



## Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich, Warren Lovely et Ethan Currie

- Nous vivons des jours remarquables où les perspectives économiques, les conditions des marchés financiers, la confiance des investisseurs et les convictions des prévisionnistes sont malmenées par les annonces et rétractations extraordinaires de l'administration américaine. Où en sommes-nous le 10 avril?
- La pause de 90 jours des droits de douane pour beaucoup de partenaires commerciaux des États-Unis (mais pas tous) a réduit les probabilités d'une récession mondiale abrupte et généralisée dont on semblait se rapprocher de manière inquiétante il y a quelques jours à peine. De la même manière, les germes d'une panique associée qui avaient commencé à poindre dans divers recoins des marchés financiers du monde ont été partiellement étouffés, les marchés obligataires revenant à un niveau plus élevé de fonctionnement (mais pas tout à fait optimal) dans la foulée de l'inversion des droits de douane américains.
- Néanmoins, l'économie mondiale ne s'en trouve pas mieux. Les taux effectifs des droits de douane américains restants demeureront sans doute un obstacle. Certaines des relations économiques mutuellement avantageuses des États-Unis ont été mises à mal si ce n'est rompues, et la prévisibilité a été remplacée par l'incertitude. Cette même incertitude a conduit à une paralysie partielle dans des secteurs et des régions sensibles. En somme, les perspectives de croissance mondiale doivent être révisées à la baisse, nos nouvelles prévisions pour l'emploi et la croissance américains ayant nettement faibli. Le contexte économique du Canada reste lui aussi difficile, même si (comme nous nous y attendions toujours) le taux effectif des droits de douane sur les exportations canadiennes vers les États-Unis finira probablement par être moins punitif comparativement à celui imposé à certains autres partenaires commerciaux des États-Unis. Soit dit en passant, une plus grande conformité à l'ACEUM est une avenue de choix pour réduire l'impact douanier général pour le Canada (et le Mexique), ce qui semble donner une importance apparemment encore plus grande à la révision prochaine de cet accord commercial continental.
- Dans les pays avancés, certaines grandes banques centrales se croient mal outillées pour répondre pleinement aux dommages infligés par une bataille commerciale sérieuse, qui tirerait en longueur. Jusqu'à un certain point, cela se comprend. L'incertitude entourant les effets inflationnistes reliés aux taxes douanières est considérable, notamment en ce qui concerne leur durée temporaire ou transitoire possible. Le FOMC et la Banque du Canada se disent toutes deux incapables de se projeter dans l'avenir tout en soulignant la nécessité de garder les attentes d'inflation à long terme bien ancrées. Mais cela ne signifie pas que les cycles de détente monétaire ont pris fin, la trajectoire des taux directeurs de la Fed et de la BdC pointe toujours vers une baisse, même si sa cadence sera probablement quelque peu délibérée (et inférieure au scénario de base de notre prévision).
- Pour le FOMC, des risques concurrents dans les deux volets de son mandat laissent penser qu'il n'y a pas d'urgence immédiate à changer de politique. Mais alors que les fonds fédéraux continuent de rester restrictifs, l'émergence d'une croissance plus faible et d'un chômage plus prononcé devrait se traduire par une baisse des taux de 75 points de base au deuxième semestre de 2025 (c.-à-d., la bonne supérieure de la fourchette cible des fonds fédéraux devrait se situer à 3,75 % à la fin de l'année). Les taux des obligations du Trésor américain pourraient être mécaniquement tirés vers le bas à mesure que la Fed administrera ces baisses, mais une politique budgétaire américaine de plus en plus distendue et une courbe de la dette alarmante par sa forte pente devraient limiter la baisse à l'extrémité éloignée de la courbe. Les investisseurs pourraient exiger une prime de terme plus grande pour financer cette trajectoire budgétaire insoutenable et protéger contre l'incertitude de l'inflation. Comme les événements récents l'ont souligné, l'appétit des investisseurs étrangers pour les obligations du Trésor méritent d'être surveillée de près.
- À notre avis, la décision de la Banque du Canada sur le taux directeur à court terme (le 16 avril) n'est pas évidente. Bien que loin d'être constructifs sur les perspectives de croissance du Canada, nous croyons que la prochaine décision pourrait être d'attendre de voir, particulièrement après la rétractation suite à l'agression douanière des États-Unis et la stabilisation des marchés financiers. Que la Banque réduise ou non les taux la semaine prochaine, nous entrevoyons un potentiel de réduction des taux de 75 pb de plus en 2025. Si l'anxiété estimée est convertie en faiblesse confirmée par les chiffres, la prochaine réduction du taux de financement à un jour de la BdC pourrait avoir lieu dès le 4 juin. Comme dans notre prévision de mars, nous pensons que le taux directeur de la Banque du Canada atteindra un niveau terminal de 2 % cette année. Les rendements des OdC pointent vers le bas pour les taux à court terme, mais le potentiel de baisse des rendements à plus long terme semble plus limité. Au-delà des répercussions plus générales/mondiales pour les taux à long terme, l'offre d'obligations canadiennes va augmenter, en partie en raison des mesures de stimulation incrémentielles et de l'appui à une économie fragile. Et le Canada doit lui aussi songer aux investisseurs étrangers auxquels il est exposé, qui contrôlent une proportion sans précédent de la dette du pays.

