

## Sommaire

Par Warren Lovely, Taylor Schleich et Jocelyn Paquet

- La question clé, pour nous, est : qu'est-ce qui constitue une politique monétaire très accommodante? Si un taux réel des fonds fédéraux de -100 pb peut être qualifié d'accommodant, cela pourrait impliquer un taux directeur (en termes nominaux) d'environ 0.65% d'ici 2024. Un retour graduel à un taux réel des fonds fédéraux de zéro d'ici 2030 (il faudra peut-être autant de temps, tout dépendant de la forme et de la vigueur de la politique budgétaire) pourrait se traduire par un taux de financement à un jour nominal de 2%, si le marché des swaps d'inflation a raison. Pour nous, cela pourrait concorder avec un taux des obligations du Trésor de 10 ans de plus de 1.5% d'ici le milieu de 2023, ce qui représente une hausse plus importante que celle intégrée dans les taux à terme et également supérieure au niveau sous-jacent actuellement pris pour hypothèse par le CBO.
- Malheureusement, si vous êtes un défenseur du contrôle de la courbe des taux, il ne semble pas que les grands argentiers de la Fed soient sur le point d'y recourir, du moins pas dans le contexte actuel. Le prochain outil qu'ils semblent plutôt vouloir adopter est la bonne vieille méthode des indications prospectives, qui a fait ses preuves.
- Beaucoup d'observateurs du marché ont exprimé leur inquiétude devant l'expansion rapide et sans précédent des bilans des banques centrales déclenchée par une politique monétaire ultra-accommodante. Les banques centrales sont-elles en train de créer des bulles spéculatives de prix des actifs? Les bilans resteront-ils surgonflés longtemps après notre sortie de la crise? Cela entraînera-t-il une montée des tensions inflationnistes? Nous pensons que, pour l'essentiel et particulièrement dans le cas de la Banque du Canada, l'augmentation des actifs du bilan n'est pas un motif d'inquiétude.

## Prévisions datées du 7 juillet 2020

États-Unis						
Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
07/13/20	0.25	0.14	0.16	0.31	0.70	1.46
T3	0.25	0.15	0.15	0.30	0.75	1.50
T4	0.25	0.15	0.20	0.35	0.80	1.55
T1/21	0.25	0.15	0.20	0.35	0.80	1.55
T2	0.25	0.15	0.25	0.45	0.90	1.65
T3	0.25	0.15	0.25	0.50	0.95	1.70
T4	0.25	0.20	0.25	0.55	1.10	1.80
T1/22	0.25	0.20	0.30	0.65	1.20	1.85
T2	0.25	0.25	0.30	0.70	1.30	1.90

Canada						
Trimestres	Taux cible BdC	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
07/13/20	0.25	0.20	0.30	0.39	0.57	1.02
T3	0.25	0.20	0.30	0.40	0.60	1.05
T4	0.25	0.20	0.30	0.45	0.65	1.10
T1/21	0.25	0.20	0.30	0.45	0.65	1.10
T2	0.25	0.20	0.30	0.50	0.75	1.15
T3	0.25	0.20	0.35	0.55	0.80	1.20
T4	0.25	0.25	0.35	0.65	0.90	1.30
T1/22	0.25	0.25	0.35	0.70	1.00	1.35
T2	0.25	0.25	0.35	0.75	1.10	1.45

### Léthargie estivale... certainement pas

Où sont passés les beaux jours de l'été où investisseurs et opérateurs de marché pouvaient mettre les pieds sur la table et passer leur journée dans une relative quiétude? En 2020, n'y pensez même pas; la liste des tâches à accomplir à court terme est longue. Il y a les économies à remettre en marche (ce qui n'est pas nécessairement le processus le plus simple), des deuxièmes vagues à pallier (avec des tournures inquiétantes dans certains points chauds des États-Unis), les aides d'urgence et compléments de revenu à prolonger (en tout ou en partie), des plans de rétablissement à plus long terme à élaborer (centrés sur la reconstruction des capacités perdues) et toute une variété d'obstacles géopolitiques à surmonter (y compris la plus récente ronde de querelles commerciales à résoudre). Et n'oubliez pas la montagne de dettes liées à la COVID qu'il faudra bien réduire (avec une aide de grande ampleur des banques centrales).

