

## Sommaire

Par Taylor Schleich et Jocelyn Paquet

- Après un répit inattendu dans la liquidation de ces derniers mois, nous pensons que nous serons sur la voie d'une nouvelle augmentation des taux et d'un *modeste* redressement de leur courbe quand les discussions entourant la réduction progressive de l'assouplissement quantitatif viendront petit à petit occuper le devant de la scène plus tard cet été. Nous pensons que l'économie américaine a une assise suffisamment solide pour pouvoir continuer de prospérer même avec une banque centrale moins accommodante. Il est toujours intimidant de prendre une position opposée à celle du marché obligataire et de sa prescience, mais nous sommes convaincus que (a) cette reprise a du champ devant elle et (b) que l'inflation sera en fait plus persistante que certains le prévoient, ce qui devrait entraîner la réintégration d'une prime d'inflation croissante dans la courbe des taux nominaux.
- La BdC se range aussi très clairement dans le camp de l'inflation transitoire, bien qu'elle ait au moins été disposée à retirer une partie du soutien monétaire puisque la reprise a progressé. Cela s'est soldé par une contre-performance des taux, particulièrement dans le segment à court terme de la courbe et *avait* aidé à renforcer le dollar canadien. Comme nous nous attendons à ce que la Fed se rapproche davantage de la politique menée par la BdC avec une progression des discussions sur la réduction de ses achats dans les prochains mois, nous prévoyons que les taux canadiens se démarqueront. Mais il est certain que toute annonce d'une réduction des achats par la Fed aura un effet négatif sur les taux canadiens également.
- La Fed voit les achats de titres hypothécaires (MBS) non pas comme un moyen de soutenir le marché immobilier résidentiel en particulier, mais plus comme un outil pour faciliter la détente par l'influence exercée sur les conditions financières plus larges. Comme la banque centrale est convaincue que ce degré d'accommodement reste nécessaire, une réduction précoce des achats de MBS semble peu probable.
- En théorie, un objectif d'inflation légèrement plus élevé implique que la fonction de réaction de la BCE s'atténuera un peu. Le degré plus élevé de tolérance des écarts ne fait que renforcer cette idée générale, particulièrement après des années d'inflation inférieure à la cible. Dans la pratique, cependant, le nouveau mandat ne modifiera pas spectaculairement la politique actuelle de la BCE, dont on s'attendait déjà à ce qu'elle maintienne les taux d'intérêt à la valeur plancher de zéro pendant longtemps.

## Prévisions datées du 15 juillet 2021

États-Unis						
Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
07/15/21	0.25	0.05	0.22	0.77	1.30	1.92
T3	0.25	0.05	0.30	1.00	1.55	2.10
T4	0.25	0.10	0.45	1.20	1.80	2.20
T1/22	0.25	0.10	0.55	1.30	1.90	2.30
T2	0.25	0.15	0.65	1.40	1.95	2.40
T3	0.25	0.15	0.75	1.50	2.05	2.45
T4	0.25	0.15	0.90	1.60	2.15	2.50
T1/23	0.50	0.40	1.10	1.70	2.20	2.55
T2	0.75	0.65	1.20	1.80	2.30	2.60
T3	1.00	0.85	1.30	1.90	2.40	2.65

