

Décembre 2018

Points saillants

- Prévoyant une croissance supérieure au potentiel en 2019, nous nous attendons à ce que le FOMC hausse deux fois la fourchette des taux cibles des fonds fédéraux de 25 pb l'an prochain. Cela dit, si la Fed avait recours à des outils macroprudentiels (p. ex., réserve de capital anticyclique) pour équilibrer le soutien à l'expansion économique et maîtriser les vulnérabilités financières, elle pourrait administrer moins de hausses.
- En ce qui concerne l'extrémité éloignée de la courbe des rendements américaine, nous continuons de penser que le marché obligataire exigera quelques concessions sur les prix pour digérer l'énorme volume de nouvelles émissions nettes attendues. Les nouveaux besoins d'emprunt nets comprenant le financement nécessaire à la suite des rachats du bilan de la Fed pourraient atteindre US\$1,400 milliards l'an prochain. Nous continuons de prévoir que les obligations du Trésor de 10 ans s'orienteront vers les 3.50% au deuxième semestre de 2019.
- Alors que la Banque du Canada pense toujours qu'elle devra hausser son taux directeur vers une fourchette neutre pour atteindre son objectif d'inflation, nous pensons que ce taux sera de 2.50% d'ici décembre prochain. Le rendement jusqu'à l'échéance des obligations du Canada de 10 ans dérivera à la hausse au cours des 12 prochains mois en réponse à la poursuite de la normalisation de la politique monétaire et aux hausses des taux à long terme au sud de la frontière.

Paul-André Pinsonnault

Prévision en date du 5 décembre 2018

États-Unis						
Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
03/12/18	2.25	2.34	2.82	2.82	2.97	3.25
T1/19	2.50	2.46	2.93	3.06	3.21	3.41
T2	2.75	2.72	2.99	3.11	3.31	3.54
T3	3.00	2.93	3.19	3.33	3.46	3.68
T4	3.00	2.93	3.25	3.36	3.48	3.69
T1/20	3.00	2.96	3.31	3.39	3.51	3.70
T2	3.00	2.96	3.32	3.40	3.56	3.73
T3	3.00	2.88	3.38	3.45	3.56	3.73
T4	2.75	2.72	2.71	3.00	3.24	3.44

Canada						
Trimestres	Taux cible de la BdC	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
03/12/18	1.75	1.70	2.16	2.18	2.23	2.35
T1/19	1.75	1.96	2.20	2.22	2.31	2.40
T2	2.00	2.18	2.27	2.35	2.44	2.52
T3	2.25	2.38	2.42	2.48	2.66	2.73
T4	2.50	2.46	2.69	2.81	2.93	3.00
T1/20	2.50	2.46	2.79	2.87	2.99	3.07
T2	2.50	2.46	2.81	2.94	3.14	3.21
T3	2.50	2.46	2.74	2.93	3.16	3.23
T4	2.50	2.29	2.69	2.89	3.07	3.13

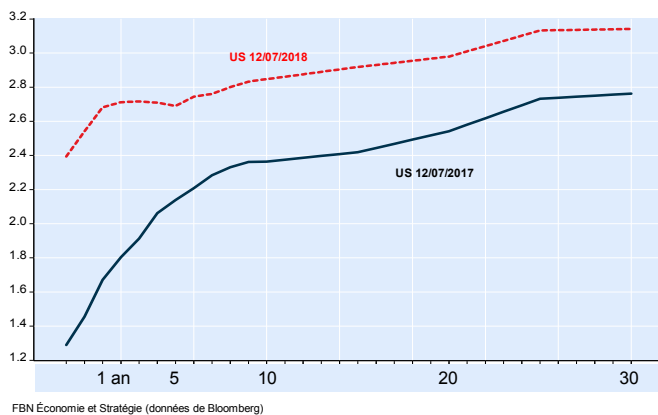
« Que faire quand la lumière s'éteint. On ralentit... et on avance à tâtons. »

Les indices de surprise économique, que ce soit ceux des grandes économies ou des marchés émergents, donnent le sentiment que l'économie mondiale perd de son élan. La faiblesse des indices de surprise provient non seulement de données d'enquêtes prospectives telles que les indices des directeurs des achats, mais aussi de réalités factuelles. Les PIB de l'Allemagne et du Japon se sont contractés au troisième trimestre. Les dépenses de consommation chinoises sont plus faibles que jamais depuis mai et les prêts bancaires chinois ont marqué le pas en octobre. Les prix des matières premières ont aussi donné des signaux d'avertissement au sujet de la croissance mondiale; ils sont en baisse depuis octobre. Aux États-Unis, le marché boursier volatil a terminé la première semaine de décembre en baisse de 10% par rapport à sa clôture de 46 séances plus tôt. Les analystes révisent à la baisse les prévisions de bénéfice des entreprises.

