



Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich et Warren Lovely

- Si la conduite de la politique monétaire dépend des données, et c'est bien le cas actuellement, alors le contexte macroéconomique mondial encore en évolution nécessite un certain recadrage mental. Après une première réduction des taux d'intérêt par la Fed en septembre – musclée, avec une baisse de 50 pb –, un rapport sur l'emploi des États-Unis a probablement balayé les espoirs d'une deuxième baisse de même ampleur. Le maître-mot du FOMC sera probablement gradualité, du moins à court terme, ce qui implique des réductions du taux directeur plus classiques à la fois en novembre et en décembre, soit de 25 pb. Cela laisserait la limite supérieure de la fourchette des taux directeurs à 4.5% à la fin de l'année, comme nous l'avions prévu plus tôt.
- Malgré le bond de l'emploi, les révisions positives du PIB et quelques autres chiffres relativement fermes, nous restons sceptiques au sujet de la capacité de l'économie américaine de dépasser (ou même d'égaliser) son taux de croissance potentiel. Des ressources inutilisées commencent à poindre, avec un accès de faiblesse prospectif du marché du travail qui devrait pousser le FOMC à poursuivre la détente en 2025. Dans notre scénario de base, Jerome Powell et les membres du FOMC reprendront des réductions de taux plus énergiques au premier semestre de l'an prochain, le taux des fonds fédéraux (borne supérieure de la fourchette) ciblant les 3.0% d'ici le T2 2025. Même si les obligations du Trésor de 10 ans baissent à 3.2%, une reprise de la pentification de la courbe des taux devrait pousser l'écart entre les titres à 2 et 10 ans à 70 pb d'ici l'été prochain. L'année à venir pourrait se révéler difficile pour les actifs à risque (actions et crédit), si notre prévision pour l'économie américaine est juste.
- La visibilité de la trajectoire du taux directeur de la Banque du Canada n'est pas toujours dégagée, mais les arguments en faveur de la poursuite de la détente monétaire sont très clairs. En fait, nous avons avancé un argument en faveur d'une action plus agressive, puisque les réductions administrées jusque-là n'ont pas suffi à assouplir le taux directeur réel de la BdC (lorsqu'il est déflaté par l'IPC hors coûts d'intérêts hypothécaires).
- En termes simples, l'économie intérieure du Canada, qui laisse à désirer, aurait bien besoin d'un coup de pouce. Et si la banque centrale s'inquiète véritablement des risques d'une trop forte baisse de l'inflation, un retour rapide du taux directeur à la neutralité devrait être la priorité. Cela supposerait une réduction des taux d'intérêt de 50 pb le 23 octobre où le *Rapport sur la politique monétaire*, qui doit paraître à ce moment-là, devrait révéler une révision à la baisse des perspectives de croissance à court terme. Une nouvelle réduction de 50 pb en décembre, suivie d'ajustements moins ambitieux au T1, conduirait la Banque plus vite que nous l'avions prévu auparavant à ce qui sera perçu comme un niveau neutre. À la marge, cela pourrait améliorer les chances de ranimer la croissance sous-jacente en 2025, bien qu'un ajustement en dessous de la neutralité puisse se révéler nécessaire si le taux de chômage suivait la trajectoire que nous prévoyons (c.-à-d., s'orientant vers les 7½ environ d'ici le milieu de 2025).
- Les inconnues ne manquent pas. Le contexte géopolitique est inquiétant, ce qui ne ranime pas la confiance des consommateurs et des entreprises. Les variations des cours du pétrole brouillent un peu plus encore les perspectives de l'inflation d'ensemble alors que, dans le cas du Canada, il faut aussi tenir compte des impacts des termes de l'échange, des revenus et du taux de change. Les efforts de relance de la Chine – que, jusque-là, nous qualifierions de mini bazooka – méritent d'être scrutés de près. En attendant, l'issue des élections chaudement disputées du 5 novembre aux États-Unis et la tangente ou le penchant que prendra la politique américaine (notamment la politique commerciale) ne sont pas une mince affaire pour le Canada. De plus, les intrigues politiques et possibles parties de bras de fer ne manqueront pas au Canada où un gouvernement fédéral minoritaire s'accroche au pouvoir.

États-Unis						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
15/10/24	5.00	4.65	3.93	3.86	4.05	4.35
T4 2024	4.50	3.95	3.75	3.70	3.85	4.15
T1 2025	3.50	3.20	3.15	3.15	3.55	3.85
T2 2025	3.00	2.80	2.70	2.80	3.30	3.70
T3 2025	2.75	2.55	2.50	2.65	3.20	3.60
T4 2025	2.50	2.30	2.45	2.60	3.15	3.55
T1 2026	2.50	2.45	2.60	2.70	3.25	3.65
T2 2026	2.75	2.70	2.85	2.90	3.35	3.75
T3 2026	3.00	2.90	3.05	3.10	3.45	3.80

Canada						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
15/10/24	4.25	3.77	3.01	2.93	3.15	3.32
T4 2024	3.25	3.05	2.70	2.65	2.90	3.10
T1 2025	2.75	2.55	2.35	2.35	2.65	2.80
T2 2025	2.25	2.10	2.05	2.10	2.45	2.65
T3 2025	2.00	1.90	1.90	1.95	2.35	2.55
T4 2025	2.00	1.95	1.95	2.05	2.40	2.60
T1 2026	2.00	2.15	2.15	2.20	2.45	2.65
T2 2026	2.25	2.35	2.35	2.40	2.60	2.75
T3 2026	2.50	2.45	2.55	2.60	2.70	2.80

