



## Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich et Warren Lovely

- Aux États-Unis, les chiffres de l'inflation galopante du début de 2024 semblent maintenant n'être plus qu'un lointain souvenir. Pour citer le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, le rapport sur l'inflation de mai était « vraiment bon » et les données de juin qui ont suivi étaient encore meilleures. Si deux *très bons* mois ne suffisent probablement pas pour calmer toutes les craintes concernant l'inflation, il y a des indices plus clairs que les pressions sur les prix ont effectivement repris une tendance à la baisse. Au minimum, ces données couperont court aux rumeurs de hausse des taux (possibilité évoquée par la gouverneure Michelle Bowman à la fin de juin). En plus de chiffres plus encourageants concernant les prix, la fièvre des données économiques retombe aussi. Des surprises économiques négatives et une détérioration des perspectives à court terme réduisent au silence les tenants d'un cycle économique « sans atterrissage » dont les rangs ont grossi en début d'année. Le plus remarquable se produit sur le marché du travail qui s'essouffle de manière plus convaincante. Le taux de chômage a déjà grimpé au-dessus de la projection de la Fed pour la fin de l'année, conduisant M. Powell à reconnaître que « l'inflation élevée n'est pas le seul risque auquel nous devons faire face ».
- Fondamentalement, nous pensons que la Fed serait bien avisée de réduire les taux assez prochainement, mais, en pratique, une baisse en juillet est très improbable. Comme le FOMC indiquait récemment encore qu'une seule baisse des taux cette année serait appropriée, une intervention surprise ce mois-ci contredirait son approche mesurée et graduelle et pousserait naturellement à se poser des questions comme celle-ci : « que sait Fed au sujet de l'économie que nous ignorons? ». Attendre aurait l'avantage additionnel de permettre à la Fed de prendre connaissance de deux rapports de plus sur l'IPC, et donc de gagner une plus grande assurance que les pressions sur les prix diminuent effectivement. Sa réunion de septembre est donc devenue l'occasion la plus probable d'une première intervention, c'est d'ailleurs ce qu'attend le marché. Cela ne sera peut-être pas dévoilé explicitement à la réunion de la fin de ce mois, mais le président Powell pourrait profiter du symposium de Jackson Hole en août pour donner aux investisseurs le signal d'une détente imminente. Pour le moment, les responsables de la Fed laissent entendre que les baisses de taux seront appliquées graduellement au cours des prochaines années, mais nous sommes sceptiques. À nos yeux, le contexte économique et le marché du travail donneront aux responsables de la politique monétaire le feu vert pour des baisses plus dynamiques. Notre scénario de base table sur deux baisses des taux d'un quart de point en 2024, mais les chances qu'il y en ait une troisième ne sont pas négligeables. Quoi qu'il en soit, nous pensons toujours que la Fed reviendra rapidement à la neutralité en 2025 à mesure que la croissance ralentira davantage et que le taux de chômage montera.
- Le rapport sur l'IPC du mois de mai au Canada a engendré une grande déception après les quatre rapports très encourageants qui l'avaient précédé. Si les événements récents ont peut-être légèrement retardé le retour de l'inflation à 2%, nous pensons qu'il serait sage de ne pas laisser l'arbre cacher la forêt. L'inflation se comporte aujourd'hui encore beaucoup mieux, les chiffres de base oscillant en dessous de 3%, que ce soit sur une base de 3, de 6 ou de 12 mois. En même temps, l'économie tourne manifestement en dessous de son potentiel alors que la croissance du PIB reste en retard sur les augmentations exorbitantes de la population. Mais surtout, le marché du travail manque d'oxygène, comme cela nous a été rappelé récemment. Une augmentation de 1.6 point de pourcentage du taux de chômage au cours des deux dernières années est une indication claire que la politique monétaire est restrictive. Nous pensons déjà qu'une ascension du taux de chômage à 7% est inévitable, et la conjoncture pourrait se détériorer encore davantage si la politique n'est pas rajustée en conséquence. Nous continuons par conséquent de nous attendre à ce que la Banque du Canada baisse les taux une nouvelle fois en juillet, et deux autres baisses pendant le reste de l'année nous semblent aussi apprises.
- Alors que l'économie américaine ralentit maintenant aussi, nous n'aurons pas à tester sérieusement les limites des divergences de politique entre la BdC et la Fed. Alors que le différentiel de taux devrait augmenter jusqu'à 100 points de base plus tard ce mois-ci, une amorce de la baisse des taux par la Fed à la fin de l'été rend peu probable une augmentation de l'écart au-delà de ce point. Il reste toujours la possibilité que les obligations du Canada se démarquent par leur performance et que le dollar canadien se déprécie, puisque nous ne pensons pas que la Fed réduira l'écart entre les taux directeurs aussi rapidement que le marché l'escompte. Cependant, il est peu probable que quelques cents de recul du huard aient un effet palpable sur les tensions inflationnistes canadiennes ou sur la BdC.

États-Unis							
Trimestre	Fonds Fed	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	
12 juillet 2024	5.50	5.35	4.47	4.12	4.20	4.41	
T3 2024	5.25	5.00	4.50	4.15	4.20	4.40	
T4 2024	5.00	4.60	4.30	4.00	4.10	4.30	
T1 2025	4.50	4.15	4.00	3.80	3.95	4.20	
T2 2025	4.00	3.80	3.70	3.65	3.85	4.10	
T3 2025	3.75	3.55	3.55	3.50	3.75	4.00	
T4 2025	3.50	3.35	3.45	3.55	3.80	4.05	
T1 2026	3.50	3.40	3.50	3.60	3.85	4.10	
T2 2026	3.50	3.40	3.55	3.65	3.90	4.15	
Canada							
Trimestre	Taux 1 jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	
12 juillet 2024	4.75	4.61	3.82	3.38	3.41	3.37	
T3 2024	4.50	4.25	3.70	3.30	3.35	3.30	
T4 2024	4.00	3.75	3.40	3.15	3.20	3.20	
T1 2025	3.50	3.30	3.15	3.05	3.10	3.15	
T2 2025	3.25	3.05	2.95	2.95	3.00	3.10	
T3 2025	3.00	2.95	2.90	2.90	2.95	3.05	
T4 2025	3.00	2.95	2.95	3.00	3.05	3.15	
T1 2026	3.00	2.95	3.05	3.10	3.15	3.25	
T2 2026	3.00	2.95	3.05	3.15	3.20	3.30	