États-Unis						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
<b>10 avril 25</b>	<b>4,50</b>	<b>4,21</b>	<b>3,85</b>	<b>4,02</b>	<b>4,36</b>	<b>4,79</b>
T2 2025	4,25	3,90	3,60	3,80	4,25	4,70
T3 2025	4,00	3,65	3,45	3,70	4,15	4,60
T4 2025	3,75	3,55	3,35	3,55	4,10	4,55
T1 2026	3,50	3,30	3,25	3,50	4,05	4,50
T2 2026	3,25	3,05	3,20	3,40	3,95	4,45
T3 2026	3,00	2,85	3,25	3,35	3,85	4,30
T4 2026	3,00	2,85	3,40	3,40	3,85	4,30
T1 2027	3,00	2,90	3,45	3,45	3,90	4,35

Canada						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
<b>10 avril 25</b>	<b>2,75</b>	<b>2,62</b>	<b>2,61</b>	<b>2,80</b>	<b>3,19</b>	<b>3,50</b>
T2 2025	2,50	2,45	2,40	2,60	3,05	3,35
T3 2025	2,25	2,15	2,30	2,50	2,95	3,25
T4 2025	2,00	1,95	2,25	2,45	2,90	3,20
T1 2026	2,00	1,95	2,20	2,40	2,80	3,15
T2 2026	2,00	2,00	2,25	2,50	2,85	3,20
T3 2026	2,00	2,05	2,30	2,55	2,95	3,30
T4 2026	2,00	2,05	2,30	2,65	3,05	3,30
T1 2027	2,00	2,35	2,40	2,70	3,10	3,40

## FOMC : Alors, vous sentez-vous libéré(e)?

Par où commencer? Le début de la présidence Trump a été chaotique, mais le tumulte a culminé avec le « jour de la libération ». Le dévoilement, le 2 avril, de droits de douane « justes et réciproques » était connu depuis des semaines et l'administration n'avait eu de cesse de prévenir que ce serait du lourd, « *a big one* », comme dit le président. Et pourtant, les marchés n'ont pas anticipé la taille et la portée des taxes douanières annoncées, qui ont été établies sur la base d'une méthodologie suspecte.

### Méthode suspecte de calcul des droits « réciproques »

Quelques pays affectés par les droits réciproques et les calculs utilisés

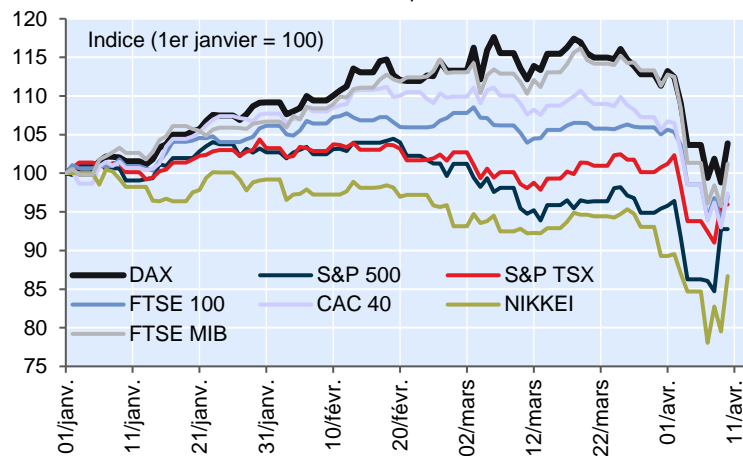
Pays	Déficit commercial américain	Importations aux États-Unis	Taux « facturés » aux É.-U.	Taux des droits réciproques
Cambodge	12,3	+ 12,7	= 97 %	+2= <b>49 %</b>
Vietnam	123,5	+ 136,6	= 90 %	+2= <b>45 %</b>
Thaïlande	45,6	+ 63,3	= 72 %	+2= <b>36 %</b>
Chine	295,4	+ 438,9	= 67 %	+2= <b>34 %</b>
Taiwan	73,9	+ 116,3	= 64 %	+2= <b>32 %</b>
Indonésie	17,8	+ 28,1	= 64 %	+2= <b>32 %</b>
Suisse	38,4	+ 63,4	= 61 %	+2= <b>31 %</b>
Inde	45,7	+ 87,4	= 52 %	+2= <b>26 %</b>
Corée du Sud	66,0	+ 131,5	= 50 %	+2= <b>25 %</b>
Japon	68,5	+ 148,2	= 46 %	+2= <b>23 %</b>
UE	231,8	+ 597,7	= 39 %	+2= <b>20 %</b>
Israël	7,4	+ 22,2	= 33 %	+2= <b>17 %</b>

Source : BNC, gouvernement américain

La destruction de richesse battait déjà son plein bien avant que cette nouvelle ère de la politique commerciale américaine eût le temps d'affecter de manière importante l'économie. L'indice de référence S&P 500 a perdu plus de 12 % entre le « jour de la libération » et le jour où les droits de douane sont entrés en vigueur. Cette chute a apparemment déclenché « l'option de vente Trump ». Pas même 24 heures après la mise en application des droits réciproques, le président a annoncé qu'une pause de 90 jours de cette taxe serait accordée aux pays qui ne répliqueraient pas. Pour ceux qui, d'une manière ou d'une autre, répliqueraient, la taxe allait rester en place de plein effet. En outre, le président a annoncé que le taux de la taxe frappant la Chine, déjà élevé à 104 %, allait augmenter à 125 %. Le rebond a été important, annulant plus de la moitié des pertes antérieures. Néanmoins, la volatilité extrême n'est pas sans conséquences et le préjudice aux portefeuilles d'actions qui perdure aura probablement des implications pour la consommation et l'investissement. Sans parler des répercussions des droits de douane eux-mêmes.

### Un carnage boursier, à commencer par l'indice S&P 500

Évolution des marchés boursiers du G7 depuis le début de l'année



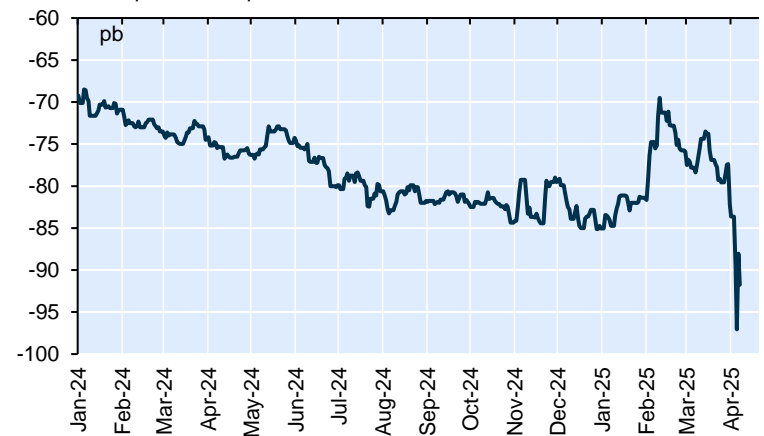
Source : BNC, BBG

Par ailleurs, les rendements des obligations du Trésor ont chuté immédiatement après l'annonce avec une montée en flèche des attentes d'une baisse des taux par la Fed. Cette réaction réflexe a cependant été de courte durée et les taux à long terme ont bondi au-dessus de leur niveau d'avant le « jour de la libération » dans la semaine qui a suivi.