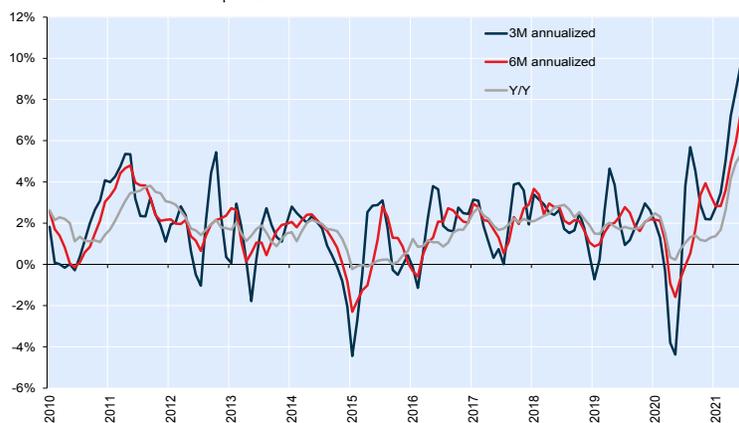
Canada						
Trimestres	Taux cible BdC	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
07/15/21	0.25	0.16	0.45	0.89	1.26	1.78
T3	0.25	0.15	0.50	1.05	1.45	1.90
T4	0.25	0.20	0.60	1.25	1.70	2.00
T1/22	0.25	0.20	0.70	1.40	1.80	2.10
T2	0.25	0.25	0.80	1.50	1.90	2.20
T3	0.50	0.45	0.90	1.65	2.00	2.25
T4	0.75	0.70	1.10	1.80	2.10	2.30
T1/23	0.75	0.80	1.25	1.90	2.20	2.35
T2	1.00	1.05	1.40	2.00	2.25	2.40
T3	1.25	1.25	1.55	2.05	2.30	2.40

### Transitoire, temporaire, passagère?

Les qualificatifs transitoire et temporaire ont occupé une place de choix dans le lexique de presque tous les banquiers centraux nord-américains. La pression sur les autorités monétaires continue en effet de monter maintenant que coup sur coup les statistiques d'inflation dépassent les attentes. Cependant, la plupart d'entre eux n'ont pas cédé sous la pression et ils continuent d'avancer des éléments probants à l'appui de leur thèse d'une inflation qui serait transitoire. Il faut reconnaître que certains des points qu'ils soulèvent sont valides. Les effets de base sont indubitablement à l'œuvre et, par définition, ils sont transitoires. Les goulots d'étranglement des chaînes d'approvisionnement qui provoquent des montées temporaires des prix sont aussi bien réels (les prix des voitures d'occasion en sont un bon exemple). Mais il y a aussi de plus en plus d'éléments donnant à penser que les tensions inflationnistes sont un peu plus persistantes qu'on a pu le croire plus tôt. Elles ont, en tout cas jusque-ici, été plus fortes que prévu. Comme les taux annualisés sur 3 ou 6 mois l'indiquent, ce ne sont pas *seulement* les effets de base qui provoquent des poussées d'inflation. Néanmoins, alors que les économies en sont encore à aplanir les difficultés de la réouverture, le débat entre une inflation persistante ou transitoire ne sera pas tranché avant un bon moment.

#### D'après les données sur 3 et 6 mois, il y a plus que les effets de base

Relevés de l'IPC américain depuis 2010



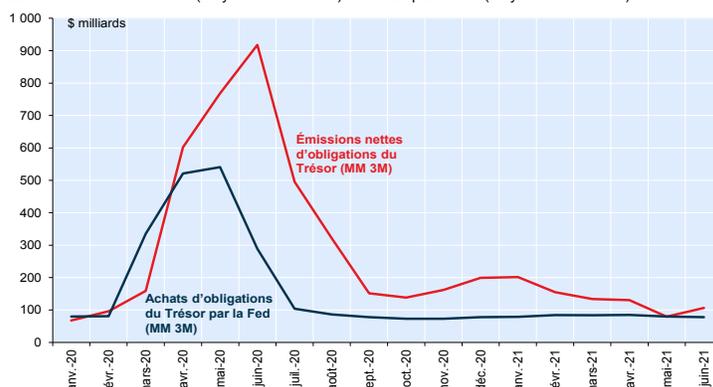
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Pour le moment, le marché obligataire semble adhérer à la thèse des banques centrales. Après une hausse rapide au début de l'année, les taux à long terme ont inversé leur cours ces derniers mois. Alors que les taux à court terme ont grimpé par anticipation d'une hausse des taux d'intérêt plus précoce flairée à la réunion du FOMC de juin, ceux à long terme semblent signaler que la Fed est en passe de rehausser les taux d'intérêt trop tôt et risque d'abrégier la reprise. Nous ne sommes pas d'accord. Nous ferions plutôt remarquer d'autres facteurs plus techniques qui continuent d'avoir une incidence sur le marché obligataire. D'une part, il y a eu la liquidation de positions à découvert qui a contribué à la reprise précoce quand le marché a dénoué des opérations misant sur une augmentation de l'écart des taux et sur des obligations à court terme qui étaient devenues la tendance de l'heure. Mais la question qui pourrait changer la donne est sans aucun doute le programme d'AQ. Malgré la résorption imminente de l'écart de production, la Fed *continue* d'acheter pour \$120 milliards d'obligations chaque mois. C'est le même montant d'achat d'obligations qu'à pareille époque l'an dernier, quand l'inflation était inexistante, que s'était ouvert un gouffre pour l'emploi