FOMC : Démarrage en force

Le cycle de détente de la Fed attendu depuis longtemps a enfin commencé en septembre, et ce n'est pas une baisse ordinaire qui a ouvert le bal. La banque centrale a plutôt choisi de commencer par un grand coup, abaissant son taux directeur de 50 points de base. Si les marchés ne l'avaient pas pleinement anticipé et les économistes encore moins, une intervention plus vigoureuse pour amorcer un cycle de détente n'est certes pas hors du commun puisque jusque-là deux des trois derniers cycles ont commencé par une baisse d'un demi-point de pourcentage. Mais on remarquera que seulement un de ces coups d'envoi a été suivi d'un geste de même ampleur à la décision suivante.

Aperçu des cycles passés des taux directeurs du FOMC

Cycles historiques de détente et de resserrement du FOMC : Taux au départ, variations par réunion de politique monétaire

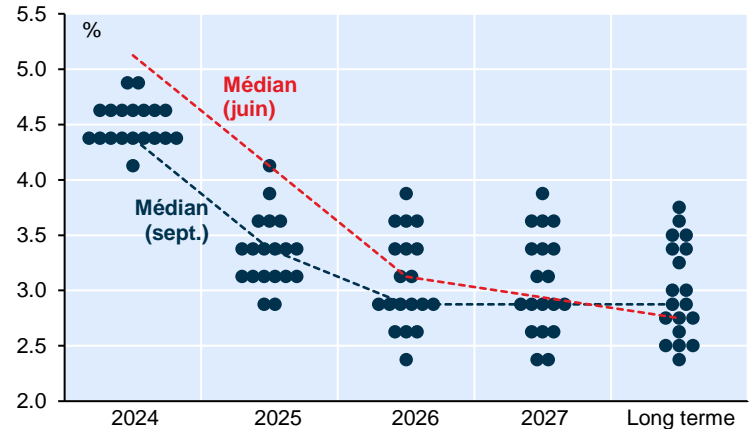
Date	Taux au départ	1ère intervention	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
<i>Cycles de détente</i>										
Juil-95	6.00	-25	0	0	0	-25	-25	0	0	0
Sept-98 [†]	5.50	-25	-25	-25	0	0	0	0	+25	+25
Janv-01*	6.50	-50	-50	-50	-50	-50	-25	-25	-50	-50
Sept-07*	5.25	-50	-25	-25	-75	-50	-75	-25	0	0
Juil-19*	2.50	-25	-25	-25	0	0	-50	-100	0	0
<i>Cycles de resserrement</i>										
Fév-94	3.00	+25	+25	+25	+50	0	+50	0	+75	0
Juin-99	4.75	+25	+25	0	+25	0	+25	+25	+50	0
Juin-04	1.00	+25	+25	+25	+25	+25	+25	+25	+25	+25
Déc-15 [‡]	0.25	+25	0	0	0	0	0	0	0	+25
Déc-16 [‡]	0.50	+25	0	+25	0	+25	0	0	0	+25
Mars-22	0.25	+25	+50	+75	+75	+75	+75	+50	+25	+25

Source : BNC, Bloomberg, FRB | Nota : *Cycles comprenant des modifications des taux hors calendrier. [†] Quand la Fed a suspendu son bref cycle de détente, elle a commencé à hausser les taux cinq réunions plus tard. [‡] La datation du cycle de détente du milieu des années 2010 se discute. La Fed a haussé les taux une fois à la fin de 2015 et n'a pas donné d'autre tour de vis avant une année entière plus tard. Nous avons inclus les deux dates à titre de référence pour le lecteur.

Malgré une intervention énergique, le ton du président Jerome Powell n'était pas alarmiste. Celui-ci a souligné que l'économie est encore solide, que le marché du travail est en bonne forme et que le motif pour amorcer la détente en force était la volonté de maintenir cet état des choses et *non pas* la crainte d'un accès de faiblesse imminent et prononcé. Cette évaluation était corroborée par un graphique à points qui, bien qu'intégrant un rythme de réduction des taux plus rapide qu'en juin, n'indiquait pas que les responsables de la politique monétaire s'attendaient à ce que des baisses plus importantes deviennent la norme.

Dérive importante des « points » par rapport aux plans de détente graduelle de juin