Sur cette toile de fond, la légère inversion de la courbe des rendements entre les taux des obligations du Trésor de 2 ans et de 5 ans a retenu beaucoup d'attention. Était-elle importante?

Courbe des taux : Légère inversion entre les taux du Trésor à 5 et 2 ans

Est-ce suffisant pour freiner la normalisation de la politique du FOMC en décembre?



C'est bien connu, chacune des sept dernières récessions (telles que définies par le NBER) a été précédée par des inversions des courbes des rendements. Mais habituellement, c'est la différence entre les taux à 10 ans et les taux plus courts tels que ceux à 2 ans ou à 90 jours qui sont utilisés comme indicateurs avancés. La courbe entre ces taux ne s'est pas encore inversée. En outre, bien que l'adage veuille qu'une inversion de la courbe annonce une récession dans un an environ, ce délai a varié entre 8 et 23 mois. Il peut donc être encore trop tôt pour se ruer vers les abris.

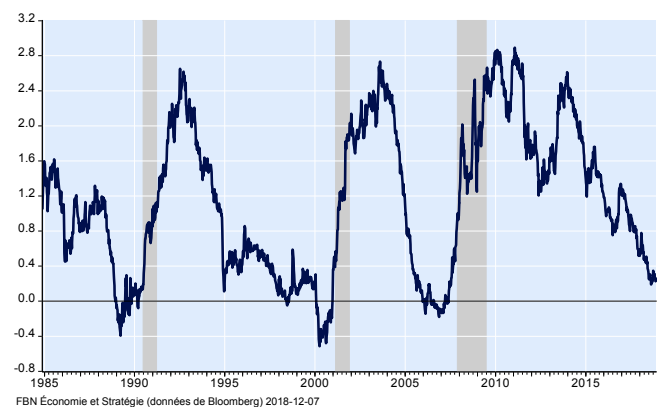
À titre de réconfort, nous invitons à prendre connaissance de l'étude d'Engstrom et Sharpe (FEDS Notes, 28 juin 2018) qui démontre que les écarts de taux à court terme sont

statistiquement plus fiables comme indicateur avancé que la pente traditionnelle de 2 à 10 ans. Actuellement, la pente entre le taux à terme à six trimestres et le bon du Trésor à 3 mois est de +45 pb, ce qui est encore nettement positif.

Mais tous les participants du FOMC ne sont pas à l'aise avec la situation actuelle. Bloomberg rapporte que le président de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic, un membre votant du FOMC, a dit en novembre qu'ignorer une croissance plus faible à l'étranger était une « recette pour commettre une erreur de politique ». Plus récemment, c'est le président de la Fed de St. Louis, James Bullard, qui a affirmé qu'il n'était pas intéressé à inverser la courbe des rendements.

États-Unis : Pente de la courbe des rendements des obligations du Trésor

Rendement à 10 ans moins rendement à 2 ans

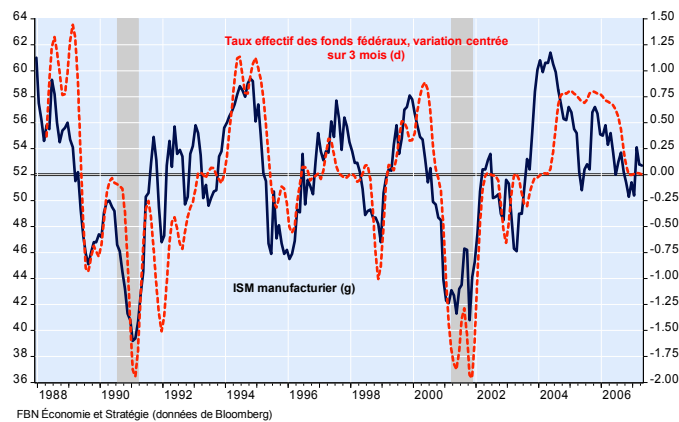


Il a indiqué que la courbe des rendements déjà peut-être un indice que la Fed est intervenue plus énergiquement que nécessaire pour maintenir l'inflation à hauteur de sa cible. Mais parmi les participants du FOMC, il est le plus accommodant. D'autres membres votants, et ce n'est pas étonnant, semblent plus enclins à se prononcer en faveur d'une hausse des taux en décembre. Parmi eux, figure Lael Brainard, qui a dit le 7 décembre que la voie des augmentations graduelles du taux des fonds fédéraux reste appropriée à *court terme*, bien que les décisions de politique monétaire dépendent de plus en plus de l'évolution des perspectives économiques. À ce sujet, son avis est que la trajectoire la plus probable pour l'économie est positive, bien que certains facteurs porteurs de l'économie commencent à faiblir.