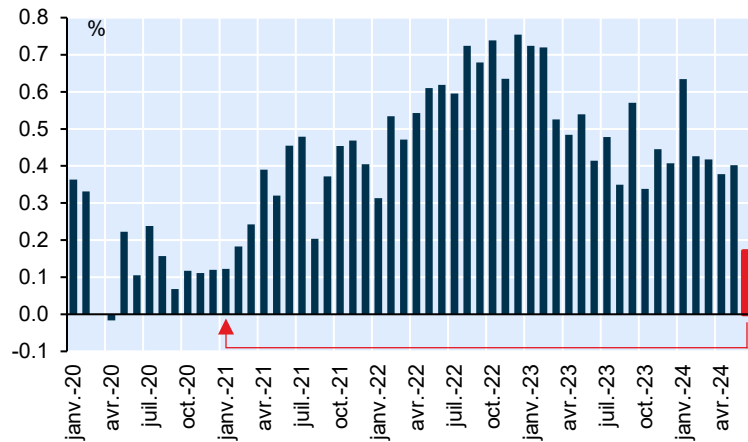
## FOMC : L'absence d'atterrissage n'est plus d'actualité

Il n'y a pas longtemps courait encore la rumeur que la Fed pourrait devoir *augmenter* les taux d'intérêt davantage, puisque les chiffres de l'inflation du début de l'année étaient beaucoup plus élevés que prévu. Ce risque a été évoqué pas plus tard qu'à la fin de juin quand la gouverneure de la Fed Michelle Bowman a fait savoir qu'elle restait « disposée à hausser [le taux directeur] à une réunion future si les nouvelles données indiquaient que les progrès en matière d'inflation se sont arrêtés, voire inversés ». Heureusement, M<sup>me</sup> Bowman faisait déjà partie de la minorité, et nous soupçonnons que les données récentes l'auront conduite à une réévaluation de la trajectoire probable des taux.

En fait, l'inflation galopante du début de 2024 semble maintenant n'être plus qu'un lointain souvenir. Pour citer le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, le rapport sur l'inflation de mai était « vraiment bon » et les données de juin qui ont suivi étaient encore meilleures. Les bons chiffres des indicateurs d'ensemble et de base ont notamment bénéficié d'un répit de l'une de leurs composantes les plus résistantes au changement de ces deux dernières années, à savoir l'inflation du logement, qui est descendue au plus bas en 41 mois à 0.17% m/m.

### Enfin, un peu de répit de l'inflation du logement

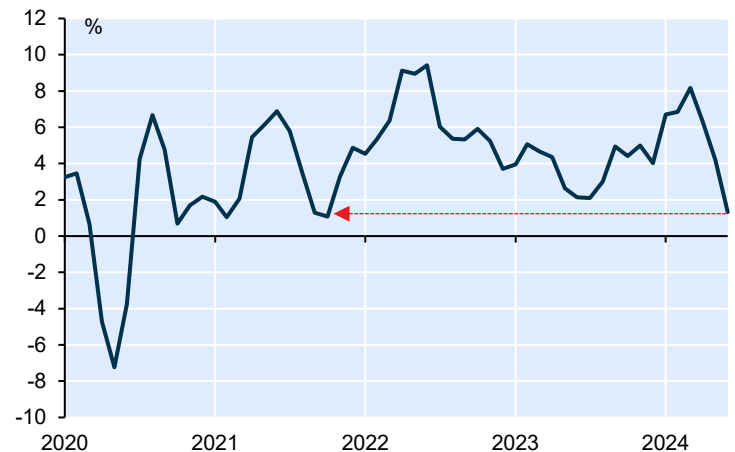
Variation M/M de l'IPC du logement



Il est vrai que les responsables de la politique monétaire passaient déjà outre cette composante étant donné la longueur des délais avant que la hausse des taux d'intérêt l'affecte. Mais les bonnes nouvelles n'étaient pas limitées au logement. La mesure préférée de M. Powell, celle des services de base hormis le logement, a baissé un deuxième mois de suite et se situe au niveau faible de 1.3% depuis trois mois.

## Deux mois de chiffres seulement, mais l'inflation des services de base hors logement est très basse

Inflation sur 3 mois annualisée des services de base hors logement

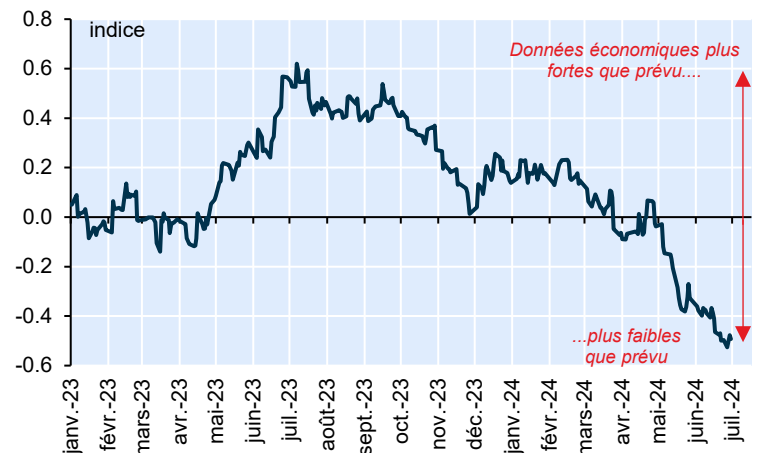


Deux bons mois ne suffisent pas à compenser les six mois médiocres qui les ont précédés et, sur une base annuelle (4.7%), il y a moins lieu de se réjouir. Mais, il y a fort à parier que les chiffres futurs ressembleront davantage aux deux derniers. Pourquoi? Parce que contrairement à l'an dernier, les chiffres d'inflation plus bas coïncident avec un ralentissement de l'économie des États-Unis.