Graphique à points du FOMC de septembre et point médian de juin

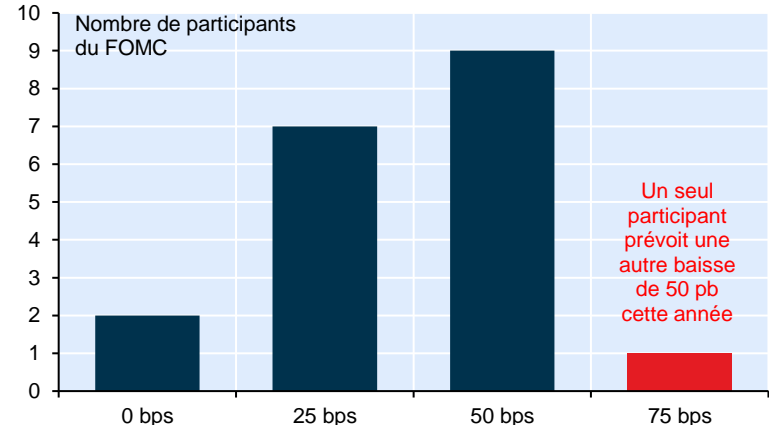


Source : BNC, FRB

De fait, un seul des dix-neuf membres du FOMC prônait une nouvelle baisse de 50 pb cette année. Qui plus est, neuf (près de la moitié) tablent sur des baisses de 25 pb ou moins (combinées) aux deux dernières décisions de l'année. Certes, certaines de ces prévisions pourraient avoir été faites avant la baisse de 50 pb convenue en septembre. Il se pourrait aussi que les responsables plus faucons ne soient pas, en majorité, des membres votants. Quoi qu'il en soit, il est clair que la Fed ne veut pas que les marchés tiennent pour acquis qu'une détente accélérée sera la norme à l'avenir. Devrions-nous la croire ?

Un seul participant du FOMC prévoit une autre baisse de 50 pb en 2024

Baisse additionnelle projetée (après celle de 50 pb de septembre) dans le graphique à points de septembre



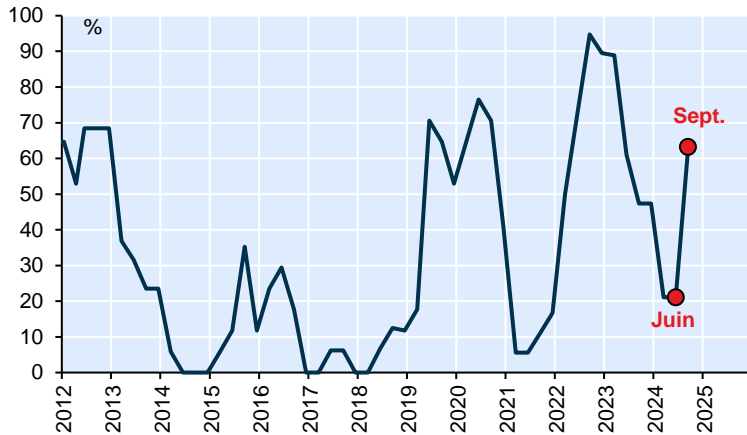
Source : BNC, FRB

Il peut encore être approprié d'escompter une faible probabilité d'une baisse supplémentaire de 50 pb cette année étant donné la tournure des risques pour l'économie et le marché du travail en raison de la distance du taux directeur par rapport au point neutre. Néanmoins, nous sommes portés à croire le président quand il dit que les baisses importantes ne seront pas la norme... du moins pas aux deux prochaines réunions. Bien sûr, le FOMC n'est pas naïf. Il est conscient des risques pour le marché du travail. Il les a peut-être déjà minimisés dans le passé, mais le Sommaire des projections économiques (SPE) indique clairement que davantage de responsables de la politique monétaire se préoccupent du taux de chômage puisque la prévision médiane inclut un nouveau tassement d'ici la fin de l'année. La projection de 4.4% du SPE était parfaitement raisonnable quand elle a

été publiée (en accord avec le consensus et notre propre prévision) et après le rapport sur l'emploi exceptionnel de septembre, mais pourrait maintenant se révéler trop forte. Si le participant médian du FOMC s'attendait à deux baisses de 25 pb de plus dans le contexte d'un taux de chômage à 4.4%, il n'y a pas de raison de s'attendre à plus de détente si le marché du travail se révèle plus vigoureux. À l'inverse, nous ne pensons pas que les données récentes étaient vigoureuses au point d'exclure toute nouvelle réduction en 2024.

La Fed sait que les risques pour le marché du travail augmentent

Proportion des participants du FOMC qui pensent que les risques pour le taux de chômage sont orientés à la hausse

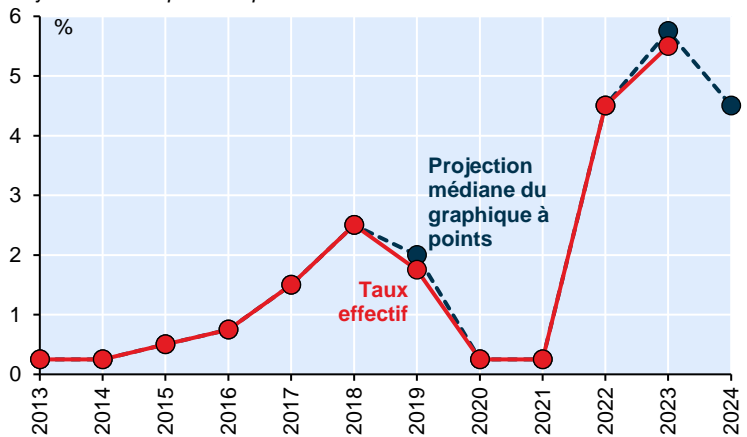


Source : BNC, FRB

Empiriquement, parier contre les prévisions du graphique à points de la Fed à très court terme n'a jamais été gagnant non plus. Il n'est arrivé que deux fois au cours de la dernière décennie que le taux de fin d'année prévu dans le graphique à points de septembre ne s'est pas matérialisé, et les circonstances dans lesquelles cela s'est produit étaient extraordinaires (particulièrement en 2019, quand la volatilité du marché des opérations de pension a conduit à un abaissement inattendu des taux). Mais surtout, le taux directeur n'a jamais terminé l'année au-dessus de ce que la Fed avait pressenti.

