

Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich et Warren Lovely

- Nous sommes sur le point de fermer le chapitre d'une année 2023 remarquable, où les obligations du Trésor américain de 10 ans se sont négociées dans une fourchette de 170 points de base (3.3% à 5%) malgré une approche plus mesurée des ajustements du taux directeur à la Fed (comparativement à 2022). Ces obligations se situent maintenant dans la moitié inférieure de cette fourchette (autour de 4%), ayant baissé de quelque 100 pb depuis octobre où la trajectoire du taux directeur a été spectaculairement corrigée. La phobie antérieure du « plus haut, plus longtemps » a essentiellement été remplacée par l'optimisme du « plus bas, plus tôt ».
- Il n'y a pas de doute, l'espoir d'une détente par la Fed a propulsé les actions vers de nouveaux sommets et ramené les titres de crédit aux entreprises de qualité investissement aux écarts de taux les plus étroits (ou presque) de l'année. Les marchés se sont-ils laissés emporter exagérément par cet espoir? Peut-être. Du moins à court terme.
- À nos yeux, le président Jerome Powell se distingue des autres grands argentiers, en particulier si on compare son ton à celui relativement prudent de la plupart des autres grandes banques centrales. Nous ne résisterons pas à l'opinion qui fait consensus et veut que des taux directeurs moins restrictifs soient appropriés en 2024 et au-delà. Mais nous nous en tenons à une prévision de base plus pessimiste (c.-à-d., en deçà du consensus) pour la croissance nord-américaine, voyant les risques de baisse s'accumuler pour les consommateurs américains en plus d'indices plus clairs d'un arrêt de l'expansion au Canada. C'est une récession en 2024 donc, du moins pour la croissance du PIB, avec le taux d'emploi (si ce n'est le niveau absolu de l'emploi) évoluant nettement à la baisse de part et d'autre de la frontière.
- Considérant le degré étonnant de résilience économique affiché en 2023, cependant, nous devons peut-être attendre au-delà du mois de mars pour avoir droit à une première réduction des taux de la Fed. Nous avons plaidé pour une atténuation des attentes les plus ambitieuses de réduction des taux américains. Le mois de juin nous semble plus probable comme point de départ pour une réduction des taux. À ce moment-là, nous croyons que les tensions économiques américaines (et le relâchement économique qui en résulte) seront suffisamment évidentes pour convaincre assez de membres du FOMC de passer à l'acte. (M. Powell, semble-t-il, se laissera convaincre plus facilement que d'autres.)
- Tout en préférant ne pas encourager l'espoir d'un pivotement rapide, la Banque du Canada a reconnu que les taux directeurs restrictifs fonctionnent pour rééquilibrer l'économie et faire redescendre l'inflation. Nous partageons tout à fait cet avis. La tension démontrée dans l'économie du Canada, que nous voyons se prolonger en 2024, offrira des arguments de plus en plus convaincants pour justifier la détente. Nous nous attendons à ce que la BdC adopte une politique plus souple (ou plus exactement, moins restrictive) vers le mois d'avril ou autour de ce mois. Ce pivotement vers des taux d'intérêt plus bas semble devoir survenir un peu avant celui de la Fed. Un différentiel de taux directeur plus grand, de concert avec un malaise économique mondial et un contexte de cours des matières premières plus faibles, ne feront pas grâce au huard, du moins pas jusqu'à ce que la Fed aussi réduise ses taux pour de bon. À notre avis, le démarrage de la détente de la politique monétaire n'a initialement pas besoin de marquer la fin du RQ. Mais vers la fin de 2024, il pourrait être approprié de revoir l'élagage du bilan par la non-reconduction des positions, si une politique véritablement neutre est alors jugée plus appropriée.
- Ayant vu la volatilité exceptionnelle du marché des obligations souveraines, nous offrons la prévision des taux d'intérêt ci-dessous avec une certaine humilité, conscients des incertitudes qui demeurent grandes. Les craintes suscitées par la politique budgétaire américaine, qui sont retombées pour le moment, risquent de refaire surface, tant le fossé budgétaire de Washington est béant. Les primes de terme ont par conséquent un biais haussier, contribuant à une tendance à la « désinversion » dont nous pensons que l'élan se renforcera dans l'année à venir. Les risques géopolitiques sont également légion. Bref, les éléments qui pourraient nous maintenir dans le doute au cours de la prochaine année ne manquent pas.