Donc au moment de présenter notre plus récente prévision des taux d'intérêt, nous le faisons avec une dose bien sentie d'humilité et en pleine conscience de l'incertitude économique et politique actuelle. D'un point de vue global, nous présumons que l'extraordinaire détente monétaire pratiquée par les plus grandes banques centrales du monde continuera, étant donné les risques continus pour la croissance et l'inflation.

Les membres du FOMC ont été informés par le personnel du Comité qu'il faudra des conditions financières très accommodantes pendant de nombreuses années pour accélérer de manière significative la reprise après le puissant ralentissement actuel. C'est une opinion que la plupart d'entre eux semblent partager, comme en atteste le plus récent Sommaire des projections économiques qui montre un taux des fonds fédéraux inchangé sur l'horizon de projection (décembre 2022). La Banque du Canada, qui a un nouveau patron, a également reconnu que le rétablissement après la COVID sera une route « longue et en dents de scie », nécessitant présumément plus de détente monétaire pendant plus longtemps. En fait, pour le gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, l'existence des programmes d'assouplissement quantitatif est en elle-même une forme de quasi-indication prospective, signalant que le taux directeur restera bas pendant longtemps.

#### Aucune hausse des taux en vue

Sommaire des projections économiques de la réunion de juin de la Réserve fédérale

	Tendance centrale <sup>1</sup>			
	2020	2021	2022	Long terme
Variation du PIB	-7.6 - -5.5	4.5 - 6.0	3.0 - 4.5	1.7 - 2.0
Projection de décembre	2.0 - 2.2	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
Taux de chômage	9.0 - 10.0	5.9 - 7.5	4.8 - 6.1	4.0 - 4.3
Projection de décembre	3.5 - 3.7	3.5 - 3.9	3.5 - 4.0	3.9 - 4.3
Inflation (dégonfleur du PCE)	0.6 - 1.0	1.4 - 1.7	1.6 - 1.8	2.0
Projection de décembre	1.8 - 1.9	2.0 - 2.1	2.0 - 2.2	2.0
Inflation de base (dégonfleur du PCE)	0.9 - 1.1	1.4 - 1.7	1.6 - 1.8	-
Projection de décembre	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0 - 2.2	-
Trajectoire anticipée de la pol. monétaire				
Taux des fonds fédéraux	0.1	0.1	0.1	2.3 - 2.5
Projection de décembre	1.6 - 1.9	1.6 - 2.1	1.9 - 2.6	2.4 - 2.8

<sup>1</sup> La tendance centrale exclut les trois projections les plus élevées et les trois projections les plus basses pour chaque variable de chaque année.

FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale)

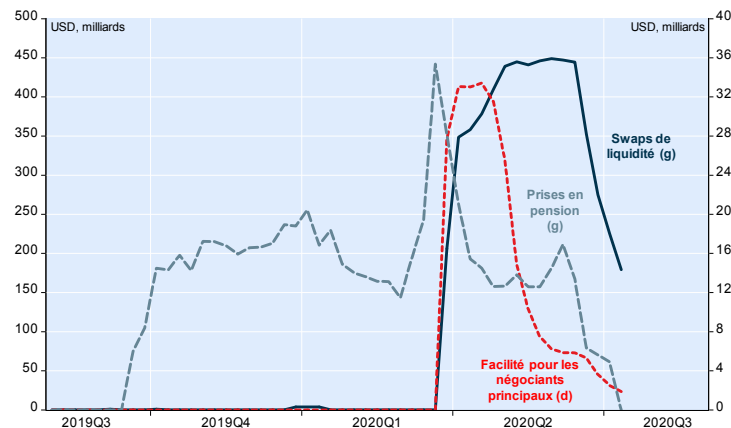
La question clé, pour nous, est : qu'est-ce qui constitue une politique monétaire très accommodante? Si un taux réel des fonds fédéraux de -100 pb peut être qualifié d'accommodant, cela pourrait impliquer un taux directeur (en termes nominaux) d'environ 0.65% d'ici

2024. Un retour graduel à un taux réel des fonds fédéraux de zéro d'ici 2030 (il faudra peut-être autant de temps, tout dépendant de la forme et de la vigueur de la politique budgétaire) pourrait se traduire par un taux de financement à un jour nominal de 2%, si le marché des swaps d'inflation a raison. Pour nous, cela pourrait concorder avec un taux des obligations du Trésor de 10 ans de plus de 1.5% d'ici le milieu de 2023, ce qui représente une hausse plus importante que celle intégrée dans les taux à terme et également supérieure au niveau sous-jacent actuellement pris pour hypothèse par le CBO. Nous avons intégré cela dans notre prévision, tout en tenant compte du rythme des émissions d'obligations en évolution et des plans d'achat d'actifs.

