

## Points saillants

- L'économie mondiale par ailleurs dynamique est menacée par la montée du protectionnisme commercial. Les droits de douane américains proposés récemment rappellent les mesures Smoot-Hawley qui ont contribué à la dépression des années 1930. Si ces tarifs douaniers américains sont mis en place, les partenaires commerciaux touchés voudront sans doute des mesures de rétorsion. Comme ce fut le cas lors de la Grande dépression, ce scénario n'est pas propice aux volumes d'échanges internationaux et donc à la croissance générale du PIB mondial. Mais il se pourrait que l'attitude de la Maison-Blanche ne soit qu'une posture politique en prévision des élections de mi-mandat de novembre et puisse donc être inversée plus tard, comme lors du premier mandat du président George W. Bush.
- La croissance du PIB américain devrait ralentir un peu au T1, mais une accélération est prévisible au cours des trimestres suivants au vu des solides caractéristiques fondamentales. Les dépenses de consommation restent bien soutenues par un marché du travail dynamique, des réductions de l'impôt fédéral sur le revenu des particuliers, les faibles taux d'intérêt et l'accès facile au crédit. L'investissement des entreprises devrait être stimulé par les réductions de l'impôt des sociétés et des perspectives économiques positives, alors que les mesures de stimulation budgétaires donneront un coup de pouce supplémentaire à une économie qui n'en a de toute évidence pas besoin. Mais la grande inconnue reste le penchant, en apparence, de Washington pour des politiques protectionnistes ce qui, non seulement menace de nuire à certains travailleurs dans les secteurs exportateurs à mesure que les partenaires commerciaux rétorqueront, mais pourrait aussi taxer les consommateurs par une augmentation des prix des marchandises importées.
- Un démarrage lent de l'année risque de compromettre la croissance estimée à 2.5% du PIB du Canada en 2018. Nous nous en tenons à cette prévision-là pour le moment, en attendant que les facteurs limitateurs du T1, dont l'arrêt d'usines automobiles et d'un pipeline, se dissipent pour laisser la croissance rebondir fortement les trimestres suivants, avec, en plus, l'aide de mesures de stimulation budgétaire des provinces avant les élections en Ontario et au Québec. L'hypothèse repose bien entendu sur une issue favorable des négociations de l'ALENA, ce qui est devenu plus probable avec les indices favorables de la Maison-Blanche.

Krishen Rangasamy  
514-879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2017	2018	2019	2018	2019
<b>États-Unis</b>					
PIB réel	2.3%	2.8%	2.3%	inch	inch
Inflation (IPC)	2.1%	2.5%	2.3%	inch	inch
Taux cible fonds fédéraux*	1.50%	2.25%	3.00%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.40%	3.17%	3.38%	inch	inch
<b>Canada</b>					
PIB réel	3.0%	2.5%	1.8%	-0.1 pp	inch
Inflation (IPC)	1.6%	2.3%	2.1%	inch	inch
Taux à un jour*	1.00%	1.75%	2.25%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.04%	2.68%	3.06%	inch	+1 pb

\* fin de période

## Monde : Guerre commerciale

L'économie mondiale par ailleurs dynamique est menacée par la montée du protectionnisme commercial. Les droits de douane américains proposés récemment rappellent les mesures Smoot-Hawley qui ont contribué à la dépression des années 1930. Si ces tarifs douaniers américains sont mis en place, les partenaires commerciaux touchés voudront sans doute des mesures de rétorsion. Comme ce fut le cas lors de la Grande dépression, ce scénario n'est pas propice aux volumes d'échanges internationaux et donc à la croissance générale du PIB mondial. Mais il se pourrait que l'attitude de la Maison-Blanche ne soit qu'une posture politique en prévision des élections de mi-mandat de novembre et puisse donc être inversée plus tard, comme lors du premier mandat du président George W. Bush.

L'activité économique mondiale est plus soutenue que jamais depuis des années. C'est du moins le message qui ressort de l'indice composé des directeurs des achats de Markit qui a grimpé au plus haut en 41 mois en février. Mieux encore, la remontée est généralisée comme en attestent les nouvelles positives en provenance des économies avancées et en développement.

