



Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich, Warren Lovely et Ethan Currie

- Bien que notre prévision d'inflation pour 2023 reste au bas de la fourchette qui fait consensus, des statistiques (et leurs révisions) plus fortes que prévu aux États-Unis indiquent de plus en plus clairement que le FOMC n'aura pas les éléments de preuve qu'il lui faut pour marquer une pause dans le cycle de hausse des taux directeurs à court terme. Par conséquent, nous avons ajouté 50 points de base de resserrement supplémentaire du taux directeur américain à nos prévisions. Nous anticipons des hausses de 25 pb aux réunions du FOMC de mai et de juin, en plus de celle de mars. Nous nous attendons à ce que la Fed reste sur la touche par la suite, la détente étant remise à 2024. Étant donné que l'impact des hausses cumulatives ne s'est pas encore fait ressentir complètement, les tours de vis de plus que donnera la Fed au premier semestre 2023 accroissent les risques de récession à la fin de 2023 et en 2024. Même avec des réductions de taux importantes en 2024 selon notre scénario de base, une récession aux États-Unis pourrait entraîner un abaissement encore plus rapide des taux d'intérêt.
- Au Canada, la sensibilité plus grande aux taux d'intérêt pourrait donner aux autorités monétaires une plus grande confiance dans le fait que les hausses de taux cumulatives produisent l'effet voulu. La banque centrale a un penchant net en faveur d'un maintien du taux de financement à un jour à son niveau actuel, toute augmentation supplémentaire dépendant d'une économie qui connaîtrait une demande plus forte que ce que prévoyait le Rapport sur la politique monétaire de janvier. Jusque-là, nous avons été encouragés par les données récentes sur la croissance et l'inflation, et il nous paraît clair que les conditions ne sont pas réunies pour une nouvelle hausse, tant la barre a été placée haut. Nous sommes en désaccord avec les prix pratiqués sur le marché qui portent à croire que la Banque haussera une nouvelle fois les taux vers la fin de l'année.
- La divergence des données économiques et sur l'inflation entre le Canada et les États-Unis devrait conduire à un écart croissant entre leurs taux directeurs. Les marchés en tiennent déjà compte dans une certaine mesure, ce qui est évident dans les différentiels négatifs entre les rendements obligataires de part et d'autre de la frontière. Cependant, nous continuons de penser que les OdC sont trop bon marché sur une base directe et relative. Nous nous attendons par conséquent à un rendement supérieur non négligeable du Canada au cours des prochains mois. Notre évaluation de ce que serait une politique « neutre » est essentiellement la même pour les deux pays ce qui laisse penser que les taux canadiens et américains finiront par converger. Cependant, comme l'action de la politique monétaire se fait sentir plus lentement aux États-Unis, le rendement inférieur au Canada ne se corrigera pas avant la fin de 2023 et 2024.
- Malgré des perspectives de taux plus élevés que dans nos prévisions antérieures, nous entrevoyons toujours la possibilité d'une correction de l'inversion des courbes de rendement au Canada et aux États-Unis cette année. Cependant, il faudra probablement plus longtemps que nous le pensions pour retrouver une courbe horizontale, sans parler d'une courbe à pente positive.
- Même si les attentes à l'égard de la politique monétaire n'escomptent que de plus en plus de resserrement cette année, les écarts de crédit sont restés étonnamment résilients. Nous craignons que les risques d'une croissance au ralenti voire d'une récession soient mal pris en compte et, par conséquent, nous maintiendrions une posture défensive sur les produits à bêta moindre. Cela inciterait à surpondérer les obligations provinciales, même si les titres de crédit du secteur public se sont démarqués dernièrement et pourraient paraître chers par rapport aux obligations de sociétés dans une perspective simpliste de valeur relative. Nous attendons les dernières étapes du cycle mondial de resserrement (qui semblent distantes de plusieurs mois encore) avant de nous aventurer hors du spectre du crédit de qualité.

États-Unis

Trimestre	Fonds Fed	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
3-Mar-23	4.75	4.69	4.83	4.20	3.90	3.83
T1 2023	5.00	5.05	4.90	4.25	3.95	3.90
T2 2023	5.50	5.35	4.80	4.20	3.90	3.85
T3 2023	5.50	5.35	4.60	4.00	3.75	3.75
T4 2023	5.50	5.25	4.10	3.70	3.50	3.55
T1 2024	5.25	4.90	3.90	3.45	3.30	3.40
T2 2024	4.75	4.45	3.65	3.25	3.20	3.30
T3 2024	4.25	3.95	3.45	3.15	3.15	3.25
T4 2024	3.75	3.60	3.20	3.05	3.10	3.20

Canada

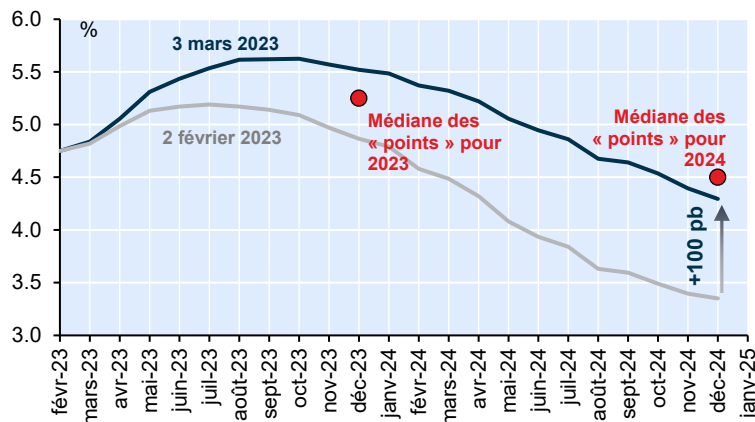
Trimestre	Taux 1 jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
6-Mar-23	4.50	4.54	4.20	3.51	3.30	3.14
T1 2023	4.50	4.50	4.15	3.45	3.30	3.15
T2 2023	4.50	4.45	4.00	3.30	3.20	3.10
T3 2023	4.50	4.40	3.75	3.05	2.95	3.05
T4 2023	4.25	4.10	3.30	2.90	2.85	2.95
T1 2024	3.75	3.55	3.15	2.80	2.80	2.85
T2 2024	3.50	3.30	2.95	2.75	2.75	2.80
T3 2024	3.25	3.15	2.80	2.70	2.70	2.80
T4 2024	3.00	2.90	2.75	2.65	2.70	2.80

FOMC : Nouveau mois, perspectives des taux entièrement nouvelles

Après la réunion de la Fed de février vue comme accommodante, les marchés ont augmenté leurs paris sur une décrue de l'inflation et un ralentissement de la croissance de l'emploi qui devaient conduire à un changement d'attitude de la Fed à court terme. Pendant un bref laps de temps, on doutait même que la Fed donne un tour de vis en mars. Et comme ce fut le cas pendant des mois, on s'attendait à d'importantes réductions des taux au deuxième semestre de 2023. Mais dans les quelque quatre dernières semaines, une déferlante de données et de révisions fortes a entièrement bouleversé les perspectives des taux américains. Les marchés ont maintenant intégré une trajectoire des taux *beaucoup plus* restrictive qu'auparavant. Le taux final attendu est maintenant plus élevé que celui qu'indiquait le FOMC le plus récemment, la détente ayant été reléguée à 2024.

Le marché dépasse les attentes du FOMC pour 2023

Courbe des contrats à terme sur taux fédéraux : 2 février et 3 mars, comparée au graphique à points du FOMC pour 2023 et 2024

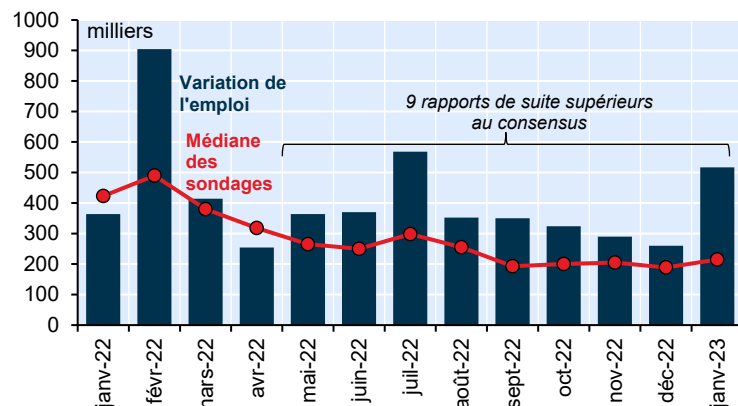


Source : FBN, Bloomberg

Tout a commencé avec le rapport sur l'emploi de janvier. Le chiffre de pas moins de 517k emplois nets créés était le double de la prévision consensuelle. La surprise positive était la neuvième de suite et a fait baisser le taux de chômage vers un nouveau creux inégalé depuis 50 ans. En a suivi une envolée généralisée des rendements.