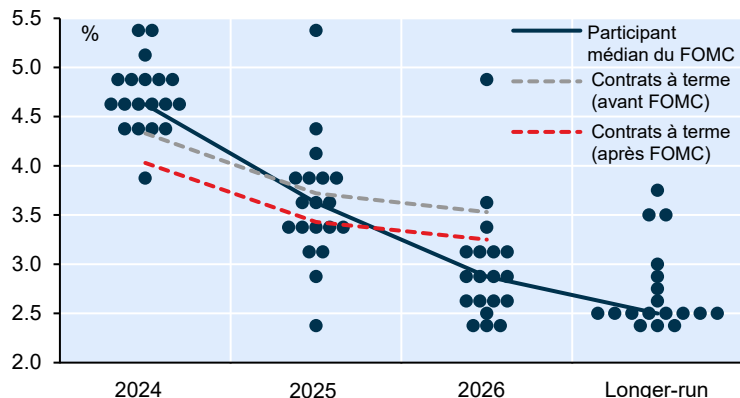
États-Unis						
Trimestre	Fonds Fed	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
19 déc. 2023	5.50	5.38	4.44	3.94	3.92	4.04
T1 2024	5.50	5.25	4.55	4.10	4.20	4.25
T2 2024	5.25	4.90	4.30	3.95	4.10	4.15
T3 2024	4.75	4.40	3.85	3.70	3.85	3.90
T4 2024	4.00	3.60	3.25	3.20	3.55	3.70
T1 2025	3.25	3.05	2.70	2.90	3.40	3.65
T2 2025	3.25	3.10	2.90	3.05	3.50	3.75
T3 2025	3.25	3.15	3.10	3.20	3.60	3.85
T4 2025	3.25	3.15	3.25	3.35	3.70	3.95
Canada						
Trimestre	Taux 1 jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
19 déc. 2023	5.00	5.05	3.99	3.26	3.13	2.94
T1 2024	5.00	4.70	4.00	3.40	3.35	3.20
T2 2024	4.50	4.25	3.60	3.15	3.20	3.10
T3 2024	4.00	3.70	3.05	2.85	2.95	2.90
T4 2024	3.25	2.90	2.50	2.60	2.65	2.70
T1 2025	2.75	2.55	2.20	2.40	2.50	2.65
T2 2025	2.75	2.60	2.45	2.55	2.65	2.80
T3 2025	2.75	2.70	2.65	2.70	2.85	2.95
T4 2025	2.75	2.70	2.80	2.85	3.05	3.10

FOMC : Le pivotement Powell

Personne n'a été surpris par la décision du FOMC de laisser le taux directeur inchangé en décembre. Cela ne faisait pas le moindre doute. Ce qui nous a laissés perplexes, à l'instar des marchés d'ailleurs, c'était de voir à quel point les responsables monétaires étaient disposés à adoucir le ton à l'égard de l'inflation et laisser émerger des paris sur des réductions des taux plus précoces et plus fortes en 2024. Il est vrai que le nouveau graphique à points n'indique qu'une baisse de trois quarts de point. C'est moins que ce qu'anticipait le marché avant la réunion du FOMC et, isolément, cela ne paraît pas particulièrement accommodant. Mais comme la Fed devrait le savoir, il suffit de lâcher un peu la bride pour que le marché s'emballer. Renflant enfin une ouverture à l'idée de desserrer l'étreinte de la politique monétaire, les investisseurs ont collectivement exigé plus. D'où une forte reprise des titres à revenu fixe et des actions.

La Fed relâche un peu la bride, le marché s'emballer

Graphique à points du FOMC en décembre 2023 et contrats à terme sur les fonds fédéraux



Source : FBN, Bloomberg, BRF

M. Powell avait l'occasion de réfréner un marché exubérant, mais a plutôt choisi de faire l'inverse. Bien qu'il ait dit qu'il ne s'agissait pas d'une déclaration de victoire, c'était exactement ce à quoi cela ressemblait. Il a affirmé que les réductions de taux seront un sujet important aux réunions futures et qu'il voulait éviter d'en faire trop dans sa conduite de la politique (c.-à-d., maintenir les taux trop élevés trop longtemps). M. Powell est même allé jusqu'à dire qu'il n'était pas évident que le « dernier mile » du retour à la cible de l'inflation serait plus difficile que les étapes antérieures.

Les conditions financières annulent le resserrement antérieur

Variables financières clés : dernière hausse, dernière décision de la Fed.

Mesure	De la hausse de juillet au maintien de novembre			Depuis le maintien des taux de novembre		
	26 juil.	31 oct.	Variation	31 oct.	18 déc.	Variation
2 ans	4.85	5.09	+24 pb	5.09	4.44	-65 pb
5 ans	4.12	4.85	+74 pb	4.85	3.94	-92 pb
10 ans	3.87	4.93	+106 pb	4.93	3.93	-100 pb
30 ans	3.93	5.09	+116 pb	5.09	4.04	-106 pb
CDX IG	64	80	+16 pb	80	57	-23 pb
CDX HY	415	517	+102 pb	517	363	-154 pb
S&P 500	4,567	4,194	-8%	4,194	4,768	+14%
NASDAQ	14,127	12,851	-9%	12,851	15,003	+17%
DXV	101	107	+6%	107	102.2	-4%

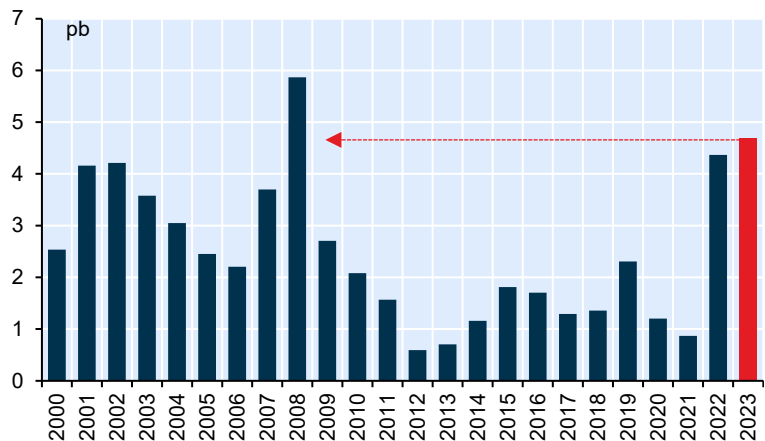
Source : FBN, Bloomberg

En eux-mêmes, ces propos n'ont rien d'extraordinaire. Mais le contexte importe. Souvenez-vous de la décision de novembre où le président de la Fed avait invoqué le resserrement des conditions financières des mois qui avaient précédé. Pour lui, celui-ci représentait un substitut à une hausse des taux à laquelle il aurait autrement fallu procéder. La réserve, bien sûr, était que le resserrement devait être persistant. Ce qui ne fut pas le cas. Au moment de la réunion de décembre, les conditions financières s'étaient sensiblement détendues, annulant une grande partie de ce resserrement antérieur. Et après la décision de décembre? La totalité du resserrement antérieur avait disparu selon la plupart des mesures.