### Monde : L'activité économique est la plus vigoureuse depuis des années

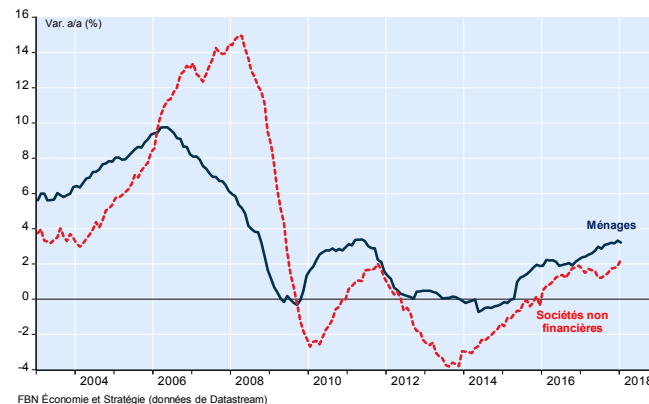
Indice composé mondial des directeurs des achats



Un ralentissement en Amérique du Nord (voir les sections États-Unis et Canada) est apparemment contrebalancé par la vigueur ailleurs au sein de l'OCDE. L'économie de la zone euro a poursuivi sa tendance à la hausse au T1 après une année 2017 exceptionnelle où la croissance était la plus forte en 10 ans. Si les estimations éclair de l'indice composé PMI de Markit étaient légèrement à la baisse par rapport au mois précédent dans la zone de la monnaie commune, elles étaient néanmoins bien au-dessus de 50 et dénotaient une poursuite de l'expansion. Les grandes puissances exportatrices comme l'Allemagne et la France continuent de profiter du dynamisme du commerce international. La demande intérieure s'améliore aussi sur le Vieux continent grâce au renforcement du marché du travail et à une meilleure croissance du crédit. Les prêts aux entreprises non financières et aux ménages croissent au rythme le plus rapide depuis des années, ce qui assure un soutien à l'investissement des entreprises et aux dépenses de consommation respectivement.

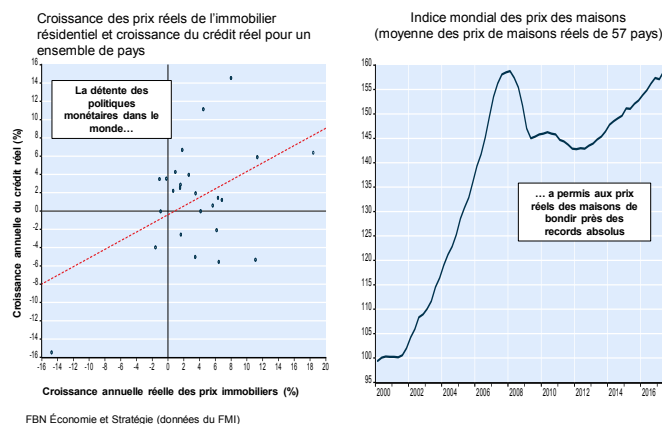
### Zone euro : La plus forte croissance du crédit depuis des années

Prêts des IMF aux ménages et aux sociétés non financières



Les effets de richesse dus à l'immobilier résidentiel ont aussi soutenu la consommation. Les prix réels des maisons et des appartements sont en hausse de plus de 5% d'une année à l'autre au Luxembourg, en Lettonie, au Portugal, en Slovénie et en Irlande, alors que l'Allemagne, la France et l'Espagne enregistrent aussi de bonnes appréciations. Il est évident que l'assouplissement monétaire extraordinaire de la Banque centrale européenne pendant la crise a été payant, quoiqu'avec un certain décalage. Et comme l'inflation reste faible, la banque centrale maintiendra probablement la détente pendant un certain temps encore.

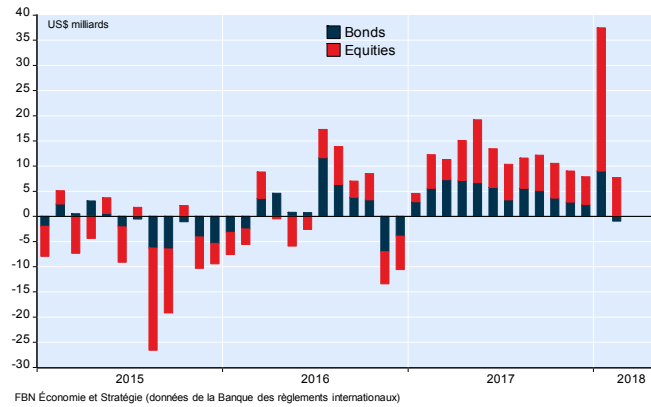
### Monde : Les prix immobiliers réels frisent des records absolus



Les économies émergentes sont aussi en bonne forme, profitant de la politique monétaire encore accommodante et de la solide demande de leurs exportations. Les capitaux étrangers qui continuent d'affluer aident aussi à maintenir les coûts d'emprunt bas. Ainsi, plus de US\$44 milliards nets ont été injectés dans les portefeuilles d'actions et d'obligations de fonds des marchés émergents en janvier et février 2018, ce qui représente la plus forte somme sur deux mois depuis des années. Cela contraste avec la situation de 2015 où la croissance économique des marchés émergents a ralenti au rythme de l'escargot après une baisse atypique de l'injection de capitaux étrangers.