Surprises fortes et constantes sur le marché du travail

Effectifs salariés non agricoles moins les prévisions moyennes des sondages économiques pour la même période

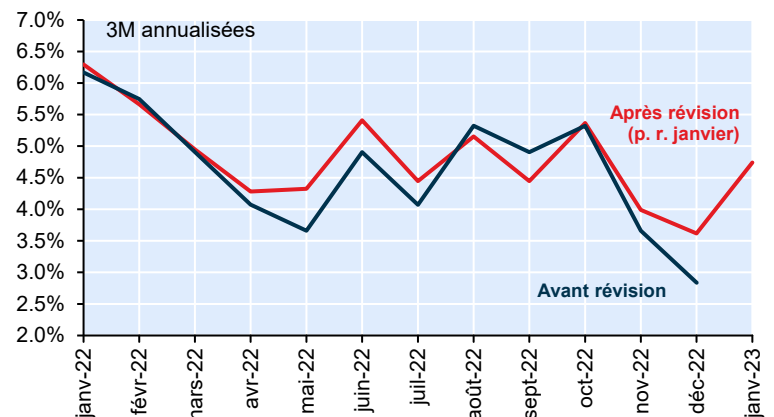


Source : NBF, Bloomberg

Une semaine plus tard a été infligé un autre revers quand les facteurs d'ajustement saisonnier de l'IPC ont été actualisés. L'annonce habituellement sans impact n'a pas eu d'influence sur l'inflation d'une année à l'autre. Mais elle a révélé une décélération beaucoup moins prononcée de l'élan de l'inflation. L'annonce subséquente des données de l'IPC de janvier a confirmé que l'inflation se révélait plus résiliente. Peu de temps après, de nouvelles données sur l'inflation selon l'indicateur PCE pour janvier ont corroboré la persistance des pressions sur les prix. En effet, l'inflation sur trois mois annualisée de l'indicateur PCE de base a bondi de 2.8% en décembre (annoncé initialement) à 4.7% en janvier (après révisions), effaçant tous les prétendus progrès.

Adieu, décélération annoncée de l'inflation

Inflation sur 3 mois annualisée de l'inflation selon l'indicateur PCE de base : avant et après les révisions



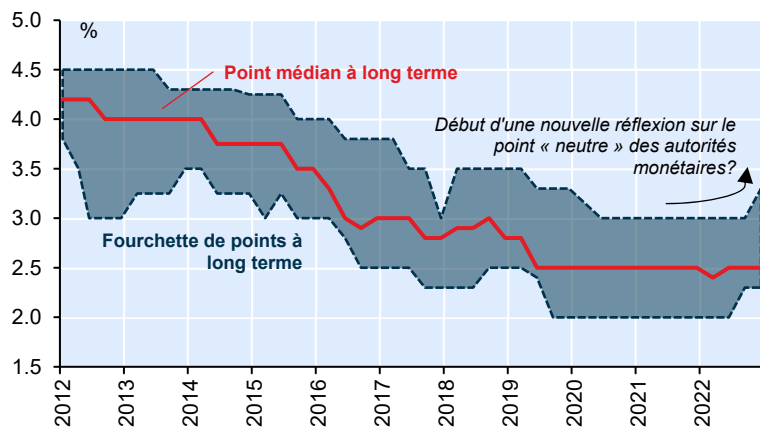
Source : FBN, Bloomberg

De plus, une myriade d'autres données ultra fortes s'est ajoutée au cours du mois (IPP, inscriptions au chômage, commerce de détail, investissement des entreprises, entre *beaucoup* d'autres) qui pointent vers un arrêt du progrès qui semblait se dessiner. Essentiellement, tout ce qui pouvait aller mal dans la perspective de la lutte de la Fed contre l'inflation a tourné mal en février.

Alors que nous approchons de la décision de mars, il est quasi certain que le FOMC fera savoir qu'il faut en faire plus pour ralentir l'économie et l'inflation. On peut s'attendre à ce que le graphique à points indique (une nouvelle fois) un taux final accru (*au moins* 5.4%) avec des points plus élevés pour 2024-2025 également. Nous surveillerons aussi les points d'estimation pour le « long terme », généralement considérés comme la projection du taux directeur neutre de la Fed. Il faut le reconnaître, celui-ci change rarement, ancré à 2.5% depuis le milieu de 2019. Mais en décembre, il y avait un point au-dessus de 3% pour la première fois en plus de trois ans. Celui-ci remplira-t-il le rôle du « canari dans la mine de charbon »? Peut-être. Plus l'économie réussit à survivre à ces taux élevés, plus il est probable que les autorités réévaluent ce que pourrait être le taux « neutre ». En clair, nous ne nous attendons pas à des changements importants, mais il n'y a qu'une direction dans laquelle ces points évolueraient (c.-à-d., vers le haut). Cela signifie que les risques pour les rendements à long terme tendent également à la hausse. Amateurs d'obligation haussiers, prenez garde.

Les autorités monétaires réévalueront-elles le taux « neutre » ?

Point médian et fourchette (haut, bas) pour le long terme des graphiques à points historiques du FOMC



Source : FBN, FRB

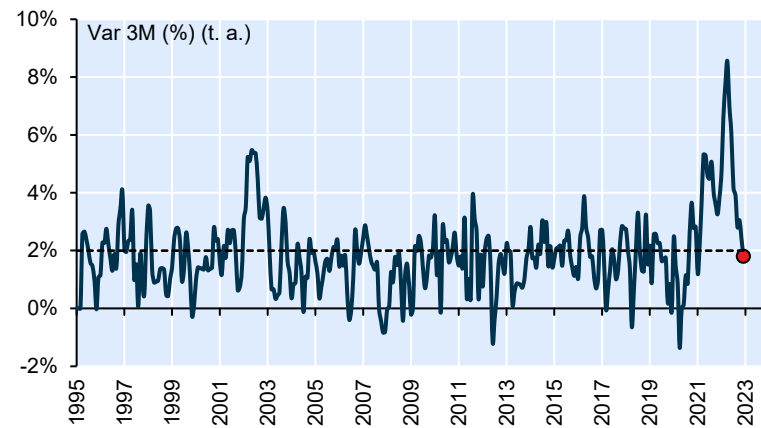
BdC : La pause peut continuer

Il y a juste un peu plus d'un mois que la Banque du Canada a amorcé une pause à sa réunion de janvier et, jusque-là, nous avons été encouragés par les données publiées. Non, les chiffres n'ont pas tous indiqué une décélération de l'activité et de l'inflation, mais dans l'ensemble, l'économie ne tourne pas à un régime plus élevé que ce que le Conseil de direction avait indiqué dans son plus récent Rapport sur la politique monétaire. Et surtout, ces prévisions sont l'instrument de mesure des futures décisions de politiques.

En ce qui concerne l'inflation, le bilan est « jusque-là tout va bien ». De fait, le dernier rapport sur l'IPC représentait un chiffre inférieur aux estimations un deuxième mois de suite et, alors qu'il reste deux mois de données à recevoir pour le premier trimestre, l'inflation se situe en dessous de la plus récente projection de la BdC pour le T1 (5,4%). Nous convenons que cela reste un chiffre inconfortablement élevé, même si nous savons que les effets de base pousseront rapidement l'inflation encore plus bas. Mais soulignons que les hausses de taux de la BdC ont directement contribué à ce taux d'inflation supérieur à la cible par la flambée des coûts hypothécaires. Sans cet élément (environ 3% du panier de l'IPC) et les segments volatils que sont les aliments et l'énergie, l'inflation s'est établie à 2,3% au cours des six derniers mois. Au cours des trois derniers, à 1,8% seulement. Les mesures de base « préférées » de la Banque ont aussi marqué le pas. À moins d'une grosse surprise à la hausse dans le rapport de février, un nouveau RPM publié en avril introduira probablement une troisième révision à la baisse de suite des prévisions d'inflation de la Banque. Avec la coopération continue sur le front du PIB, la BdC devrait avoir l'assurance de pouvoir rester sur la touche pendant tout le printemps.

Au-delà de l'impact direct de la BdC sur l'inflation

IPC sans les aliments, l'énergie et le coût de l'intérêt hypothécaire : Inflation sur 3 mois annualisée



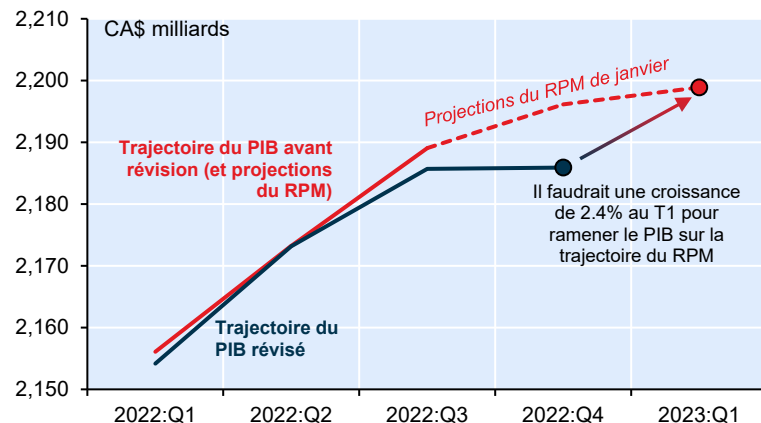
Source : FBN, Statistique Canada

Parlant du PIB, le rapport du T4 était mitigé, mais dans l'ensemble, il laisse la barre à franchir pour dépasser les projections du RPM de la BdC relativement haut. De fait, les révisions ont révélé que la croissance du PIB au T3 était moins forte qu'on l'avait indiqué initialement, alors qu'on n'a constaté aucune croissance au cours des trois derniers mois de 2022. Il est vrai que des facteurs temporaires (c.-à-d. intempéries) ont freiné l'activité en décembre et qu'une décélération de l'accumulation de stocks a contribué le plus à la baisse en 40 ans. Cela laisse envisager un rebond solide au début de 2023 susceptible d'entraîner une révision à la hausse de la projection de croissance de la BdC de 0,5%. Néanmoins, il est peu probable qu'elle soit révisée à plus de 2,4%, ce qui est le taux de croissance nécessaire pour ramener le PIB sur la trajectoire du scénario de base de la BdC exposée dans le RPM de janvier (tenant compte des révisions/du chiffre stationnaire du T4).

