



Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich, Ethan Currie et Warren Lovely

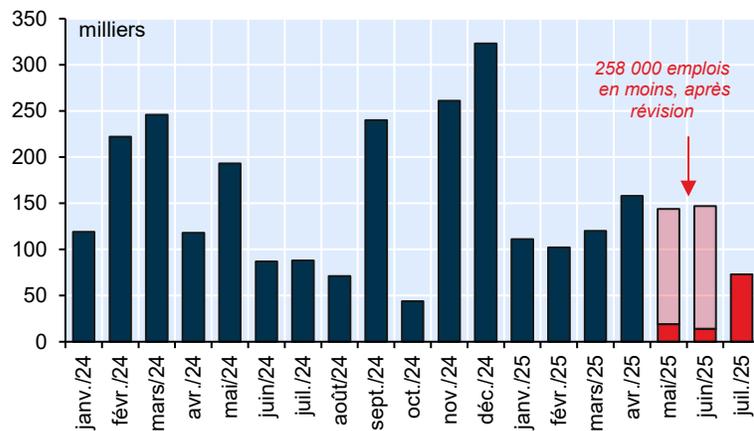
- Le rapport sur l'emploi de juillet a provoqué une onde de choc sur les marchés financiers, le marché du travail américain étant apparu sous un tout autre jour au début du mois d'août. Ce n'est pas tant la modestie des créations nettes de 73 000 emplois en juillet qui a provoqué la réévaluation en juillet (bien que ce chiffre fût décevant) que la révision massive à la baisse, de 258 000 postes, des mois de mai et de juin qui a réellement retenu l'attention du marché. Après révisions, le rythme mensuel de création d'emplois au cours des trois derniers mois représente un maigre chiffre de 35 000, comparativement au rythme de 150 000 par mois publié avant le plus récent rapport. D'autres révisions à la baisse pourraient encore suivre.
- La date de parution du rapport sur l'emploi était malheureuse, tombant deux jours à peine après la décision de la Fed de laisser son taux directeur inchangé, en partie en raison d'un marché du travail sain et bien équilibré. Si les données avaient été disponibles plus tôt, il est probable que la décision aurait été différente. Naturellement, les marchés ont augmenté les paris sur une reprise par la Fed de son cycle de détente en septembre, quand d'autres participants du FOMC se joindront aux gouverneurs Waller et Bowman (les deux dissidents de juillet) pour préconiser une réduction. Et même si le rapport sur l'IPC de juillet qui a suivi continuait d'indiquer que l'inflation dépasse encore bien la cible, le chiffre n'était pas suffisamment fort pour exclure tout assouplissement. Étant donné que la politique monétaire est encore « modestement restrictive », les responsables de cette politique pourront justifier un ajustement de la cible des fonds fédéraux en septembre. En accord avec les attentes des marchés, nous estimons qu'une réduction des taux le mois prochain est quasi assurée.
- Nous modérons cependant nos attentes au-delà de septembre et doutons que la banque centrale administre trois réductions des taux consécutives (ou plus) comme certains l'ont suggéré. Nous ne sommes pas non plus convaincus qu'une réduction plus importante (50 pb) suscite suffisamment de soutien au cours du prochain mois. Pourquoi ? Premièrement, parce que l'inflation est encore problématique et oscillera probablement autour de 3 % dans un avenir prévisible. Cela maintiendra les faucons – qui ne manquent pas – sur la défensive. Deuxièmement, parce que les révisions des chiffres de l'emploi sont certes décevantes, mais il a toujours été évident que l'embauche ralentirait rapidement étant donné l'attitude des autorités américaines à l'égard de l'immigration et le contrecoup sur l'offre de main-d'œuvre qui en résulte. C'est pour cela que le président de la Fed, Jerome Powell, a souligné en juillet que le taux de chômage serait la mesure clé à surveiller. Et malgré un chiffre d'ensemble de la croissance de l'emploi plus faible, le taux de chômage se maintient dans une fourchette étroite depuis un an, exactement à proximité des niveaux correspondant au plein emploi. Certes, les risques penchent du côté d'une augmentation des ressources inutilisées, mais c'est *précisément* ce que les participants du FOMC attendaient. Le taux de chômage médian prédit dans le *Sommaire des projections économiques* (SPE) de juin était de 4,5 %. Le taux actuel est confortablement inférieur à ce niveau et d'autres données du marché du travail (demandes d'indemnités de chômage, postes vacants) ne dénotent pas un tassement *significatif* du marché du travail. Sur cette toile de fond des prévisions pour l'emploi, la médiane des participants du FOMC présageait une réduction des taux d'intérêt de 50 pb cette année (et seulement de 25 pb en 2026). Par conséquent, les chiffres récents rapprocheront peut-être les membres les plus déterminés à ne pas bouger de la médiane, mais nous croyons qu'il est peu probable qu'ils abandonnent totalement leur attitude antérieure. En fin de compte, les deux réductions projetées dans le SPE de juin sont peut-être la meilleure représentation des perspectives. Il faut aussi dire que, alors que les marchés se sont quelque peu insensibilisés à l'incertitude (en ce qui concerne le commerce international, la géopolitique, la politique monétaire ou autrement), il reste un risque élevé de rajustement abrupt de l'évaluation de la trajectoire des taux de la Fed et des prix des actifs plus généralement.
- Au nord de la frontière, la Banque du Canada a informellement démenti le discours de ceux qui croient que son cycle de détente avait pris fin à la décision sur les taux de juillet. Si la banque a maintenu son taux directeur sans changement à une troisième de ses réunions de suite, elle a rendu son attitude accommodante plus explicite en affirmant que « [si l'inflation est contenue] une réduction du taux directeur pourrait être nécessaire ». Ce propos n'apparaissait pas dans le communiqué de presse de juin, son inclusion laisse donc penser que la banque centrale veut souligner que les probabilités penchent encore du côté de la baisse. Si les exemptions prévues par l'ACEUM ont protégé *la plupart* des exportateurs des effets cinglants des droits de douane, l'incertitude qui persiste continuera probablement de plomber l'économie qui connaît déjà une offre excédentaire. Mais surtout, le faible rapport sur l'emploi de juillet a validé notre scepticisme devant la vigueur indiquée pour le mois de juin. Au-delà des chiffres mensuels volatils, on s'aperçoit que l'emploi canadien n'a progressé que d'environ 5 000 postes par mois depuis l'arrivée de D. Trump au pouvoir, et cette léthargie pourrait continuer. À notre avis, un taux directeur plus bas est justifié, quoique le moment d'une prochaine baisse des taux reste incertain et dépendra des statistiques de l'inflation, deux bulletins sur l'IPC étant encore attendus avant la prochaine décision de politique monétaire. Notre prévision officielle d'une réduction en septembre ne repose pas sur la plus grande des convictions, mais nous pensons que les marchés sous-évaluent peut-être, dans leurs prix, la probabilité d'une réduction des taux le mois prochain.