Le mois dernier, nous soulignons que l'indice des surprises économiques des États-Unis était devenu négatif de manière décisive au deuxième trimestre. Depuis notre dernière publication, cette tendance s'est amplifiée. Cela aide à réduire au silence les tenants d'un cycle économique « sans atterrissage » dont les rangs ont grossi en début d'année.

### Surprise : Autre résultat négatif par rapport aux prévisions

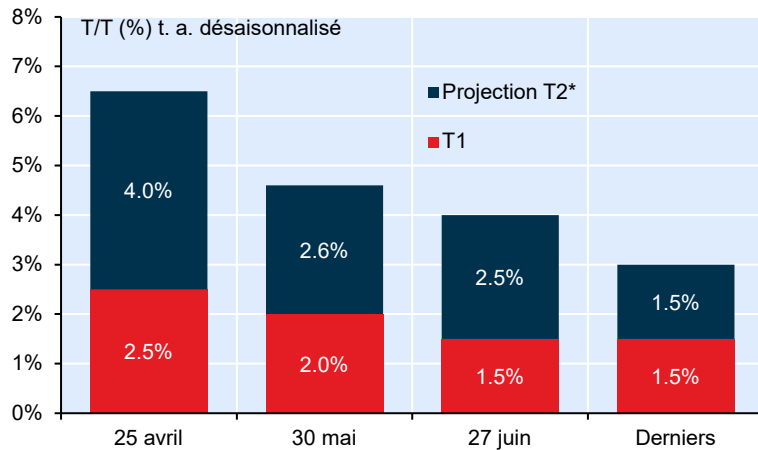
Indice des surprises économiques aux États-Unis de Bloomberg



Ce qui est important, c'est que c'est la puissante consommation américaine qui semble perdre de la vitesse. Les estimations de la consommation personnelle au T1 ont fait l'objet de révisions à la baisse régulières alors que les perspectives pour le T2 ont été ajustées à la baisse simultanément. Bien qu'encore loin d'une récession, l'économie américaine semble être en appui sur une assise beaucoup moins solide qu'il y a quelques mois à peine.

## Quelle est la robustesse de l'économie américaine?

Croissance des dépenses personnelles de consommation : estimation du T1, projection du T2\*

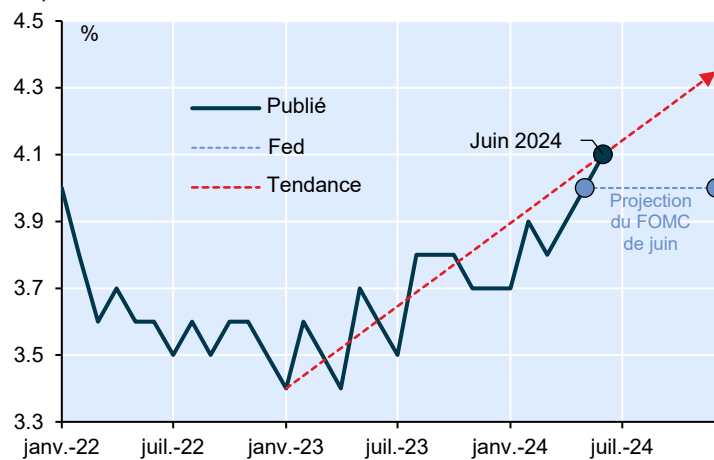


Source : FBN, Bloomberg, Fed d'Atlanta | Nota : \*Basé sur le chiffre NowCast de la Fed d'Atlanta le jour de chaque publication du PIB. « Derniers » renvoie à la troisième estimation pour le T1 et à l'indice NowCast du 11 juillet

Parier contre les ménages américains s'est révélé futile ces dernières années, mais ce n'est peut-être plus le cas aujourd'hui. Les signes d'affaiblissement du marché du travail s'accroissent plus vite. Le taux de chômage est notamment en hausse de 7 dixièmes de point de pourcentage depuis le plancher de l'an dernier, dépassant déjà la projection de la Fed pour la fin de l'année. Une poursuite de la tendance à la hausse graduelle déjà établie concorde avec 4.3% d'ici la fin de l'année. Nous craignons que les dommages soient plus importants, et qu'ils s'aggravent en 2025.

## Le taux de chômage américain dépasse déjà la prévision médiane de la Fed

Taux de chômage des États-Unis, tendance depuis janvier 2023 et projections les plus récentes du FOMC



Source : FBN, Bloomberg, FRB

Comparativement au mois dernier où la Fed a présenté ses projections mises à jour, les responsables de la politique monétaire constatent maintenant : (i) une trajectoire d'inflation plus faible; (ii) des perspectives de croissance du PIB plus lente; (iii) une trajectoire de hausse plus abrupte du taux de chômage. C'est la sainte trinité de surprises positives plaidant pour l'accommodement. Il n'est par conséquent pas étonnant de voir les marchés douter du plus récent graphique à points qui indiquait que le participant médian du FOMC s'attendait à une seule baisse des taux de 25 pb cette année. Nous sommes, depuis longtemps,

sceptiques devant les prévisions de taux projetés par la Fed et le restons aujourd'hui.

Fondamentalement, nous croyons que la Fed serait bien avisée de baisser les taux prochainement. La Fed a pris un temps de retard comme nous l'avons expliqué [récemment](#). Dans des cycles « typiques », la banque centrale est déjà passée à la détente quand le taux de chômage monte autant qu'il vient de le faire.

Mais dans la pratique, une baisse en juillet est très improbable. Ayant tout juste signalé qu'il n'y aurait qu'une seule baisse des taux en 2024, une intervention à la fin de ce mois-ci contredirait l'approche mesurée et graduelle du FOMC et pousserait naturellement à se poser des questions comme celle-ci : « que sait Fed au sujet de l'économie que nous ignorons? ». Attendre aurait l'avantage additionnel de permettre à la Fed de prendre connaissance deux rapports de plus sur l'IPC, et donc de gagner une plus grande assurance que les pressions sur les prix diminuent effectivement. Nous partageons les attentes du marché selon lequel la réunion du mois de septembre sera le moment le plus probable pour amorcer la détente. Cela ne sera peut-être pas dévoilé explicitement à la réunion de la fin de ce mois, mais le président Powell pourrait profiter du symposium de Jackson Hole en août pour donner aux investisseurs le signal qu'une détente approche.