Nous n'entrevoions pas de potentiel de hausse dans le pivotement de la Fed, surtout considérant que les marchés avaient déjà anticipé la détente en prévision de la réunion de décembre. Les taux à court terme étant maintenant établis au plus juste pour l'immédiat, l'incapacité de parvenir à une nouvelle réduction immédiate de l'inflation ou la perception de risques que l'économie accélère pourraient avoir pour effet de retarder toute réduction des taux et entraîner temporairement une inversion de leur cours. En d'autres termes, le risque que la volatilité record de 2023 continue l'an prochain n'est pas négligeable.

2023 était historiquement volatil... et 2024?

Variation quotidienne absolue moyenne du taux de l'obligation américaine de 2 ans depuis 2000

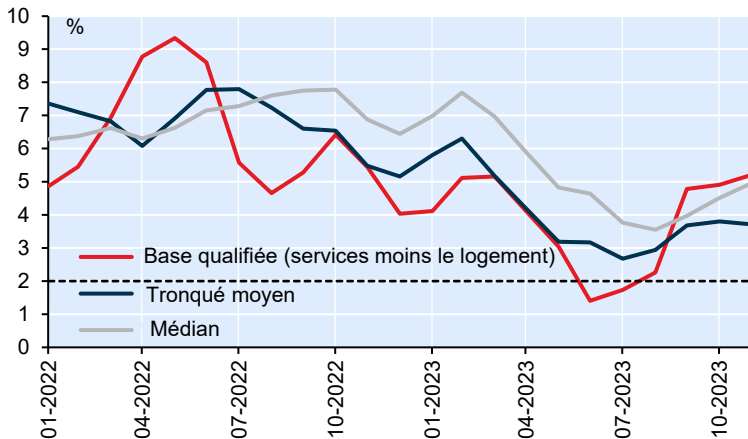


Source : FBN, Bloomberg

Nous convenons que la diminution de l'inflation s'est produite relativement facilement au cours de la dernière année, mais cela ne veut pas dire que les tensions/risques d'inflation sont entièrement maîtrisés. De fait, il n'est pas nécessaire de chercher bien loin pour trouver des données pas très rassurantes. Vous souvenez-vous de la mesure favorite de l'inflation de base de M. Powell, c.-à-d. l'inflation de base des services sans le logement? Elle indique un rythme annualisé proche de 5% au cours des trois derniers mois. D'autres mesures de l'inflation de base (p. ex., l'inflation selon l'IPC tronqué moyen et médian de la Fed de Cleveland) ont accéléré et se situent maintenant bien au-dessus de 3% récemment. Des données plus informelles indiquent aussi que les entreprises essaient de défendre leurs marges en augmentant les prix. Nous verrons cela probablement se refléter dans les données sur l'inflation publiées au début de 2024.

D'après plusieurs mesures, l'inflation US de base monte

Inflation de base qualifiée, IPC tronqué moyen et IPC médian : 3M annualisés

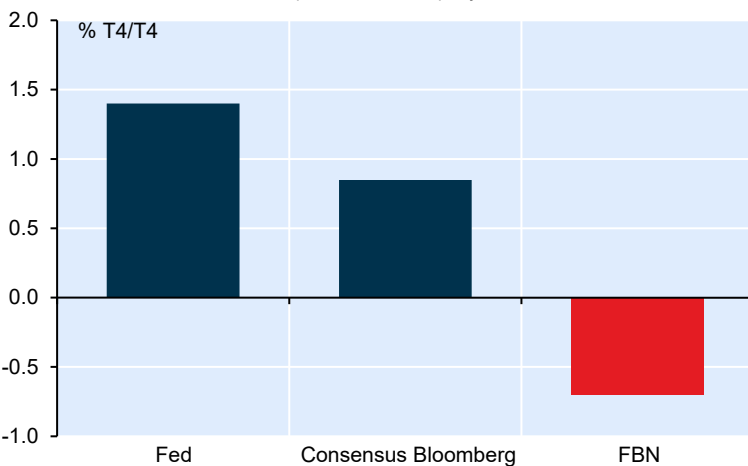


Source : FBN, Bloomberg, Fed de Cleveland, BLS

Nos lecteurs pourraient naturellement se demander comment nous pouvons établir une prévision de taux qui comprend d'importantes réductions en 2024, commençant plus tard, mais suivant un rythme plus rapide que l'anticipent les marchés. La réponse se trouve dans les perspectives de croissance. L'économie américaine affiche clairement un élan solide en cette fin d'année et au début de 2024. Cela, plus une inflation toujours élevée, devrait maintenir la Fed sur la touche pendant le T1. Mais nous sommes beaucoup moins optimistes plus tard en 2024. C'est là que notre prévision diverge de celle de la Fed et du consensus des économistes.