Il n'est pas sage de parier contre la Fed sur un horizon de 3 mois

Projections de septembre par le FOMC des taux en fin d'année et chiffres réels



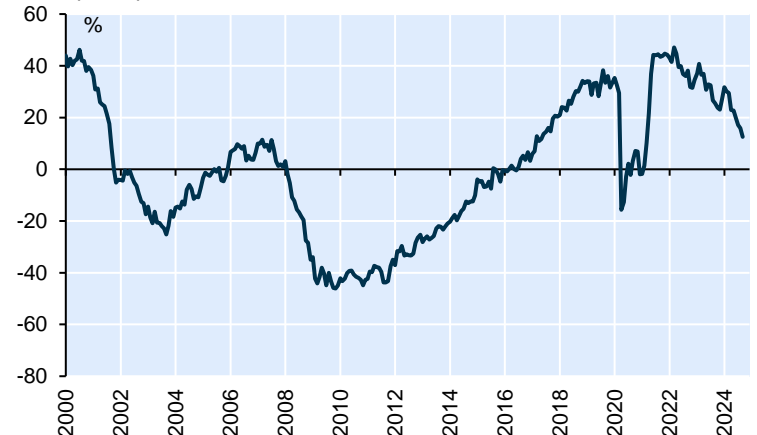
Source : BNC, FRB | Nota : ajusté à la borne supérieure des FF. P. ex., point de 2013 = proj. pour déc-13 de sept-13

Sceptiques au départ, les marchés adhèrent maintenant effectivement aux prévisions de taux de la Fed pour 2024. Cependant, nous craignons que les investisseurs aient réagi trop fortement aux plus récents chiffres de l'emploi. Nous ne contestons pas qu'il s'agissait d'un rapport très

solide et qu'il a aidé à calmer certaines craintes d'un accès de faiblesse imminent, mais il reste des failles dans les prévisions du marché du travail qui pourraient avoir une incidence importante sur les perspectives de la politique monétaire de 2025. De fait, le manque d'ampleur des embauches continue de nous inquiéter. Seule une poignée de secteurs (dont beaucoup sont en grande partie acycliques) sont à l'origine des augmentations d'emplois en 2024. Même si les secteurs cycliques ont affiché une embellie en septembre, cela ne traduit pas vraiment une grande robustesse. L'emploi temporaire, généralement considéré comme un bon indicateur avancé du marché du travail de base, continue de dériver à la baisse. L'augmentation régulière du nombre de chômeurs de longue durée traduit aussi un affaiblissement de la conjoncture. En dehors du rapport sur l'emploi, d'autres données laissent également entrevoir une baisse de tonus. Malgré un chiffre sain en août, les postes à pourvoir diminuent régulièrement en nombre. Par ailleurs, le taux de départs volontaires continue de reculer. Selon le différentiel de la population active du Conference Board, les perspectives de trouver un emploi sont les plus mauvaises depuis le cœur de la pandémie (et sont nettement plus faibles qu'avant la COVID). Enfin, les sous-indices de l'emploi des rapports ISM de la fabrication et des services se contractent. Nous pourrions continuer ainsi, mais espérons avoir réussi notre démonstration. L'économie américaine n'est pas encore hors de danger.

Les indicateurs subjectifs ne signalent pas d'amélioration des conditions

Différentiel de la population active : % indiquant que les emplois abondent moins % indiquant qu'il est difficile de trouver du travail

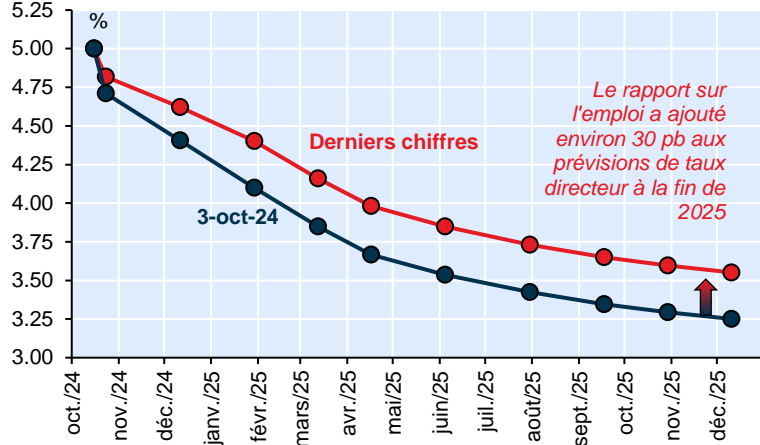


Source : BNC, Conference Board

Pour être clairs, nous ne prévoyons pas une forte augmentation du taux de chômage qui concorderait avec celle d'une récession plus traditionnelle. Mais la dérive à la hausse déjà perceptible devrait continuer à partir de là. Ce mouvement, contraire à ce que la Fed a prévu, ne s'arrêtera pas en 2025. À nos yeux, cela devrait conduire à une reprise des réductions des taux d'intérêt de 50 pb au début de l'an prochain, la Fed parvenant à un taux plus neutre autour du milieu de 2025. La prédiction du moment où elle atteindra le taux neutre varie d'un prévisionniste à l'autre, mais la plupart conviennent que la politique se stabilisera une fois que ce palier sera atteint. Cela tend aussi à être l'avis des investisseurs, à en croire les prix qui ont cours sur le marché. S'il est certes possible qu'un atterrissage en douceur classique se matérialise, nous pensons qu'il est plus probable que la politique doive devenir légèrement accommodante pendant un certain temps pour aider à stabiliser la croissance du PIB et faire baisser le taux de chômage.