Sur la question importante entre toutes de la gestion du bilan des banques centrales, nous relevons qu'une demande plus faible de certains programmes de liquidité de la Fed et de la BdC représente un développement positif annonçant un retour à un fonctionnement du marché plus « normal ». Mais il ne faudrait pas interpréter cela comme un signal que les bilans ne sont plus une arme antivirus vitale. Ce que nous voyons à travers les achats des banques centrales est plutôt du même ordre que ce qui se passe avec les mesures de stimulation budgétaires : c'est une métamorphose par laquelle la phase initiale de mesures réellement d'urgence est remplacée par une deuxième phase (qui peut être plus permanente de nature). On verra avec le temps.

#### États-Unis : Bon signe, la demande des programmes de la Fed diminue

Taille des programmes de liquidité d'urgence adoptés par la Fed



FBN Économie et Stratégie (données de FRED St. Louis)

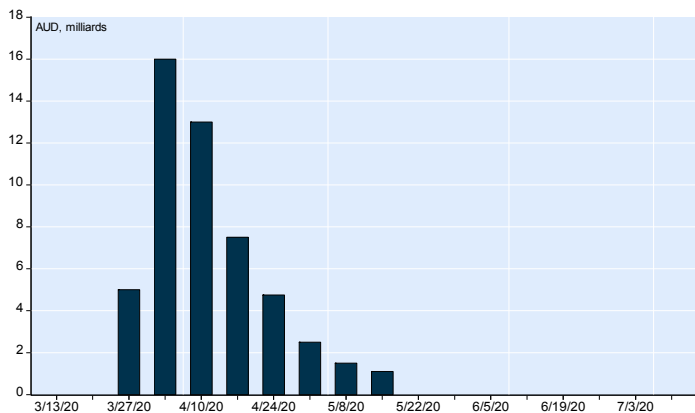
### Que va faire la Fed maintenant?

Ces derniers mois, le contrôle de la courbe des taux a animé les discussions des observateurs des banques centrales. Après le plafonnement des obligations gouvernementales de 3 ans par l'Australie, les marchés ont de plus en plus évoqué l'adoption potentielle de cette pratique par la Réserve fédérale. Comme nous l'avons déjà mentionné dans des éditions antérieures du *Mensuel obligataire*, cet outil de politique monétaire n'est pas étranger aux États-Unis qui l'ont utilisé pendant et après la Deuxième Guerre mondiale. M. Powell et ses collègues ont bien noté la rumeur qui gonflait au sujet du contrôle de la courbe des taux, et le personnel de la Fed en a étudié l'utilisation dans le passé ainsi qu'à l'étranger. Le sujet a même été abordé dans les procès-verbaux des deux dernières réunions de la Fed. Malheureusement, si vous êtes un défenseur de ce contrôle de la courbe des taux, il ne semble pas que les grands argentiers de la Fed soient sur le point d'y recourir prochainement, du moins pas dans le contexte actuel. Le prochain outil qu'ils semblent plutôt vouloir adopter est la bonne vieille méthode des indications prospectives, qui a fait ses preuves.

Un des avantages du contrôle de la courbe des taux a-t-il été dit est qu'il permet souvent à une banque centrale de réduire nettement le montant des achats d'obligations gouvernementales. Tant que le plafond des taux de la banque centrale est considéré comme crédible, qui voudrait nager à contre-courant et pousser les taux au-dessus de la cible? C'est ce qui s'est passé jusque-ici en Australie, où la RBA n'a pas acheté la moindre obligation depuis près de deux mois entiers. Et le taux à 3 ans – les obligations que la RBA a dans sa mire – n'a pas dévié de son objectif de 25 bp.

