

## Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich et Warren Lovely

- Pour la Réserve fédérale américaine, on dirait bien que les « six pas en avant » ont été suivis de « trois pas en arrière », c'est-à-dire que la séquence de plusieurs mois de rapports encourageants sur l'inflation a pris fin, les trois derniers résultats de l'IPC attisant (ou confirmant) les craintes que les pressions sous-jacentes sur les prix n'aient pas encore disparu. La réaction du marché à des données sur l'inflation supérieures aux attentes était totalement prévisible dans son orientation, et substantielle en amplitude. Le coup d'envoi de la phase de réduction du taux directeur par la Fed, très attendue, a été remis à plus tard et son ampleur, révisée à la baisse. Une fois de plus.
- Oubliant les indications prospectives antérieures de la Fed, communiquées sous la forme du « point » médian du mois de mars, les négociateurs d'obligations tablent actuellement sur deux réductions de 25 pb par la Fed en 2024. Il semble plausible que les représentants de la Fed eux-mêmes réévaluent la question de savoir quand le processus d'assouplissement des taux d'intérêt devrait officiellement commencer. Il semble néanmoins utile de rappeler que la plupart continuent d'anticiper une nouvelle vague de ralentissement de l'inflation, qui (si elle se matérialise) plaiderait en faveur d'une politique moins restrictive d'ici la fin de l'année.
- Nonobstant les inquiétudes que nous inspirent depuis longtemps les perspectives économiques américaines, nos propres prévisions sur les taux d'intérêt reflètent les derniers revers sur le front de l'inflation. Pour nous, l'horizon de septembre semble viable pour anticiper la première baisse des taux d'intérêt par le FOMC, avec une deuxième d'un quart de point attendue ensuite au T4, laissant la borne supérieure de la fourchette des taux des fonds fédéraux à 5% à la fin de l'année. À partir de là, une persistance de la croissance inférieure à son potentiel et un assouplissement attendu du marché du travail américain, jusque-là robuste, pourraient paver la voie à des réductions qui ramèneraient le taux directeur à 3.75% à la fin de 2025. Mais là encore, il s'agit d'un démarrage plus lent et d'un rythme plus prudent de réduction du taux directeur que ce que nous anticipions auparavant. Les lecteurs voudront bien nous en excuser de l'impression de déjà vu ici.
- Au-delà du débat sur le taux directeur, la normalisation du bilan reste un point d'intérêt central de la politique monétaire. Comme nous l'avions prévu, la réflexion de la Fed s'enrichit (progressivement) en anticipation d'un ralentissement à venir du rythme de réduction du portefeuille d'obligations. Si la normalisation du bilan a progressé sans difficulté jusque-là, il est clair que le rythme actuel de non-renouvellement des actifs déclencherait une réduction relativement rapide des réserves une fois que les soldes des opérations de pension à un jour se stabiliseront. Compte tenu de l'incertitude considérable autour de ce qui constitue en fin de compte des « réserves abondantes » et des leçons tirées d'un exercice antérieur sur le bilan (2017-2019), une approche prudente est justifiée (opinion visiblement partagée par de nombreux membres du FOMC). Celle-ci pourrait prendre la forme d'un ralentissement du rythme de réduction des actifs vers le milieu de l'année, ce qui pourrait nécessiter une communication adroite si la persistance de l'inflation retardait véritablement les réductions du taux directeur.
- Si des données sur l'inflation supérieures aux attentes compliquent la donne pour la politique monétaire américaine, le ralentissement de l'inflation au nord de la frontière (au moins à l'approche de la publication des données sur l'IPC de mars) donne à anticiper un changement de politique plus imminent par la Banque du Canada. Le Conseil de direction a pris acte des progrès réalisés sur presque tous (voire tous) les éléments qui servaient officieusement de liste de contrôle en vue de la détente. Au-delà du ralentissement de l'inflation (d'ensemble et de base, au niveau de la tendance et de la dynamique), des capacités inutilisées sont apparues dans l'économie. La croissance des salaires a également ralenti, conséquence d'un assouplissement des marchés du travail et d'une hausse du taux de chômage. La baisse des attentes d'inflation et le concept quelque peu nébuleux de « pratiques d'établissement des prix des entreprises » sont également encourageants. Malgré une augmentation à venir des dépenses publiques (la publication du budget fédéral nous en dira plus), la politique budgétaire accommodante ne devrait pas compromettre les réductions de taux d'intérêt. Selon nous, la politique monétaire actuelle s'est montrée suffisamment restrictive.
- Au-delà de l'incertitude géopolitique élevée, la trajectoire à court terme du taux directeur du Canada reste teintée d'incertitude du fait d'une croissance démographique extraordinaire (et de la pression qu'elle exerce sur l'inflation des prix du logement). Plus généralement, nous pensons que la BdC préférera éviter une réédition du printemps 2023, quand les taux d'emprunt ont baissé en raison d'anticipations optimistes de réductions des taux, ce qui a eu pour effet de relancer la demande sensible aux taux d'intérêt et de multiplier les risques de flambée de l'inflation. Globalement, nous anticipons toujours officiellement des baisses de taux de 75 pb par la BdC pour l'année civile 2024, avec un premier relâchement en juillet. Nous admettons toutefois que la banque centrale pourrait opter pour une réduction en juin si les données à venir (notamment l'IPC) étaient suffisamment favorables. Tout comme celles des grands argentiers, nos prévisions de taux restent donc tributaires des nouvelles données.