À la réunion du FOMC de décembre, certains participants plaideront probablement encore en faveur d'une hausse d'un quart de point. Après tout, l'augmentation des effectifs salariés non agricoles atteignait en moyenne 170,000 au cours des trois derniers mois, toujours bien au-dessus de ce qui est nécessaire (110,000) pour maintenir le taux de chômage inchangé à 3.7%. Le revenu personnel déduction faite des paiements de transferts continue de progresser, ce qui soutiendra le commerce de détail.

ISM manufacturier et politique monétaire : Perspective historique

L'histoire montre que le FOMC resserre sa politique quand l'ISM dépasse 52.5

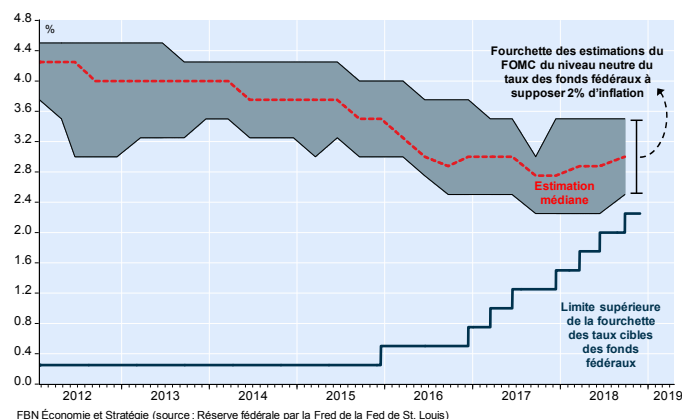


En outre, la plus récente enquête ISM du secteur manufacturier a atteint 59.3. Sur ce front, nous notons que, historiquement, le FOMC est enclin à hausser le taux des fonds fédéraux quand l'indice de la fabrication dépasse 52.5 et à le réduire quand l'indice descend sous ce niveau.

Revenant au volet inflation du double mandat du FOMC, nous notons que le relevé le plus récent du déflateur des dépenses personnelles de consommation de base, celui d'octobre, était en baisse d'un dixième, à 1.8% (a/a). Cependant au cours des six derniers mois, l'inflation selon cet indicateur n'atteignait qu'un chiffre annualisé de 1.5%. Serait-ce là la tendance sous-jacente? À supposer que l'inflation se maintienne dans une fourchette de 1.5% à 1.8% au cours des prochains mois et que R^* soit actuellement de 0.8% en termes réels comme le donne à penser le modèle de la Fed, les colombes du FOMC feront valoir que le taux des fonds fédéraux n'a pas besoin de monter beaucoup plus haut pour atteindre le taux neutre (2.30% à 2.60%).

É.-U. : La fourchette cible de la Fed juste en-dessous du niveau neutre

Limite supérieure de la fourchette de taux de la Fed et estimations médianes du niveau neutre du FOMC



Une des leçons tirées de la dernière récession était qu'une inflation faible et stable n'était pas une condition suffisante pour la stabilité financière et une croissance économique

durable. Depuis, la Fed a réexaminé sa surveillance de la stabilité financière et, à la fin de novembre, son conseil des gouverneurs a publié son premier rapport sur la stabilité financière. À cette occasion, le président de la Fed, Jerome Powell, a présenté son évaluation de la situation actuelle, concluant que, globalement, les vulnérabilités de la stabilité financière étaient modérées. Néanmoins, il a reconnu que les risques étaient supérieurs à la normale dans certains secteurs, l'un d'eux étant celui des emprunts des entreprises non financières. Le ratio de la dette des entreprises au PIB dépasse largement la tendance. Mais est-ce surprenant après près d'une décennie d'expansion économique? On craint que cette dette ait crû le plus vite dans les entreprises utilisant le plus leur effet de levier et ayant de lourds fardeaux d'intérêts à supporter. En outre, les opérations assorties de clauses restrictives faibles représentent maintenant environ 80% de l'ensemble du marché des prêts à risque, comparativement à moins de 30% il y a dix ans. Pour la gouverneure de la Fed, Lael Brainard, les données économétriques démontrent qu'un excédent sur les marchés des créances d'entreprises peut amplifier un choc négatif et contribuer à des pertes d'emplois. On s'attendrait à ce que les entreprises en proie à des difficultés financières non seulement réduisent l'emploi, mais diminuent aussi leur investissement. Elle a noté que, à mesure que les défauts et les prêts en souffrance augmentent, la volonté ou la capacité des banques de prêter pourrait diminuer. Cela exacerberait les difficultés de refinancement des entreprises. Son évaluation de l'état actuel du marché des prêts l'a conduite à croire qu'il pourrait être temps pour les autorités de réglementation d'exiger une augmentation des réserves de capital anticycliques des banques. À son avis, cela pourrait être un moyen de contrer la montée des risques pour la stabilité financière au moment où le degré de resserrement monétaire nécessaire pour atteindre le même objectif pourrait être incompatible avec le soutien de l'expansion.