### Le plafonnement des taux implique moins d'achats par la banque centrale

Achats hebdomadaires d'obligations sur le marché par la banque centrale australienne (RBA) depuis mars 2020



FBN Économie et Stratégie (données de la Reserve Bank d'Australie)

Mais comme on dit, il n'y a rien de gratuit dans la vie et cette politique comporte sa part de risques. La Fed n'aurait *probablement* pas besoin de faire de nombreux achats de titres du Trésor, mais il y a des chances qu'elle serait obligée d'en acheter *beaucoup* pour maintenir les taux à la hauteur de sa cible. C'est ce qui s'était produit dans les années 1940 et c'est ce qui, avec les considérations d'indépendance de la banque centrale, semble retenir son bras cette fois-ci. Dans le procès-verbal de sa réunion de juin, il est dit :

*« Le personnel a relevé qu'il semble ressortir de ces trois cas que des politiques de contrôle de la courbe des taux crédibles peuvent permettre de maîtriser les taux des obligations gouvernementales, se répercuter sur les taux privés et, en l'absence de considération d'une liquidation, ne pas exiger d'achats importants de titres de dette gouvernementaux par la banque centrale. Mais le personnel a aussi souligné la possibilité que les politiques de contrôle de la courbe des taux obligent la banque centrale à acheter des montants considérables de titres de créance gouvernementaux dans certaines circonstances – potentiel qui s'est matérialisé dans le cas des États-Unis dans les années 1940 – et la possibilité que, avec des politiques de contrôle de la courbe des taux, les objectifs de politique monétaire entrent en conflit avec les objectifs de gestion de la dette publique, ce qui pourrait entraîner des risques pour l'indépendance de la banque centrale. »*

Au lieu de cela, il semble que la discussion la plus vraisemblable du prochain changement de politique monétaire sera d'adopter un cadre général de pilotage par des indications prospectives, un outil que la Fed a utilisé après la dernière récession et dont elle a une certaine expérience. Toujours dans le procès-verbal de la Fed de juin :

*« Néanmoins, beaucoup de participants ont fait remarquer que, tant que les indications prospectives du Comité restent crédibles en elles-mêmes, il n'est pas clair qu'il soit nécessaire que le Comité renforce ses indications prospectives par l'adoption d'une politique de contrôle de la courbe des taux. »*

De fait, avec des taux d'intérêt déjà si bas, l'efficacité d'un contrôle de la courbe des taux pourrait être limitée. Mais en cas de reprise économique forte et si les marchés des obligations souveraines permettaient à la courbe des obligations du Trésor de monter, les arguments en faveur d'un plafonnement des taux de la courbe seraient beaucoup plus forts. Mais cela se produirait plutôt en 2021 ou même en 2022, puisque l'écart de production béant, les marchés du travail atrophies et l'incertitude économique massive devraient entretenir la demande de titres du Trésor sensiblement aux niveaux actuels au moins pendant le reste de l'année.

Donc, pas question de contrôle de la courbe des taux pour le moment, mais quelle tournure prendraient des indications prospectives plus explicites? Et quand peut-on espérer cela? Pour nous, le plus probable est que la Fed utilise une méthodologie basée sur les résultats dans laquelle elle maintiendra les fonds fédéraux à la limite inférieure effective jusqu'à ce que les tensions inflationnistes atteignent un seuil approprié ou le dépassent. Dans le système actuel, un seuil approprié serait 2%, mais comme la Fed procède actuellement à une revue de son cadre de politique monétaire, le ciblage de l'inflation tel que nous le connaissons ne sera peut-être plus son modus operandi. Beaucoup ont suggéré l'adoption du ciblage d'une inflation moyenne, dans lequel tout déficit d'inflation doit être compensé ultérieurement par un excédent d'inflation pour s'établir à une moyenne de 2% sur un laps de temps défini. Il n'est absolument pas certain que le cadre de politique monétaire sera révisé, mais si le ciblage d'une inflation moyenne devait être mis en application, il est clair que cela agirait en faveur du maintien du taux des fonds fédéraux à leur limite effective inférieure, étant donné le faible niveau actuel de l'inflation. Nous ne savons pas encore quand la revue du cadre de politique monétaire sera achevée, mais le procès-verbal de la Fed indique que cela pourrait être prochainement :