Essayant de voir clair dans tout ce brouillard, il nous semble évident que les hausses de taux d'intérêt de la Banque du Canada pour ralentir la demande et réduire l'écart de production fonctionnent. De fait, la demande sensible aux taux d'intérêt (notamment l'investissement résidentiel et celui des entreprises) se contracte et se dissipe avec constance.

Beaucoup de marge avec les projections de la BdC

Trajectoire du PIB avant et après les révisions, avec les projections du RPM

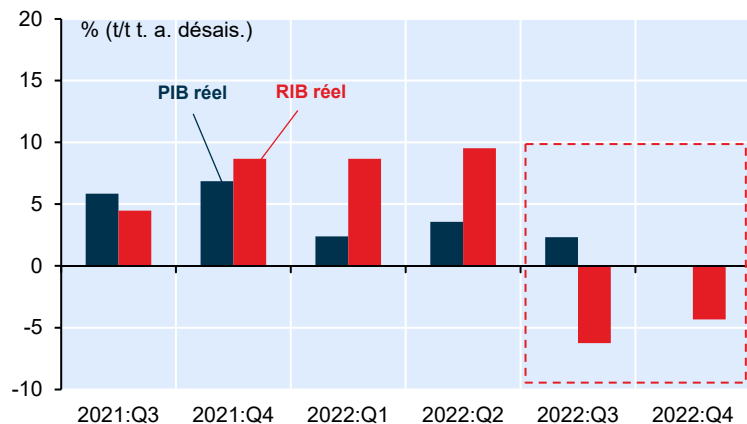


Source : FBN, Statistique Canada, Banque du Canada

Soulignons aussi certaines tendances plus larges concernant le revenu dans l'économie. Le revenu intérieur brut réel a nettement chuté au deuxième semestre de 2022. La baisse cumulative d'environ 10% est un chiffre historiquement réservé aux récessions. Ce n'est pas de bon augure pour les bénéfices des sociétés (qui chutaient déjà) et cela laisse présager que la tension du marché du travail va bientôt retomber.

Le RIB dépeint une situation économique plus faible que le PIB

Produit intérieur brut et revenu intérieur brut réels : 6 derniers trimestres



Source : FBN, Statistique Canada

Quant au marché du travail, nous concédons que l'Enquête sur la population active (EPA) de janvier n'était guère réconfortante. Mais les récentes données comportent quelques nuances qui nous semblent avoir été omises. Au cours des six derniers mois, le chiffre stupéfiant de 301K nouveaux emplois nets a eu pour écho une augmentation de 336K personnes de la population active grâce à l'augmentation du taux de participation et à la croissance de la population (c.-à-d., l'immigration). Cela signifie que nous *ne puissions pas* la main-d'œuvre dans un bassin de Canadiens au chômage qui se viderait progressivement. L'inverse serait plus préoccupant sous l'angle de la pression sur les salaires et les prix. Il est encourageant de voir aussi le nombre de postes à pourvoir ralentir. La croissance des salaires, bien que volatile, a aussi diminué dernièrement. Globalement, nous considérons que le marché du travail est tendu... et probablement *trop* tendu. Mais nous ne pensons pas que cette tension augmentera. Comme la BdC l'a reconnu, « l'ensemble des effets des taux d'intérêt élevés sur le marché du travail devrait se faire sentir pendant une longue période ». Cela implique qu'une détente du marché du travail est déjà amorcée. Surtout, ne pas faire de paris sur des hausses de taux d'intérêt sur la foi de la seule EPA.

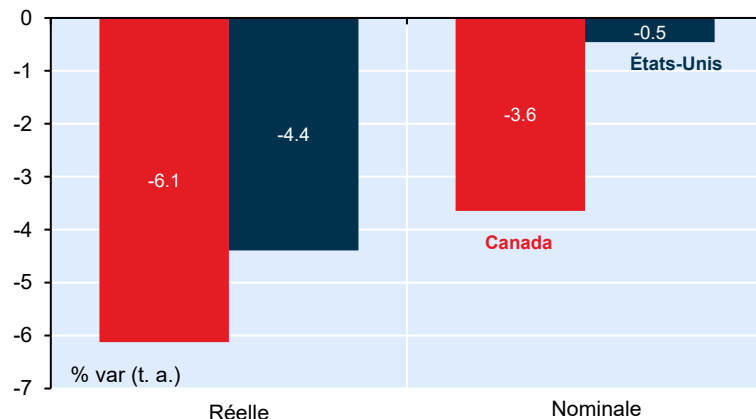
Attention : Divergence de taux directeurs en vue

Dans notre prévision révisée des taux d'intérêt, nous avons introduit l'idée que la déviation de la politique monétaire de la Banque du Canada par rapport à celle de la Fed pourrait persister pendant un certain temps. Cela reflète en partie une divergence nette et croissante dans l'attitude des autorités monétaires. La Banque du Canada a une préférence bien connue pour rester sur la touche alors que les responsables du FOMC sont convaincus qu'il faut en faire plus pour combattre l'inflation. Mais plus fondamentalement, nos prévisions actualisées reflètent des différences croissantes dans les statistiques économiques et d'inflation. Très simplement, la

transmission de la politique aux États-Unis se fait beaucoup plus lentement que prévu. Le Canada est aussi resté plus résilient que la plupart l'avaient prévu, mais il y a des indices plus clairs au nord de la frontière de ce que les hausses de taux d'intérêt fonctionnent comme prévu. Depuis que les cycles de resserrement de la BdC et de la Fed ont commencé en mars, la demande sensible aux taux d'intérêt au Canada, en termes réels et nominaux, a chuté plus vite.

La demande sensible aux taux d'intérêt baisse plus fortement au Canada

Croissance annualisée de la demande sensible aux taux d'intérêt : trois derniers trimestres de 2022

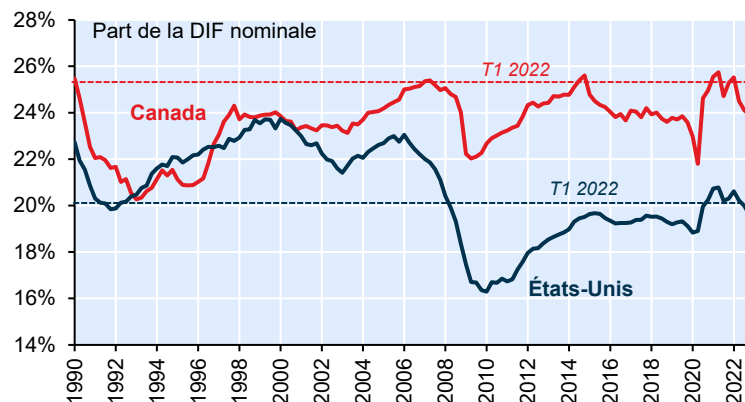


Source : FBN, Statistique Canada, BEA

Et au début de ce cycle de resserrement, une part beaucoup plus grande de l'économie intérieure du Canada était reliée à des secteurs sensibles aux taux d'intérêt.

Avant la hausse, une exposition aussi élevée que jamais à la demande STI au Canada

Part sensible aux taux d'intérêt de la demande intérieure finale

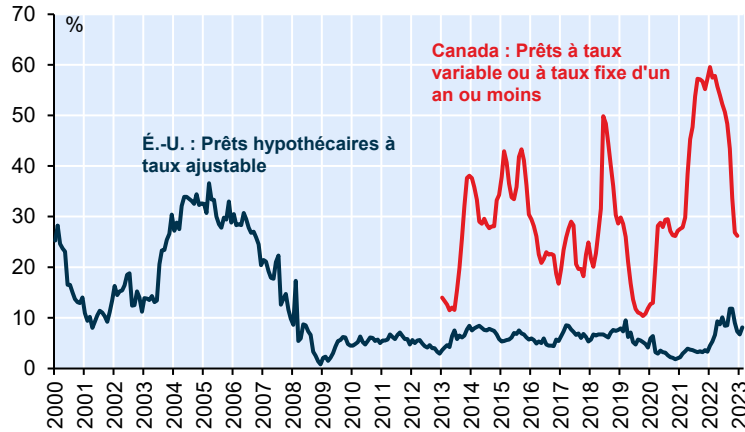


Source : FBN, Statistique Canada, BEA

Cette différence de sensibilité aux taux d'intérêt s'explique presque entièrement par le secteur de l'immobilier résidentiel. La part des investissements résidentiels dans la demande intérieure finale au Canada était deux fois plus importante qu'aux États-Unis. Des différences clés entre leurs marchés hypothécaires expliquent aussi pourquoi les hausses des taux d'intérêt produisent des résultats plus marqués au Canada.