États-Unis						
Trimestre	Fonds Fed	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
<b>15 avril 2024</b>	5.50	5.41	4.98	4.66	4.62	4.70
T2 2024	5.50	5.30	4.90	4.60	4.55	4.60
T3 2024	5.25	5.05	4.75	4.45	4.45	4.50
T4 2024	5.00	4.75	4.50	4.25	4.30	4.40
T1 2025	4.50	4.25	4.15	3.95	4.10	4.25
T2 2025	4.25	4.05	3.95	3.80	4.00	4.15
T3 2025	4.00	3.80	3.70	3.70	3.95	4.10
T4 2025	3.75	3.55	3.55	3.60	3.90	4.05
T1 2026	3.50	3.35	3.45	3.55	3.85	4.05
Canada						
Trimestre	Taux 1 jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
<b>15 avril 2024</b>	5.00	4.92	4.24	3.78	3.74	3.62
T2 2024	5.00	4.80	4.15	3.70	3.65	3.55
T3 2024	4.75	4.45	3.85	3.55	3.55	3.45
T4 2024	4.25	3.95	3.50	3.35	3.40	3.35
T1 2025	3.75	3.45	3.20	3.15	3.20	3.25
T2 2025	3.50	3.25	3.05	3.05	3.15	3.20
T3 2025	3.25	3.05	2.90	2.95	3.10	3.15
T4 2025	3.00	2.85	2.85	2.90	3.05	3.10
T1 2026	2.75	2.70	2.80	2.90	3.05	3.15

### FOMC : Plus tard, toujours plus tard

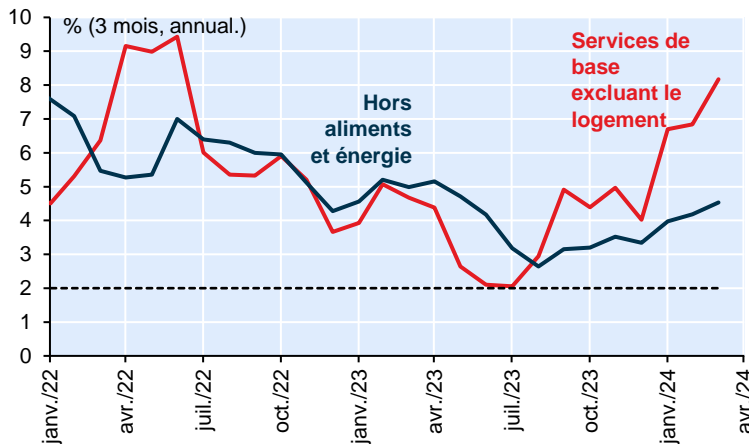
Il y a trois mois, les marchés des swaps indexés sur le taux à un jour tablaient sur un assouplissement de plus de 150 points de base en 2024. Une baisse des taux en mars semblait être le scénario le plus probable. À ce moment-là, l'inflation fondait comme neige au soleil, malgré des taux impressionnants de croissance supérieure au potentiel et un marché du travail toujours très tendu. Tous les responsables de la Fed souhaitaient une poursuite, pendant quelque temps encore, des faibles données de l'inflation. Comme le président Jerome Powell l'expliquait lors d'une conférence de presse à l'issue de la décision sur les taux de janvier :

« Nous souhaitons gagner une plus grande assurance que l'inflation s'oriente durablement vers le taux de 2% [...] Que voulons-nous voir? Nous voulons plus de bonnes données. Pas de meilleures données. Nous voulons que les données positives que nous avons aujourd'hui se poursuivent, et un bon exemple ici est l'inflation. Nous avons six mois de données positives sur l'inflation. La vraie question est de savoir si ces six mois nous envoient un réel signal que l'inflation est vraiment engagée sur une trajectoire durable pour redescendre à 2%. »

Trois mois et trois rapports sur l'IPC plus tard, il semble que nous ayons la réponse à cette question. Et la réponse est non. L'inflation de mars a dépassé les attentes un troisième mois de suite, avec une réaccélération des mesures de l'inflation de base. L'indice des services de base excluant le logement, que les responsables de la Fed avaient qualifié auparavant d'indicateur optimal des pressions sous-jacentes sur les prix, illustre sans doute bien ce point. L'inflation selon cette mesure a crû de plus de 8% en rythme annualisé sur trois mois après être descendue à 2% à l'été dernier.

### 'Supercore', la très mauvaise nouvelle pour la Fed

Mesures de l'inflation sous-jacente aux États-Unis



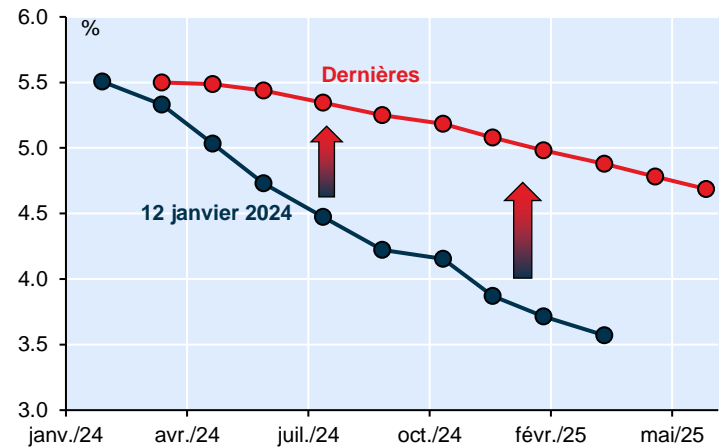
Source : FBN, BLS, Bloomberg

Sans surprise, ces évolutions ont entraîné une révision substantielle des perspectives de la Fed en matière de taux d'intérêt. Les marchés des taux d'intérêt à court terme se demandent maintenant si la Fed procédera même à deux baisses des taux d'ici la fin de l'année. Les prévisionnistes du secteur privé ont également revu leurs projections concernant les taux des fonds fédéraux, anticipant même dans certains cas une seule réduction, voire aucune. Certains ont même spéculé sur un nouveau tour de vis.