À inflation basse, croissance faible (voire négative)

Croissance du PIB T4/T4 2024 par source de projection

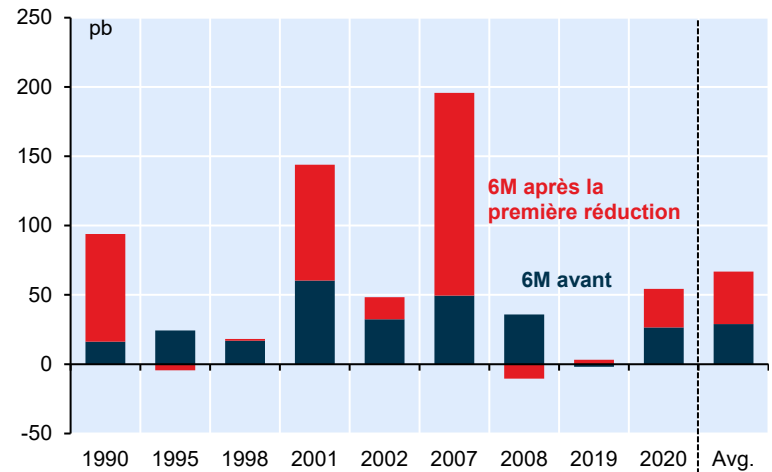


Source : FBN, Bloomberg, BRF

Selon nos prévisions, la Fed sera en mesure d'atteindre son objectif d'inflation à cause de l'économie, pas malgré elle. En d'autres termes, nous prévoyons qu'une croissance négative du PIB dans les derniers trimestres de 2024 réduira directement la pression sur les prix. En moyenne, les prévisionnistes s'attendent à ce que l'inflation diminue avec une croissance qui ne baisse que légèrement sous la tendance. Dans l'un ou l'autre scénario, l'inflation recule ce qui permettra aux taux d'intérêt de baisser nettement d'ici la fin de 2024. Sur ce point, nous pouvons être d'accord. Nous nous attendons à ce que la courbe des taux continue de corriger son inversion et finisse par retourner à l'horizontale, sinon à une pente positive, dans l'année.

La courbe se redresse presque toujours quand s'annonce la détente

Variation de la courbe US 2 ans – 10 ans : 6M avant la première réduction, de la première réduction à 6M plus tard



Source : FBN, Bloomberg | Nota : L'axe des X renvoie à l'année de la première réduction. Dans certains cas, ces cycles pourraient être consolidés en un seul (c.-à-d., 2007 et 2008), bien qu'un écart entre les réductions crée une certaine distinction. Mais les conclusions n'en sont pas affectées.

Cependant, en ce qui concerne le crédit et le risque plus généralement, il y a un décalage net entre les prix du marché d'aujourd'hui élevés et nos prévisions économiques de base. Malheureusement, nous croyons que la Fed ne réussira à obtenir qu'une croissance solide *ou* qu'une baisse de l'inflation. Nous ne pensons pas qu'elle pourra avoir les deux. Cela laisse le risque à un niveau gênant et nous pensons qu'elle peinera à garder la main quand : (a) soit l'économie ralentit plus vite que prévu; (b) soit l'économie demeure résiliente, maintenant une inflation élevée et empêchant la Fed de procéder aux réductions des taux que le marché a commencé à attendre. Nous opterions par conséquent pour une sous-pondération du crédit à l'aube de 2024 et privilégierions les noms de qualité supérieure sur ce créneau.

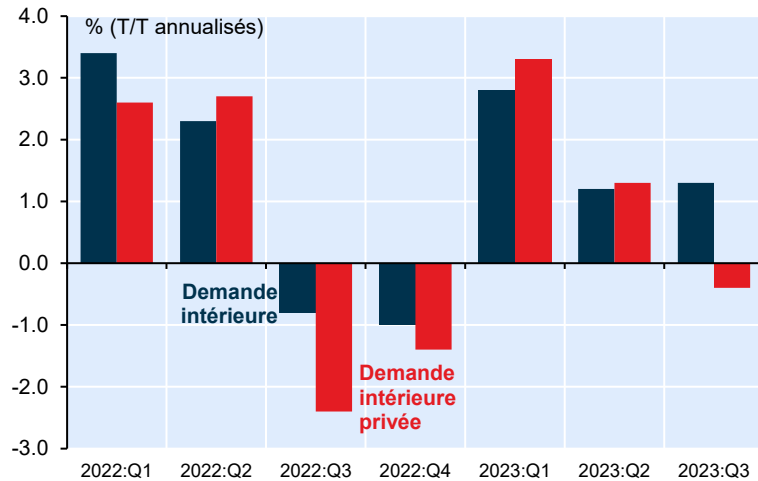
BdC : Pour un pivotement, il faudra attendre

Contrairement à la Fed, la Banque du Canada a abordé sa dernière décision de 2024 un peu plus prudemment. Tout en laissant les taux d'intérêt inchangés, les responsables de la politique monétaire ont souligné qu'il est *encore* trop tôt pour parler de réduction des taux et ont rappelé qu'ils sont *toujours* prêts à donner des tours de vis supplémentaires, si c'était nécessaire. (Tiff Macklem a par la suite dit qu'il s'attend à ce que les taux baissent « à un moment donné en 2024 ». Pour nous, cela ne prête pas particulièrement à controverse et permet à la BdC de maintenir un ton de relative fermeté).

L'ironie de la situation est que, comparativement à la Fed, nous pensons que c'est la Banque du Canada qui aurait le plus de raisons de baisser le ton. Ainsi, depuis la publication de notre dernier *Mensuel obligataire*, nous avons appris que le PIB s'est contracté au troisième trimestre, la faiblesse étant concentrée dans le secteur privé. (Le PIB américain croissait de 5% pendant ce temps). Nous nous attendons à plus de ces chiffres négatifs à l'avenir et, même le gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, a concédé que « les deux ou trois prochains trimestres seront durs pour beaucoup de gens ».