Et si l'annonce d'une pause de 90 jours a donné un coup de fouet aux actions, l'effet réflexe était comparativement faible du côté des taux d'intérêt. Le marché reste volatil, mais au moment de rédiger ces notes, le taux d'une obligation de 10 ans se situait à 4,31 % (comparativement à 4,20 % le 1<sup>er</sup> avril et à un creux en cours de séance de 3,85 % le 4 avril). Pendant ce temps, le taux à 30 ans est remonté à 5 %, mais était retombé à 4,77 % au moment de la rédaction de ces lignes. L'impact sur les écarts de swap qui en a découlé était frappant. L'élargissement initial porté par l'optimisme dû aux réformes de la réglementation a été largement annulé. En cours de séance, l'écart sur 30 ans s'est creusé à -100 pb avant la pause sur les droits de douane.

### Les écarts de swap reflètent la montée de l'anxiété

Écart de swap 30 ans depuis 2024

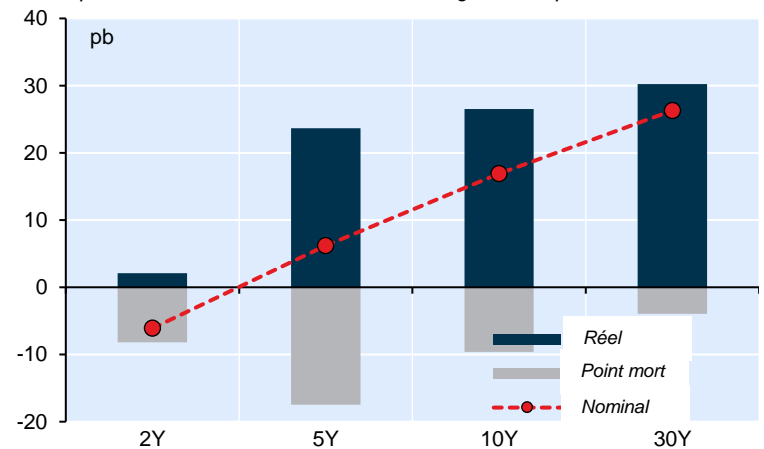


Source : BNC, BBG

Tout en étant volatile, la dynamique des prix du marché des obligations du Trésor était riche en enseignements. Quand les rendements ont initialement chuté après le « jour de la libération », c'était essentiellement en fonction de leur point mort (c.-à-d. de l'inflation implicite). Et quand les taux ont monté, c'était plus en fonction des rendements réels. Au total, l'inflation implicite est aujourd'hui plus basse qu'avant l'annonce des droits de douane réciproques. Cela indique que les marchés s'attendent à ce que les pressions sur les prix liées aux droits de douane, au-delà du court terme, soient transitoires.

### Pour le marché obligataire, l'inflation due aux droits de douane se dissipera rapidement

Décomposition des variations des taux des obligations depuis le 1<sup>er</sup> avril



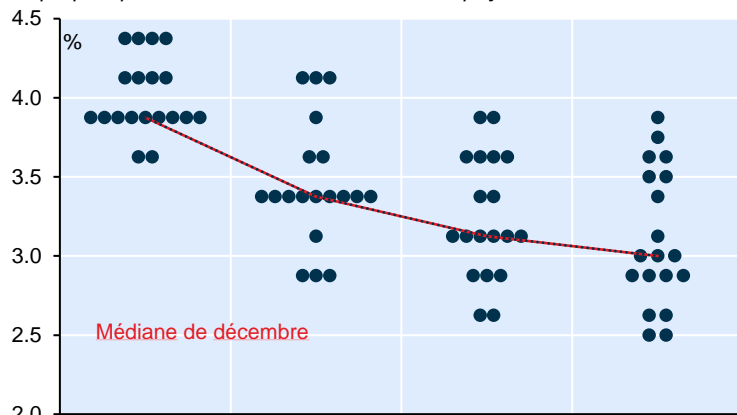
Source : BNC, BBG

Cela semble concorder avec le scénario de base du président de la Fed Jerome Powell. Le mois dernier, celui-ci a avancé l'idée que l'inflation due aux droits de douane pourrait être « transitoire », ce qui est un choix de mot surprenant étant donné l'historique de la banque centrale avec ce terme. Un discours postérieur au « jour de la libération » a réitéré ce sentiment (cette fois-ci, le mot « transitoire » était remplacé par le mot « temporaire »). Cependant, cela ne signifie pas que les pressions sur les prix seront ignorées et que des réductions des taux sont imminentes. M. Powell a aussi souligné qu'il est « possible » que les effets soient plus persistants. D'autres représentants de la Fed ont insisté davantage sur le risque. L'élément marquant est que la Fed ne sait pas comment se dérouleront les prochains mois, ni en matière de politique commerciale ni en ce qui concerne les implications économiques exactes d'une guerre commerciale prolongée. Tout ce qu'elle peut dire c'est qu'il y a des risques concurrents pour les deux volets de son double mandat, si bien que, pour le moment, il n'y a pas de raison de changer de politique.

C'est d'ailleurs le message qui a été communiqué il y a longtemps, à la réunion de la Fed de mars. À l'époque, le FOMC a révisé à la baisse les projections de croissance en même temps qu'il a revu à la hausse les prévisions d'inflation. L'effet net sur la projection médiane pour les fonds fédéraux? Aucun. Dans son plus récent discours, M. Powell a reconnu que des hausses de droits de douane plus importants que prévu auront probablement un effet plus important que prévu sur la croissance et l'emploi. Là encore, la réponse appropriée en termes de politique à ce genre de situation est ambiguë. L'inertie implique donc le maintien d'une politique de statu quo.