Certes, nous sommes d'accord pour dire que les dernières cartes en main justifient le report du cycle d'assouplissement, ce qui devrait aussi se traduire par un assouplissement moindre en 2024. Nous tablons désormais sur une réduction cumulée de 50 pb cette année, contre 75 dans nos prévisions précédentes. Les responsables de la Fed, s'ils avaient pu refaire leur graphique à points de mars, auraient probablement supprimé collectivement une réduction des taux de leurs prévisions. Cependant, nous ne pensons pas que la Fed soit prête à abandonner son opinion, qu'elle maintient de longue date, selon laquelle l'inflation continuera à diminuer progressivement, même avec des soubresauts en cours de route. Les propos tenus par les représentants de la Fed après la publication du rapport sur l'IPC de mars concordaient globalement avec cette position. Bien sûr, une nouvelle accélération des pressions sur les prix pourrait changer la donne, mais selon nos prévisions d'inflation, ou celles de la plupart des prévisionnistes, la Fed sera en mesure de justifier un assouplissement de la politique monétaire.

### Évolution des prévisions sur les taux d'intérêt 3DM

Taux directeur d'après les swaps de taux à un jour : 12 janv. à 12 avril

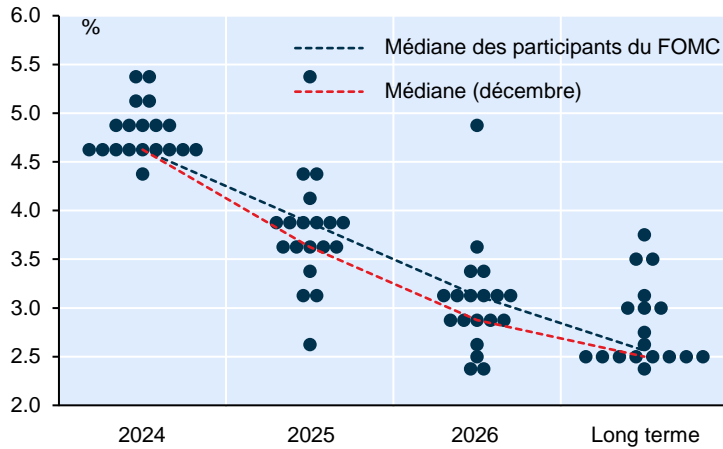


Source : FBN, Bloomberg | Note : le 12 janvier étant le lendemain de la publication du rapport sur l'IPC de décembre

Quelques raisons motivent notre évaluation moins réactive des données récentes. Tout d'abord, l'écart entre l'IPC et l'indicateur PCE est important et devrait le rester. Cela signifie que l'indicateur de l'inflation qui oriente essentiellement la politique monétaire n'est pas très élevé et devrait rester inférieur à 3% jusqu'à la fin de l'année. Deuxièmement, malgré les mesures basées sur le marché qui donnent à croire le contraire, la plupart des responsables de la Fed pensent que le taux neutre se situe encore autour de 2.5%. La Fed pourrait bien se tromper sur ce point, et nous avons tendance à penser que son estimation est trop basse, mais il faudra peut-être des années avant de savoir qui voit juste dans ce débat. À court terme, ce qui compte donc, c'est la façon dont le FOMC voit les choses. Et à ses yeux, le taux directeur réel est actuellement bien supérieur à 2% et le restera même en assouplissant légèrement la politique monétaire cette année. Comme ils vous le diront, c'est *bien* restrictif.

### L'inflation se raffermi, mais la Fed ne change rien

« Graphique à points » du FOMC de mars et projection médiane de décembre



Source : FBN, Bloomberg | Note : le 12 janvier étant le lendemain de la publication du rapport sur l'IPC de décembre

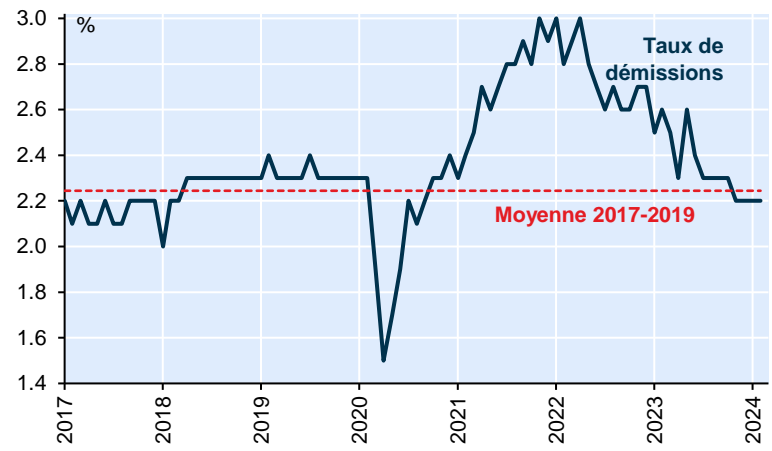
Il y a également l'autre volet du double mandat de la Fed : l'emploi. Bien que la croissance de l'emploi soit restée étonnamment résiliente, nous considérons toujours le marché du travail comme étant en ralentissement, et la tendance devrait se poursuivre. En effet, les données de l'enquête indiquent que les Américains ont de moins en moins confiance dans la capacité de trouver du travail, une observation qui se reflète aussi dans la baisse constante du taux de départs volontaires, maintenant inférieur à avant la pandémie. Les employeurs corroborent cette constatation, comme il ressort du dernier Livre beige de la Fed :

« Globalement, la situation tendue du marché du travail s'est encore assouplie, presque tous les districts faisant état d'une certaine amélioration de la disponibilité de main-d'œuvre et de la fidélisation des employés. Les entreprises estiment qu'il est généralement plus facile de pourvoir des postes vacants et de trouver des candidats qualifiés, même si des difficultés persistent pour attirer des travailleurs pour des postes hautement qualifiés. [...] Les salaires ont continué de croître dans tous les districts, même si plusieurs ont signalé un ralentissement des hausses salariales. Les attentes des employés en termes d'ajustement des rémunérations étaient davantage conformes aux moyennes historiques. »

Selon nous, il n'y a pas de raison de s'attendre à un changement dans cette tendance à un ralentissement des conditions du marché du travail. Si les surprises à la hausse de l'inflation peuvent être évitées à l'avenir, cet aspect du mandat (auquel la Fed est sensible) devrait prendre de plus en plus de place dans l'équation, les risques à ce niveau étant orientés à la baisse. À un horizon prévisionnel plus lointain, nous avons retenu notre prévision de croissance du PIB américain inférieure au consensus. Nous nous attendons toujours à ce que des baisses de taux importantes soient justifiées en 2025 et, de ce fait, nous sommes généralement haussiers pour les obligations souveraines à ces niveaux.