Le marché aurait-il réagi exagérément à un unique chiffre sur le marché du travail?

Trajectoire de la cible des fonds fédéraux à en croire les swaps de taux à un jour : Avant le rapport sur l'emploi et derniers chiffres

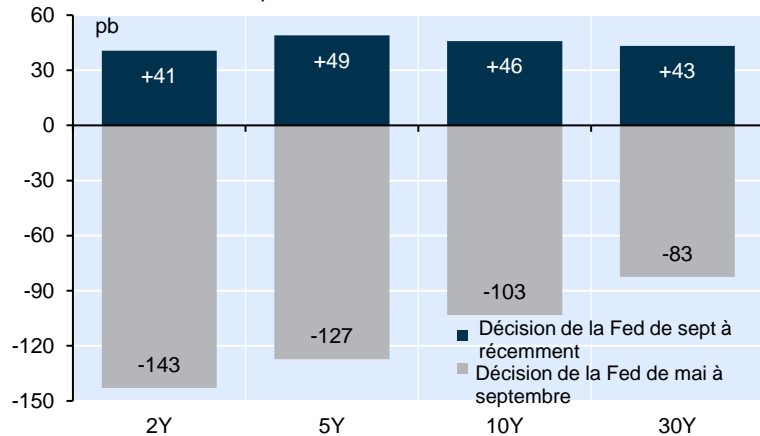


Source : BNC, Bloomberg | Nota : Fonds fédéraux ajustés au concept de la borne supérieure

Alors que le rapport sur l'emploi de septembre a nettement fait monter les rendements, nous serions acheteurs dans cette remontée. La transition vers une courbe des taux plus abrupte a été interrompue, mais elle devrait revenir au goût du jour à mesure que le marché réévalue à nouveau ses prévisions pour le marché du travail, et donc les perspectives pour la Fed.

La reprise des taux et la pentification de la courbe se sont arrêtés après l'annonce de la Fed et le rapport sur l'emploi

Variation des taux obligataires : Décision de la Fed de mai à septembre, depuis la décision de la Fed de septembre



Source : BNC, Bloomberg | Nota : Fonds fédéraux ajustés au concept de la borne supérieure

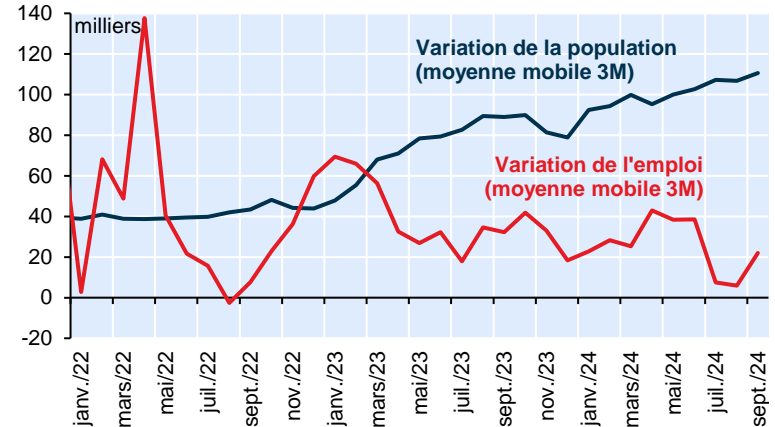
BdC : Il est temps d'accélérer la cadence

En ce qui concerne l'économie du Canada, les choses n'ont pas beaucoup changé depuis la dernière édition du *Mensuel obligataire*. Le manque de vigueur est manifeste dans de nombreuses branches de l'économie et la nécessité d'une politique monétaire moins restrictive demeure. S'il est vrai que le PIB mensuel était légèrement plus élevé que prévu, la croissance reste nettement inférieure au potentiel. Cela signifie aussi que l'expansion de l'économie est nettement inférieure à la trajectoire projetée par la Banque du Canada dans son *Rapport sur la politique monétaire* de juillet. L'écart de production du Canada, qui dépasse déjà 1% du PIB, continuera donc d'augmenter, ce qui est un élément crucial pour les responsables de la politique monétaire.

Le marché du travail, dont les assises étaient instables, a affiché une bien meilleure tenue en septembre où le taux de chômage, étroitement surveillé, a enregistré sa première baisse depuis janvier et se situe maintenant à « seulement » 6.5%. C'est mieux que ce que la plupart des analystes (nous y compris) avaient prévu, mais nous considérons cela comme un hiatus dans un processus de détérioration qui continue. Il n'est pas difficile de voir des faiblesses dans ces données puisque la chute du taux d'activité était en fait la plus grande source de baisse du taux de chômage. Cet effet des « chômeurs découragés » n'est pas non plus un phénomène nouveau, le taux d'activité du Canada ayant régulièrement évolué à la baisse depuis 2021. Dans une perspective plus générale, l'embauche reste nettement en retard sur l'augmentation de la population. C'est évident dans le *taux d'emploi* qui a encore baissé d'un cran en septembre et a reculé de 1.7 point de pourcentage depuis le début de 2023.