Ce qui importe plus que la première baisse, c'est le rythme des baisses subséquentes. Pour le moment, les artisans de la politique monétaire laissent entendre que la détente sera graduelle et étalée sur les prochaines années. Les marchés s'attendent eux aussi à un rythme de baisses alternées avec des pauses pour commencer. Nous ne sommes pas convaincus que tout se déroulera aussi harmonieusement. Comme nous l'avons expliqué le mois dernier, il existe une tendance empirique claire de la Fed à commencer ses cycles de détente (et de resserrement) de la politique avec des interventions coup sur coup. Cette intuition est assez facile à comprendre. Si on est suffisamment convaincu que la politique peut aborder une nouvelle phase, pourquoi procéder à un seul ajustement puis se mettre sur la touche? C'est particulièrement vrai dans le contexte actuel où le taux directeur se trouve nettement au-dessus de l'estimation du point neutre de la Fed.

Par conséquent, nous nous attendons à ce que la banque procède à une deuxième baisse en novembre, après celle de septembre. Certes, notre scénario de base table une brève pause par la suite, mais les probabilités de trois baisses consécutives pour terminer l'année ne sont pas négligeables. Dans tous les cas, nous prévoyons qu'une détente prononcée continue en 2025, soutenue par un contexte économique et un marché du travail en détérioration. Un retour à une politique neutre pourrait se produire plus tôt que ce que prévoient actuellement les investisseurs.



### Les cycles de taux directeurs historiques du FOMC

Cycles de détente et de resserrement passés du FOMC : Taux au départ, modification par réunion

Date	Taux au départ	Var. initiale	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
<b>Cycles de détente</b>										
Juil-95	6.00	-25	0	0	0	-25	-25	0	0	0
Sept-98 <sup>†</sup>	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	-50	-75	-25	0	0	0
Juil-19*	2.50	-25	-25	-25	0	0	-50	-100	0	0
<b>Cycles de resserrement</b>										
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 <sup>‡</sup>	0.25	+25	0	0	0	0	0	0	0	+25
Déc-16 <sup>‡</sup>	0.50	+25	0	+25	0	+25	0	0	0	+25
Mars-22	0.25	+25	+50	+75	+75	+75	+75	+50	+25	+25

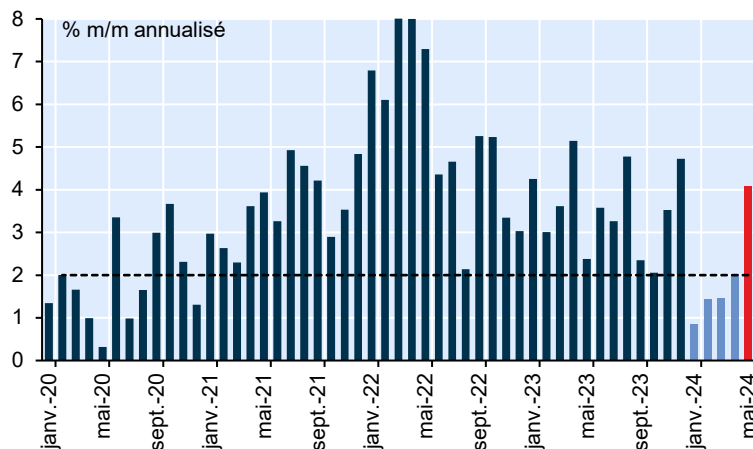
Source : FBN, Bloomberg, FRB | Nota : \*Les cycles comprenaient des modifications de taux d'intérêt non programmées. †Quand la Fed eut fini son bref cycle de détente, elle amorça une série de cinq hausses consécutives. ‡La datation du cycle de détente du milieu des années 2010 est discutable. La Fed a procédé à une hausse à la fin de 2015 et n'en a pas appliqué d'autre avant un an plus tard. Nous avons inclus les deux à titre de référence.

### BdC : Que l'arbre ne cache pas la forêt

Il y a tout juste un mois, la Banque du Canada a amorcé le processus d'atténuation des restrictions imposées par sa politique monétaire. Plutôt que de promouvoir une approche graduelle de la détente, son gouverneur, Tiff Macklem, a simplement ajouté qu'il est « raisonnable » de s'attendre à d'autres réductions. À première vue, le plus récent rapport sur l'IPC semble ne pas concorder avec une telle attitude. La croissance des prix d'ensemble a dépassé la prévision qui faisait consensus plus que jamais depuis l'été dernier. Mais surtout, après quatre mois consécutifs de progression de l'inflation fondamentale à un rythme inférieur à 2%, les indicateurs préférés de la BdC ont fait un bond.

### Après quatre chiffres bas, l'inflation fondamentale a rebondi en mai

Inflation fondamentale M/M annualisée : Moyenne des IPC médian et tronqué



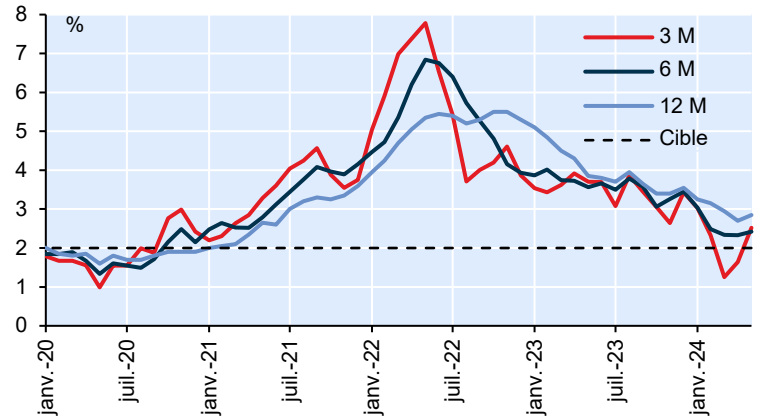
Source : FBN, Statistique Canada

Bien que cela soit loin d'être idéal pour une banque centrale qui lutte encore pour juguler l'inflation et ramener les pressions sur les prix à 2%, nous considérons que ce serait une erreur que de se focaliser sur les données d'un seul mois (ou même de deux) et de perdre de vue le

tableau d'ensemble. L'inflation au Canada se comporte aujourd'hui beaucoup mieux que les années passées, les chiffres fondamentaux se maintenant en dessous de 3%, que ce soit sur une base de 3, de 6 ou de 12 mois. Malgré un hoquet en mai, l'inflation est toujours en passe de revenir à la cible cette année.