### L'inertie maintient les points en place, malgré l'augmentation des risques

Graphique à points du FOMC de mars 2025 avec la projection médiane de décembre

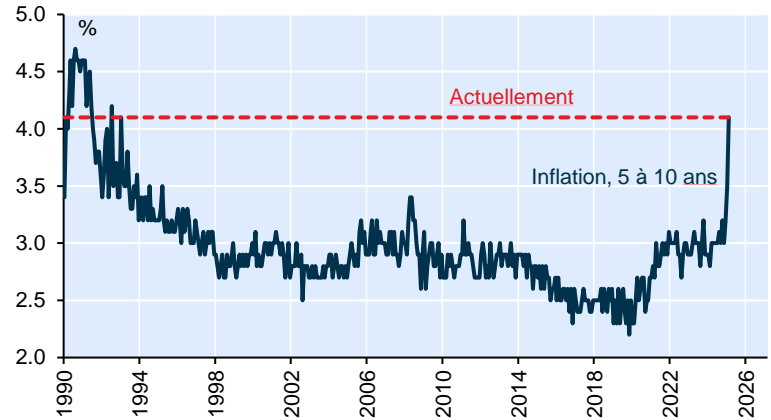


Source : BNC, Fed

Pour le moment, les données économiques dont dispose la Fed n'impliquent pas une nécessité immédiate de réduire les taux. Malgré un chiffre plus faible que prévu de l'IPC pour mars, l'inflation reste supérieure à la cible, certains signes préliminaires laissant entrevoir que les droits de douane et l'incertitude pourraient se répercuter sur les prix des biens. Pendant ce temps, les mesures de l'inflation basées sur une enquête augmentent, étant plus importantes à court terme. Les prévisions à plus long terme sont un peu plus contrastées avec peu voire aucune hausse pour certains (NY Fed), alors que d'autres indiquent une augmentation importante (UMich).

### Selon l'UMich, des indices d'attentes débridées?

Indice de l'Université du Michigan, prévisions d'inflation dans 5 à 10 ans



Source : BNC, BBG

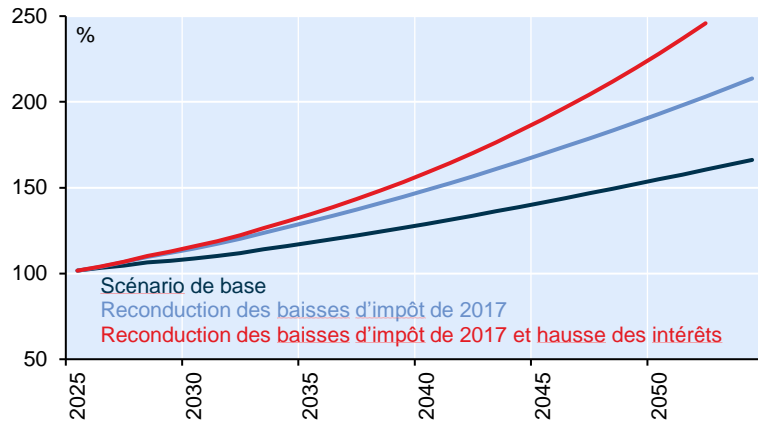
Notons que la croissance pourrait ralentir fortement au premier trimestre si on se fie au modèle GDP Now de la Fed d'Atlanta (en fait, elle pourrait être négative). Cependant, l'estimation de ce modèle est en grande partie fonction de la hausse des importations au T1 qui fait mécaniquement baisser la croissance du PIB. La demande intérieure sous-jacente, bien que ralentie, va continuer de croître. De la même manière, le marché du travail reste en bonne forme (ou, du moins, l'était en mars 2025). L'embauche a surpris à la hausse et, si le taux de chômage a monté d'un cran, c'était attribuable à une augmentation plus forte de la population active.

Bien entendu, si la pause de 90 jours de la Maison-Blanche ne devient pas permanente, les perspectives de croissance déjà chancelante se mueraient presque assurément en récession. À ce stade, nous continuons d'espérer que la désescalade se poursuivra. Certes, des droits de douane, sous une forme ou une autre, resteront en vigueur, c'est presque sûr. Cela infligera des dommages aux perspectives de croissance et aura aussi des implications pour l'inflation. Cependant, ces effets pourraient être suffisamment modérés pour éviter que l'économie des États-Unis s'enraye complètement. Dans ce contexte, celui d'une croissance plus lente et d'un environnement plus inflationniste, nous gardons confiance dans notre prévision antérieure concernant les taux de la Fed et qui implique une baisse de 75 points de base cette année.

En ce qui concerne le marché des obligations du Trésor, les rendements pourraient baisser un peu à mesure que la Fed assouplira sa politique. Mais, nous ne nous attendons qu'à des baisses timides à l'extrémité éloignée de la courbe puisqu'une politique budgétaire de plus en plus distendue continue d'entraîner une montée de la courbe de la dette américaine. L'administration américaine prétend que les recettes douanières (plus les gains d'efficacité de l'appareil gouvernemental) seront suffisantes pour financer la reconduction des réductions d'impôt de 2017, mais nous n'en sommes pas convaincus. Les investisseurs exigeront de plus en plus une meilleure rémunération (c.-à-d., des primes de terme) pour financer une trajectoire budgétaire insoutenable.