## Monde : Solides afflux de capitaux vers les économies émergentes

Les flux vers les fonds des marchés étrangers

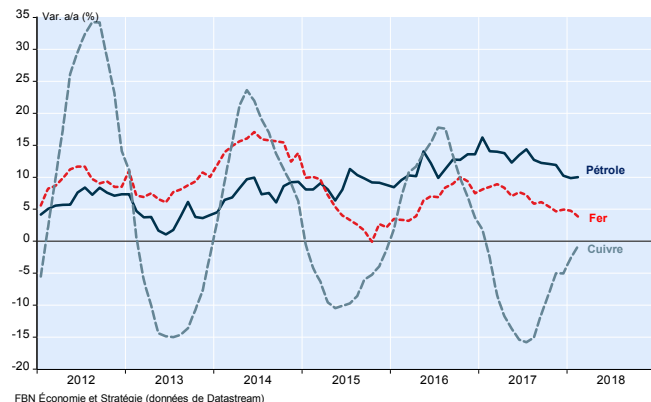


Les investisseurs étrangers qui, comme nous, s'attendent peut-être à une réédition de la forte croissance économique de l'an dernier et donc des rendements sains des marchés émergents avaient un solide appétit pour le risque. Et les statistiques économiques n'ont rien fait pour l'éteindre. Les indices des directeurs des achats préfigurent une poursuite de l'expansion économique dans de grandes économies émergentes comme le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine au début de 2018.

La Chine a même dépassé les attentes en ce qui concerne les exportations et la production industrielle, alors que sa demande intérieure s'est aussi raffermie à en croire ses dépenses de consommation solides au début de 2018. La forte demande de matières premières importées souligne la vigueur économique sous-jacente de l'Empire du Milieu. Et maintenant que le plan quinquennal de Pékin est bien lancé, les investisseurs peuvent compter sur la poursuite du soutien gouvernemental à l'économie du pays. Certes, le surendettement demeure un risque, les investisseurs étrangers ne semblent pas s'en formaliser pour le moment, s'attendant peut-être à ce que les autorités réussissent à bien gérer la situation. La récente réorganisation aura apporté un certain encouragement sur ce front, Pékin ayant accru les pouvoirs de la Banque populaire de Chine dans la mise en application de nouvelles lois et de nouveaux règlements du secteur financier.

## Chine : Le demande de matières premières est toujours forte

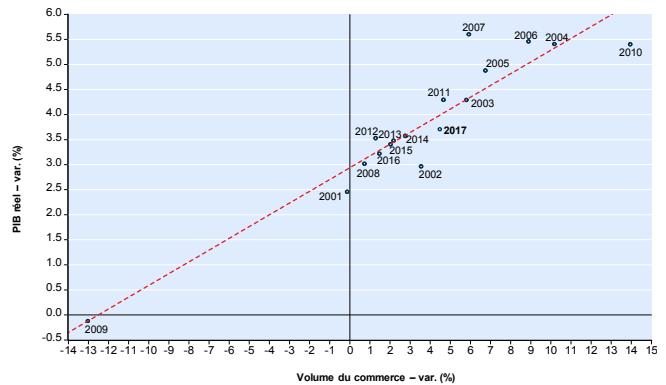
Volumes d'importations de matières premières, moyenne sur 12 mois



Mais pour que la prospérité économique mondiale continue, il faut que les marchés restent ouverts. La corrélation entre le commerce international et la prospérité économique est nettement positive, soulignée par la hausse de la croissance de l'an dernier qui coïncidait avec le plus grand bond des volumes du commerce de marchandises depuis six ans.

## Monde : La prospérité économique dépend du commerce international

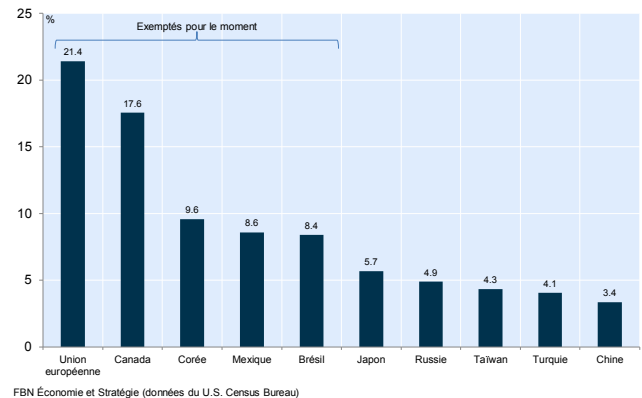
PIB réel mondial et volumes des échanges commerciaux internationaux



C'est pourquoi les tentations protectionnistes apparentes de certains des plus grands déterminants de la politique mondiale sont si préoccupantes. Les tarifs douaniers proposés en mars par le gouvernement américain rappellent les mesures Smoot-Hawley qui ont fini par contribuer à la grande dépression des années 1930. Ces tarifs s'appliqueront initialement à environ un tiers des importations américaines d'acier. L'Union européenne, qui représente 21% des US\$29.1 milliards de produits sidérurgiques importés par les États-Unis l'an dernier, ainsi que le Canada, la Corée du Sud, le Mexique, le Brésil, l'Argentine et l'Australie obtiendront, a-t-on appris, des exemptions temporaires.