et que la production se contractait. En outre, ces derniers mois, les émissions nettes du Trésor ont été entièrement compensées par les achats d'obligations du Trésor de la Fed. Il est certain que l'absence de nouvelles émissions nettes à acheter sur le marché est un facteur qui a contribué à la reprise en cours. Pour nous, les achats d'obligations du Trésor à ce rythme élevé et quelque peu arbitraire sont un peu excessifs alors que nous sommes dans une phase de reprise de l'économie. Quant à la Fed, elle attend encore des progrès substantiels sur les marchés du travail. Même avec une barre placée relativement haut, nous nous attendons à ce que ceux-ci se produisent dans les prochains mois.

#### La Fed absorbe presque toutes les émissions nettes d'obligations

Émissions du Trésor nettes (moyenne mobile 3M) et achats par la Fed (moyenne mobile 3M)



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de New York, SIFMA)

Tout cela pour dire qu'après un répit inattendu dans la liquidation de ces derniers mois, nous pensons que nous serons sur la voie d'une nouvelle augmentation des taux et d'un *modeste* redressement de leur courbe quand les discussions entourant la réduction de l'assouplissement quantitatif viendront petit à petit occuper le devant de la scène plus tard cet été. Nous pensons que l'économie américaine a une assise suffisamment solide pour pouvoir continuer de prospérer même avec une banque centrale moins accommodante. Il est toujours intimidant de prendre une position opposée à celle du marché obligataire et de sa prescience, mais nous sommes convaincus que (a) cette reprise a du champ devant elle et (b) que l'inflation sera en fait plus persistante que certains le prévoient, ce qui pourrait entraîner la réintégration d'une prime d'inflation croissante dans la courbe des taux nominaux.

#### Le marché obligataire adhère-t-il à la thèse de l'inflation transitoire ?

Taux des obligations du Canada et des États-Unis de 10 ans jusqu'en 2021



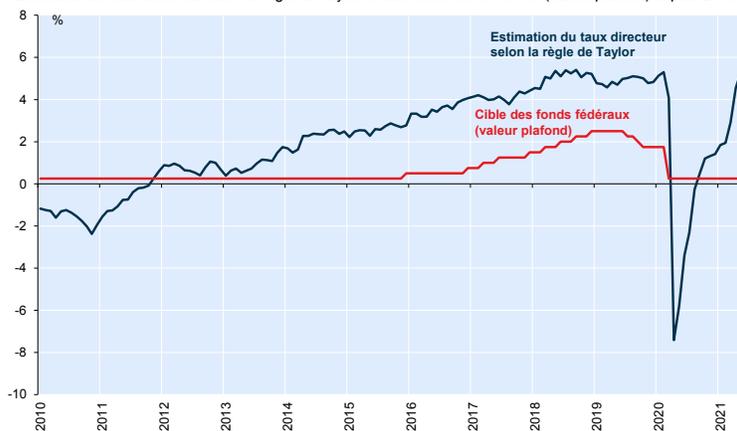
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

La BdC de son côté se range aussi très clairement dans le camp de l'inflation transitoire, bien qu'elle ait au moins été disposée à retirer une partie du soutien monétaire puisque la reprise a progressé. Cela s'est soldé par une contre-performance des taux, particulièrement dans le segment court terme de la courbe et *avait* aidé à renforcer le dollar canadien. Comme nous nous attendons à ce que la Fed se rapproche davantage de la politique menée par la BdC avec une progression des discussions sur la réduction progressive de ses achats, nous prévoyons que les taux canadiens se démarqueront ces prochains mois. Mais il est certain que toute annonce d'une réduction des achats par la Fed aura un effet négatif sur les taux canadiens également.