## Une reconduction des réductions d'impôt augmentera probablement les émissions d'UST

Scénario du CBO + autres projections de la dette en proportion du PIB



Source : BNC, CBO | Nota : Scénario de base selon les projections de mars 2024

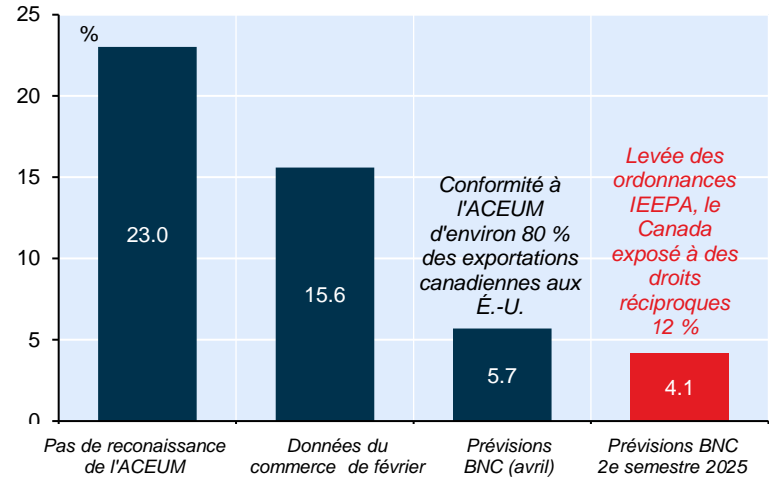
## BdC: Répit modeste pour une économie fragile

Le Canada a peut-être échappé à de nouveaux droits de douane le « jour de la libération », mais cela ne veut pas dire que l'horizon s'est éclairci le 2 avril. D'autres droits de douane avaient déjà été infligés au voisin nordique des États-Unis. Cela avait commencé dès le début de mars (après un report d'un mois) avec l'application de droits généralisés de 25 %, sauf quelques exemptions pour des secteurs tels que celui de l'énergie (soumis à une taxe de 10 %). Des taxes sur l'acier et l'aluminium ont suivi, avant une autre qui, peu après, s'est abattue sur l'automobile. En fait, ce fut une rafale de décrets-lois étourdissante qui, avant quelques exceptions, équivalait à une taxe effective de 23 % sur les exportations canadiennes à destination des États-Unis.

Dans les faits, la taxe imposée sur les marchandises canadiennes est plus faible et pourrait encore changer. Les droits de douane imposés sous prétexte de lutte contre les importations de fentanyl et de sécurité de la frontière comportent des exemptions pour les biens en conformité avec l'ACEUM, qui, en février, couvraient environ un tiers du commerce de marchandises. Cela fait baisser le taux effectif à 15 %. Pour la plupart des produits, la démonstration de la conformité à l'ACEUM nécessite la préparation de simples déclarations, ce qui a probablement entraîné une multiplication des inscriptions en mars. Nous présumons qu'environ 90 % des échanges commerciaux pourraient être certifiés conformes, ce qui ramènerait les droits effectifs au taux plus gérable de 6 %. Si les taxes liées à l'IEEPA (c.-à-d., celles se rapportant au fentanyl et à la sécurité de la frontière) sont, à terme, supprimées, nous estimons que le taux effectif des droits de douane pourrait s'établir à moins de 5 %. Cela semble bien plus avantageux que les 25 %, mais c'est encore bien supérieur aux taux de moins de 1 % en vigueur avant les rododromes douaniers de Washington.

## L'ACEUM, première source de baisse des droits de douane

Taux effectif des droits de douane pour le Canada selon divers scénarios

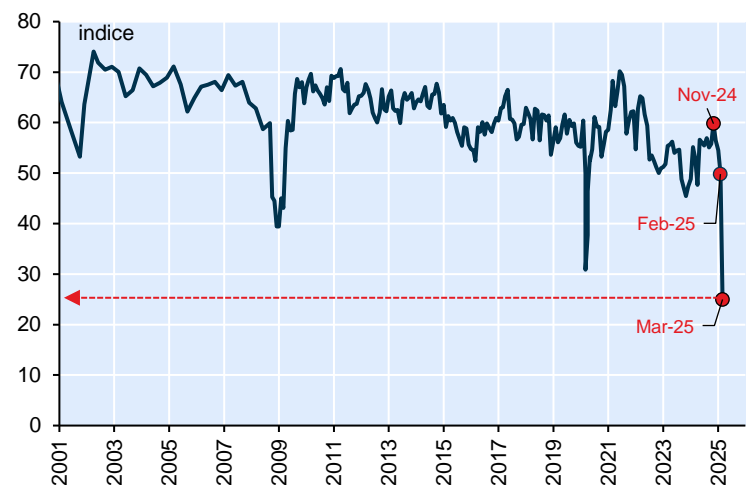


Source : BNC, US Census Bureau | Nota : Selon les pondérations du commerce de la Feb, politiques douanières actuelles

Le commerce international finira par se stabiliser avec le temps (et nous l'espérons, rapidement), mais pour le moment, c'est l'incertitude qui domine. La confiance des petites entreprises se détériore régulièrement depuis le début de 2025. La chute du baromètre des affaires de la FCEI en mars a atteint un record et situe la série au plus bas à ce jour (depuis environ 25ans).

## Le baromètre des affaires de la FCEI à un creux record

Indice du baromètre des affaires de la FCEI

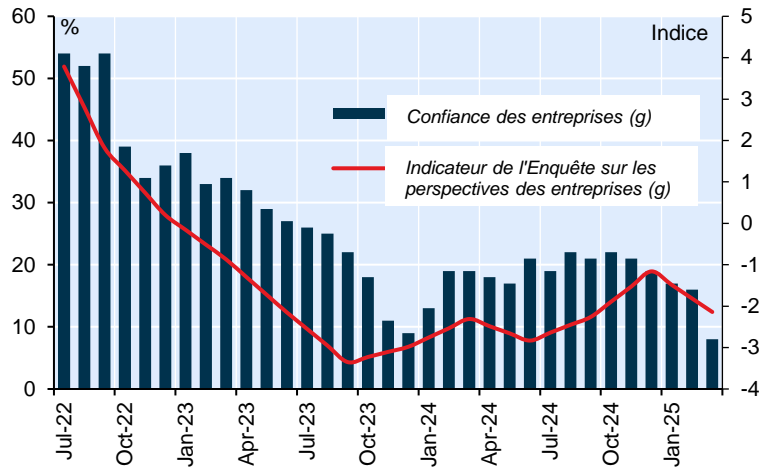


Source : BNC, FCEI | Nota : Reflète les prévisions pour les 12 prochains mois

La plus récente Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada présente le même tableau déprimé. Son indicateur s'est contracté au T1 après avoir progressé régulièrement depuis les niveaux les plus pessimistes enregistrés au milieu de 2023. Cela s'explique par un ralentissement de la prévision des ventes, des intentions d'investissement réduites et de sérieuses révisions à la baisse des plans d'embauche. Alors que cette évolution n'a rien d'étonnant, ce rapport sous-estime peut-être même le degré d'anxiété puisque le sondage a été effectué entre le 6 et le 26 février, avant l'entrée en vigueur du plus gros des taxes.