### L'inflation sous-jacente a nettement fléchi

Moyenne des IPC médian et tronqué : Inflation sur 3, 6 et 12 mois annualisée

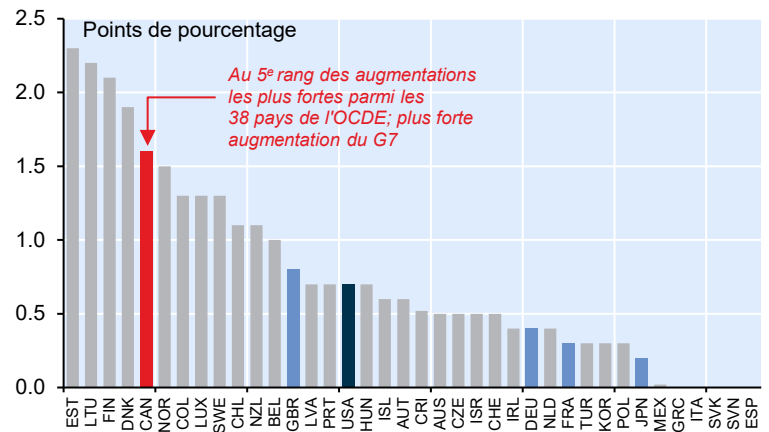


Source : FBN, Statistique Canada

Lorsqu'ils s'interrogeront sur la viabilité de la récente reprise de l'inflation, les responsables de la politique monétaire trouveront un réconfort dans l'état du marché du travail qui continue de se contracter. De nouvelles données ont indiqué que le taux de chômage a augmenté plus que la prévision qui faisait consensus, de deux dixièmes de point en juin. Se situant maintenant à 6.4%, l'indicateur clé du marché du travail est en hausse de 1.6 point de pourcentage depuis le plancher de 2022 et dépasse aussi de près d'un point les niveaux d'avant la pandémie. Le Canada n'est pas le seul pays à voir son marché du travail s'essouffler, mais l'accès de faiblesse y est plus prononcé que dans la plupart des autres pays comparables (et dans tous les pays du G7).

### Le marché du travail plus faible au Canada qu'ailleurs

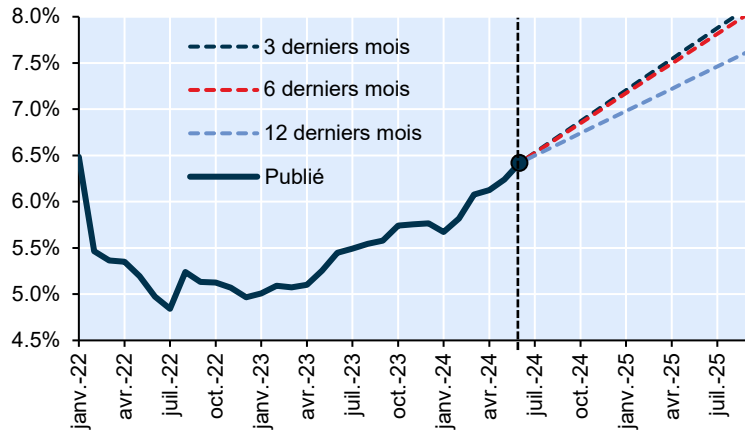
Variation du taux de chômage depuis le plancher d'après 2020 au sein de l'OCDE



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Variation = La plus récente – le plancher. Colonnes en bleu : pays du G7

## Tendances récentes = taux de chômage à 7% en décembre

Taux de chômage canadien simulé basé sur le taux de croissance emploi/population active récent



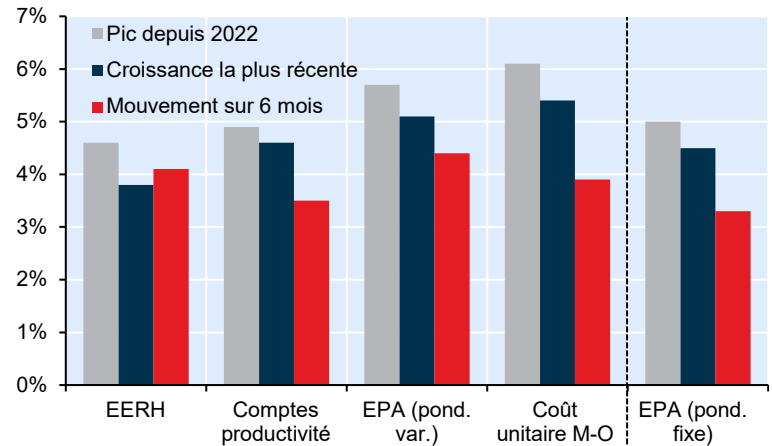
Source : FBN, Statistique Canada

S'il n'est pas contré, le taux de chômage continuera d'augmenter. Si la dynamique récente de l'emploi et de la croissance de la population active devait se maintenir (c.-à-d. ni s'aggraver ni s'améliorer), le taux de chômage atteindrait 7% d'ici la fin de l'année et dépasserait 8% l'été prochain. Des réductions du taux directeur pourraient empêcher une détérioration persistante, mais il faut du temps pour qu'elle se répercute dans l'économie. D'ores et déjà, un taux de chômage de 7% est probablement inévitable, et sans un soulagement additionnel conséquent rapidement, le marché du travail risque de continuer sur cette voie périlleuse plus longtemps que nécessaire.

Les sceptiques pourraient faire valoir que les pressions des salaires sont encore un peu élevées et, donc, que le marché du travail n'est pas aussi faible qu'on le prétend. Il s'ensuivrait qu'une détente monétaire rapide et importante n'est pas nécessaire. Nous n'adhérons pas à cette thèse. Premièrement, la croissance des salaires est un indicateur à retardement. Elle suit un assouplissement des conditions du marché du travail, et non l'inverse. Fondamentalement, il est peu probable que des pressions salariales fortes puissent persister dans un environnement dans lequel le taux de chômage monte de plus en plus haut au-dessus du taux à inflation constante. Deuxièmement, il y a déjà des indices révélant que les mesures des salaires ralentissent. Et bien que les progrès des variables que suit habituellement la BdC aient été modestes, dans un récent discours, Tiff Macklem a présenté une nouvelle mesure qui révèle un soulagement plus convaincant.