Il n'y a pas longtemps, le discours du FOMC pouvait être relativement direct, mais les temps changent. Jusqu'à récemment, les discussions concernant la politique monétaire étaient centrées sur l'augmentation du taux des fonds fédéraux vers le taux R^* à un rythme graduel. À la réunion de décembre, discutera-t-on de mesures macroprudentielles? Celles-ci pourraient-elles remplacer une ou plusieurs hausses de taux? Nous verrons. Ce qu'on peut en dire, pour le moment, c'est que les événements récents aux États-Unis et à l'échelle mondiale laissent penser qu'il y a bien moins de visibilité pour les perspectives économiques et la manière dont le FOMC devrait ajuster sa politique monétaire. Pour citer M. Powell, qui parlait à la mi-novembre du degré de hausse des taux à adopter et du rythme de ces hausses : « c'est comme traverser une pièce remplie de meubles alors que soudainement la lumière s'éteint. Que faire? On ralentit. On s'arrête, probablement, et on avance à tâtons. Ce n'est guère différent pour la politique monétaire. » Le

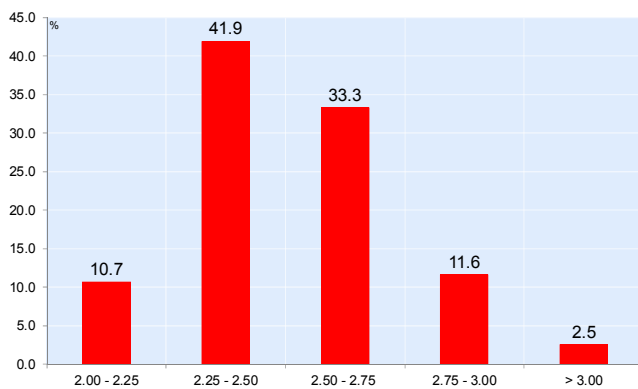
débat entre les participants du FOMC au sujet du rythme approprié de normalisation de la politique monétaire sera probablement animé au cours des prochains mois.

Quant à notre propre prévision, nous continuons de nous attendre à un taux de croissance du PIB de 2.3% en moyenne en 2019, sans inflation galopante. Ce contexte, à notre avis, soutiendrait une poursuite de la normalisation de la politique. Cependant, devant les incertitudes actuelles, nous ne serions pas étonnés que la décision au sujet d'une hausse des taux en décembre ne soit pas unanime.

À plus longue échéance, notre scénario de base pour la fourchette cible des taux des fonds fédéraux à la fin de l'année 2019 demeure à 2.75% à 3.0%. C'est plus ambitieux que ce dont tiennent compte les marchés des contrats à terme sur fonds fédéraux au moment de la rédaction de ces notes (graphique, ci-dessous).

Probabilités implicites du taux cible des fonds fédéraux en décembre 2019

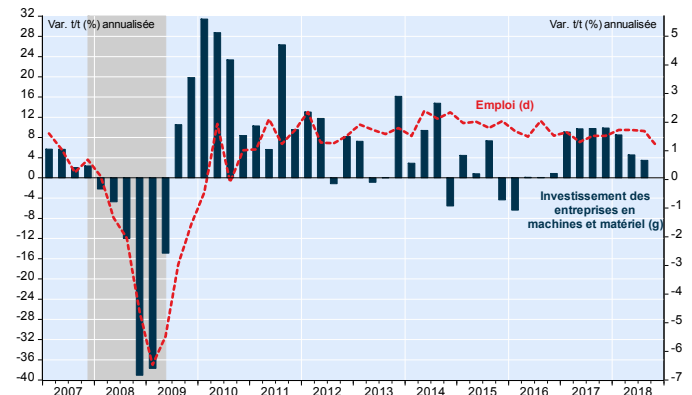
D'après les contrats à terme sur les fonds fédéraux et une fourchette cible actuelle de 2.00-2.25%