*« ...le Comité devrait achever sa revue du cadre de politique monétaire à court terme, y compris la révision de l'énoncé des objectifs à long terme et de la stratégie de politique monétaire. Un tel énoncé révisé communiquerait au public comment le Comité voit ses objectifs de politique monétaire et donnerait un peu plus de contexte pour les interventions politiques du Comité. »*

Pour nous, l'adoption de toute nouvelle mesure de politique monétaire *avant* que la nouvelle revue du cadre de référence soit achevée, surtout si cette politique (c.-à-d. les indications prospectives basées sur des résultats) est conditionnée par le taux d'inflation. La réunion de septembre de la Fed serait une occasion logique de dévoiler les résultats de la revue du cadre de référence et toute nouvelle mesure de politique monétaire puisque cela se ferait parallèlement à un nouveau Sommaire des projections économiques et laisserait aux artisans de la politique monétaire un peu plus de temps pour évaluer la profondeur et la vigueur de la reprise économique.

## Bilans lourds : plus de peur que de mal

Est-il trop tôt pour commencer à songer à la normalisation de la politique de la Banque du Canada? Posez la question à n'importe quel banquier central et la réponse sera un oui franc et massif. Comme Tiff Macklem le faisait remarquer dans son discours inaugural comme gouverneur de la Banque du Canada, il coulera beaucoup d'eau sous les ponts avant que la BdC ne retire ses mesures de stimulation et cette option n'est même pas encore évoquée. On se souvient de la phrase mémorable de M. Powell en juin : « nous ne songeons même pas à penser à hausser les taux ». Mais ce n'est pas parce que les banquiers centraux ne parlent pas de resserrer la politique monétaire que le sujet ne préoccupe pas un certain nombre

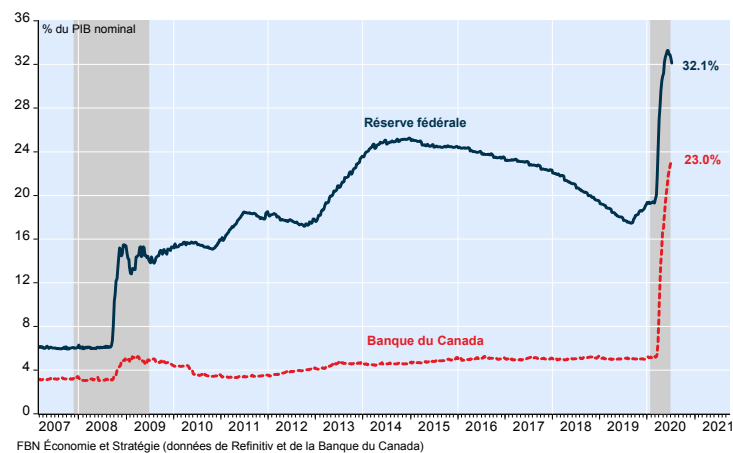
d'observateurs du marché. Ainsi, beaucoup ont exprimé des craintes à propos de l'expansion rapide et sans précédent des bilans des banques centrales déclenchée par une politique monétaire ultra-accommodante. Les banques centrales créent-elles des bulles spéculatives de prix des actifs? Les bilans resteront-ils surgonflés longtemps après la sortie de la crise? Cela conduira-t-il à une montée des tensions inflationnistes? Nous estimons que pour la plupart et pour la Banque du Canada en particulier, l'expansion des actifs au bilan n'est pas un motif d'inquiétude.

Premièrement, il serait loufoque de penser que l'intervention de la banque centrale n'a pas soutenu les prix des actifs, les poussant au-delà de leur valeur « fondamentale ». **Comme nous l'avons écrit récemment**, les programmes d'achat d'obligations de sociétés et provinciales par la BdC et la Fed ont aidé à resserrer les écarts de crédit de l'ordre de 25 pb et plus. Sur les marchés boursiers, certains indices ont atteint des records absolus bien que nous soyons au cœur d'une récession mondiale. Mais alors que l'approche de la politique monétaire consistant à tout acheter a entraîné une distorsion des prix des actifs et créé un « aléa moral » sur les marchés financiers, c'est un prix que tout banquier central serait prêt à payer si cela permet d'éviter la disparition définitive de millions d'emplois et de milliers d'entreprises.