## La Banque préfère les mesures à pondération fixe

Mesures de la croissance des salaires : Pic, chiffre annuel le plus récent et mouvement sur 6 mois



Source : FBN, BdC | Nota : Voir le Tableau 1 du discours de Tiff Macklem du 24 juin

Nous ne contesterons pas les avantages qu'il y a à utiliser une approche à pondération fixe pour mesurer la croissance des salaires (cela élimine l'impact des changements de la composition de l'emploi), mais le fait de mettre l'accent sur ces types de mesures à *ce moment-ci* témoigne aussi du penchant de la Banque. M. Macklem est devenu clairement accommodant. Par conséquent, si les tendances des mesures plus standard ne soutiennent pas suffisamment l'orientation préférée dans la politique monétaire, il pourrait trouver des éléments qui le font. Cela implique que, même si on pense que les salaires (et donc l'inflation) ne ralentissent pas suffisamment, il n'est pas sage de prendre le contrepied de la BdC à court terme. Elle poursuivra la détente.

Notre perspective de la politique monétaire de la BdC est inchangée par rapport à notre dernier *Mensuel obligataire*. Comme on l'a vu ci-dessus, nous ne pensons pas que le rapport de mai empêchera une deuxième réduction des taux d'intérêt d'affilée en juillet. Deux réductions de plus dans les trois dernières réunions de politique monétaire de l'année amèneront les taux à mi-chemin vers la neutralité, le niveau de stabilité devant être atteint à pareille époque l'an prochain. Heureusement pour ceux qui s'inquiètent de la divergence des taux directeurs de la BdC et de la Fed, il est peu probable que ces limites soient mises à l'épreuve sérieusement. Alors que le différentiel de taux devrait augmenter jusqu'à 100 points de base plus tard ce mois-ci, une amorce de la baisse des taux par la Fed à la fin de l'été rend peu probable une augmentation de l'écart au-delà de ce point. Le différentiel devrait se maintenir à ce niveau l'an prochain cependant, ce qui est plus long que ce à quoi s'attendent les marchés actuellement. Nous entrevoyons par conséquent la possibilité que les obligations du Canada se démarquent par leur performance et que le dollar canadien se déprécie. Cependant, nous continuons de souligner que quelques cents de recul du huard n'auront pas un effet palpable sur les tensions inflationnistes canadiennes ou sur la politique de la BdC.



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

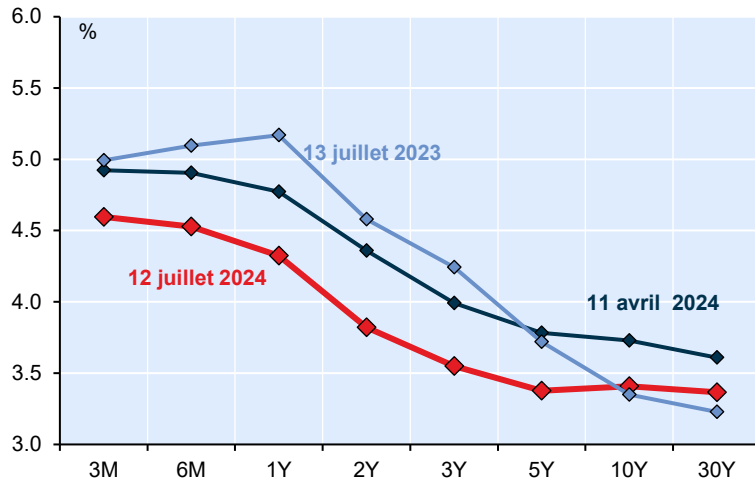
Canada						
Clôture	Actuel	3 M	6 M	9 M	12 M	Moy 5A
<b>Taux d'intérêt (%)</b>						
<b>3M</b>	<b>4.60</b>	4.91	5.03	5.15	4.98	2.20
<b>1A</b>	<b>4.32</b>	4.76	4.65	5.28	5.15	2.38
<b>2A</b>	<b>3.82</b>	4.36	3.98	4.83	4.58	2.22
<b>3A</b>	<b>3.55</b>	3.99	3.58	4.56	4.24	2.15
<b>5A</b>	<b>3.38</b>	3.78	3.31	4.24	3.72	2.09
<b>10A</b>	<b>3.41</b>	3.73	3.24	4.03	3.35	2.16
<b>30A</b>	<b>3.37</b>	3.61	3.18	3.79	3.23	2.34
<b>Écarts (pb)</b>						
<b>3M-10A</b>	<b>-119</b>	-118	-179	-111	-163	-4
<b>2A-10A</b>	<b>-41</b>	-63	-74	-79	-123	-6
<b>5A-10A</b>	<b>3</b>	-5	-7	-21	-37	7
<b>10A-30A</b>	<b>-4</b>	-12	-6	-24	-12	19
<b>Taux de change</b>						
<b>USD/CAD</b>	<b>1.36</b>	1.37	1.34	1.37	1.31	1.32
<b>EUR/CAD</b>	<b>1.49</b>	1.47	1.47	1.44	1.47	1.46