Quant à la normalisation du taux directeur, nous avons laissé notre prévision inchangée, notre conviction ayant été renforcée par l'augmentation du nombre de participants du FOMC qui prônent maintenant un retrait progressif de la détente, en juin. Pour mémoire, le scénario de base de notre prévision implique une première intervention sur le taux directeur par la BdC en juillet 2022 et un premier tour de vis de la Fed au début de 2023. Étant donné le temps qu'il faut pour réduire complètement le programme d'achat d'obligations, nous voyons peu de possibilités d'une normalisation des taux bien avant ces dates. Enfin, soulignons que même selon notre échéancier de la normalisation (plus précoce que celui de certains prévisionnistes et assurément plus que celui implicite de la Fed et de la BdC), la politique monétaire restera beaucoup plus accommodante que ce que nous aurions vu dans un cycle plus typique. Prenez la règle de Taylor, par exemple. L'écart entre le taux directeur préconisé par ce modèle et la cible effective des fonds fédéraux continue de se creuser, croissant à des niveaux que nous n'avons pas vus depuis les années 1970. Même si l'inflation redescend de ces niveaux ultra-élevés et quand elle le fera, la politique monétaire continuera de paraître extrêmement accommodante dans un avenir prévisible.

### Selon la règle de Taylor, la politique de la Fed est trop accommodante

Estimation du taux directeur selon la règle de Taylor et cible effective de la Fed (valeur plafond) depuis 2010



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

### Plus grande divergence avec la règle de Taylor depuis les années 70

Écart entre le taux directeur selon Taylor et la cible effective de la Fed (valeur plafond) depuis 2010



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

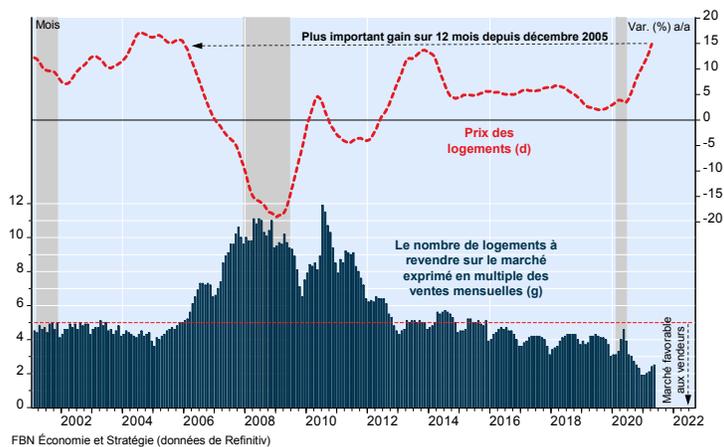
## FOMC : L'emploi d'abord, mais l'immobilier devient préoccupant

La Fed a été parfaitement claire ces derniers mois : sa fonction de réaction dépendra presque entièrement des statistiques de l'emploi. Tant que le rétablissement de l'emploi demeure incomplet ou insuffisamment inclusif, elle préférera pécher par excès de prudence et maintenir la détente monétaire. Mais alors que l'économie américaine donne des signes de surchauffe, quelques participants du FOMC commencent à remettre en question la primauté de l'emploi dans le mandat de la banque centrale. En effet, il semble de plus en plus difficile d'ignorer les risques pour la stabilité financière engendrés par l'appréciation rapide de certains biens du point de vue de la politique monétaire. Plus précisément, l'explosion des prix immobiliers résidentiels semble avoir retenu l'attention de certains représentants de la Fed. À la réunion de la banque centrale des 15-16 juin plusieurs ont souligné que les faibles taux d'intérêt contribuent à la hausse des prix des maisons et que les pressions des valorisations sur le marché immobilier résidentiel pourraient entraîner des risques pour la stabilité financière. On se souvient que les prix des maisons avaient augmenté de 14.9% a/a en avril