Dans notre édition de septembre, nous avons mentionné les projections du CBO du mois d'août qui signalaient une accélération du taux de croissance potentiel de l'économie entre 2018 et 2022. Parmi les raisons données figuraient les coups de pouce à l'investissement de la réforme fiscale de 2017. Nous prétendions que si les projections du CBO étaient justes, le taux neutre réel des fonds fédéraux pourrait être projeté autour de 1.4% à la mi-2020. Même avec une inflation d'à peine 1.8%, cela porterait le taux nominal neutre à 3.20%, comparativement à la fourchette de 2.30% à 2.60% mentionnée précédemment. Cependant, la tendance récente des investissements des entreprises ne semble pas soutenir l'attitude optimiste du CBO. C'est là un des facteurs de notre révision à la baisse de la fourchette des fonds fédéraux appropriée pour la dernière partie de 2020.

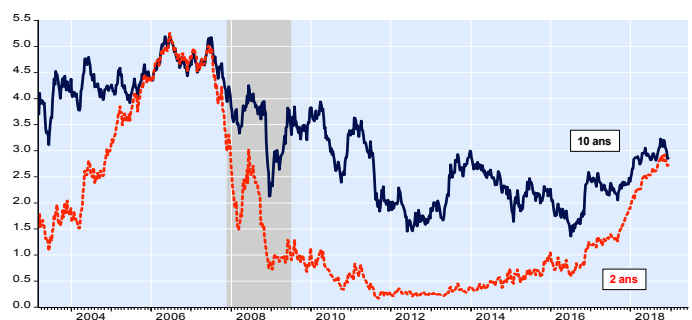
É.-U. : Investissement des entreprises et emploi mis en perspective

Effectifs salariés non agricoles et investissement des entreprises en machines et matériel



Nous nous attendons maintenant à ce que la limite supérieure de la fourchette cible des taux des fonds fédéraux culmine à 3%. Avec le temps, et avec la dissipation des effets de stimulation dus aux réductions d'impôts des États-Unis et aux dépenses budgétaires annoncées à la fin de 2017 et au début de 2018, nous nous attendons à une poursuite de la décélération de la croissance économique, de 3.5% annualisé au T3 2018 à un chiffre plus faible de 1.4% au T4 2020. Cela préparera le terrain pour une réduction des taux par le FOMC, qui fera tout en son pouvoir pour soutenir l'expansion sans laisser les perspectives d'inflation se détériorer trop.

Obligations du Trésor américain



Prévisions américaines

	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Taux cible des fonds fédéraux, limite supérieure	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.75
Rend. de l'obligation du Trésor de 10 ans (fin du trim.)	3.21	3.31	3.46	3.48	3.51	3.56	3.56	3.24
Croissance du PIB réel (Var. tt. (%) dés. t. a.)	1.7	2.0	1.9	1.6	1.6	2.0	2.1	1.4

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Conclusion : Bien que nous reconnaissons que la liste des risques de baisse pour l'économie est longue, nous continuons de prévoir en moyenne une croissance du PIB américain de 2.3% en 2019. Quant au volet inflation du double mandat du FOMC, nous prévoyons que le déflateur des dépenses personnelles de consommation augmentera à près de 2.0%, mais sans dépasser ce niveau, ce qui concordera avec un IPC d'ensemble de 2.3%.

Prévoyant une croissance supérieure au potentiel en 2019, nous nous attendons à ce que le FOMC hausse la fourchette

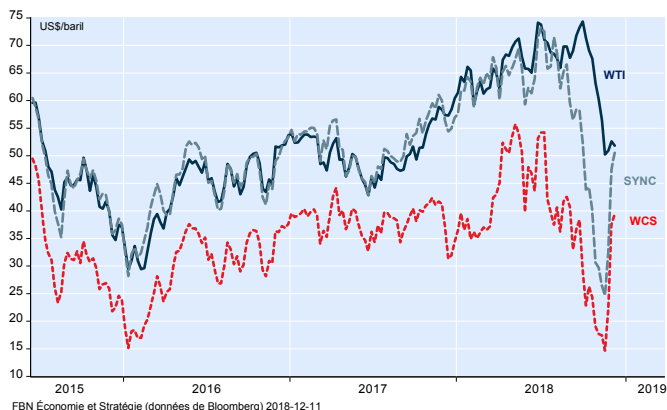
des taux cibles des fonds fédéraux de 25 pb deux fois l'an prochain. Cela dit, si la Fed avait recours à des outils macroprudentiels (p. ex., réserve de capital anticyclique) pour équilibrer le soutien à l'expansion économique et maîtriser les vulnérabilités financières, elle pourrait administrer moins de hausses.