États-Unis						
Clôture	Actuel	3 M	6 M	9 M	12 M	Moy 5A
<b>Taux d'intérêt (%)</b>						
<b>3M</b>	<b>5.34</b>	5.40	5.38	5.51	5.39	2.28
<b>1A</b>	<b>4.88</b>	5.16	4.75	5.41	5.27	2.37
<b>2A</b>	<b>4.47</b>	4.96	4.25	5.07	4.64	2.30
<b>3A</b>	<b>4.25</b>	4.80	4.00	4.85	4.25	2.27
<b>5A</b>	<b>4.12</b>	4.63	3.88	4.69	3.95	2.30
<b>10A</b>	<b>4.20</b>	4.59	3.97	4.70	3.77	2.47
<b>30A</b>	<b>4.41</b>	4.68	4.17	4.86	3.90	2.85
<b>Écarts (pb)</b>						
<b>3M-10A</b>	<b>-115</b>	-81	-141	-81	-162	20
<b>2A-10A</b>	<b>-28</b>	-37	-28	-37	-87	17
<b>5A-10A</b>	<b>8</b>	-4	9	1	-18	17
<b>10A-30A</b>	<b>21</b>	9	21	16	14	38
<b>Taux de change</b>						
<b>CAD/USD</b>	<b>0.73</b>	0.73	0.75	0.73	0.76	0.76
<b>EUR/USD</b>	<b>1.09</b>	1.07	1.10	1.05	1.12	1.11

Source : FBN, Bloomberg | Nota : Valeurs données à intervalles de 3 mois d'aujourd'hui à la date de négociation à 3M, 6M, 9M et 12M antérieure la plus proche

Évolution de la courbe des taux canadienne

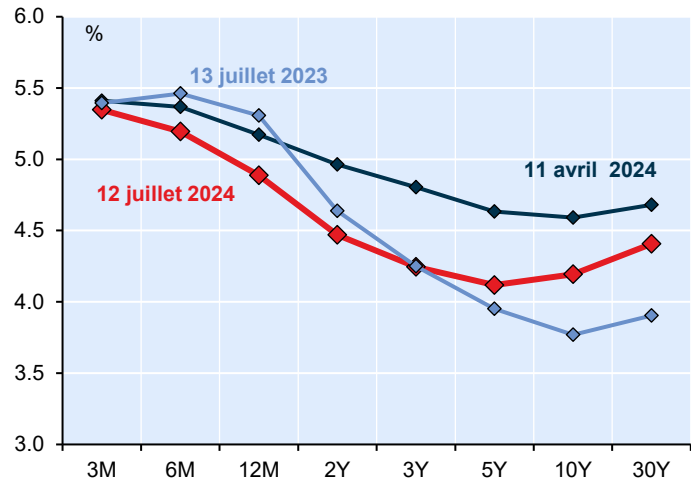
Courbe des Odc de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Évolution de la courbe des taux américaine

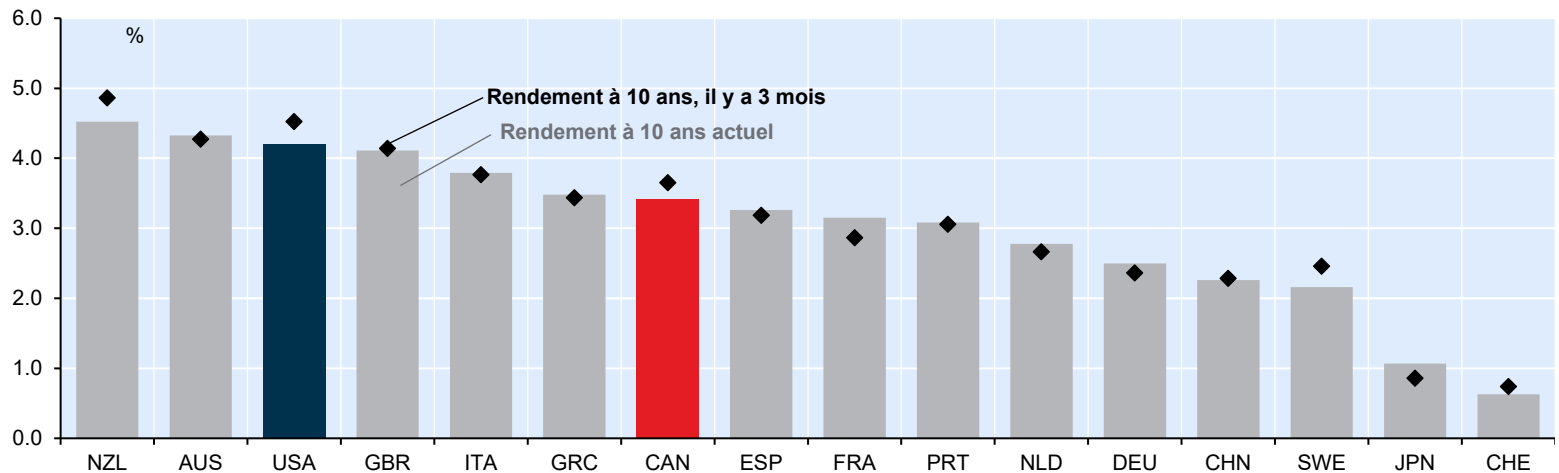
Courbe des obligations UST de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Aperçu du marché obligataire mondial

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

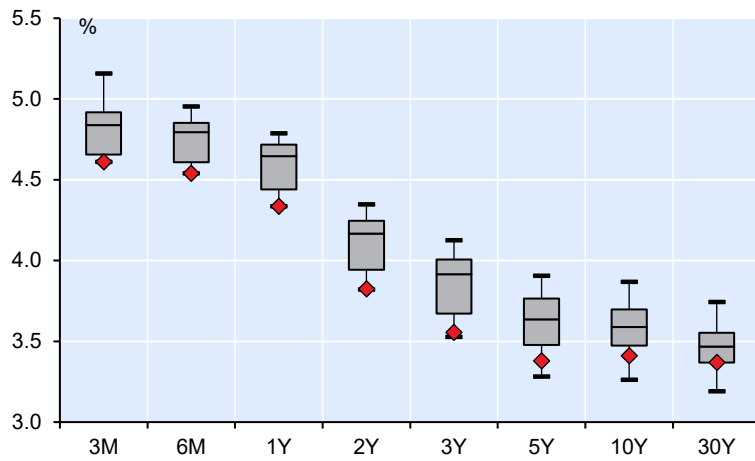


Source : FBN, Bloomberg



### Taux d'intérêt de référence du Canada

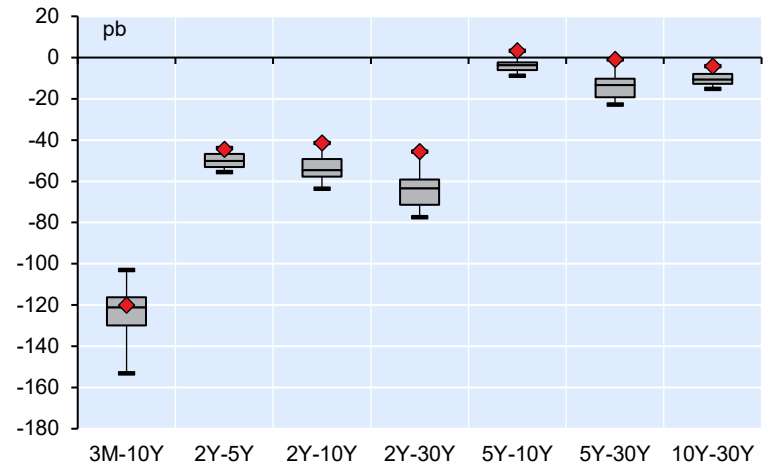
Rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