États-Unis						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
14 août 25	4,50	4,10	3,67	3,74	4,21	4,80
T3 2025	4,25	4,00	3,75	3,85	4,25	4,85
T4 2025	4,00	3,65	3,65	3,80	4,25	4,85
T1 2026	3,75	3,40	3,50	3,75	4,20	4,80
T2 2026	3,50	3,35	3,45	3,70	4,15	4,75
T3 2026	3,50	3,35	3,35	3,65	4,10	4,75
T4 2026	3,50	3,35	3,40	3,60	4,15	4,80
T1 2027	3,50	3,35	3,35	3,55	4,20	4,85
T2 2027	3,50	3,30	3,30	3,55	4,20	4,85

Canada						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
14 août 25	2,75	2,65	2,68	2,92	3,38	3,76
T3 2025	2,50	2,40	2,55	2,85	3,35	3,70
T4 2025	2,25	2,25	2,35	2,75	3,25	3,60
T1 2026	2,25	2,20	2,30	2,70	3,20	3,55
T2 2026	2,25	2,20	2,40	2,75	3,25	3,55
T3 2026	2,25	2,35	2,55	2,80	3,30	3,60
T4 2026	2,50	2,45	2,65	2,85	3,35	3,60
T1 2027	2,75	2,60	2,75	2,90	3,40	3,60
T2 2027	2,75	2,65	2,70	2,95	3,40	3,60