### Le marché du travail s'assouplit malgré la solide croissance de l'emploi

Taux de départs volontaires (proportion des employés américains qui ont quitté leur emploi)



Source : FBN, Bloomberg, BLS

### La BdC touche au but

Tout semble se mettre en place au Canada. C'est le message qui ressort en effet de la réunion d'avril de la Banque du Canada. Les grands argentiers entrevoient des signes que la dynamique de l'inflation s'essouffle et ils ont souligné qu'un certain nombre d'autres indicateurs clés - la croissance des salaires, les attentes en matière d'inflation et les plans des entreprises en matière de tarification - sont également en perte de vitesse. Il serait sans doute prématuré de crier victoire dans la lutte contre l'inflation, mais les responsables de la politique monétaire ont raison de faire preuve d'un optimisme prudent. Cet optimisme marginal a entraîné un changement de ton notable dans les débats sur la politique monétaire. Voici la position du Conseil de direction lors de la décision précédente, d'après le résumé des délibérations de mars :

« Dans leurs discussions, les membres ont réaffirmé être d'avis qu'il était encore trop tôt pour penser à baisser le taux directeur. Les données récentes sur l'inflation semblaient indiquer que la politique monétaire fonctionnait essentiellement comme prévu. Ils s'attendaient néanmoins à ce que la progression de l'inflation soit graduelle et inégale, et des risques à la hausse demeuraient. »

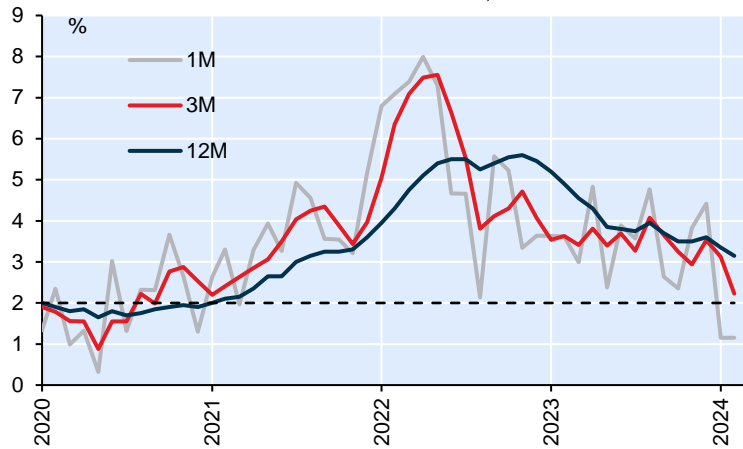
Un mois plus tard, voici la déclaration de M. Macklem en préambule de sa conférence de presse postérieure à la décision :

« La plupart des gens veulent surtout savoir quand nous diminuerons le taux directeur. Que faudra-t-il pour nous convaincre qu'il est temps de réduire le taux? Pour résumer, les données correspondent à ce que nous voulons voir, mais nous voulons voir le mouvement se poursuivre pour être certains que les progrès vers la stabilité des prix vont durer. »

L'heure est clairement aux débats sur les baisses de taux. Cela, naturellement, a alimenté les rumeurs que la BdC commencerait son cycle de réduction dès le mois de juin. Si Macklem a reconnu que cela faisait partie du « domaine du possible », il a pris soin de ne donner aucune indication temporelle. Ce sont plutôt les données entrantes qui orienteront la décision de juin.

### Enfin, une tendance à la baisse de l'inflation de base

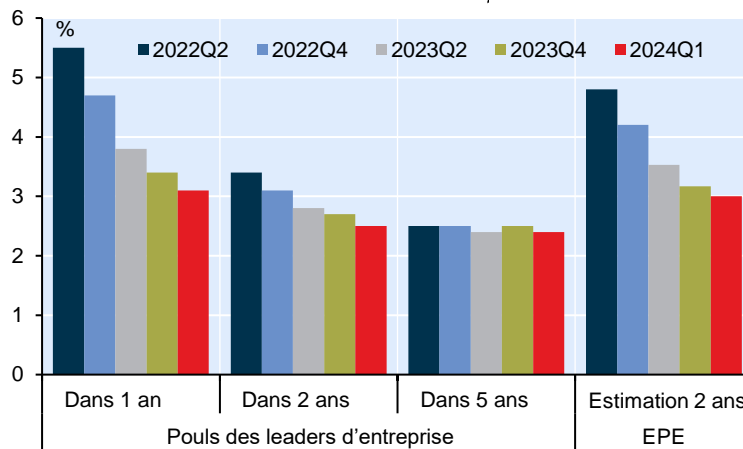
Élan de l'inflation de base sur divers horizons temporels



Source : FBN, Bloomberg, Statistique Canada

### Des progrès, sans conteste, mais les attentes d'inflation sont encore un peu élevées...

Élan de l'inflation de base sur divers horizons temporels



Source : FBN, Bloomberg, BdC

Nous convenons qu'une réduction lors de la prochaine réunion est une possibilité très réelle (à ce stade, tout est envisageable), mais nous maintenons toutefois notre pronostic d'un début d'assouplissement en juillet. Un mois supplémentaire offre une certaine marge de manœuvre si les prochaines données sur l'inflation devaient révéler une réaccélération peu après deux erreurs de prévisions *notables*. À tout le moins, une forte augmentation des prix de l'essence signifie qu'il ne faudra pas s'attendre à un répit à court terme au titre de l'inflation d'ensemble. En outre, nous savons que la croissance du PIB au T1 sera robuste et ne donnera sans doute pas à la banque centrale de nouveaux arguments en faveur de réductions à court terme.