selon l'indice S&P CoreLogic Case-Shiller sur 20 villes, soit la plus forte augmentation en 12 mois depuis décembre.

### États-Unis : Plus forte hausse des prix des logements depuis 2005

Indice national des prix des logements S&P CoreLogic sur 20 villes et ratio des biens à vendre aux ventes



Dans ce contexte « plusieurs participants » à la réunion voyaient des avantages à réduire le rythme des achats de titres hypothécaires (MBS) plus rapidement ou plus tôt que celui des obligations du Trésor. Cette suggestion a en définitive été rejetée, une majorité de participants arguant qu'une telle approche ne serait pas en accord avec les communications antérieures de la Fed. Il semble quasiment certain que les membres du FOMC que la montée en flèche des prix immobiliers inquiète demanderont une fois de plus une réduction asymétrique des achats d'actifs à la prochaine réunion, mais nous continuons de nous attendre à ce que, une fois que la Fed commencera à réduire son programme d'AQ, elle ralentisse proportionnellement le rythme des achats d'obligations du Trésor et de MBS. Pour bon nombre des banquiers centraux, la relation extrêmement étroite entre les deux catégories d'actifs implique que réduire les achats de MBS plus vite ou plus tôt ne modifierait pas significativement les conditions sur le marché immobilier résidentiel. Qui plus est, la Fed voit les achats de MBS non pas comme un moyen de soutenir le marché immobilier résidentiel en particulier, mais plus comme un outil pour faciliter la détente par l'influence exercée sur les conditions financières plus larges. Comme la banque centrale est convaincue que ce degré d'accommodement reste nécessaire, une réduction précoce des achats de MBS semble peu probable.

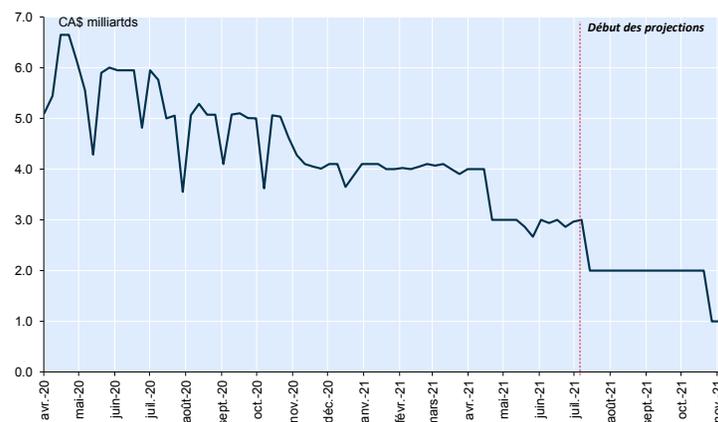
Plus généralement, cependant, le débat entourant les achats de MBS démontre des divisions grandissantes au sein du FOMC, le groupe minoritaire qui est enclin à réduire la détente monétaire plus vite se faisant entendre de plus en plus fortement. Que ce soit l'augmentation des prix des logements, la hausse de l'inflation ou la valorisation élevée du marché boursier, le camp des faucons ne manquera pas d'arguments au cours des prochaines semaines pour remettre en question la politique monétaire pleins gaz.