L'embauche ne soutient pas le rythme de la croissance de la population

Emploi et croissance de la population en âge de travailler (MM 3M)

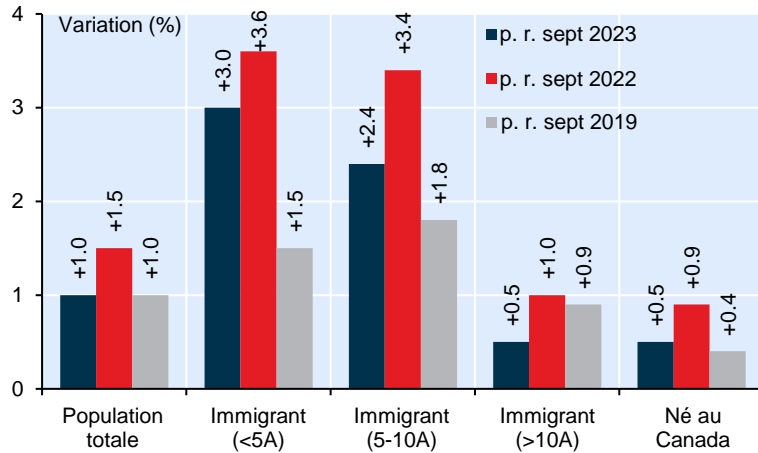


Source : BNC, Statistique Canada

Nous avons aussi entendu l'argument selon lequel l'augmentation du taux de chômage ne serait pas si inquiétante puisqu'elle est simplement un résultat de l'immigration. Il est vrai que ceux qui sont présents depuis le moins longtemps au Canada ont vu leurs perspectives d'emploi se détériorer le plus, mais on aurait tort, selon nous, d'en déduire que cela devrait influencer sur la détente des taux d'intérêt. Premièrement, *tous* les résidents, qu'ils soient nés au Canada ou non, font face à un marché du travail plus mou (qu'il y a un an ou qu'en 2019). Deuxièmement, un ralentissement de l'immigration ne rééquilibrera pas immédiatement le marché du travail. Le ralentissement de la croissance de la population s'accompagne d'une demande agrégée moindre, y compris la demande de main-d'œuvre. Troisièmement, on comprend intuitivement que les Canadiens plus établis pâtissent relativement moins quand la demande de main-d'œuvre est faible et que les employeurs se montrent plus sélectifs. Par conséquent, il ne nous semble pas évident que cela *devrait* être un élément à prendre en considération dans la fixation de la politique monétaire.

La détérioration des perspectives du marché du travail affecte *tout le monde* au Canada

Variation du taux de chômage en fonction du statut d'immigrant (MM 3M)

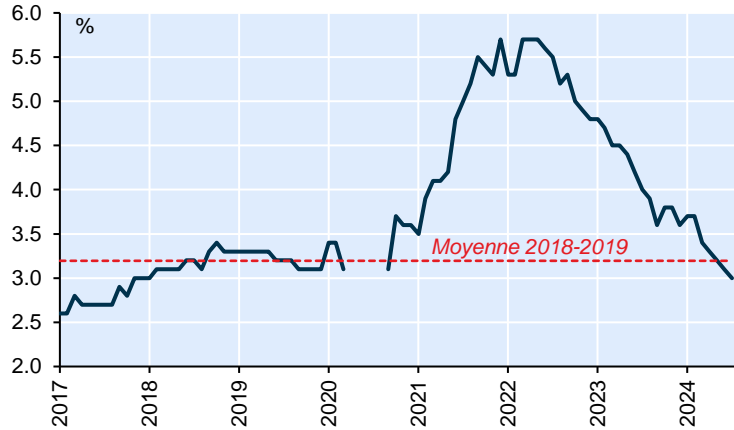


Source : BNC, Statistique Canada

Le plus important à retenir est que la demande globale de main-d'œuvre est faible. Malgré une reprise modeste de l'embauche en septembre, il semble peu probable que la croissance de l'emploi accélère beaucoup au cours des prochains mois. Les postes à pourvoir continuent de diminuer rapidement, et le taux de postes vacants a chuté en juillet au plus bas depuis janvier 2018. Qui plus est, la demande résiduelle de main-d'œuvre est concentrée de manière disproportionnée dans le secteur public comme l'ont [fait remarquer nos collègues](#).