### L'incertitude sape un peu plus le moral des entreprises

Enquête sur les perspectives des entreprises et évaluation des conditions actuelles

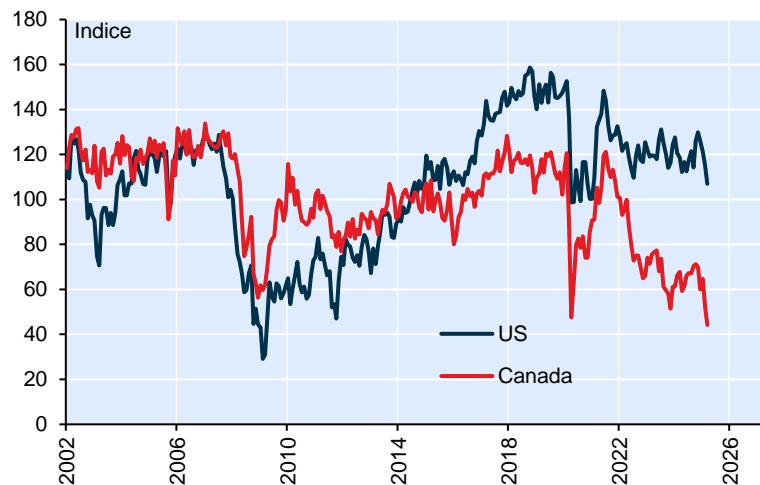


Source : BNC, BdC | Nota : L'indicateur des perspectives des entreprises est trimestriel, avec une interpolation pour produire des chiffres mensuels

Les consommateurs ne sont guère plus optimistes. L'indice de confiance des consommateurs du Conference Board a aussi chuté à un creux record en mars. Les consommateurs américains étaient aussi sous pression, mais de loin pas autant. C'est ce qui ressort de l'Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada de la Banque du Canada. Les Canadiens se montrent de plus en plus inquiets pour la sécurité de l'emploi et, par conséquent, prévoient de réduire les dépenses discrétionnaires et de retarder certains achats importants. L'impact le plus tangible de l'anxiété collective canadienne se manifeste le plus nettement sur le marché de l'immobilier résidentiel, dont l'activité s'est grandement calmée.

### Les Canadiens broient du noir comme jamais

Indice de confiance des consommateurs du Conference Board, comparaison Canada et États-Unis

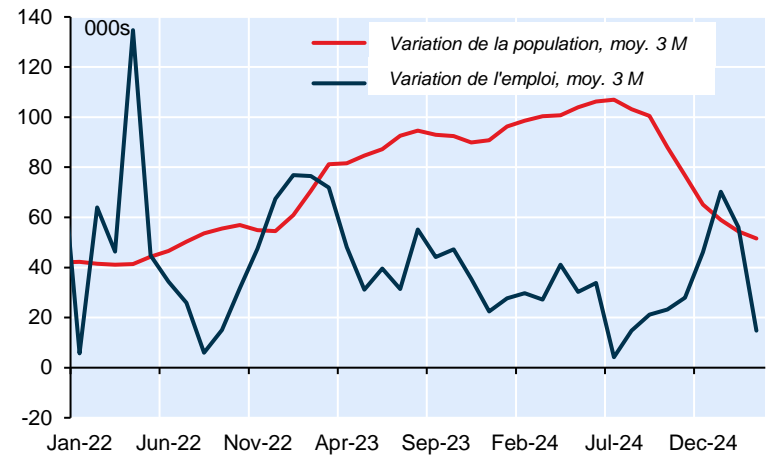


Source : BNC, Conference Board

Jusqu'à là, la faiblesse a surtout été mesurée dans des estimations de perception. Mais cela commence à changer. Les données rétrospectives du PIB (pour le T1 et janvier) ne semblent pas problématiques, mais l'Enquête sur la population active plus contemporaine commence à révéler des signes de fissures. La reprise impressionnante de l'embauche à la fin de 2024 et au début de 2025 s'est arrêtée net en février et a commencé à s'inverser en mars où l'emploi a chuté comme jamais depuis janvier 2022. Après avoir commencé à se consolider, le taux de chômage a repris son ascension. C'est une tendance dont nous prévoyons qu'elle continuera au cours des prochains mois.

### Le marché du travail préfigure-t-il une faiblesse dans les données statistiques fermes?

Variation de la population et de l'emploi selon l'EPA, MM 3M



Source : BNC, Statistique Canada

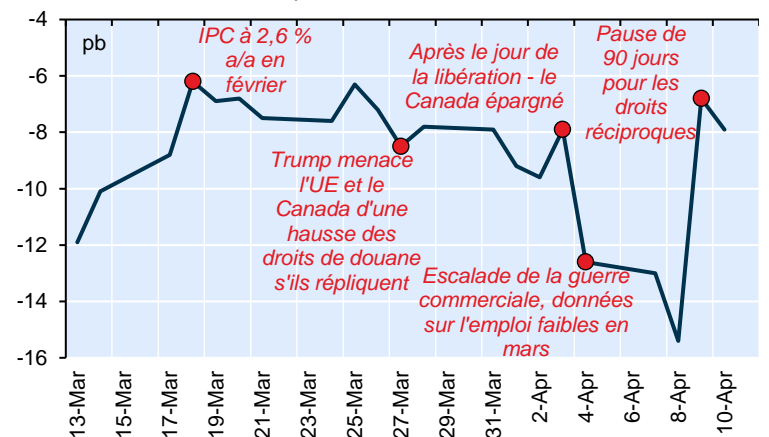
Dans la plupart des circonstances, cette crise de confiance (et, maintenant, les signaux d'alerte du marché du travail) ferait anticiper un assouplissement de la politique monétaire de Banque du Canada, la banque centrale se montrant volontiers anticipatrice. Mais la situation actuelle est loin de la normale et, par conséquent, comme l'a dit le gouverneur dans une allocution le mois dernier, la conduite de la politique monétaire est aussi loin de la normale :