Quant à la partie plus éloignée de la courbe des rendements, nous continuons de penser que le marché obligataire exigera quelques concessions sur les prix pour digérer l'énorme volume de nouvelles émissions nettes attendues. Les nouveaux besoins d'emprunt nets comprenant le financement nécessaire à la suite des rachats du bilan de la Fed pourraient atteindre US\$1,400 milliards l'an prochain. Nous continuons de prévoir que les obligations du Trésor de 10 ans s'orienteront vers les 3.50% au deuxième semestre de 2019.

... et au Canada

Comme on s'y attendait, la Banque du Canada a laissé le taux de financement à un jour inchangé en décembre à 1.75%. L'annonce était accompagnée par un communiqué résolument moins ferme, qui avait abandonné le qualificatif de « solide » dans sa description de l'économie mondiale et reconnaissait le ralentissement de la demande mondiale causé en partie par les conflits commerciaux internationaux. L'annonce sur les taux a été suivie le lendemain par une présentation par le gouverneur Stephen Poloz de la BdC du rapport sur les progrès économiques de fin d'année, à Toronto. À la conférence de presse, il a parlé en particulier de l'importance des chocs des prix du pétrole sur les perspectives de politique monétaire.

Hausse des prix du brut canadien après les réductions de l'Alberta
WCS se vendant à US\$13 de moins que le WTI, plutôt que US\$50 comme le 11 octobre



Cet automne, l'écart négatif entre le brut canadien et le brut West Texas Intermediate (WTI) s'est creusé, atteignant un record. En octobre, l'écart de prix du Western Canada Select (WCS) était de US\$50 le baril et celui du Syncrude Sweet Blend (SYNC), de US\$34. Du 31 août au 28 novembre, une semaine avant l'annonce sur les taux de la Banque du Canada, les prix du pétrole de l'Alberta, écrasés par les

goulots d'étranglement du transport et la hausse des stocks, étaient en baisse de 57% pour le SYNC et de 60% pour WCS, comparativement à 28% pour le WTI. Pour M. Poloz, l'écart entre le brut léger canadien et le WTI était particulièrement problématique. Il a noté que si la situation persistait, les revenus pour le Canada pourraient être nettement déprimés. Il a dit que la Banque prévoyait de s'entretenir avec ses contacts dans le secteur pétrolier pour déterminer dans quelle mesure l'investissement, les dépenses et les plans d'embauche allaient être révisés. Cette information compléterait ce que le modèle économique des termes de l'échange (le modèle TOTEM) a indiqué à la Banque au sujet des perspectives économiques.

La première ministre de l'Alberta, Rachel Notley, a par la suite annoncé des réductions de la production qui entreront en vigueur en janvier. Son annonce a été suivie d'une importante remontée des prix du pétrole canadien dont le différentiel s'est réduit à US\$13 pour le WCS et US\$1.25 pour SYNC. Si les producteurs ont applaudi les nouvelles les plus récentes, ce qui laissait penser qu'on éviterait les licenciements, il reste à voir à quel point ils ont déjà comprimé leurs plans de dépenses d'investissement pour 2019 à la lumière des faibles prix de l'automne.

Le Rapport sur la politique monétaire (RPM) de janvier élaborera probablement davantage sur ce sujet. L'édition d'hiver de l'Enquête sur les perspectives des entreprises (21 décembre) pourrait aussi donner des indices.

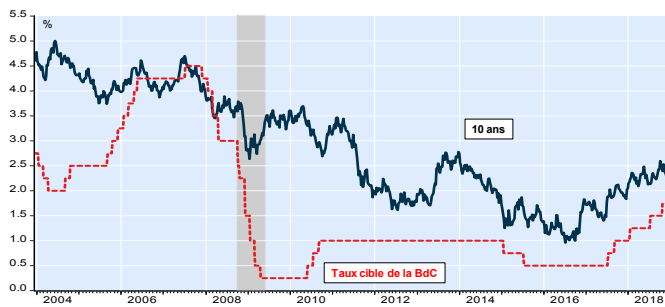
Ajoutant à la complexité de la mise en œuvre de la politique monétaire, notons les révisions à la baisse du PIB par Statistique Canada remontant à 2015. Mais quel a été le taux de croissance du PIB potentiel au cours de cette période? Le gouverneur Poloz a dit que la Banque examinera son estimation de l'écart de production à temps pour le RPM de janvier.

Tout bien compté, l'allocution de M. Poloz et le communiqué de presse sur l'annonce des taux de la veille donnent à croire que la Banque révisera à la baisse sa projection de croissance pour 2019. L'ampleur de la révision n'est pas encore évidente, mais nous pensons que la normalisation de la politique monétaire canadienne sera mise en veilleuse, probablement jusqu'en avril ou mai.