Ralentissement de la croissance, surtout dans le privé

Demande intérieure et croissance de la demande intérieure privée

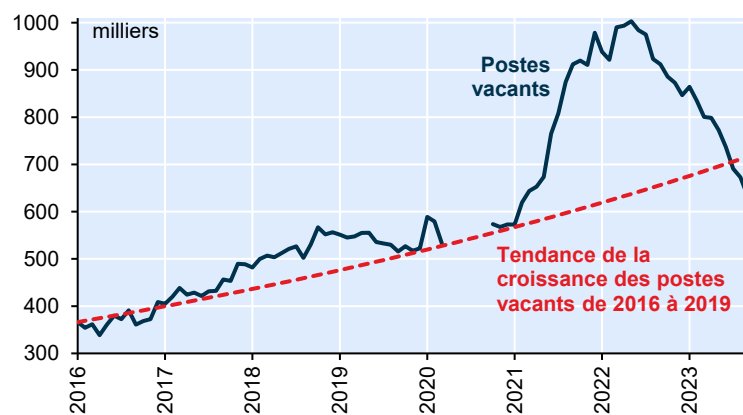


Source : FBN, Statistique Canada

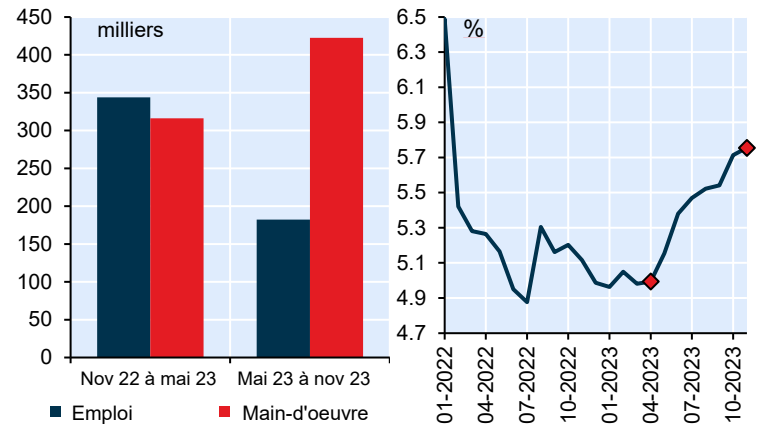
Nous avons aussi appris que le marché du travail s'est détendu davantage. Les postes vacants continuent de diminuer régulièrement, alors que le nombre de travailleurs disponibles augmente rapidement. Le résultat est une poursuite de l'augmentation du taux de chômage, et ce, sans pertes d'emplois proprement dites (globalement). À 5.8%, le taux de chômage est pratiquement au niveau du taux de chômage à inflation stationnaire (NAIRU). Et il ne faut pas s'attendre à ce que sa montée s'arrête là. La continuation/accélération des tendances récentes du marché du travail pourrait amener le taux de chômage à friser les 7% avant la fin de 2024.

La demande de personnel diminue alors que son offre croît

Postes vacants et tendance qu'implique leur croissance d'avant la COVID



Croissance de l'emploi et de la main-d'œuvre (g), et taux de chômage national (d)

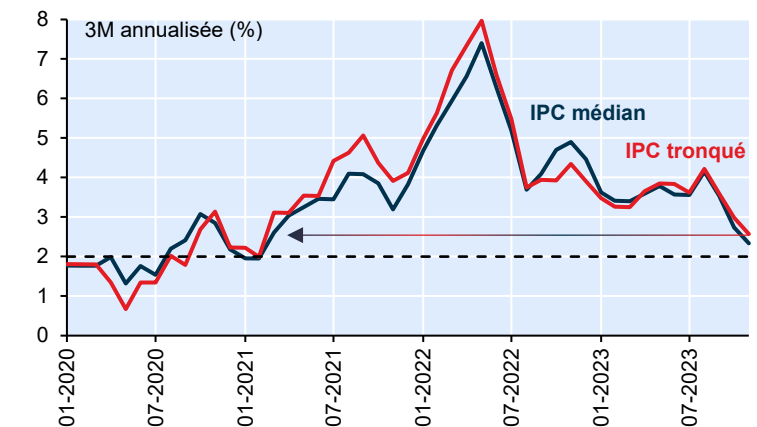


Source : FBN, Statistique Canada | Nota : La collecte des données sur les postes vacants a été suspendue d'avril à septembre 2020

Enfin, il y avait aussi de bonnes nouvelles sur le front de l'inflation. L'élan de l'inflation de base, une des mesures des pressions des prix sous-jacentes que la BdC surveille de près, a baissé sous le seuil de 3% en octobre (et s'y est maintenu en novembre) pour la première fois depuis le début de 2021. Dans le détail, les données récentes de l'inflation ne sont pas parfaites, mais elles évoluent dans la bonne direction. La sortie de la fourchette de « résistance » antérieure a assurément été un important jalon pour le Conseil de direction de la Banque.

L'élan de l'inflation de base marque un recul majeur

Inflation sur 3 mois annualisée selon l'IPC-tronq et l'IPC-méd



Source : FBN, Statistique Canada

Malgré la baisse des données de ces derniers mois, la Banque reste préoccupée par la croissance des salaires qui est encore trop forte pour ramener l'inflation à 2%, par les attentes d'inflation et par le comportement des entreprises en matière de prix. Les deux derniers éléments seront revus en janvier, au moment de la publication d'une nouvelle Enquête sur les perspectives des entreprises. La plupart des indicateurs laissent croire qu'on peut s'attendre à une poursuite du soulagement sur ce plan, la récente baisse des prix des matières premières arrivant à un moment opportun pour le nouveau relevé des attentes en matière d'inflation.