## BdC : Réduction des achats massifs bien préannoncée

Contrairement à ce qui se produit au sud de la frontière, où la politique monétaire pleins gaz se poursuit sans relâche, la Banque du Canada a adopté une démarche relativement plus équilibrée. Bien que le programme d'assouplissement quantitatif de la BdC ait été engagé à un niveau relatif nettement plus élevé que le programme d'achat d'obligations de la Fed, Tiff Macklem et le Conseil de direction ont été disposés à réduire les achats à mesure que la reprise économique progressait. Cela a commencé avec une réduction de \$1 milliard des achats hebdomadaires en octobre, suivie par une autre réduction de \$1 milliard des achats hebdomadaires en avril et enfin une nouvelle réduction en juillet par laquelle la BdC a fait baisser ses achats d'obligations hebdomadaires à \$2 milliards.

### BdC : Une réduction sans accroc et ordonnée des achats massifs

Achats hebdomadaires d'obligations par la Banque du Canada et projections FBN



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

La réduction de la dose de stimulation bien préannoncée par la BdC a donné aux observateurs du marché des perspectives très claires pour la politique, du moins à court terme. Tant que la reprise économique progressera comme la BdC le prévoit, elle continuera de réduire sa stimulation par l'assouplissement quantitatif. À nos yeux, cela signifiera sans doute une nouvelle réduction à la réunion d'octobre, qui accompagnera un nouveau RPM, après quelques mois de données quantifiant la progression de la reprise. Au-delà de ce point, les perspectives deviennent un peu plus embrouillées.

En mars, le sous-gouverneur Toni Gravelle a fait un discours dans lequel il expliquait, en termes généraux, comment la BdC mettra fin à son programme d'AQ. Plutôt que de ramener simplement les achats hebdomadaires à zéro, la Banque voudra laisser un peu de temps à ce qu'elle appelle la « phase de réinvestissement ». Cela consistera à maintenir le niveau de ses positions en OdC stable pendant une durée non définie. En effet, elle réinvestira le produit des obligations qui sortiront de son bilan. Le seul problème, c'est que nous ne savons pas quelle forme cela prendra ultimement.

À titre de rappel, en plus de ses achats hebdomadaires dans le cadre de l'AQ, la Banque participe régulièrement à toutes les adjudications d'obligations du Canada nominales, achetant 13% du montant total offert. Cette pratique était en place bien avant la pandémie, reflétant une gestion du bilan plutôt qu'une mesure de stimulation. Jusque-là en 2021, ces achats lors des adjudications ont

sensiblement compensé les obligations qui étaient parvenues à échéance, sortant du bilan de la BdC. Si cela continuait, la phase de réinvestissement serait identique à l'activité de la Banque d'avant la pandémie. Cependant, à partir de 2022, les échéances commencent à s'accélérer, reflétant les importants achats d'obligations entrepris quand la pandémie s'est déclarée au printemps dernier. Cela signifie que les achats réguliers lors des adjudications seront insuffisants pour maintenir la taille des positions de la Banque en obligations. Cela implique que soit (a) la Banque doit augmenter sa participation aux adjudications d'OdC soit, peut-être plus probablement, (b) la Banque devra poursuivre l'AQ à un rythme terminal pour éviter une contraction de son bilan. La BdC doit communiquer davantage d'informations avant que nous connaissions la tournure des achats d'obligations plus tard cette année et en 2022, mais à ce stade, nous estimons qu'un rythme d'AQ terminal de \$500 millions par semaine serait nécessaire.

Mais surtout, cette phase de réinvestissement jouera un rôle important dans la normalisation de la politique monétaire. Comme l'a fait remarquer M. Gravelle :

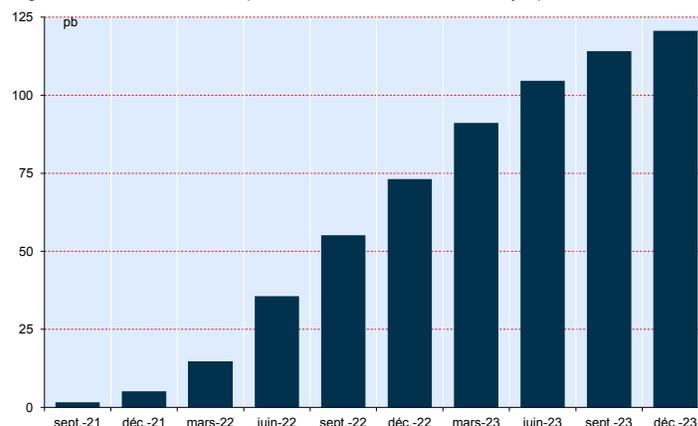
*« La phase de réinvestissement devrait donc débuter un certain temps avant que nous commencions à augmenter le taux directeur. »*