La politique se répercute plus vite sur le marché hypothécaire du Canada

Part des nouveaux emprunts hypothécaires : Prêts à taux ajustable (É.-U.) et prêts à taux variable et à taux fixe <1A (Canada)



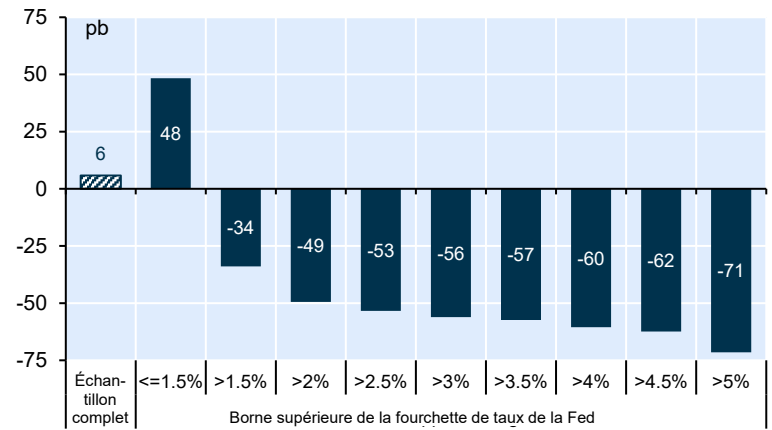
Source : FBN, Bloomberg, BdC | Nota : Aucune donnée du Canada d'avant 2013 disponible

Cela aide à expliquer pourquoi nous avons enregistré des progrès continus concernant la dynamique de l'inflation au Canada et pas aux États-Unis. Comme nous l'avons expliqué dans notre mise à jour sur la BdC, cela signifie que la pause de la Banque peut durer. Aux États-Unis, on ne sait pas encore si un ralentissement économique suffisant pourra se concrétiser à court terme, ce qui rend difficile d'éviter de nouvelles hausses des taux au cours du premier semestre de 2023.

Résultat, nous devrions enregistrer un différentiel de taux directeurs croissant au cours des prochains mois. Nous avons entendu l'argument selon lequel l'inconfort suscité par la dépréciation du dollar canadien forcerait la BdC à suivre (en partie) la Fed dans sa hausse des taux. Nous reconnaissons que la divergence entre les deux politiques monétaires ne sera pas propice au huard, mais de récentes communications de la BdC semblent indiquer que cela ne représente pas un problème majeur : « nous ne devrions pas trop nous inquiéter si la route que le Canada emprunte pour revenir à la normalité s'avère légèrement différente de celle suivie par ses partenaires commerciaux », a dit le sous-gouverneur Paul Beaudry. En outre, un différentiel de taux important n'a rien d'exceptionnel non plus. Au cours des dernières décennies, la BdC a pendant près de 25% du temps eu un taux directeur plus bas de 75 pb ou plus que celui de la Fed. En fait, la durée de son taux relativement plus accommodant augmente quand le taux directeur de la Fed est restrictif. Pour être clairs, nous ne pensons pas que les politiques peuvent évoluer ou évolueront en sens opposés (c.-à-d. baisse de la BdC/hausse de la Fed). Cela ne s'est jamais produit depuis que la BdC gère le taux de financement à un jour cible. Et si techniquement nous prévoyons que la BdC réduira son taux directeur avant la Fed à la fin 2023, cela dépend du ralentissement de l'inflation américaine qui pourra se matérialiser et des réductions de taux de la Fed qui s'ensuivront.

Plus la Fed hausse les taux, plus l'écart avec la BdC augmente

Différentiel entre le taux directeur de la BdC et la borne supérieure de la fourchette de taux des fonds fédéraux du FOMC



Source : FBN, Bloomberg, BdC, FRB | Nota : Basé sur les observations quotidiennes (jours ouvrables) de 1995 à 2023

Tableau 1 : Taux d'intérêt, écarts et taux de change

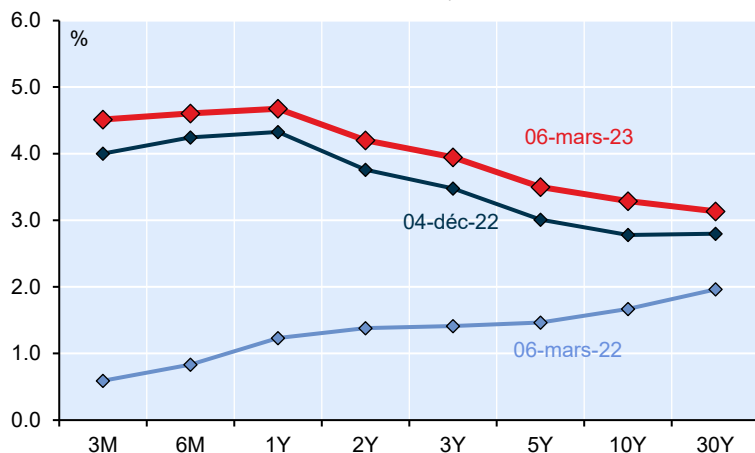
Canada						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
Taux d'intérêt (%)						
3M	4.51	3.98	3.23	1.56	0.57	1.28
1A	4.68	4.31	3.75	2.75	1.22	1.56
2A	4.20	3.76	3.58	2.91	1.38	1.57
3A	3.95	3.48	3.53	2.91	1.41	1.60
5A	3.50	3.01	3.21	2.97	1.46	1.64
10A	3.29	2.78	3.09	3.06	1.67	1.78
30A	3.13	2.80	3.03	2.95	1.96	2.03
Écarts (pb)						
3M-10A	-123	-121	-15	150	109	50
2A-10A	-91	-98	-49	15	29	21
5A-10A	-21	-23	-12	9	21	14
10A-30A	-15	2	-5	-11	30	25
Taux de change						
USD/CAD	1.36	1.35	1.31	1.26	1.27	1.31
EUR/CAD	1.45	1.42	1.31	1.35	1.39	1.48

États-Unis						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
Taux d'intérêt (%)						
3M	4.83	4.28	2.89	1.17	0.33	1.42
1A	5.01	4.66	3.43	2.14	1.02	1.63
2A	4.83	4.27	3.39	2.66	1.48	1.71
3A	4.56	3.98	3.43	2.85	1.61	1.77
5A	4.20	3.65	3.29	2.94	1.64	1.87
10A	3.90	3.49	3.19	2.94	1.73	2.10
30A	3.83	3.55	3.35	3.09	2.16	2.51
Écarts (pb)						
3M-10A	-93	-80	30	176	141	68
2A-10A	-92	-78	-20	28	25	39
5A-10A	-29	-16	-10	0	9	23
10A-30A	-7	6	16	15	43	41
Taux de change						
CAD/USD	0.73	0.74	0.76	0.79	0.79	0.77
EUR/USD	1.06	1.05	1.00	1.07	1.09	1.13

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 antérieur la plus proche

Graph. 1 : Évolution de la courbe des taux canadienne

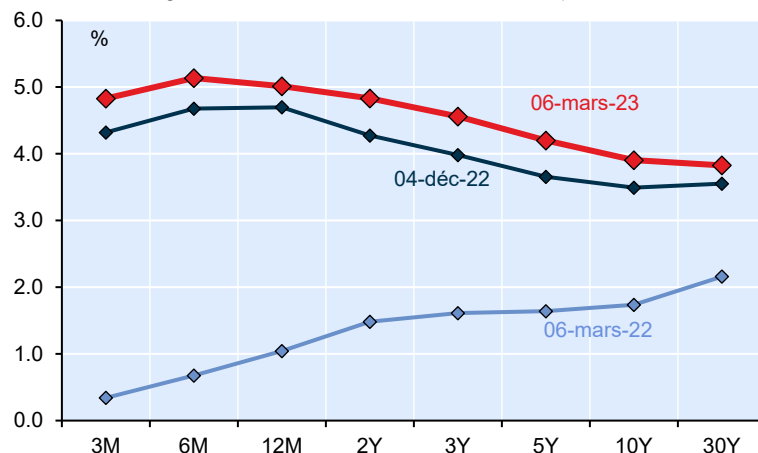
Courbe des OdC de référence – Actuelle et il y a 3/12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 2 : Évolution de la courbe des taux américaine