Fig. 1 : Le marché du travail sous un nouveau jour

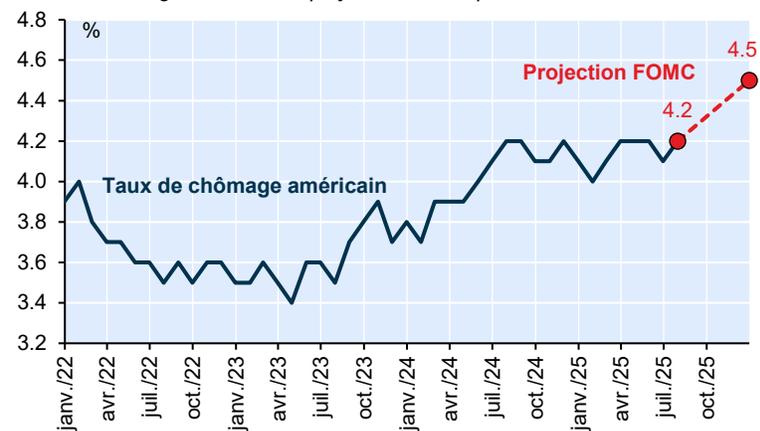
Variation mensuelle de l'emploi aux États-Unis



Source : BNC, Bloomberg | Nota : Barres translucides : croissance de l'emploi avant révision

Fig. 2 : Chômage stable, sous les prévisions FA de la Fed

Taux de chômage américain et projection FOMC pour la fin de 2025

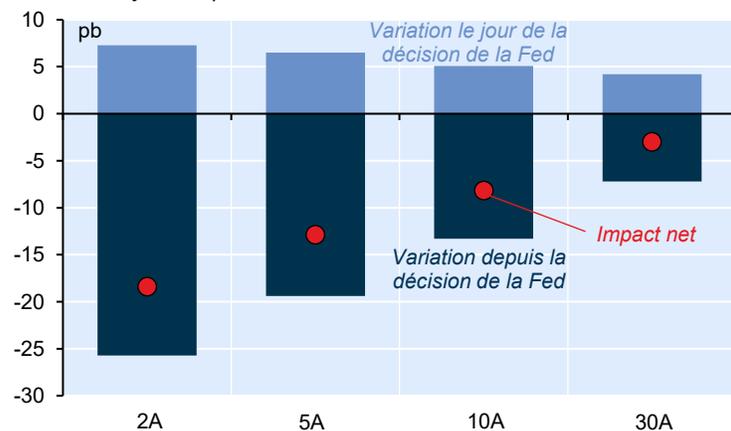


Source : BNC, Bloomberg, FOMC

Il est facile de voir pourquoi l'anxiété monte sur le marché travail. La croissance de l'emploi n'a pas été aussi faible depuis la COVID (et auparavant, la grande crise financière). Cependant, il était clair que l'embauche allait ralentir étant donné la politique fédérale. D'autres indicateurs du marché du travail ne sont pas *si* mauvais. Le taux de chômage par exemple se maintient encore confortablement en dessous de la projection de la Fed pour la fin de l'année. Avec un taux de chômage de 4,5 %, le FOMC prévoyait deux réductions des taux en 2025.

Fig. 3 : Rendements en hausse à cause de la Fed faucon, en baisse à cause de la faiblesse de l'emploi ...

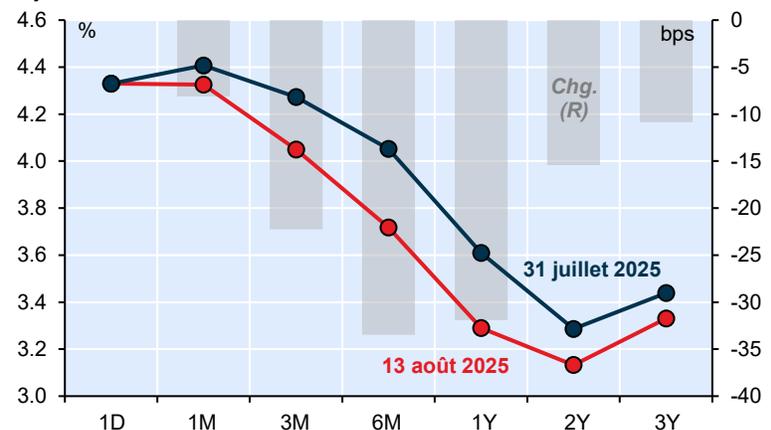
Variation des rendements des obligations du Trésor US de référence : Décision du FOMC de juillet et par la suite