« Lorsque le scénario de référence est très incertain, nous accordons plus d'attention aux risques. Nous cherchons moins à trouver la politique monétaire optimale pour une perspective économique donnée qu'à formuler une politique qui fonctionne pour divers résultats. [...] Nous devons donc formuler une politique qui limite les risques. Cela signifie qu'il faut moins anticiper qu'à l'habitude, et attendre que la situation s'éclaircisse. Et cela pourrait aussi vouloir dire qu'il faut agir vite quand les choses se cristallisent. »

Il n'est pas étonnant de voir une incertitude élevée et des droits de douane généralisés détruire la confiance et ralentir l'embauche. Le ralentissement de la croissance du PIB est aussi quasiment assuré. Ce que nous ne savons pas avec la moindre certitude c'est quel sera l'impact de l'inflation. Or, c'est que qui pourrait limiter la portée de la détente monétaire, particulièrement dans l'immédiat (c.-è-d., à la décision du 16 avril).

### Les marchés ne sont pas convaincus d'une baisse des taux par la BdC en avril

Réduction des taux implicites selon les swaps indexés sur le taux à un jour (pb) à la réunion d'avril de la BdC, depuis la réunion de mars

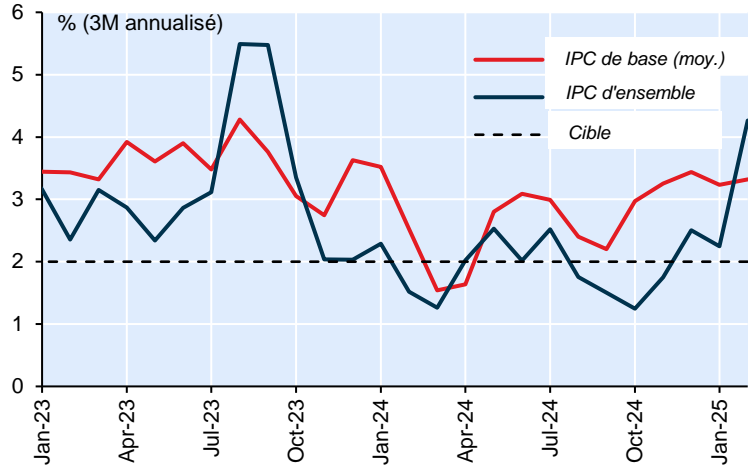


Source : BNC, BBG

Tout en se maintenant fermement dans la fourchette-cible de 1-3 %, l'inflation selon l'indice IPC tous éléments confondus a augmenté ces derniers mois, comme c'est le cas dans une économie qui se raffermirait. Les mesures de base donnent des indications encore plus fortes.

### IPC d'ensemble et de base maîtrisé, mais trop haut

IPC d'ensemble et de base (3M t. a. désais.), trois dernières années

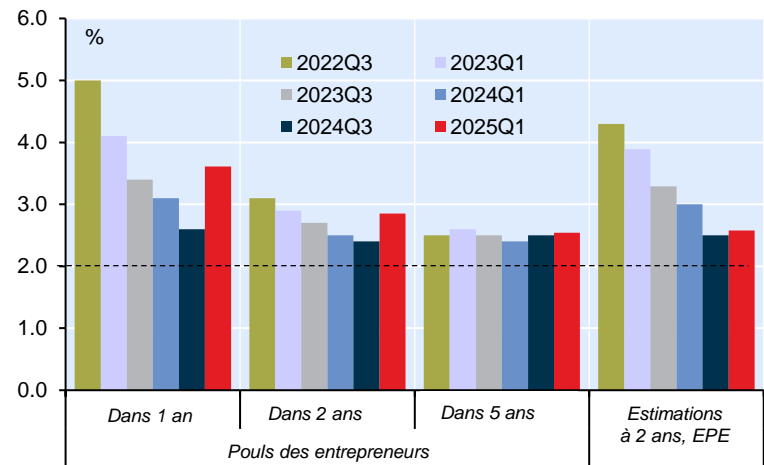


Source : BNC, BBG | Nota : La mesure de base est la moyenne de l'IPC tronqué et de l'IPC médian

À ce contexte sous-jacent de l'inflation, nous pouvons ajouter les répercussions potentielles des mesures de rétorsion du Canada et peut-être les impacts indirects de la hausse des attentes d'inflation. Ce faisant, il n'est pas difficile de voir pourquoi la BdC n'est pas pressée de réduire les taux d'intérêt.

### Les prévisions d'inflation remontent

Attentes d'inflation sur divers horizons, du Poulos des entrepreneurs et de l'Enquête sur les perspectives des entreprises (EPE)



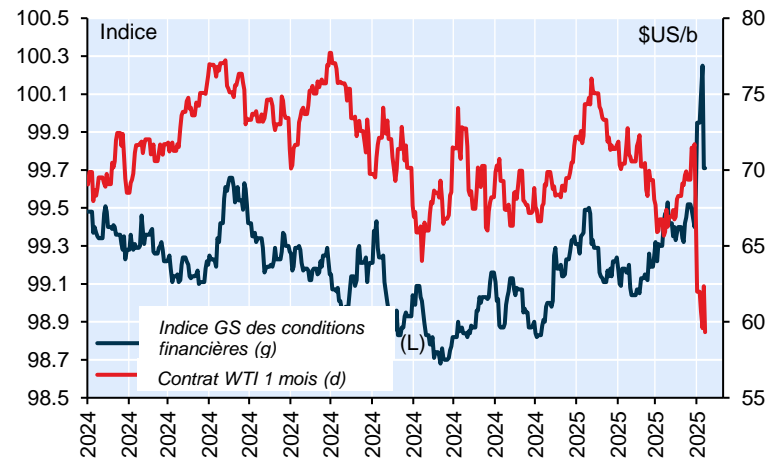
Source : BNC, BdC

Nous pensons qu'une approche attentiste l'emportera lors de la prochaine décision, particulièrement après la rétractation dans l'agression douanière des États-Unis et la stabilisation des marchés. Mais, que la Banque réduise les taux ou non en avril, nous pensons qu'il reste beaucoup de marge pour une poursuite de la détente en 2025. Si les nouvelles statistiques économiques se révèlent plus faibles, comme nous le prévoyons, la prochaine baisse du taux de financement à un jour pourrait avoir lieu dès le 4 juin. Et à mesure qu'il sera démontré et accepté que les effets négatifs sur la croissance de cette guerre commerciale sont plus importants que les pressions résultantes de l'inflation, de nouvelles baisses des taux auront lieu. Comme dans notre prévision de mars, nous pensons que le taux directeur de la Banque du Canada atteindra un niveau terminal de 2 % cette année.