L'explosion des bilans des banques centrales, un des effets directs du soutien extraordinaire des banques, fait craindre à beaucoup que cette expansion persistera bien au-delà de la pandémie de COVID-19. Et leurs craintes ne sont pas sans fondement. Comme nous l'avons vu dans la décennie qui a suivi la crise financière mondiale, la Fed a eu énormément de mal à normaliser sa politique et n'a réussi à faire baisser ses actifs que de 17% après le pic de \$4,500 milliards en 2015. Aujourd'hui, le bilan de la Fed a cru à \$2,500 milliards de plus que le sommet d'avant la COVID, ce qui veut dire que la normalisation deviendra une tâche encore plus difficile, le jour venu.

### Banques centrales : Des bilans élevés

Actifs totaux détenus par la Fed et la Banque du Canada

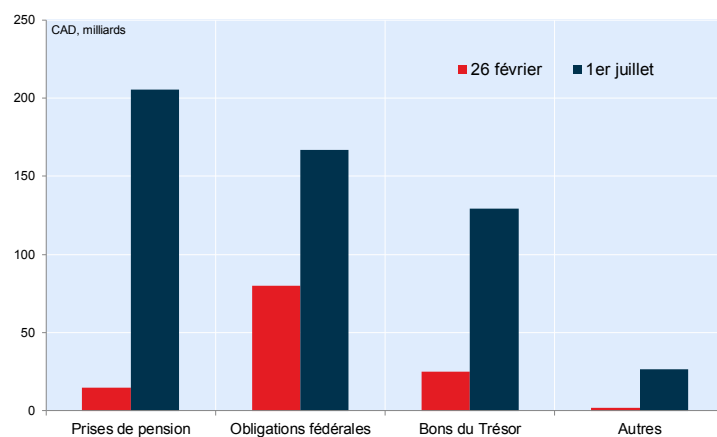


La Banque du Canada s'est engagée en territoire inconnu. En 2008-2009, elle avait évité les achats massifs d'actifs. Mais cette fois-ci, elle prend des positions dans presque tous les recoins du marché canadien des titres à revenu fixe et son bilan est passé de moins de \$120 milliards à \$528 milliards en 17 semaines. Et la Banque continuera d'y ajouter au moins \$5 milliards d'obligations du Canada par semaine jusqu'à ce que « jusqu'à ce que la reprise économique soit bien entamée », en plus de sa myriade d'autres programmes d'achat d'actifs. Cela doit signifier que le bilan de la BdC va continuer d'augmenter, n'est-ce pas? Pas nécessairement. Pendant les premiers jours de la riposte à la pandémie, la majorité des actifs

ajoutés au bilan de la Banque étaient de très courte durée, plus de 85% de la croissance des actifs de mars à mai provenant des prises en pension, des bons du Trésor, des acceptations bancaires, du papier commercial et des titres du marché monétaire provincial. L'acquisition de ces actifs a nettement ralenti comparativement à deux mois plus tôt et ceux-ci commencent maintenant à arriver à échéance. Malgré les achats continus d'obligations fédérales, provinciales et de sociétés qui continueront probablement longtemps en 2021, nous nous attendons à ce que le bilan culmine autour de \$560 milliards au cours du prochain mois – seulement environ 5% de plus que le total actuel. À la fin de l'exercice, il pourrait avoir baissé de pas moins de \$50 milliards par rapport au niveau actuel.

### L'expansion du bilan à court terme

Principaux éléments inscrits au bilan de la Banque du Canada : avant la COVID et actuellement