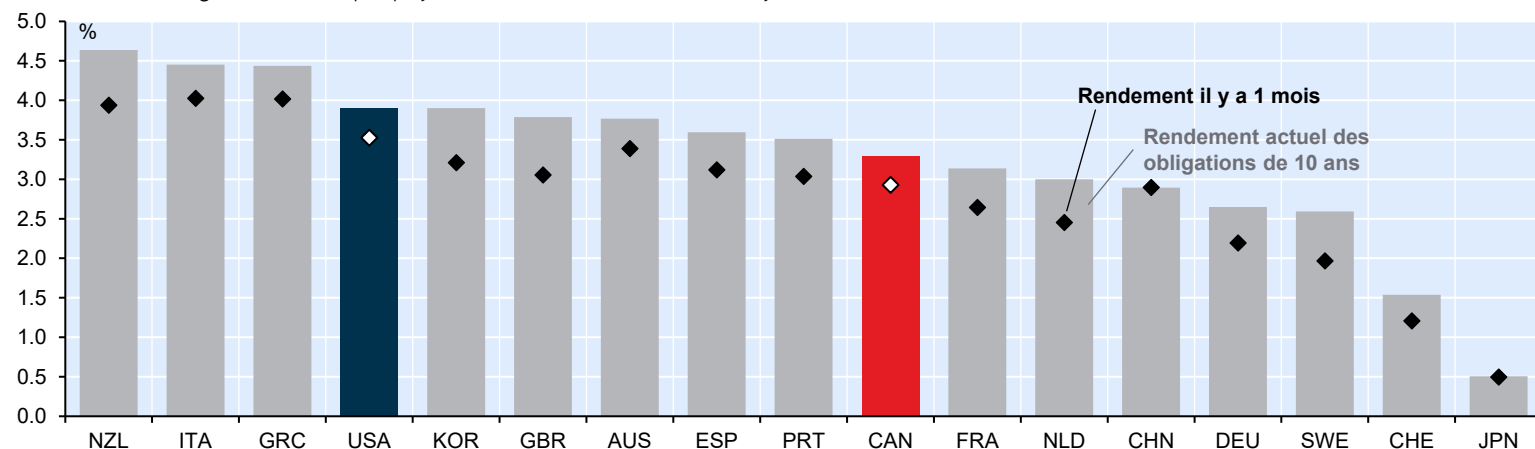
Courbe des obligations UST de référence – Actuelle et il y a 3/12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 3 : Aperçu du marché obligataire mondial

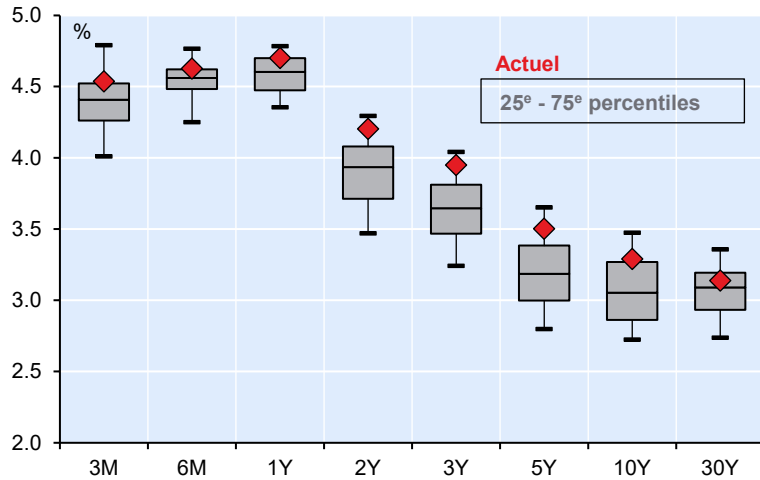
Rendement des obligations de 10 A par pays (ordre décroissant) – Actuel et il y a 1 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 4 : Rendements des obligations du Canada

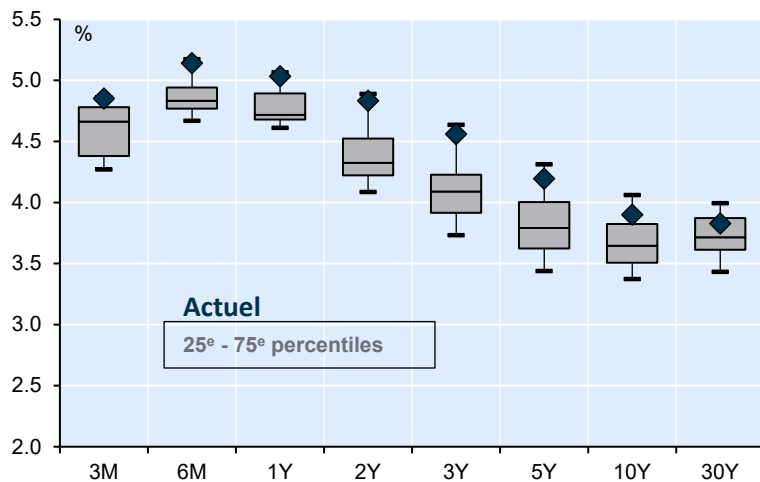
Rendement des OdC de référence : Actuel et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 6 : Rendements américains

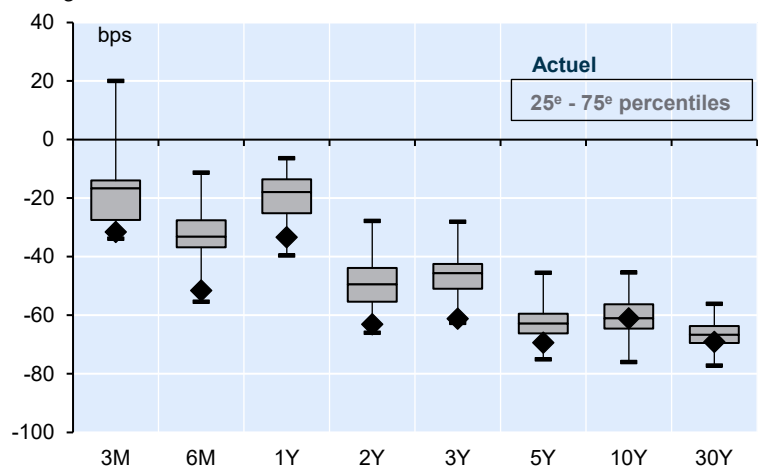
Rendements des obligations UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 8 : Différentiel de rendements Canada – États-Unis

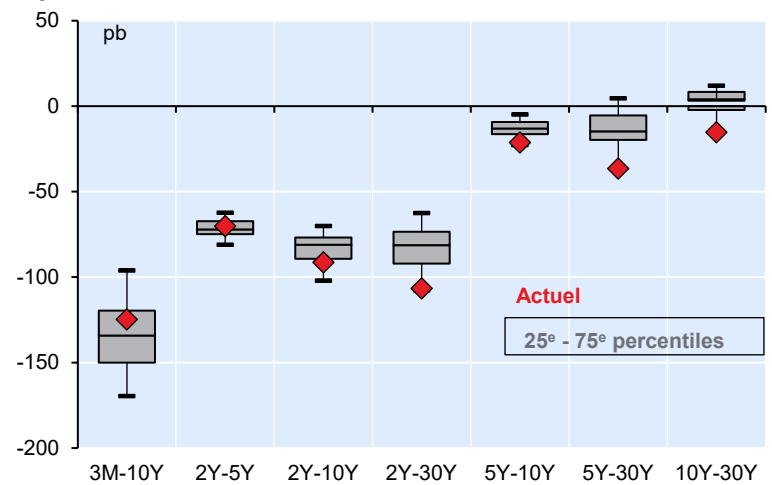
Rendement des OdC moins celui des UST de référence : Actuel et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 5 : Courbe du Canada

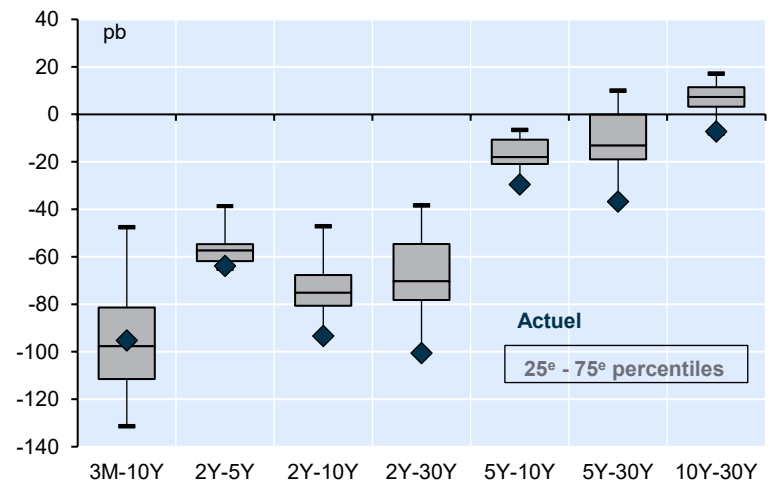
Différentiels des rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 7 : Courbe des États-Unis