Malgré ce qui s'annonce comme un premier trimestre faible (croissance annualisée du PIB de 0.9%), nous continuons de prévoir que l'économie canadienne croîtra à un rythme annualisé moyen de 1.8% en 2019. Cela représente trois dixièmes de moins que ce que projetait le RPM d'octobre. Nous prévoyons une inflation d'ensemble moyenne de 2.1% l'an prochain. La conjoncture justifiera encore des hausses de taux plus tard dans l'année. Alors que la Banque pense toujours qu'elle devra hausser son taux directeur jusqu'au niveau neutre pour atteindre son objectif d'inflation, nous voyons ce taux s'établir à 2.50% d'ici décembre prochain.

Canada : La normalisation monétaire se poursuivra en 2019

La politique de normalisation reprendra au T2 2019



Prévisions canadiennes

	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Taux de financement à un jour de la BdC	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
Rendement de l'OdC de 10 ans (fin du trim.)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Croissance du PIB réel (Var. % (t. a.))	0.9	2.4	1.8	2.0	1.2	1.6	1.4	1.8

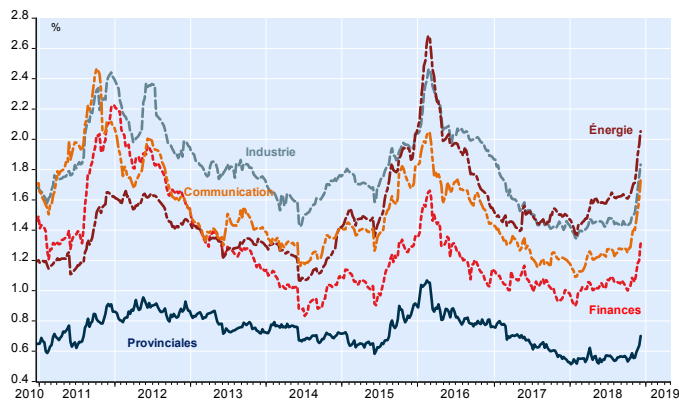
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2018-12-11

Le rendement jusqu'à l'échéance des obligations du Canada de 10 ans continuera probablement de dériver à la hausse au cours des 12 prochains mois en réponse à la poursuite de la normalisation monétaire et aux hausses des taux à long terme au sud de la frontière.

Le ton sous-jacent du marché des obligations d'entreprises, qui en sympathie avec le marché boursier, s'est nettement détérioré au T4. Les écarts avec les obligations du Canada se sont fortement accrus pour tous les types d'émetteurs.

Canada : Écarts des obligations de sociétés et provinciales

Obligations à moyen terme



FBN Économie et Stratégie (données de DataStream) 2018-12-07

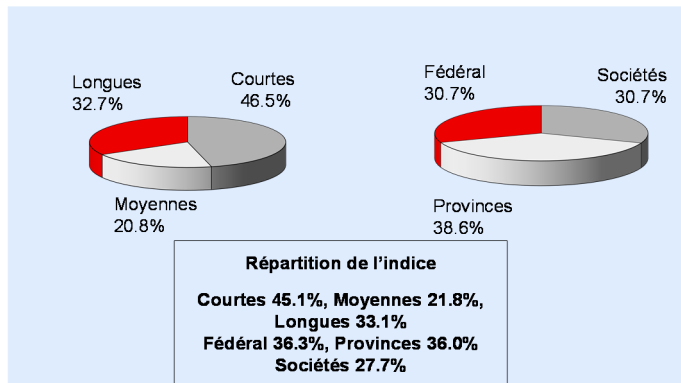
Les écarts des obligations de sociétés de 10 ans notées A ont maintenant augmenté de 27 pb par rapport à la fin de septembre. Les obligations provinciales ont aussi subi des

pressions, mais dans une moindre mesure. Par exemple, l'obligation de 10 ans de l'Ontario se négocie maintenant à un écart de 15 pb de plus.

Comme les représentants de la Réserve fédérale ont fait savoir que leur objectif était de maintenir l'expansion économique, nous nous attendons à un ton accommodant à la prochaine annonce des taux du FOMC. Cela pourrait contribuer largement à stabiliser le marché boursier et par conséquent le marché des obligations de sociétés. Nous avons par conséquent laissé notre répartition sectorielle inchangée ce mois-ci.

Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 7.33 contre la projection de 7.48 pour l'indice de référence
Maintenir une surpondération de titres provinciaux et de société.