Que la BdC commence à réduire ses taux en juin ou en juillet, deux choses sont désormais claires. D'abord, l'inflation et l'économie en général au Canada n'offrent pas le même tableau qu'aux États-Unis, ce qui devrait permettre à la Banque du Canada de commencer à réduire plus tôt, et relativement plus rapidement que la Fed. Ensuite, les perspectives de croissance plus robustes que nous avons évoquées plus haut signifient que le rythme des réductions sera plus mesuré que ce à quoi nous nous attendions précédemment. On peut se demander si les prévisions pour le Canada constituent un atterrissage en douceur, mais clairement, l'atterrissage plus brutal

que certains craignaient semble moins probable. À cela s'ajoutent les risques persistants de hausse de l'inflation (sur le marché du logement et découlant de l'accélération des dépenses publiques), si bien que le Conseil de direction de la BdC est plus susceptible d'adopter une approche plus mesurée. Comme il ressort de nos dernières prévisions en termes de taux d'intérêt, nous ne nous attendons pas à une politique monétaire neutre avant le début de 2026.

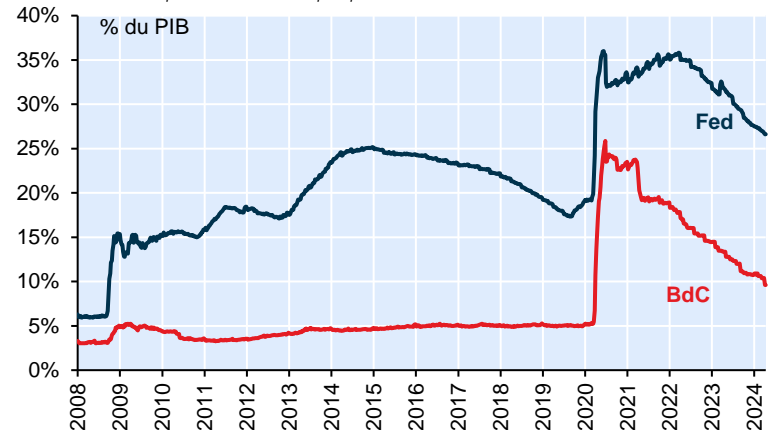
### Deux banques centrales, deux approches du RQ

Cela fait environ deux ans que la Réserve fédérale et la Banque du Canada ont mis en place leurs programmes de resserrement quantitatif (RQ). Bien sûr, les taux ont fait preuve d'une grande volatilité depuis, mais, tout bien considéré, le processus s'est déroulé relativement sans difficulté. Depuis le départ, les deux banques centrales ont suivi deux approches très différentes pour réduire leurs bilans. La Fed a opté pour une stratégie plus mesurée en imposant un plafond aux liquidations d'actifs autorisées chaque mois, ce qui s'est traduit par une réduction lente et progressive des actifs, son bilan étant maintenant en baisse de US\$1,500 milliards, soit 17%, par rapport au pic.

Maintenant, considérons la BdC. Plutôt que de permettre une diminution harmonieuse et graduelle des actifs, la banque centrale a simplement laissé toutes les obligations arrivant à échéance expirer sans les remplacer. Cela a conduit à laisser son actif diminuer de moitié, près des deux tiers de l'augmentation survenue lors de la pandémie ayant été résorbés. On pourrait penser qu'ayant adopté tôt une stratégie de RQ plus énergique et ayant réalisé des progrès aussi importants, ce devrait être la BdC qui marquera le pas en premier. Mais c'est tout le contraire en fait. Au lieu de cela, la Fed adoptera une approche encore plus mesurée, tandis que pour la BdC, c'est encore « en avant toute ».

### La BdC a fait plus de progrès dans l'ajustement du bilan

Actif de la banque centrale en proportion du PIB



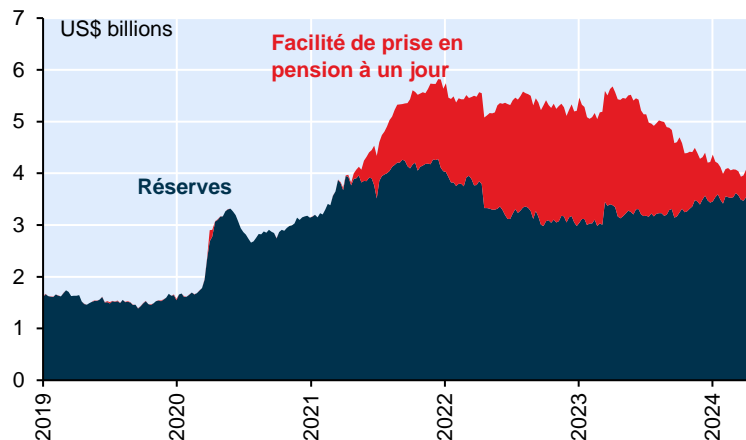
Source : FBN, Bloomberg, BdC, FRB

Lors de la dernière décision de la Fed, Jerome Powell a consacré un peu de temps à expliquer les perspectives concernant le bilan : « Le sentiment général du comité est qu'il sera approprié de ralentir le rythme de retrait des obligations très prochainement ». Mais le président de la Fed n'a pas manqué de souligner que cela ne signifiait pas que le bilan finirait par se stabiliser à un niveau plus élevé. En fait, il a fait valoir qu'en réduisant le bilan plus graduellement, le FOMC pourrait l'abaisser à un niveau même plus bas. Comment? Cet approche réduit le risque de turbulences, chocs, problèmes de liquidité (comme lors de l'épisode de perturbation du marché des

opérations de pension de septembre 2019) qui pourrait autrement forcer le FOMC à s'arrêter de manière précoce. Résultat, on peut s'attendre à ce que la Fed annonce une réduction du rythme de réduction de son bilan d'ici le milieu de l'année. On notera que cela tomberait à un moment où la facilité de prise en pension de la Fed se rapproche d'un solde nul. Alors qu'on pourrait naturellement penser que la réduction marginale du bilan est fonction de ce qu'il reste dans cette facilité, nous faisons remarquer que les réserves dans le système bancaire demeurent très élevées. De fait, c'est la baisse des soldes des prises en pension qui a maintenu des réserves globales élevées (et en hausse). Si le niveau de l'état stable des soldes de réserve peut se discuter, il est probablement bien en dessous des niveaux actuels qui sont à plus du double de leur niveau d'avant la COVID. À moins d'autres chocs importants, il restera encore beaucoup de marge pour réduire le bilan.