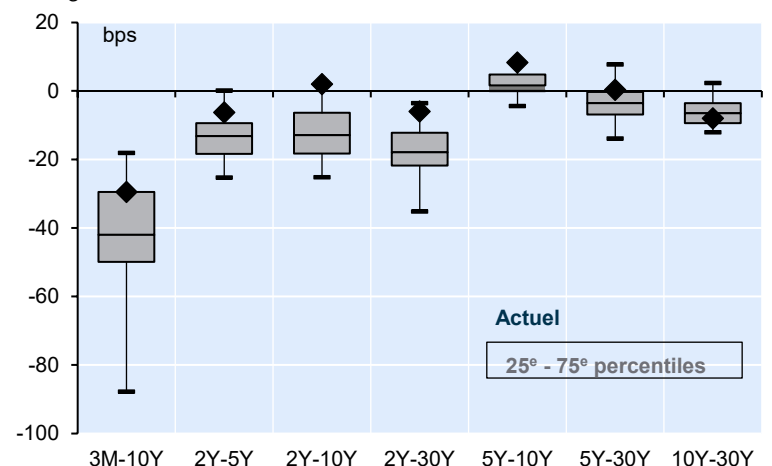
Différentiels des rendements des UST de référence : Actuelle et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 9 : Courbes Canada – États-Unis

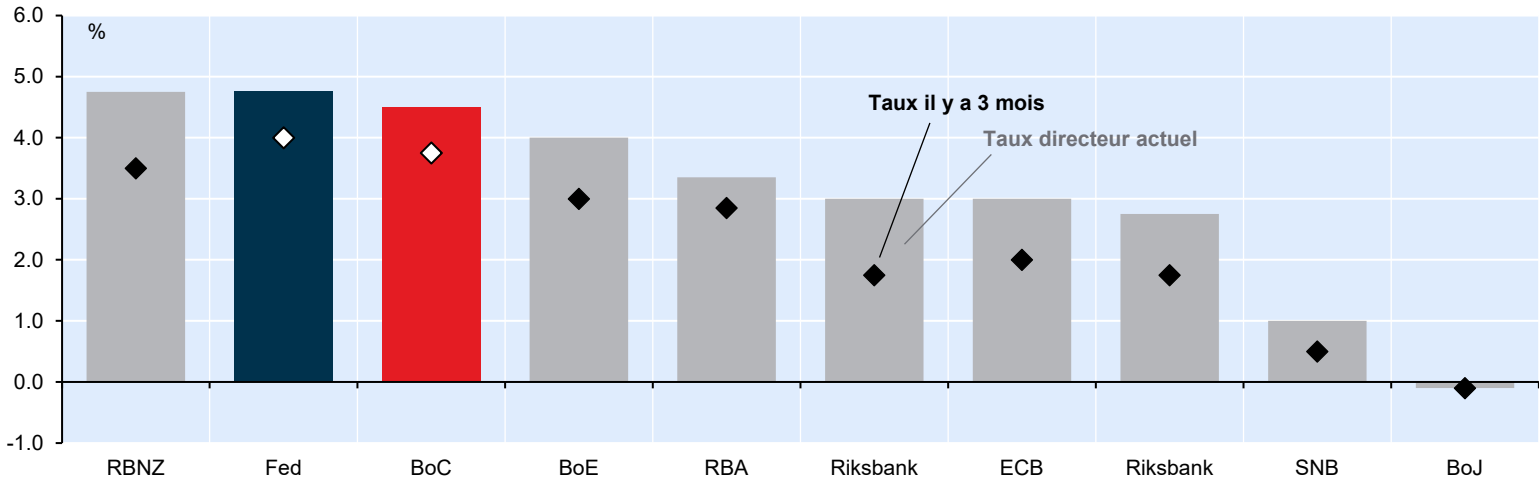
Courbe des rendements des OdC moins celle des UST : Actuelle et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 10 : Aperçu des taux directeurs mondiaux

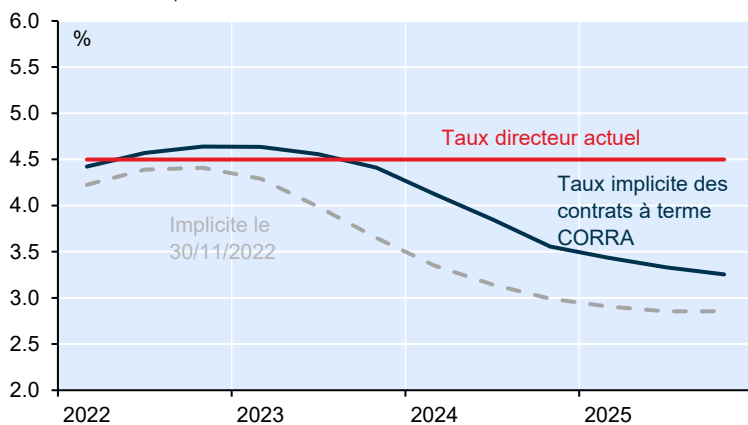
Taux directeur des banques centrales (décroissants) – Actuels et il y a 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : La valeur pour la Fed reflète la borne supérieure de la fourchette de taux

Graph. 11 : Taux à 1 jour du Canada qu'impliquent les prix des contrats à terme

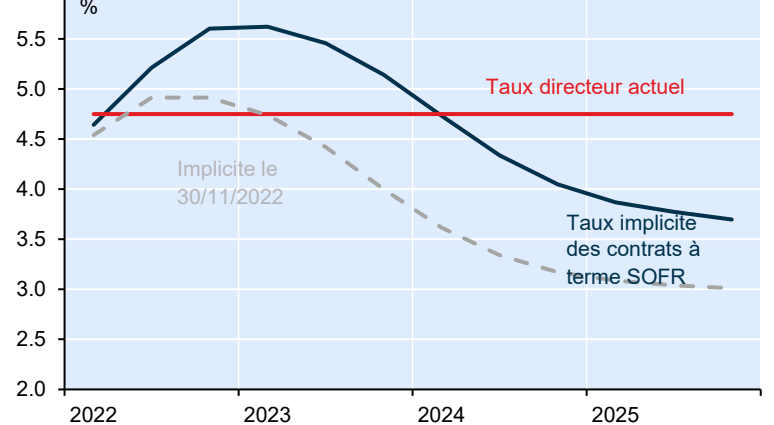
Taux directeur implicite de la BdC des marchés des contrats à terme CORRA



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 12 : Taux à 1 jour des États-Unis qu'impliquent les prix des contrats à terme

Taux directeur implicite de la BdC des marchés des contrats à terme SOFR



Source : FBN, Bloomberg | Nota : La valeur reflète la borne supérieure de la fourchette des taux

Tableau 2 : Aperçu des taux directeurs mondiaux

Taux directeur qu'implique le marché des swaps indexés sur le taux à un jour d'ici la prochaine réunion de la banque centrale, 5 prochaines réunions

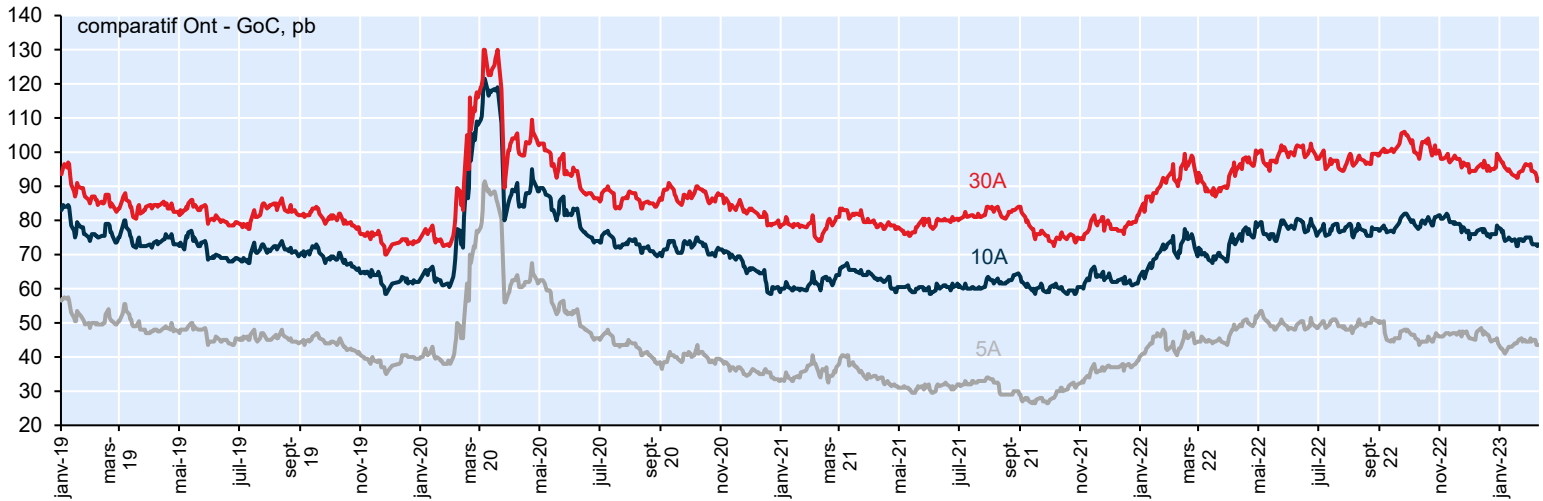
BdC		FOMC		BdA		BCE	
Taux actuel : 4.50		Taux actuel : 4.75		Taux actuel : 4.00		Taux actuel : 3.00	
Réunion	Taux implicite	Réunion	Taux implicite	Réunion	Taux implicite	Réunion	Taux implicite
08-mars-2023	4.51	22-mars-2023	5.06	23-mars-2023	4.23	16-mars-2023	3.49
12-avr-2023	4.55	03-mai-2023	5.34	11-mai-2023	4.45	04-mai-2023	3.92
07-juin-2023	4.61	14-juin-2023	5.53	22-juin-2023	4.59	15-juin-2023	4.25
12-juil-2023	4.60	26-juil-2023	5.61	03-août-2023	4.70	27-juil-2023	4.43
06-sept-2023	4.63	20-sept-2023	5.61	21-sept-2023	4.77	14-sept-2023	4.50