FBN Économie et Stratégie

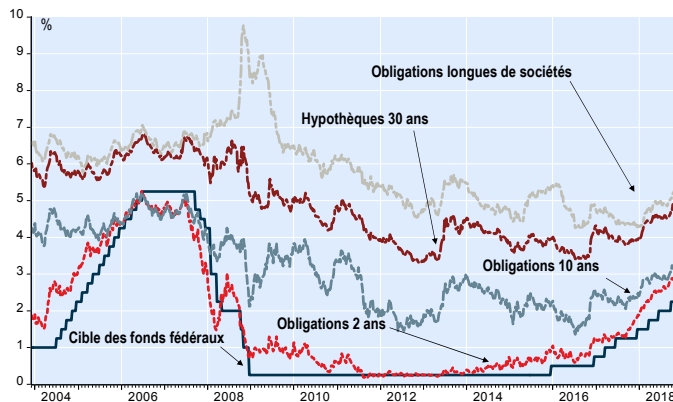
Marché obligataire canadien - Rendement total

12/07/2018 mois/jour/année	Depuis 11/9/2018	Depuis 9/7/2018	Depuis 6/8/2018	Depuis 12/8/2017
Encaisse	0.16	0.42	0.74	1.28
Canada				
court	1.09	0.93	1.20	1.08
moyen	2.77	1.73	2.38	0.38
long	4.99	2.01	3.36	0.78
Univers	2.19	1.33	1.87	0.96
Provinciale	2.25	0.64	1.39	-0.32
Municipale	1.92	0.59	1.30	-0.07
Sociétés				
AA	0.94	0.77	1.34	0.91
A	1.49	-0.12	0.48	-0.47
BBB	0.71	-0.42	0.47	-0.01
Univers	1.04	0.02	0.79	0.10
Total	1.88	0.72	1.40	0.26
S&P/TSX	-2.85	-7.33	-7.30	-5.28

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

Taux d'intérêt aux États-Unis

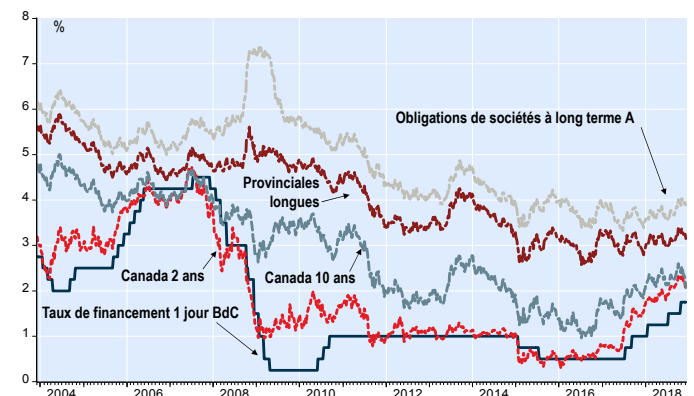
Hebdomadaire, dernière observation le 7 décembre, 2018



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Taux d'intérêt au Canada

Hebdomadaire, dernière observation le 7 décembre, 2018



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Marché obligataire - Canada

Taux d'intérêt

90 jours (A.B.)
2 ans
5 ans
10 ans
30 ans

Écart

90 j. - 2 ans
2 - 5 ans
2 - 10 ans
10 - 30 ans

Devises

\$ CA / US
EUR / \$ CA

Clôture (mois/jour/année)

	12/07/18	11/09/18	9/07/18	6/08/18	12/08/17
90 jours (A.B.)	2.254	2.210	1.983	1.753	1.430
2 ans	2.001	2.336	2.110	1.927	1.552
5 ans	2.009	2.434	2.215	2.165	1.670
10 ans	2.072	2.505	2.288	2.320	1.860
30 ans	2.234	2.527	2.299	2.364	2.167
90 j. - 2 ans	-25.3	12.6	12.8	17.5	12.2
2 - 5 ans	0.8	9.8	10.5	23.8	11.8
2 - 10 ans	7.1	16.9	17.8	39.3	30.8
10 - 30 ans	16.2	2.2	1.1	4.4	30.7
\$ CA / US	1.3322	1.321	1.3161	1.2926	1.2849
EUR / \$ CA	0.6598	0.6678	0.6574	0.6573	0.661

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Économie et Stratégie

Bureau Montréal
514 879-2529

Stéfane Marion
Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Krishen Rangasamy
Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Kyle Dahms
Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Paul-André Pinonnault
Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinonnault@bnc.ca

Jocelyn Paquet
Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Marc Pinonneault
Économiste principal
marc.pinonneault@bnc.ca

Angelo Katsoras
Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto
416 869-8598

Warren Lovely
*DG RF, Chef Recherche et stratégie,
Dette publique*
warren.lovely@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.

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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.