La croissance des salaires est une épine dans le pied de la BdC

Croissance a/a des salaires horaires (g) et salaire hebdomadaire moyen (EERH)



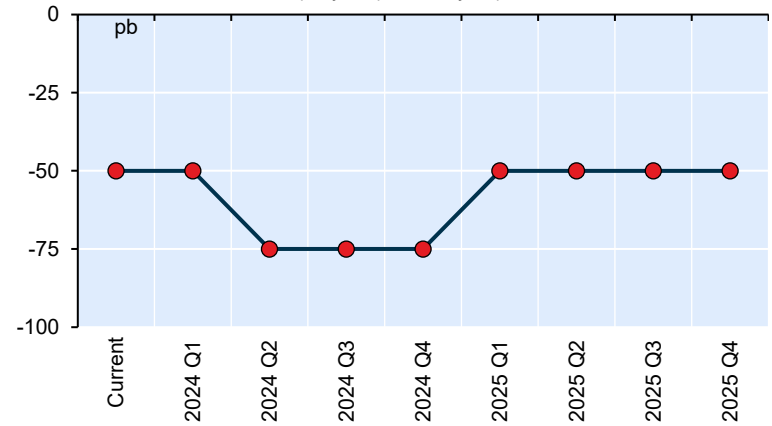
Source : FBN, Statistique Canada | Nota : La ligne discontinue renvoie à la moyenne de 2015-2019

Si les nouvelles données se présentent comme nous le prévoyons, la réunion de janvier pourrait être pour la Banque un moment naturel pour un changement plus significatif d'attitude. Le gouverneur pourrait opposer une certaine résistance à l'idée de réductions des taux à court terme, mais il devra probablement concéder que le sujet de la détente de la politique monétaire, pour la rendre moins restrictive, devrait être abordé prochainement. Pour nous, la première réduction des taux d'intérêt aura probablement lieu au deuxième trimestre avec un rythme régulier de diminutions par la suite. Vers la fin de l'année, à mesure que la faiblesse de l'économie s'accroîtra, on pourrait même constater une plus grande urgence à revenir vers une politique neutre.

Quant aux taux relatifs, le pivotement du FOMC en décembre a mis fin à ce qui aura été pendant plusieurs mois une tendance des obligations du Canada à se démarquer. Nous voyons cette inversion comme un phénomène temporaire. L'économie canadienne relativement plus sensible aux taux d'intérêt devrait (continuer de) donner à la BdC davantage d'éléments de preuve de ce que sa politique restrictive fonctionne et qu'une politique moins resserrée est nécessaire. Nous pouvons nous attendre à ce que les OdC se démarquent au moins pendant le premier semestre de l'année. Vers la fin de 2024, la politique de la Fed amorcera un rattrapage permettant aux obligations du Trésor américain de regagner un peu du terrain perdu.

La BdC réduira les taux en premier ; maintien d'un écart de 75 pb en 2024

Différentiel de taux BdC-Fed projeté par FBN jusqu'en 2025



Source : FBN | Nota : Les points représentent les projections pour la fin du trimestre.

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

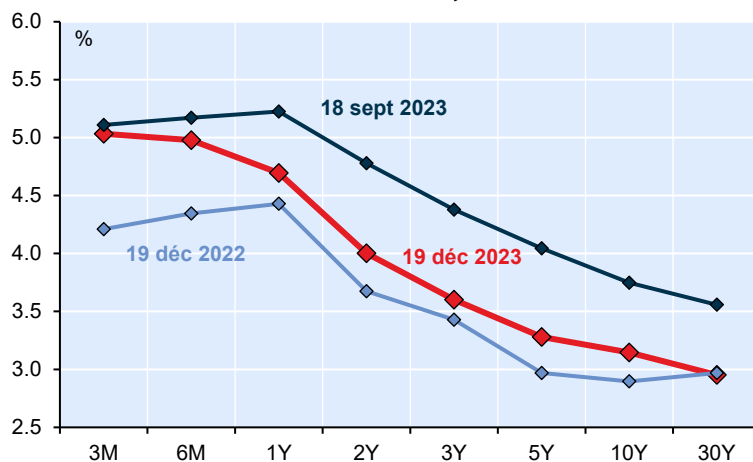
Canada						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
Taux d'intérêt (%)						
3M	5.03	5.09	4.86	4.37	4.19	1.83
1A	4.70	5.21	5.15	4.24	4.42	2.05
2A	4.00	4.78	4.62	3.61	3.67	1.94
3A	3.60	4.38	4.20	3.39	3.43	1.91
5A	3.28	4.04	3.75	2.96	2.97	1.88
10A	3.15	3.75	3.41	2.82	2.89	1.96
30A	2.95	3.56	3.24	2.94	2.97	2.19
Écarts (pb)						
3M-10A	-189	-135	-145	-155	-130	13
2A-10A	-86	-103	-121	-79	-78	2
5A-10A	-13	-30	-34	-14	-7	9
10A-30A	-19	-19	-16	12	7	22
Taux de change						
USD/CAD	1.33	1.35	1.32	1.37	1.36	1.31
EUR/CAD	1.46	1.44	1.44	1.47	1.45	1.47

États-Unis						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
Taux d'intérêt (%)						
3M	5.37	5.46	5.22	4.59	4.25	1.93
1A	4.95	5.43	5.23	4.36	4.61	2.07
2A	4.44	5.06	4.72	3.98	4.26	2.03
3A	4.15	4.73	4.31	3.82	4.00	2.03
5A	3.93	4.45	3.99	3.59	3.72	2.07
10A	3.92	4.30	3.77	3.49	3.59	2.27
30A	4.03	4.39	3.85	3.67	3.64	2.67
Écarts (pb)						
3M-10A	-145	-116	-146	-110	-67	34
2A-10A	-52	-75	-95	-49	-67	24
5A-10A	-1	-15	-22	-10	-13	19
10A-30A	11	8	9	18	5	40
Taux de change						
CAD/USD	0.75	0.74	0.76	0.73	0.73	0.76
EUR/USD	1.10	1.07	1.09	1.07	1.06	1.12