Source : BNC, Bloomberg

Fig. 4 : ...d'où une augmentation des paris sur une baisse

Courbe des taux prévisionnelle : Données d'avant le rapport sur l'emploi, aujourd'hui et variation

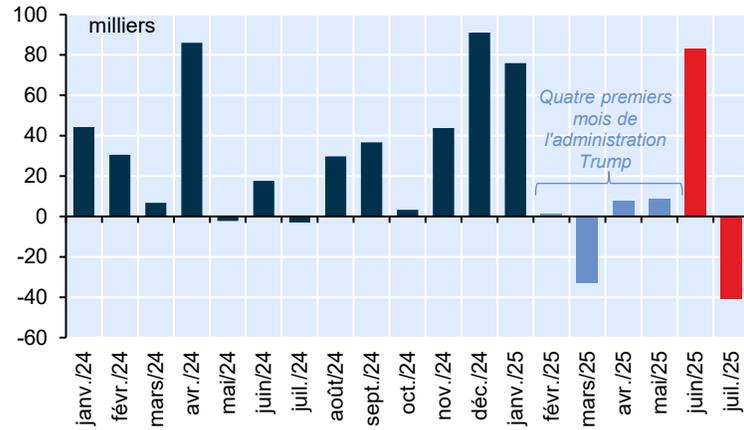


Source : BNC, Bloomberg

Néanmoins, le marché du travail n'est pas aussi vigoureux que le pensait J. Powell à sa conférence de presse du 30 juillet. La réaction audacieuse du marché devant la patience de la Fed a rapidement été annulée (et plus encore) après la parution des données sur l'emploi, ce qui s'est poursuivi après la publication d'un rapport sur l'IPC moins élevé qu'on l'avait craint. Les paris sur des réductions de taux consécutives et/ou importantes ont augmenté ces derniers jours, mais nous doutons que la Fed se mette à réduire les taux frénétiquement cet automne.

Fig. 5 : Bonjour et au revoir, la croissance de l'emploi

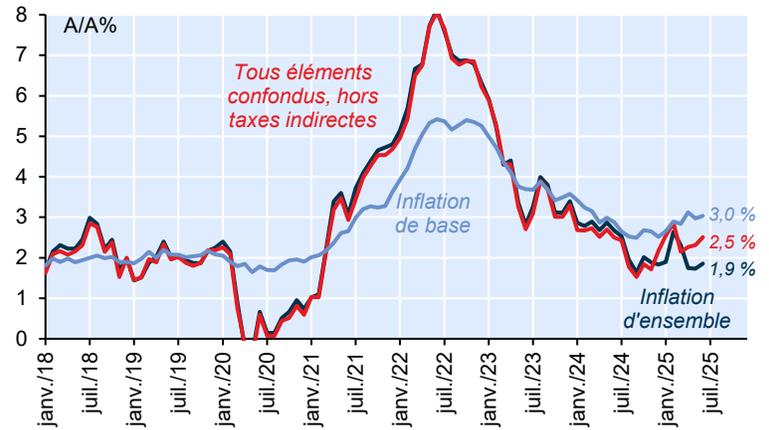
Variation mensuelle de l'emploi au Canada



Source : BNC, Bloomberg, Statistique Canada

Fig. 6 : L'IPC dictera la décision de la BdC en septembre

Mesures de l'inflation canadienne



Source : BNC, Bloomberg, Statistique Canada

Après la parution de l'enquête sur la population active de juin, l'idée que le cycle de détente était terminé gagnait de plus en plus de terrain. Les statistiques plus faibles de juillet ont recadré les attentes, rappelant aux investisseurs que le marché du travail reste toujours anémique. Nous nous attendons à ce que la léthargie du marché du travail continue, ce qui corrobore l'idée de nouvelles baisses des taux, mais la ou les prochaines décisions seront influencées par l'IPC. Une baisse marginale de l'inflation de base sera sans doute nécessaire pour envisager une réduction des taux d'intérêt.



Abonnez-vous à nos publications : BNCEconomieetStrategie@bnc.ca – Pour nous joindre : 514 879-2529

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Résidents 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 Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a 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.