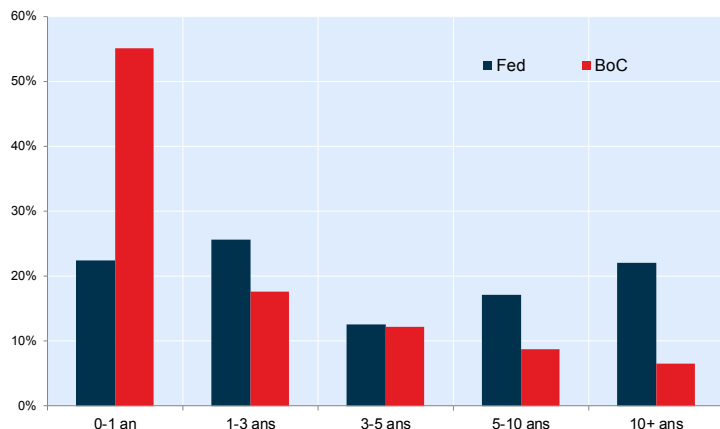
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Contrairement au cas de la Réserve fédérale à la suite de la dernière crise, la tâche de normalisation du bilan sera beaucoup moins lourde pour la Banque du Canada. Sans la moindre liquidation de titres, le bilan de la BdC pourrait diminuer de près de moitié d'ici la fin de 2021. Certes, il restera bien supérieur aux niveaux d'avant la COVID en raison de ses acquisitions de dettes à plus long terme, mais même là, ses achats d'obligations ont porté sur des titres de bien plus courte durée que ceux de la Fed. La moitié des obligations du Canada qui figurent actuellement au bilan de la Banque arriveront à échéance dans moins de 3 ans. Seulement 12% ont une durée de plus de 10 ans. Dans le cas de la Fed, alors que 45% des billets/obligations arrivent à échéance dans moins de 3 ans, près de 25% sont des titres de 10 ans ou plus. En outre, le ratio Bons du Trésor/obligations des positions de la BdC est *relativement* équilibré, puisque les obligations ne dépassent les BT que d'environ 20%. Au bilan de la Fed, les billets et obligations du Trésor, les TIPS et les obligations à taux variable représentent presque 12 fois les positions en bons du Trésor. Compte tenu des BT, la durée moyenne des titres de dette gouvernementaux diverge davantage : 3,1 ans pour la BdC comparativement à 7,2 ans pour la Fed. Et bien sûr, le bilan de la BdC est à bien plus petite échelle sur une base relative (23,0% du PIB comparativement à 32,1%

du PIB). Tout cela pour dire que la normalisation du bilan devrait être moins ardue pour la BdC que pour la Fed.

### La durée globale du portefeuille d'actifs de la BdC est relativement courte

Profil d'échéances des obligations détenues par la Réserve fédérale et par la Banque du Canada



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada, Réserve fédérale américaine)

Mais ne vous y trompez pas. La BdC a beau se trouver dans une position relativement meilleure que la Fed, son bilan reste à un niveau sans précédent. Cela conduit à un autre épouvantail souvent évoqué dans la discussion des implications de la riposte politique actuelle de la banque centrale : l'inflation. Avec l'augmentation rapide de la masse monétaire, beaucoup d'observateurs du marché ont cité le risque d'une flambée de l'inflation qui dépasserait la cible de 2% de la Banque. Nous, comme la plupart des banquiers centraux, nous inscrivons en faux contre cette notion, pour plusieurs raisons. Premièrement, comme nous l'avons vu jusque-là dans la foulée des dommages causés par la COVID-19, les pressions sur les prix à la consommation semblent plus *déflationnistes* qu'*inflationnistes*, alors que les chiffres de l'inflation d'une année à l'autre ont plongé sous 0% au Canada. Et dans la dernière *Enquête sur les perspectives des entreprises*, les entreprises canadiennes ont indiqué qu'elles *réduisent* les prix à la production pour rester concurrentielles. En outre, alors que la masse monétaire a bondi, les dépenses de consommation n'ont pas suivi et le PIB, bien sûr, a piqué du nez. Quelques calculs simples de la vélocité de l'argent indiquent que la rotation de l'argent dans l'économie est *en baisse* par rapport à avant la COVID, compensant les impacts des augmentations de la masse monétaire. De fait, sans une demande plus forte de l'économie réelle et une plus grande vélocité de l'argent, la politique monétaire expansionniste maintiendra à peine les prix à la hausse cette année. En outre, alors que l'augmentation de 10% de la masse monétaire constatée en mai représente un record inégalé depuis 30 ans, nous avons tout de même vu la croissance de la masse monétaire grimper de 9% à la fin de 2008. L'inflation au cours des 12 mois qui ont suivi oscillait entre -1% et 1.4%, ce qui n'a rien d'un scénario d'épouvante. Enfin, comme il a été mentionné plus tôt, la structure de durées des titres qu'achète la Banque normalisera la masse monétaire naturellement au cours des prochaines années.