Il y a cependant des risques dans les deux sens à cette prévision. D'une part, des tensions inflationnistes plus fortes que prévu pourraient limiter la baisse des taux d'intérêt, même si la croissance ralentit. D'autre part, l'effet sur la demande mondiale et les prix des produits de base pourrait être plus important, particulièrement si la pause de 90 jours des droits de douane réciproques n'est pas prolongée. Cela pourrait conduire à des baisses de taux encore plus importantes. La situation reste fluide. Un stress des marchés financiers prolongé pourrait aussi entraîner une intervention de la banque centrale, il importe donc de surveiller de près les conditions financières.

### Les conditions financières reflètent les droits de douane

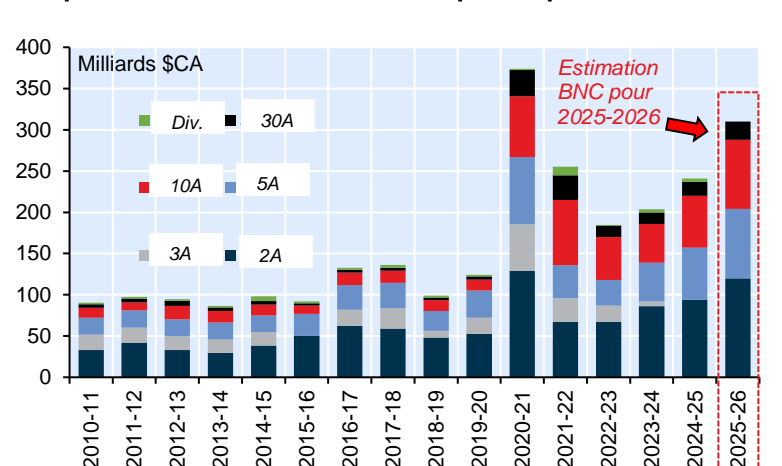
Indice de la confiance des consommateurs du Conference Board, comparaison Canada et États-Unis



Source : BNC, BBG | Nota : Un chiffre plus élevé de l'indice GS représente des conditions plus tendues

Comme nous sommes d'avis que le choc pour la croissance dictera la trajectoire de la politique monétaire, la trajectoire des rendements des obligations du Canada pointe vers le bas. Cependant, les baisses de taux à long terme seront plus faibles que celles à court terme. Cela tient en partie à l'expansion de l'offre d'obligations alors que les gouvernements (fédéral et provinciaux) augmentent les déficits. Comme on ne manque pas de promesses électorales et vu les réactions potentielles aux droits de douane mettant en jeu le bilan, les risques liés à l'offre tendent à la hausse.

### Les plus fortes émissions brutes depuis le pic de la COVID

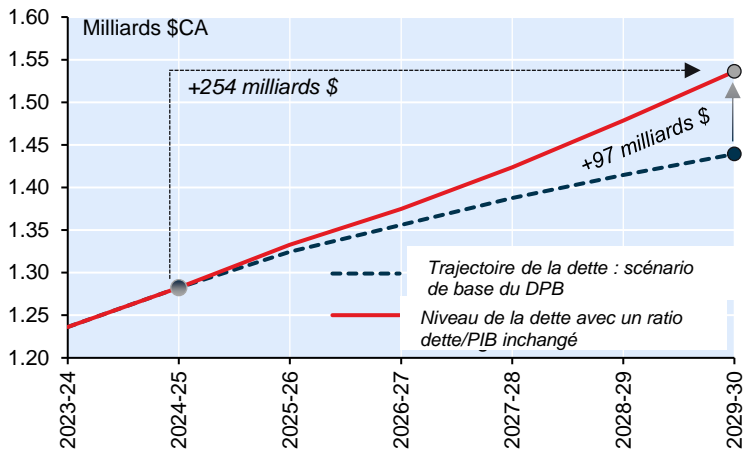


Source : BNC, BdC, GdC | Nota : « Div. » renvoie à la somme des émissions d'obligations vertes, d'ORR et de titres de très longue durée

Le mois dernier, la refonte totale de la politique budgétaire de l'Allemagne (voir notre publication *In Focus*) était un des plus grands événements (non commerciaux) de l'année. L'engagement de plus de 1 000 milliards € de nouvelles dépenses sur la prochaine décennie de la part d'un pays historiquement frugal et qui a grand besoin d'un choc de croissance positif représente un changement sérieux. Nous ne nous attendons pas à ce qu'Ottawa et les provinces se lancent dans un programme de dépenses de la même ampleur, mais on ne manquera pas de demandes de dépenses et d'investissements de ce côté de l'Atlantique non plus. L'envergure de la politique budgétaire canadienne au cours de la prochaine décennie sera peut-être plus limitée, mais son orientation générale sera la même. Une version allégée du programme allemand en quelque sorte.

### La règle budgétaire de M. Carney permet un endettement marginal

Scénario de base de la trajectoire de la dette fédérale et trajectoire impliquant un ratio dette/PIB stable



Source : BNC, DPB



**Abonnez-vous à nos publications : [BNCEconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCEconomieetStrategie@bnc.ca) – Pour nous joindre : 514 879-2529**

## Général

**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 récupérez 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 de l'UE :** En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et à passaporté ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et à son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

**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.