RBA		RBNZ		BdJ		Riksbank	
Taux actuel : 3.35		Taux actuel : 4.75		Taux actuel : -0.10		Taux actuel : 3.00	
Réunion	Taux implicite	Réunion	Taux implicite	Réunion	Taux implicite	Réunion	Taux implicite
06-mars-2023	3.55	04-avr-2023	5.12	10-mars-2023	-0.10	26-avr-2023	3.35
04-avr-2023	3.73	23-mai-2023	5.33	28-avr-2023	-0.08	29-juin-2023	
02-mai-2023	3.87	11-juil-2023	5.39	16-juin-2023	-0.06		
06-juin-2023	3.99	15-août-2023	5.44	28-juil-2023	-0.03		
04-juil-2023	4.05	03-oct-2023	5.46	22-sept-2023	0.01		

Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les valeurs de la Fed reflètent la borne supérieure de la fourchette des taux

Graph. 13 : Écarts avec les OdC des obligations de l'Ontario à échéance constante

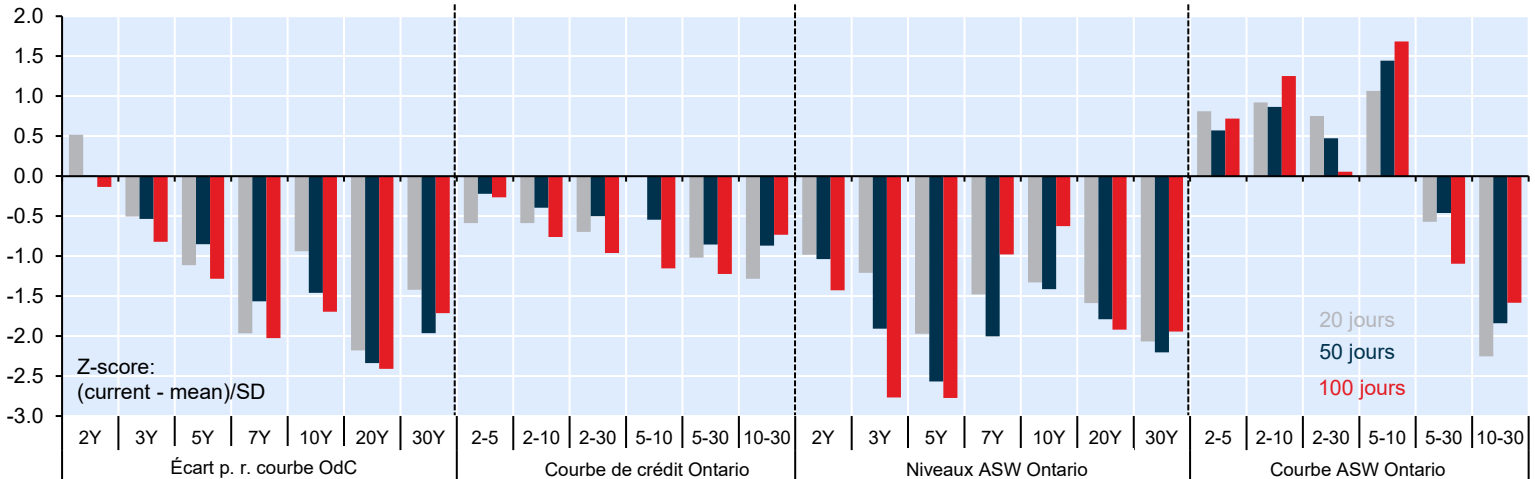
Différentiel des taux OdC moins les taux ONT – Observations des 1000 derniers jours de négociation, pour des durées de 5A, 10A et 30A



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 14 : Cotes Z des écarts de crédit de l'Ontario

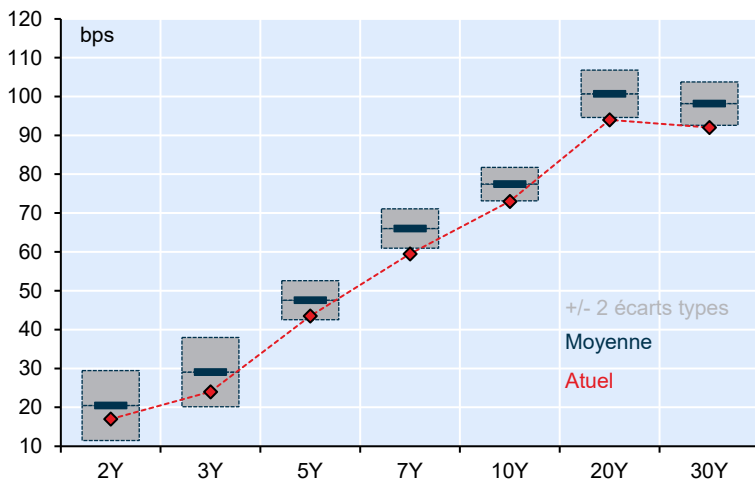
Cote Z des écarts de crédit de l'Ontario 20J / 50J / 100J



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 15 : Écart obligations Ontario – OdC par durée

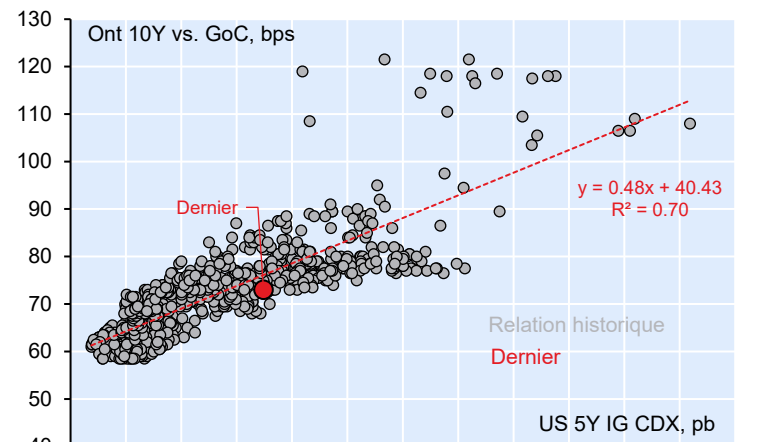
Différentiel des taux OdC moins ONT – Actuel et moyenne 200J / fourchette 2 écarts-types



Source : FBN, Bloomberg

Graph. 16 : Écarts obligations Ontario – crédit U.S. 10 ans

Écart crédit ONT et CDX US 5A QI : 1000 derniers jours de négociation



Source : FBN, Bloomberg

Tableau 3 : Émissions d'OdC pour l'exercice 2022

Durée	Émissions cumulatives de l'exercice	Émissions cibles	Restant implicite	Progrès	Taille de référence cible	Obligation actuelle de référence	Construction Obligation de référence	Date de renouvellement anticipée
2A	63.5	68.0	4.5	93%	\$14-18 G	3.75% févr-25	3.75% mai-25	Avril 2023
3A	20.0	20.0	0.0	100%	\$8-12 G	3.00% oct-25	3.00% avr-26	Juin 2023
5A	27.5	31.0	3.5	89%	\$14-18 G	2.75% sept-27	3.50% mars-28	Mars 2023
10A	48.0	52.0	4.0	92%	\$18-24 G	2.50% déc-32	2.75% juin-33	Juin 2023
30A	12.5	14.0	1.5	89%	\$25-40 G	1.75% déc-53	2.75% décc-55	2025
Total	171.5	185	13.5	93%	-	-	-	-