Le niveau des opérations de pension est peut-être bas, mais les réserves restent élevées

*Passifs choisis de la Réserve fédérale*



Source : FBN, Bloomberg, FRB

Au Canada, les pressions du marché des opérations de pension au début de l'année ont conduit beaucoup d'investisseurs à spéculer sur le fait que le RQ était terminé et que la BdC serait forcée de mettre fin à son programme (ou du moins de le réduire graduellement) de manière imminente. Bien que cela ait nécessité des injections temporaires de liquidités et la reprise des adjudications du receveur général, les pressions ont nettement baissé ces derniers mois. La Banque du Canada n'a pas manqué de souligner que le « RQ n'est pas un déterminant principal » de ces pressions. Au lieu de cela, elle considère cela comme un résultat de la prise de positions longues amplifiées sur des obligations gouvernementales par anticipation d'importantes réductions des taux en 2024. Quand les paris sur des réductions des taux ont diminué, la pression à la hausse sur le taux CORRA a aussi baissé.

Étant donné cette évaluation, les responsables de la politique monétaire ont doublé la mise sur le calendrier de RQ qu'ils avaient fixé initialement au printemps dernier. C'est-à-dire que l'état stable des soldes de règlement (analogues aux réserves) se situe entre CA\$20 milliards et CA\$60 milliards. D'après les estimations de la Banque, ce niveau ne sera pas atteint avant le début de 2025, ce qui laisse beaucoup de temps pour poursuivre le RQ. Si nous sommes d'accord avec l'estimation du calendrier pour atteindre cette fourchette, nous ne sommes pas convaincus de sa cible ou du fait que le marché canadien des opérations de pension soit à l'abri d'une résurgence cette année de problèmes antérieurs. Soulignons qu'une

enquête antérieure auprès des participants du système de paiement laissait penser que la demande des soldes de règlement se situerait entre \$55 milliards et \$85 milliards, aux estimations officielles de la BdC ou au-dessus. Pour nous par conséquent, il reste un risque que le RQ doive prendre fin plus tôt que la BdC le prévoit. Nous surveillerons le marché des opérations de pension de près pour éclairer cette prévision.

Enfin, si vous espériez qu'une stabilisation à terme du bilan conduise la BdC à revenir sur le marché des obligations du Canada (pour aider à financer un programme d'emprunt de grande ampleur), vous pourriez être déçu. Les responsables de la politique monétaire ont fait savoir qu'une fois que le RQ s'arrête, il y aura une « période de transition de plusieurs années » où elle commencera par faire le plein d'instruments du marché monétaire (c.-à-d., opérations de pension à terme et bons du Trésor). Les achats d'obligations ne suivront que bien plus tard. En attendant, les investisseurs devront financer seuls les déficits élevés du gouvernement, des éclaircissements sur ce point devant suivre bientôt.

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

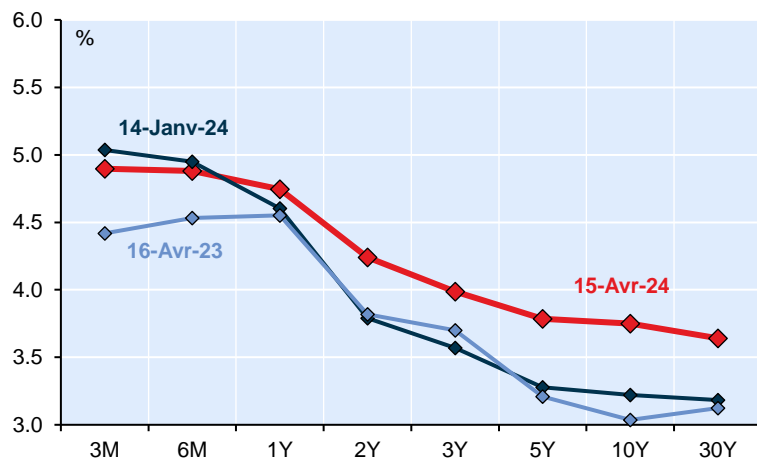
Canada						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
<b>Taux d'intérêt (%)</b>						
<b>3M</b>	<b>4.90</b>	5.02	5.15	4.97	4.41	2.04
<b>1A</b>	<b>4.75</b>	4.59	5.28	5.17	4.54	2.24
<b>2A</b>	<b>4.25</b>	3.79	4.85	4.64	3.82	2.09
<b>3A</b>	<b>3.99</b>	3.57	4.57	4.30	3.70	2.04
<b>5A</b>	<b>3.79</b>	3.28	4.20	3.77	3.21	1.99
<b>10A</b>	<b>3.76</b>	3.22	3.97	3.37	3.03	2.06
<b>30A</b>	<b>3.64</b>	3.18	3.70	3.23	3.12	2.27
<b>Écarts (pb)</b>						
<b>3M-10A</b>	<b>-114</b>	-180	-118	-161	-137	2
<b>2A-10A</b>	<b>-49</b>	-57	-88	-128	-78	-3
<b>5A-10A</b>	<b>-4</b>	-6	-23	-40	-17	7
<b>10A-30A</b>	<b>-11</b>	-4	-27	-14	9	20
<b>Taux de change</b>						
<b>USD/CAD</b>	<b>1.38</b>	1.34	1.37	1.32	1.34	1.32
<b>EUR/CAD</b>	<b>1.46</b>	1.47	1.44	1.48	1.47	1.46