Nous ne prévoyons pas une augmentation de l'embauche alors que la demande de main-d'œuvre fléchit

Taux des postes vacants du Canada

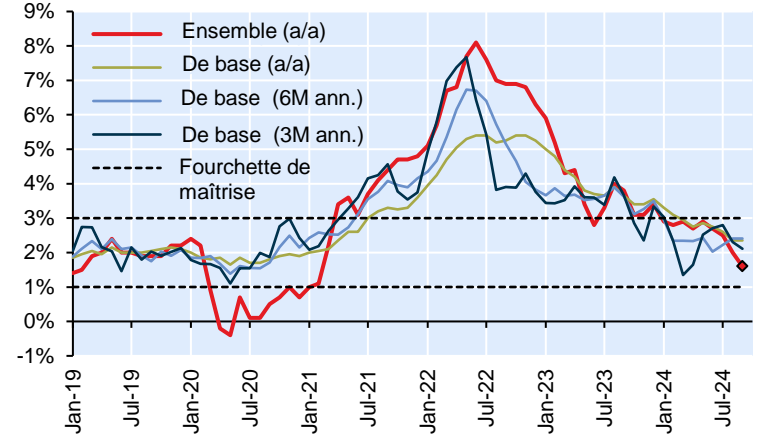


Source : BNC, Statistique Canada

Mais l'évolution la plus importante au cours du dernier mois s'est produite sur le front de l'inflation, puisque la croissance annuelle de l'IPC – le seul objectif de la BdC – est retournée à la cible en août pour la première fois depuis le début de 2021. Les données subséquentes de septembre ont vu l'inflation chuter *sous* la cible, avec des pressions sur les prix plus faibles observables dans tout le panier de l'IPC. Les mesures de base préférées de la BdC ne sont peut-être pas revenues *complètement* à 2%, mais elles en sont *très* proches. Peu importe le laps de temps que l'on considère (les 3, 6 ou 12 derniers mois), les pressions de base se maintiennent fermement dans la fourchette de maîtrise de 1-3%, et ce, depuis le début de l'année. Nous nous attendons à ce que cela continue à l'avenir. L'inflation tous éléments confondus devrait aussi osciller autour de la cible, même si un regain des pressions sur les prix du pétrole l'attisait en octobre.

Un grand pas vers la stabilité des prix en août

Taux d'ensemble et de base de l'inflation des prix canadiens



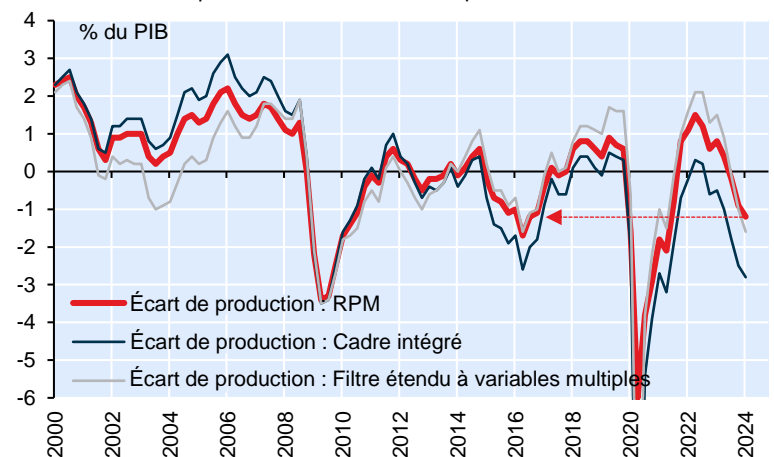
Source : BNC, Statistique Canada | Nota : L'indice de base représente la moyenne de l'IPC médian et de l'IPC tronqué

Bref, la Banque du Canada doit composer avec :

- Une croissance inférieure au potentiel et un écart de production >1% du GDP et en hausse;
- Un marché du travail plus mou (avec un taux de chômage supérieur au TCIS) et des perspectives médiocres de demande de main-d'œuvre;
- Une inflation d'ensemble et de base bien contenue dans la fourchette de maîtrise de l'inflation.

L'écart de production est béant (et en croissance)

Mesures de la Banque du Canada de l'écart de production canadien



Source : BNC, Banque du Canada | Nota : derniers chiffres T1 2024

Sans plus de contexte, à quelle politique monétaire s'attendrait un économiste non initié? Les réponses seraient sans doute nombreuses, mais il est peu probable que *quiconque* préconise un directeur qui se situe à (au moins) 1 point de pourcentage au-dessus du taux estimé neutre à long terme. Et pourtant, c'est là que nous en sommes aujourd'hui. C'est ce qui nous fait dire que la BdC devrait, au minimum, revenir rapidement à une politique plus neutre. Pour nous, cela voudrait dire deux réductions du taux directeur de 50 pb d'affilée aux deux prochaines réunions pour abaisser le taux directeur à 3.25% ou à la borne supérieure de la fourchette estimée neutre.

Notons que deux réductions successives de 50 pb ne sont pas contraires aux messages véhiculés par les responsables de la politique monétaire. Dans un entretien accordé au [Financial Times](#) en septembre (après la décision sur les taux), le gouverneur Tiff Macklem a reconnu que si la croissance ne se matérialise pas comme prévu « *il*