Source : FBN, Banque du Canada

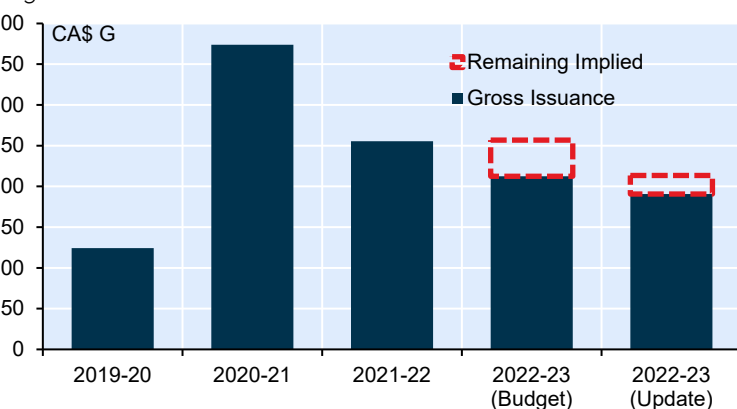
Tableau 4 : Mise à jour des programmes d'emprunt provinciaux

Mise à jour des programmes d'emprunt provinciaux - FBN								
Exercice 2022-2023 (avril 2022 – mars 2023)								6-mars-23
Province / Agence	Symbole	Besoins CA\$ G	Besoins CA\$/hab.	Réalisé CA\$ Gn	Canada %	Étranger %	Reliquat CA\$ G	Financement %
Colombie-Britannique	BRCOL	4.40	839	3.90	96%	4%	0.50	89%
Alberta	ALTA	2.42	539	1.30	100%	0%	1.12	54%
Saskatchewan	SCDA	1.93	1,631	2.06	35%	65%	0.00	106%
Manitoba	MP	3.80	2,718	3.92	94%	6%	0.00	103%
Ontario	ONT	32.20	2,155	32.10	88%	12%	0.10	100%
Québec	Q	23.88		23.67	81%	19%	0.21	99%
Hydro-Québec	QHEL	5.00	3,343	5.00	100%	0%	0.00	100%
Nouveau-Brunswick	NBRNS	1.32	1,657	1.62	100%	0%	0.00	122%
Nouvelle-Écosse	NS	1.65	1,642	1.50	100%	0%	0.15	91%
Île-du-Prince-Édouard	PRINCE	0.25	1,498	0.20	100%	0%	0.05	80%
Terre-Neuve & Labrador	NF	1.80	3,445	1.70	100%	0%	0.10	94%
Total		78.7	2,049	77.0	87%	13%	2.2	98%

Source : FBN, gouvernements provinciaux, Bloomberg, Statistique Canada | Nota : a) Besoin de financement à long terme brut basé sur les dernières estimations disponibles; inclut les besoins de refinancement; exclut le préfinancement prospectif pour le prochain exercice; b) Besoins par habitant basés sur les estimations de la population au T1 2022 de Statistique Canada; c) Fonds empruntés à ce jour; d) Inclut certains financements reliés à l'hydroélectricité sous l'égide de la province; e) Inclut les financements pour Financement-Québec; f) Fonds en nom propre avec une garantie provinciale explicite; CA\$5 G de besoins se rapportant à l'année civile 2022, avec \$5 G de besoins anticipés pour l'année 2023; g) L'exercice va de janvier à décembre; h) Inclut des besoins de la Corporation de financement des municipalités du NB; i) Inclut le financement pour N&L Hydro

Graph. 17 : Émission brute d'OdC par exercice

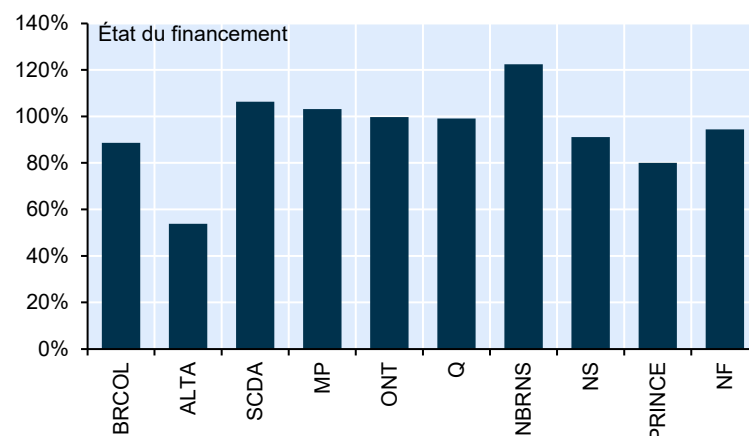
Émissions actuelles (antérieures) et progrès actuels p. r. aux émissions du budget



Source : FBN, Bloomberg, Banque du Canada

Graph. 18 : Situation provinciale p. r. aux emprunts cibles

État du financement depuis le début de l'exercice des provinces canadiennes



Source : FBN, Bloomberg | Nota : État du financement = Emprunts réalisés / Cible

Tableau 5 : Suivi des obligations canadiennes

Suivi FBN des obligations canadiennes									
CA\$ milliards	Émission mensuelle			Année préc. Févr-22	Cumul depuis le début de l'année		Total de l'année civile		
	Févr-23	Janv-23	Déc-22		2023	2022	2022	2021	2020
Obligations du Canada	13.5	11.5	7.5	23.0	25.0	40.5	199.0	281.4	321.2
2A	3.5	4.0	3.5	7.0	7.5	10.5	66.5	82.0	117.0
3A	2.0	2.0	-	-	4.0	3.0	22.0	35.0	49.3
5A	-	4.0	-	4.0	4.0	8.0	31.5	48.0	73.9
10A	8.0	-	4.0	10.0	8.0	15.0	60.0	79.0	56.9
30A Nominal	-	1.5	-	2.0	1.5	4.0	17.0	33.0	23.0
30A ORR	-	-	-	-	-	-	1.0	1.4	1.1
Extra-longues	-	-	-	-	-	-	1.0	3.0	-
Durée moyenne pondérée (années)	6.9	6.9	6.3	8.4	6.9	8.4	7.7	8.3	6.4
Fiducie du Canada pour l'habitation	5.3	-	5.0	4.8	5.3	4.8	40.0	40.0	53.0
5A Fixe	-	-	5.0	-	-	-	20.5	20.3	32.0
5A OTV	1.3	-	-	1.0	1.3	1.0	4.8	4.3	6.0
10A Fixe	4.0	-	-	3.8	4.0	3.8	14.8	15.5	15.0
Obligations provinciales	5.8	7.2	4.4	4.7	13.0	10.3	69.1	81.8	108.3
Ontario	3.8	2.4	3.1	2.5	6.1	5.0	29.0	36.0	40.7
Québec	1.7	2.2	1.0	1.6	3.9	2.7	24.6	20.9	24.2
Colombie-Britannique	-	-	-	-	-	0.5	5.8	6.3	10.3
Plus peuplées (Ont., Québec, C.-B.)	5.5	4.6	4.1	4.1	10.0	8.2	59.4	63.2	75.2
Alberta	-	-	-	-	206.6	0.6	1.9	8.8	15.4
Saskatchewan	-	0.1	-	0.3	0.1	0.6	1.2	3.0	4.3
Terre-Neuve & Labrador	-	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	1.8	1.3	3.0
Pétrolier (<i>Alta, Sask, N&L</i>)	-	0.4	0.3	0.6	207.1	1.8	4.9	13.0	22.6
Manitoba	0.3	1.5	-	-	1.8	0.3	2.3	3.1	5.8
Maritimes	-	0.8	-	-	0.8	-	2.6	2.5	4.7
Public	5.8	6.9	3.7	4.7	12.6	10.3	67.9	80.4	102.9
Privé / MTN / Enchères	0.0	0.4	0.8	0.0	0.4	0.0	1.2	1.3	5.4
Fixe	5.8	7.2	4.4	4.7	13.0	10.3	69.1	81.7	107.5
Variable	-	-	-	-	-	-	0.1	0.0	0.8
1-5A	2.3	2.2	0.8	-	4.5	-	4.9	3.3	23.5
6-10A	2.7	2.8	1.6	3.0	5.5	6.5	32.9	41.3	49.8
>10A (Longues)	0.8	2.3	2.1	1.8	3.1	3.8	31.3	37.2	35.1
Durée moyenne pondérée (années)	16.1	19.0	18.3	17.0	13.7	17.3	19.4	19.5	16.2
Émissions internationales	-	3.3	-	0.4	3.3	5.6	12.2	29.6	40.9
Total prov. (y compris non CAD)	5.8	10.5	4.4	5.1	16.3	15.9	81.4	111.4	149.2
Obligations municipales	0.4	-	0.3	0.4	0.4	0.5	4.7	5.9	5.4

Source : NBF, Bloomberg, Banque du Canada, gouvernements provinciaux | Nota : Les chiffres représentent l'offre brute d'obligations; les totaux des émissions sont basés sur le montant au pair; transactions enregistrées selon la date d'émission; sauf indication contraire, les chiffres représentent des émissions libellées en CAD seulement; les chiffres des OdC excluent les émissions d'obligations vertes; les chiffres provinciaux comprennent les émissions par des entités garanties; les émissions provinciales à l'international sont présentées à titre de référence, converties en montants équivalents en CAD au taux de change en vigueur; les émissions municipales ne portent que sur des opérations syndiquées publiquement.

Préparé par FBN; communiquer avec Warren Lovely (+1-416-869-8598 | warren.lovely@nbc.ca) pour tout renseignement complémentaire

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

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@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

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.