États-Unis						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
<b>Taux d'intérêt (%)</b>						
<b>3M</b>	<b>5.40</b>	5.37	5.49	5.39	5.05	2.12
<b>1A</b>	<b>5.19</b>	4.67	5.40	5.32	4.78	2.22
<b>2A</b>	<b>4.96</b>	4.15	5.06	4.77	4.10	2.16
<b>3A</b>	<b>4.81</b>	3.93	4.82	4.38	3.83	2.15
<b>5A</b>	<b>4.66</b>	3.83	4.64	4.05	3.61	2.18
<b>10A</b>	<b>4.64</b>	3.94	4.61	3.83	3.52	2.37
<b>30A</b>	<b>4.74</b>	4.18	4.75	3.93	3.74	2.76
<b>Écarts (pb)</b>						
<b>3M-10A</b>	<b>-77</b>	-143	-88	-155	-153	24
<b>2A-10A</b>	<b>-32</b>	-20	-44	-94	-59	20
<b>5A-10A</b>	<b>-2</b>	11	-3	-21	-9	18
<b>10A-30A</b>	<b>10</b>	24	14	9	22	39
<b>Taux de change</b>						
<b>CAD/USD</b>	<b>0.73</b>	0.75	0.73	0.76	0.75	0.76
<b>EUR/USD</b>	<b>1.06</b>	1.10	1.05	1.12	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

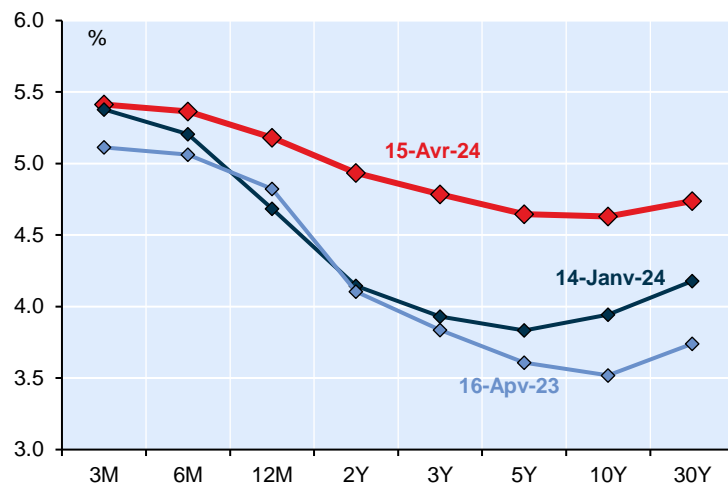
Courbe des ODC de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Évolution de la courbe des taux américaine

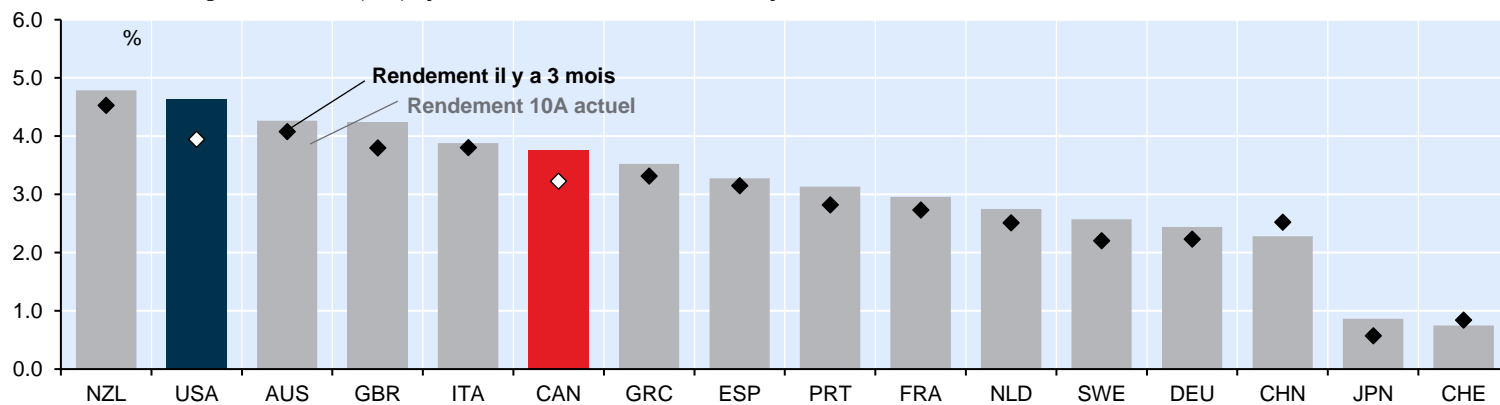
Courbe des obligations UST de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Aperçu du marché obligataire mondial

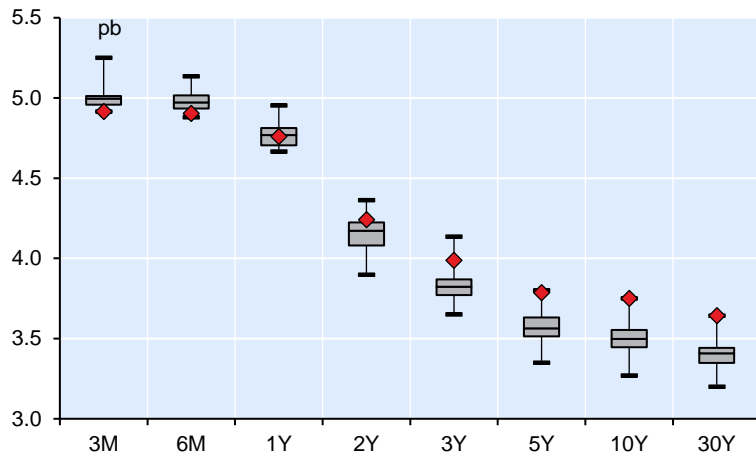
Rendement des obligations de 10 A par pays (ordre décroissant) – Actuel et il y a 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