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

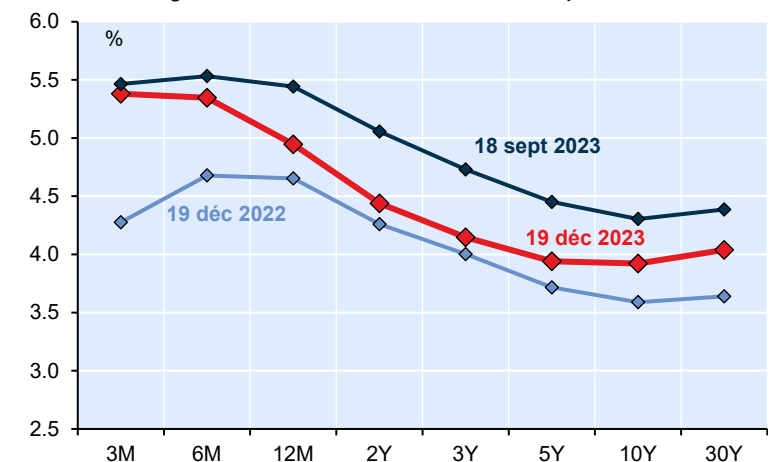
Courbe des Odc de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Évolution de la courbe des taux américaine

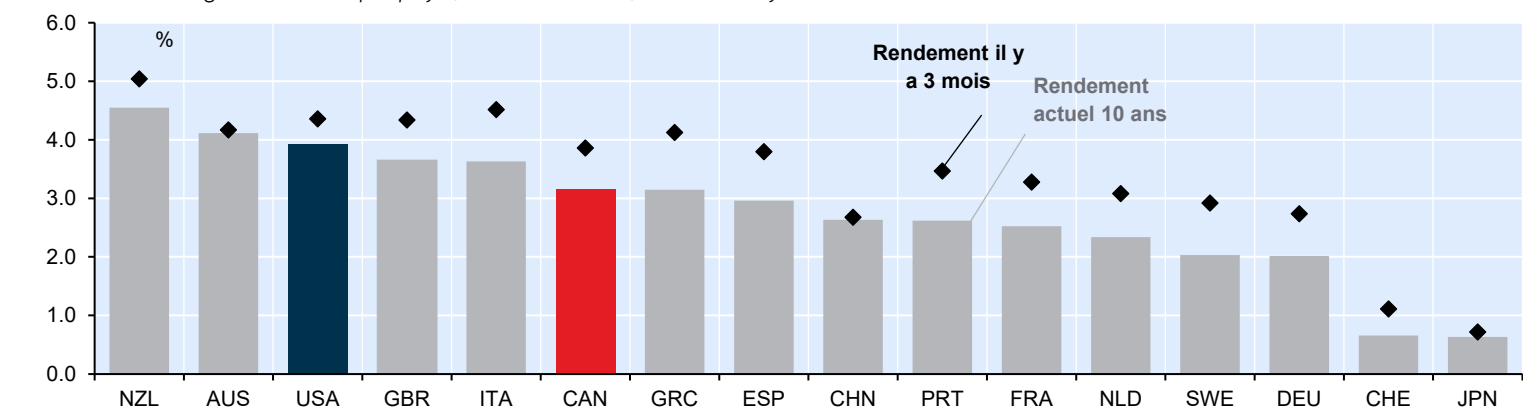
Courbe des obligations UST de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Aperçu du marché obligataire mondial

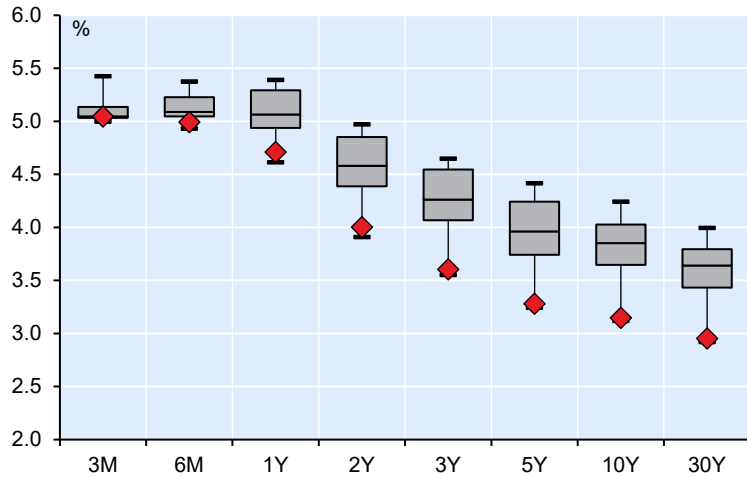
Rendement des obligations de 10 A par pays (ordre décroissant) – Actuel et il y a 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