On ne saurait être plus vague qu'en évoquant « un certain temps », mais notre interprétation naïve traduit cela en une période d'au moins six mois. Sur la base des informations dont nous disposons actuellement, voici comment nous voyons évoluer les choses : La BdC réduit le rythme des achats au titre de l'AQ une fois de plus en octobre. De là à décembre ou janvier, nous ralentissons au rythme terminal de l'AQ, mieux connu sous le nom de phase de réinvestissement. Six mois plus tard, alors qu'on prévoit que l'écart de production sera résorbé (ou très près de l'être) et avec des marchés du travail entièrement rétablis, la BdC sera en mesure de commencer à hausser les taux d'intérêt en juillet, ce qui cadre avec la fenêtre fixée dans ses indications prospectives actuelles (c.-à-d. la deuxième moitié de 2022).

Certes, si la phase de réinvestissement doit persister pendant une période d'environ six mois, notre échéancier est relativement serré. Mais observez les prix sur le marché et vous constaterez un tableau encore plus ambitieux. D'ores et déjà, les cours tiennent entièrement compte d'une première hausse des taux *avant* juillet 2022. C'est avant le moment transpirant dans les indications prospectives actuelles et cela nécessiterait sans doute un rythme plus rapide de réduction des achats que celui que nous avons retenu dans nos hypothèses. Tout cela pour dire que nous tempérons le calendrier ultra ambitieux du marché en ce qui concerne la hausse des taux de la BdC. Non pas par pessimisme pour la reprise. Mais plutôt à cause de la course d'obstacles des conditions préalables posées par la BdC qui devront être réunies avant les hausses.

### Les taux à court terme reflètent le rythme vif attendu de la BdC

Augmentations du taux directeur implicite dans les contrats à terme sur AB jusqu'en 2023



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## BCE : Un nouveau cadre... qui ne modifie pas fondamentalement la politique actuelle

Ayant réalisé son premier examen stratégique en près de vingt ans, la Banque centrale européenne a annoncé le 8 juillet qu'elle apporte quelques changements à son mandat de politique monétaire. Pour commencer, la cible d'inflation de la banque centrale a été modifiée, passant de « proche de, mais inférieure à 2% », à un objectif symétrique de 2%. Bien que la Banque ait dit qu'elle tolérerait des mouvements temporaires au-delà de ce niveau à court terme, elle a clairement établi que les « écarts négatifs et positifs de l'objectif seraient également indésirables » à long terme. Elle a ajouté que « lorsque les taux d'intérêt nominaux sont proches de leur niveau plancher, une politique monétaire particulièrement vigoureuse et ancrée dans la durée est nécessaire pour éviter la fixation des écarts négatifs par rapport à l'objectif d'inflation... Cela peut aussi se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement au-dessus de l'objectif. » Pour ceux qui se demanderaient si cette stratégie équivaudrait à une version allégée du ciblage d'une inflation moyenne de la Fed, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a opposé un « non » catégorique.

En théorie, un objectif d'inflation légèrement plus élevé implique que la fonction de réaction de la BCE s'atténue un peu. Le degré plus élevé de tolérance des écarts ne fait que renforcer cette idée générale, particulièrement après des années d'inflation inférieure à la cible. Dans la pratique, cependant, le nouveau mandat ne modifiera pas spectaculairement la politique actuelle de la BCE, dont on s'attendait déjà à ce qu'elle maintienne les taux d'intérêt à la valeur plancher de zéro pendant longtemps.