### Taux d'intérêt de référence du Canada

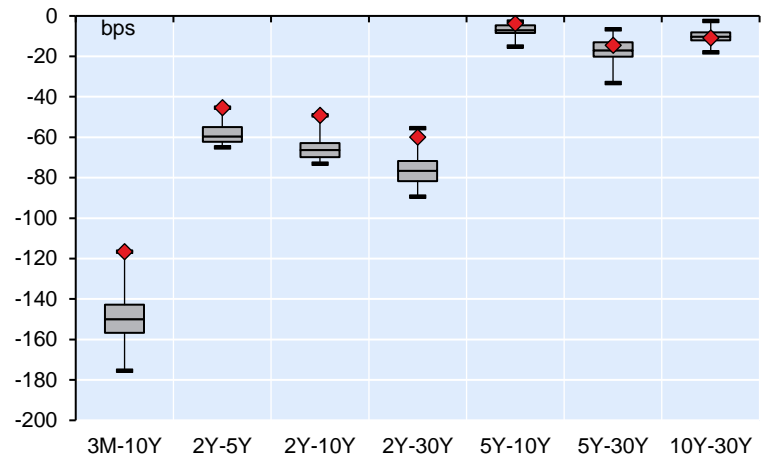
Rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

### Courbes des taux du Canada

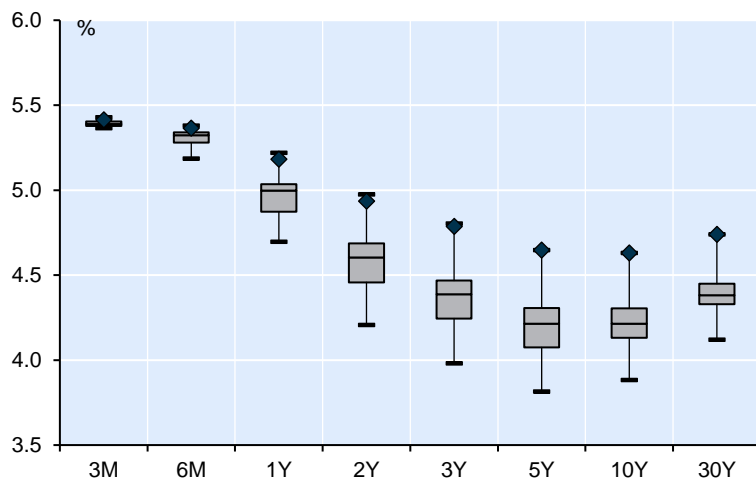
Différentiels des rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

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

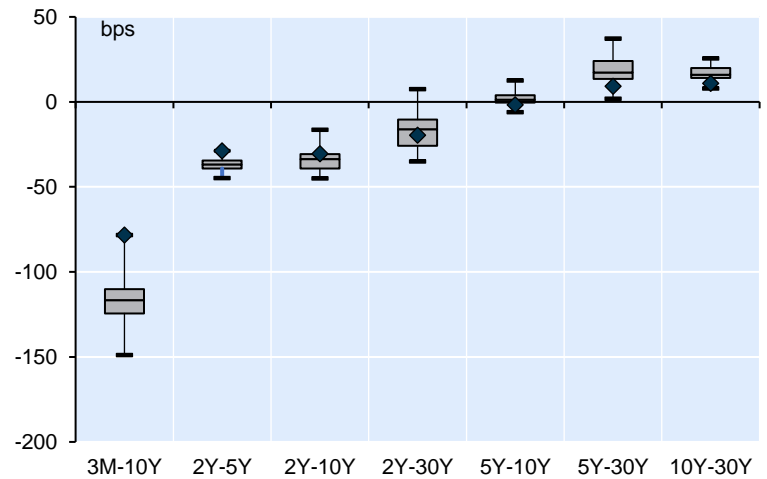
Rendements des obligations UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

### Courbes des taux des États-Unis

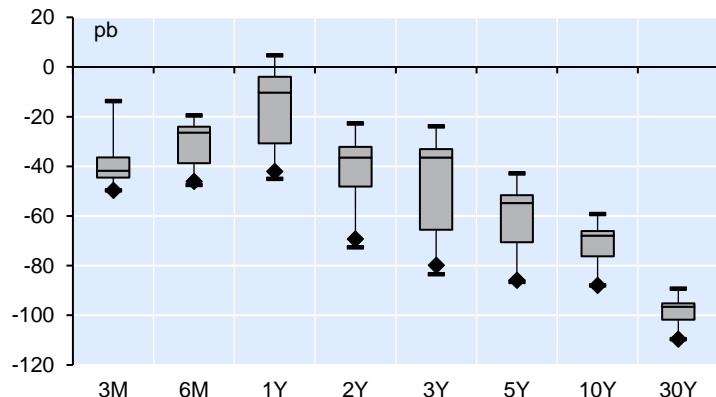
Différentiels des rendements des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

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

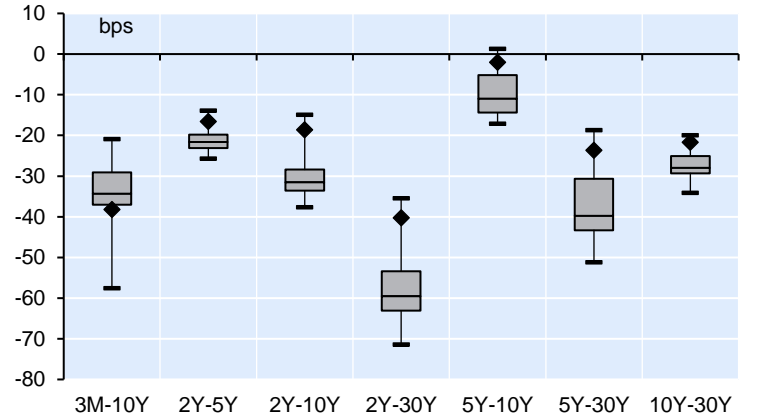
Rendements des OdC moins ceux des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

### Courbes 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'OCRCVM), 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 SFC 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.