Taux d'intérêt de référence du Canada

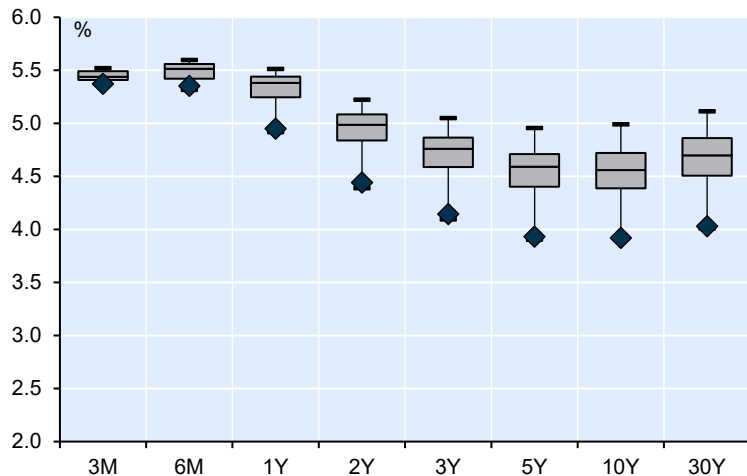
Rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

Taux d'intérêt de référence des États-Unis

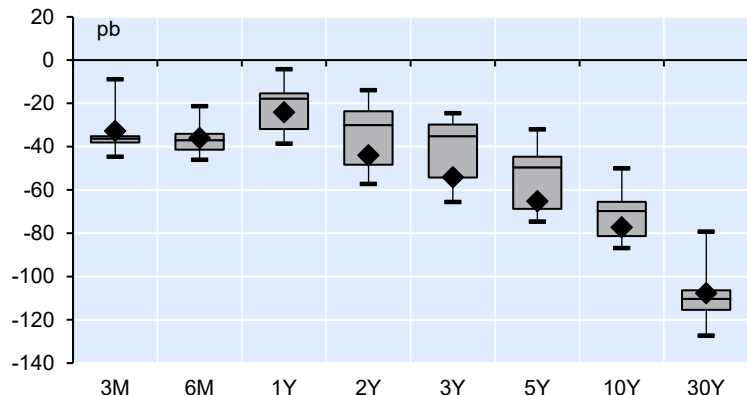
Rendements des obligations UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

Différentiel de taux d'intérêt Canada – États-Unis

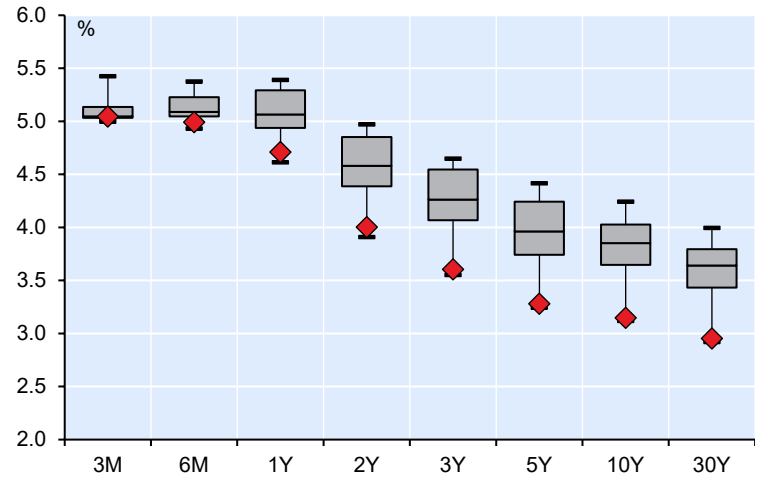
Rendements des OdC moins ceux des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Note : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25^e au 75^e percentile

Courbes des taux du Canada

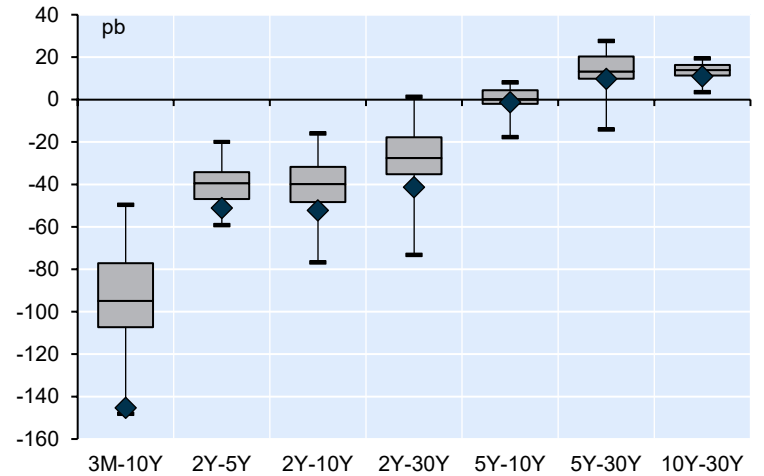
Différentiels des rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

Courbes des taux des États-Unis

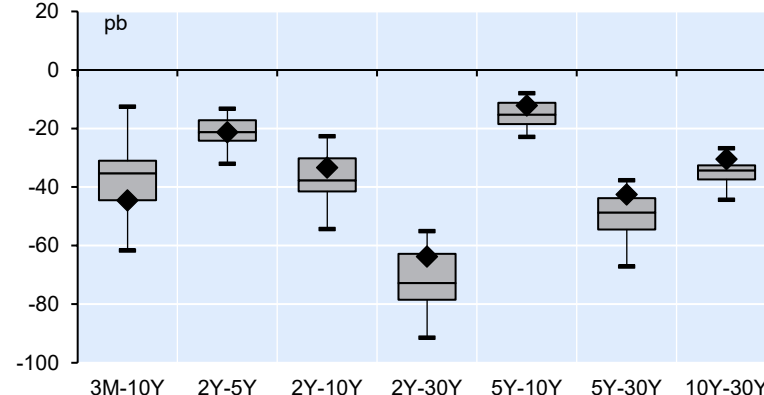
Différentiels des rendements des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25^e au 75^e 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 | Note : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25^e au 75^e 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. FNB 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.