Compensant partiellement ce penchant accommodant, la BCE a dit que, même si l'IPCH reste l'indicateur de prix approprié sur lequel est fondée la politique monétaire, des efforts seront déployés pour inclure le coût d'un logement occupé par son propriétaire dans son calcul. Selon la banque, une telle décision permettrait à l'indice de mieux refléter l'inflation pertinente pour les ménages (plus de la moitié des habitants de la zone euro sont

propriétaires de leur logement). Il est important de garder l'esprit que le coût d'un logement occupé par son propriétaire n'est pas la même chose que les prix de l'immobilier résidentiel sur le marché. Il reflète les dépenses associées à *l'achat*, à *l'entretien* et à *l'occupation* d'une maison détenue en propre. Néanmoins, le coût d'un logement occupé par son propriétaire a augmenté beaucoup plus vite que l'inflation générale depuis 2014 selon Eurostat. Sous réserve que cette tendance se maintienne, l'inclusion de ces dépenses dans l'IPCH entraînerait probablement une augmentation des statistiques d'inflation.

Dans le cadre du réexamen de sa politique, la BCE a aussi affirmé ses intentions d'incorporer un peu plus les considérations de changement climatique dans son cadre de politique monétaire. Pour atteindre cet objectif, la banque prévoit d'améliorer sa modélisation et de procéder à une analyse théorique/empirique pour surveiller les implications du réchauffement de la planète pour l'économie. Dans la même veine, elle a dit que la divulgation

des risques climatiques par les entreprises deviendrait un nouveau critère d'admissibilité à l'AQ. À l'avenir, le dispositif gouvernant la répartition des achats de titres tiendra compte de critères liés au changement climatique, notamment le respect par les émetteurs de « la législation européenne mettant en œuvre l'accord de Paris, grâce à des indicateurs liés au changement climatique ou à leur engagement vis-à-vis de ces objectifs ». Comme il faudra de nouvelles dispositions législatives pour permettre à la banque d'infléchir ses achats en fonction de ces critères, on s'attend à ce que ces changements entrent en vigueur en 2024.

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

Fermeture:	15-Jul-21	15-Apr-21	14-Jan-21	15-Oct-20	16-Jul-20
<b>Taux d'intérêt</b>					
3 mois	0.165	0.087	0.061	0.095	0.177
2 ans	0.448	0.249	0.165	0.237	0.269
5 ans	0.885	0.918	0.456	0.344	0.338
10 ans	1.259	1.476	0.855	0.569	0.505
30 ans	1.782	1.913	1.481	1.154	0.996
<b>Écarts de crédit</b>					
3 mois - 2 ans	28.3	16.2	10.4	14.2	9.2
2 - 5 ans	43.7	66.9	29.1	10.7	6.9
5 - 10 ans	37.4	55.8	39.9	22.5	16.7
10 - 30 ans	52.3	43.7	62.6	58.5	49.1
<b>Devises</b>					
CAD/USD	1.2611	1.2543	1.264	1.3221	1.3574
EUR/CAD	0.6718	0.6662	0.6508	0.6459	0.6471

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

#### Stéfane Marion

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

#### Kyle Dahms

Économiste  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

Analyste géopolitique  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Daren King

Économiste  
daren.king@bnc.ca

#### David Djavidi

Économiste stagiaire  
david.djavidi@bnc.ca

#### Paul-André Pinsonnault

Économiste principal  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

Économiste  
jocelyn.paquet@bnc.ca

#### Alexandra Ducharme

Économiste stagiaire  
alexandra.ducharme@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public  
warren.lovely@bnc.ca

#### Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt  
taylor.schleich@bnc.ca

#### Alpa Atha

Économiste, Revenu fixe  
alpa.atha@bnc.ca

### Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

### Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

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

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

### Résidents du Royaume-Uni

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

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

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

### Résidents des États-Unis

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

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

### Résidents de HK

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

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

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

### Droits d'auteur

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