Tout bien compté, les craintes entourant l'expansion du bilan, dans le cas de la Banque du Canada, sont largement injustifiées. L'avantage qu'ont apporté la liquidité et la détente monétaire aux marchés financiers et à l'économie plus généralement dépasse les coûts perçus pour la stabilité financière.

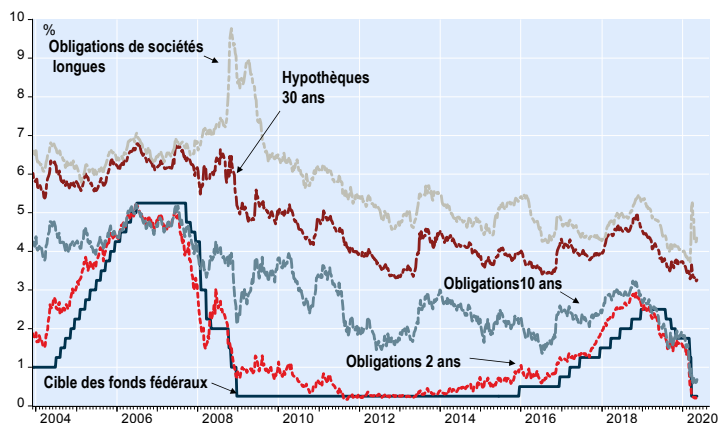
## Marché obligataire canadien: Taux d'intérêts, écarts de crédit et devises

	08-Mai-20	10-Avr-20	07-Fév-20	08-Nov-19	10-Mai-19
<b>Taux d'intérêt</b>					
90-jours (AB)	0.628	0.715	1.964	1.970	2.015
2 ans	0.280	0.413	1.470	1.584	1.608
5 ans	0.389	0.599	1.337	1.558	1.612
10 ans	0.582	0.762	1.325	1.581	1.733
30 ans	1.168	1.335	1.433	1.735	1.958
<b>Écarts de crédit</b>					
90 jours - 2 ans	-34.8	-30.2	-49.4	-38.6	-40.7
2 - 5 ans	10.9	18.6	-13.3	-2.6	0.4
2 - 10 ans	30.2	34.9	-14.5	-0.3	12.5
10 - 30 ans	58.6	57.3	10.8	15.4	22.5
<b>Devises</b>					
CAD/USD	1.3927	1.3956	1.3311	1.3228	1.3414
EUR/CAD	0.6624	0.6551	0.6866	0.6860	0.6634

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

### Taux d'intérêt aux États-Unis

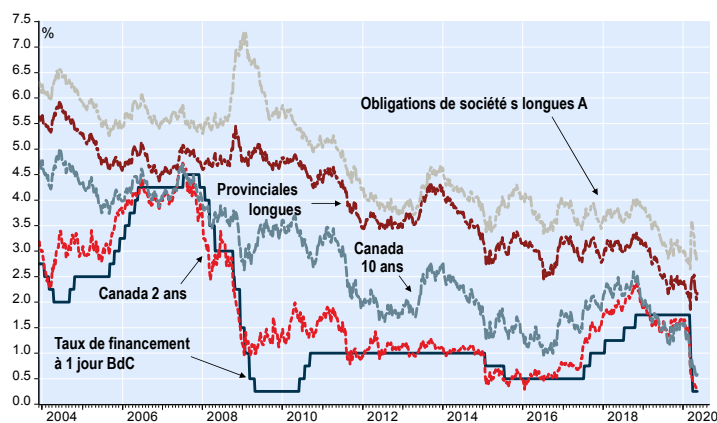
Dernière observation, le 8 mai 2020



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

### Taux d'intérêt au Canada

Dernière observation, le 8 mai 2020



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

#### Matthieu Arseneau

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Krishen Rangasamy

*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

#### Paul-André Pinsonnault

*Économiste principal*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

#### Marc Pinsonneault

*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

#### Kyle Dahms

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

*Stratège principal Taux d'intérêt,  
Économie et Stratégie*  
warren.lovely@bnc.ca

#### Taylor Schleich

*Associé Stratégie Taux d'intérêt,  
Économie et Stratégie*  
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 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 SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

### Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.