### Courbes des taux du Canada

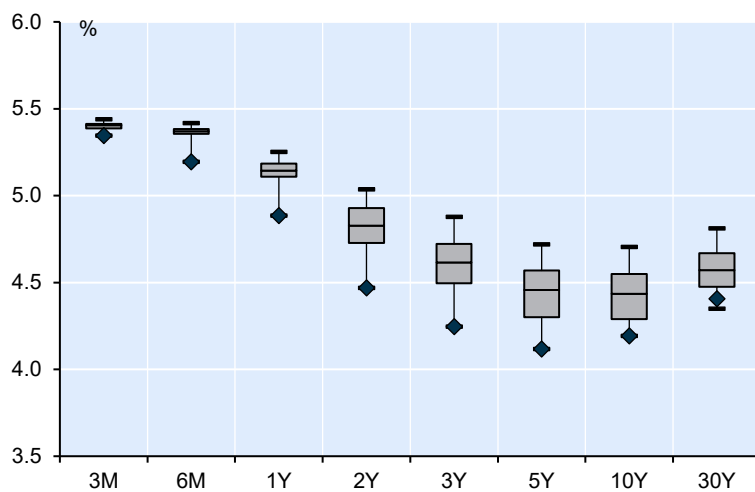
Différentiels des rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

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

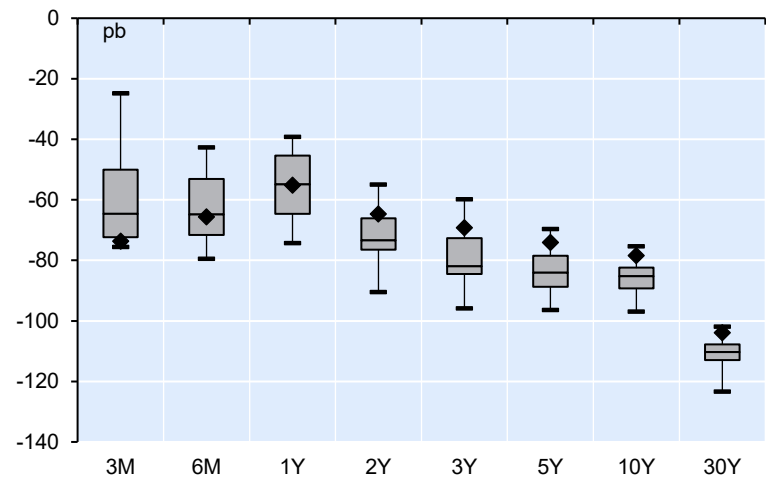
Rendements des obligations UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

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

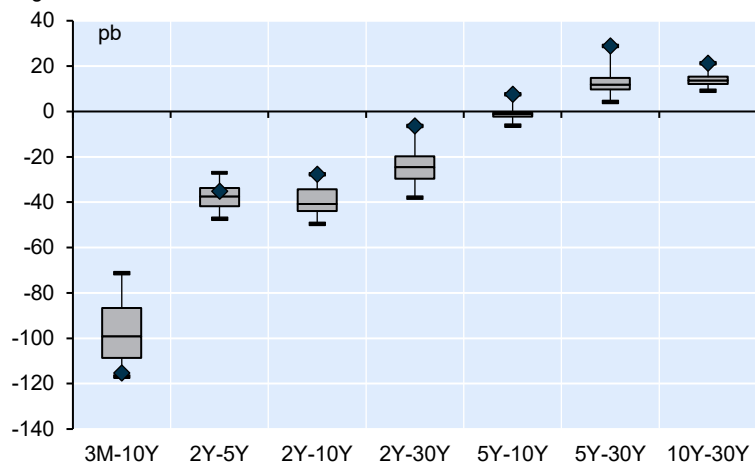
Rendements des OdC moins ceux des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

### Courbes des taux des États-Unis

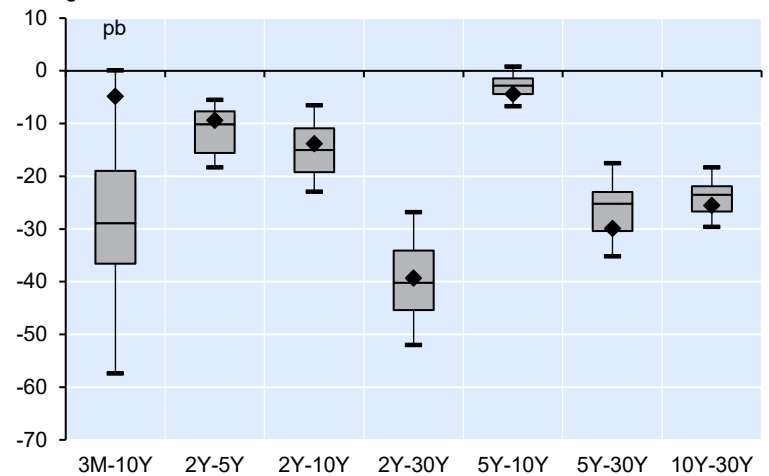
Différentiels des rendements des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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

### Courbes Canada – États-Unis

Courbe des rendements des OdC moins ceux des UST : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



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



**Abonnez-vous à nos publications : [FBN.EconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:FBN.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 contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

## Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

## Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

## Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

## Droits d'auteur

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