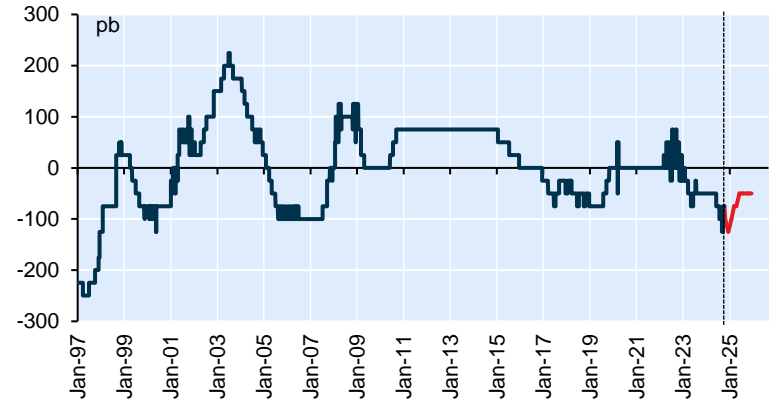
pourrait être approprié d'avancer plus vite avec les taux d'intérêt ». Il a ajouté qu'il y a actuellement « suffisamment de ressources inutilisées dans l'économie pour ramener l'inflation à la cible » et a souligné qu'il n'en souhaitait pas plus. La réalité est qu'il y aura effectivement davantage de ressources inutilisées, ce qui implique qu'il est temps d'avancer plus vite dans la réduction des taux d'intérêt. Nous sommes aussi encouragés d'entendre l'ancien sous-gouverneur Paul Beaudry convenir qu'une intervention plus énergique est nécessaire pour restaurer la confiance dans l'économie. Cet ex-responsable de la politique monétaire a ajouté qu'il est de cet avis, quelle que soit la tournure que prendra le rapport sur l'emploi de septembre.

Parlant de rapports sur l'emploi, nous entendons déjà des participants du marché prétendre que la résilience apparente du marché du travail des États-Unis, qui implique un rythme plus lent de réduction des taux par la Fed, limite l'ampleur de la détente que peut se permettre la BdC. Comme nous le disons depuis des années, cela n'est pas un sujet de préoccupation pour la Banque du Canada, certainement pas à court terme. M. Macklem a souligné à plusieurs reprises que la BdC se préoccupe de l'économie du Canada et que, à l'évidence, les économies canadienne et américaine sont de natures différentes, nécessitant une conduite de la politique différente. Cela veut-il dire que si la BdC se montre plus active, le huard en pâtirait, toutes choses étant égales par ailleurs? Probablement, oui. (Voir la plus récente édition de notre mensuel [Devises](#) pour nos perspectives détaillées sur le CAD). Cela entraînera-t-il une hausse des prix au Canada? Pas de manière importante. (Voir notre [analyse antérieure](#) pour plus d'informations sur les relations entre taux de change et inflation).

La Banque du Canada concédera (et nous sommes d'accord) qu'il existe des limites à la divergence entre les taux directeurs, mais nous ne pensons pas que nous sommes plus près de les atteindre. Avec deux baisses consécutives de 50 pb par la BdC au quatrième trimestre et des baisses présumées de 25 pb de la Fed, le différentiel de taux d'intérêt serait de 125 pb, ce qui est l'équivalent de l'écart enregistré après la baisse des taux par la BdC en septembre. Maintenant, si l'économie américaine finit par ne pas atterrir du tout, la baisse des taux par la Fed en 2025 sera minime. Dans ce cas, la BdC pourra peser plus sérieusement les avantages et les inconvénients d'une divergence plus importante, mais cela ne devrait pas affecter son calcul en 2024. Tout au plus, la récente hausse des rendements obligataires devrait-elle donner à la Banque *davantage* confiance pour abaisser la cible du taux à un jour puisque les craintes d'une hausse insoutenable de l'immobilier résidentiel seront partiellement apaisées par des taux hypothécaires fixes plus élevés.

Une divergence de taux brève n'écrasera pas le huard ni ne fera flamber l'inflation

Divergence historique des taux entre la BdC et la Fed et prévision de FBN en 2025



Source : BNC, Bloomberg | Nota : La ligne rouge représente la prévision de FBN

En définitive, nous ne nous attendons pas à ce que le différentiel de taux directeur dépasse de beaucoup 125 pb puisque nous pensons que la Fed reprendra la voie d'une détente plus active au début de 2025. Et à mesure que ce débat sur la divergence s'éteindra (à nouveau), l'attention portera de nouveau sur la question de savoir jusqu'où le taux directeur de la BdC doit baisser. Les marchés et la plupart des prévisionnistes s'attendent à ce qu'un cycle de détente relativement rapide s'achève au niveau neutre et s'y maintienne. Alors qu'une détente rapide *pourrait* suffire pour stabiliser l'économie, nous pensons que le scénario le plus probable est celui d'une politique monétaire modestement accommodante nécessaire pour résorber l'écart de production. Nous entrevoyons par conséquent un assouplissement des taux par la BdC à 2% d'ici un an. Avec la récente baisse des obligations, les taux des obligations souveraines nous semblent de plus en plus intéressants. Les rendements des titres de 2 et 5 ans pourraient commencer par le chiffre 1 (même si ce n'est que brièvement) dans un délai d'un an, alors que la courbe va probablement nettement accentuer sa pente. Pour le reste de l'année, nous surpondérerions les obligations canadiennes (par rapport aux obligations du Trésor américain), mais c'est au sud de la frontière qu'on pourrait trouver des rendements supérieurs en 2025 à mesure que le FOMC cherchera à rattraper le retard dans l'abaissement des taux d'intérêt.



Abonnez-vous à nos publications : BNC.EconomieetStrategie@bnc.ca – Pour nous joindre : 514 879-2529

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 contraaires 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 de l'UE

En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

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 peut les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.