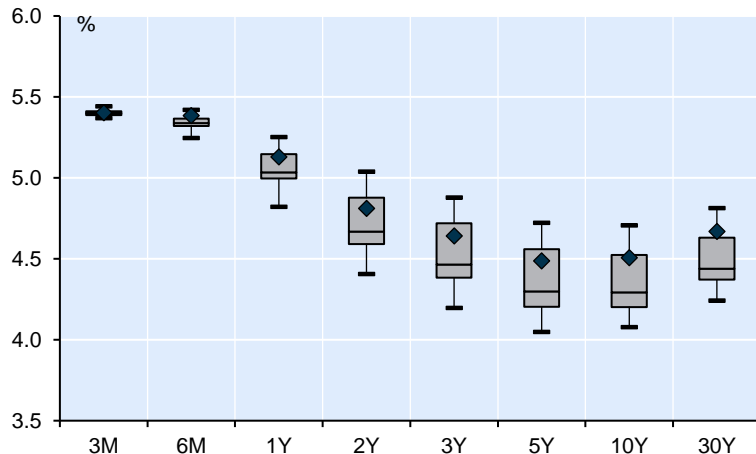
Rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

### Taux d'intérêt de référence des États-Unis

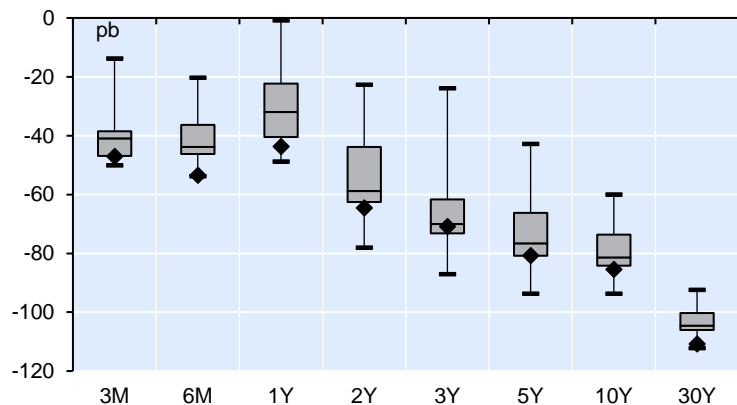
Rendements des obligations UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

### Différentiel de taux d'intérêt Canada – États-Unis

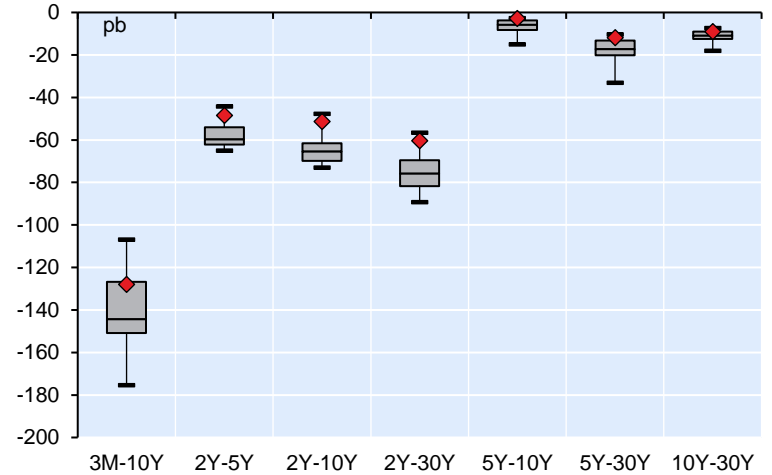
Rendements des OdC moins ceux des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

### Courbes des taux du Canada

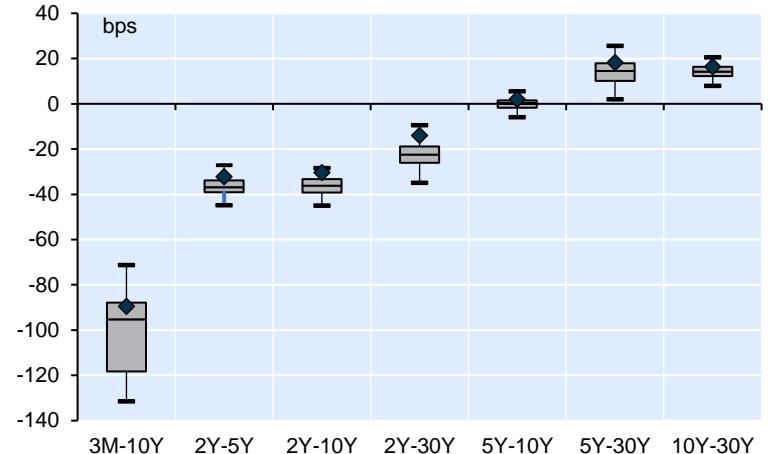
Différentiels des rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

### Courbes des taux des États-Unis

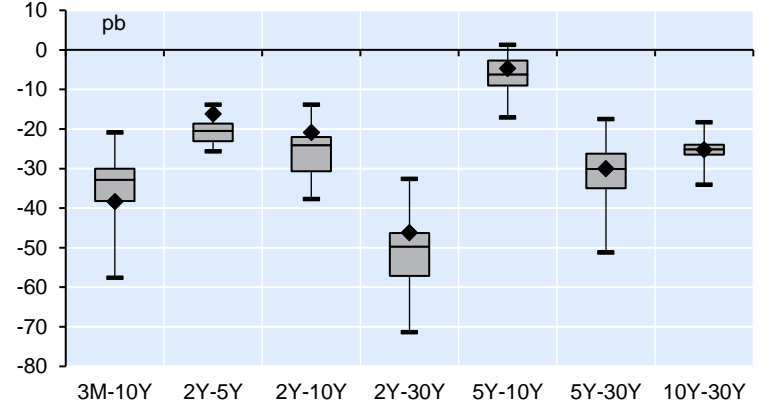
Différentiels des rendements des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

### Courbes Canada – États-Unis

Courbe des rendements des OdC moins ceux des UST : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile



## 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(1) 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 récupériez 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 ce document 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.