## Monde : Qui souffre le plus des droits de douane américains sur l'acier?

Part des importations américaines d'acier en 2017



Dans une annonce séparée en mars, la Maison-Blanche a non seulement imposé de nouveaux droits de douane sur les importations en provenance de la Chine (d'une valeur d'environ \$60 milliards), mais a aussi menacé d'ériger des barrières commerciales additionnelles à une date ultérieure. Comme environ un cinquième de ses exportations prennent la route des États-Unis, l'économie chinoise en souffrira, bien qu'on puisse

s'attendre à ce que Pékin offre certaines compensations par un soutien supplémentaire aux secteurs affectés.

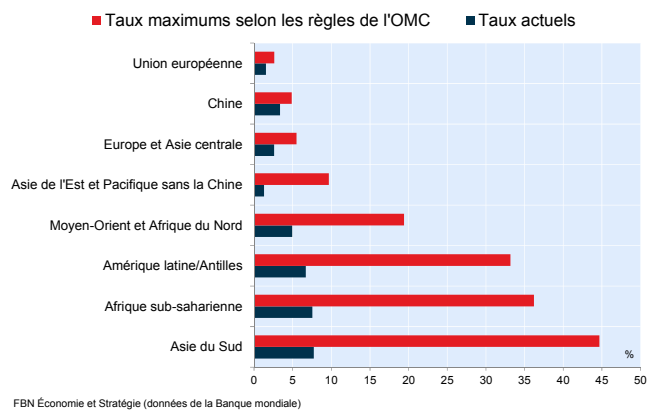
## Chine : Les droits de douane américains feront mal

Part des exportations de la Chine à destination des États-Unis



Les politiques commerciales protectionnistes pourraient-elles se retourner contre les États-Unis? En plus des plaintes officielles auprès de l'Organisation mondiale du commerce (qui ne seront pas réglées avant des années), certains des partenaires commerciaux des États-Unis pourraient aussi envisager des mesures de rétorsion. Certains pourraient augmenter leurs tarifs douaniers sans même enfreindre les règles de l'OMC. L'Asie du Sud, par exemple impose actuellement en moyenne, selon la Banque mondiale, des droits de douane de 8% seulement sur ses importations même si les règles de l'OMC lui permettraient d'en appliquer 45%.

## Monde : Les partenaires des États-Unis peuvent-ils rétorquer?



Mais nous n'en arriverons peut-être même pas là. Il est possible que la décision des États-Unis ne soit qu'une posture politique en vue des élections de mi-mandat de novembre qui pourrait être inversée plus tard, comme ce fut le cas pendant le premier mandat du président George W. Bush. Les investisseurs espéreront que ce sera scénario-là qui l'emportera plutôt que celui d'une guerre commerciale débridée qui serait la garantie d'une forte décélération des flux commerciaux et donc d'un ralentissement marqué de la croissance du PIB mondial.

## Perspectives mondiales

### Prévisions

	2017	2018	2019
<b>Pays avancés</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>
États-Unis	2.3	2.8	2.3
Zone euro	2.3	2.3	1.9
Japon	1.7	1.4	1.1
R.-U.	1.7	1.5	1.5
Canada	3.0	2.5	1.8
Australie	2.4	2.7	2.7
Nouvelle-Zélande	2.9	2.9	2.7
Hong Kong	3.7	2.9	2.6
Corée	3.1	3.0	2.8
Taiwan	2.9	2.6	2.2
Singapour	3.5	3.1	2.7
<b>Asie émergente</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3</b>	<b>6.4</b>
Chine	6.9	6.5	6.3
Inde	6.7	6.6	7.3
Indonésie	5.1	5.3	5.4
Malaisie	5.8	5.3	5.1
Philippines	6.7	6.5	6.5
Thaïlande	3.9	3.9	3.7
<b>Amérique latine</b>	<b>1.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>
Mexique	2.1	2.2	2.3
Brésil	1.1	2.7	2.9
Argentine	2.8	2.9	3.2
Venezuela	-10.9	-8.9	-2.2
Colombie	1.5	3.1	3.3
<b>Europe de l'Est et CEI</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>
Russie	1.5	1.9	1.9
République Tchèque	4.5	3.4	3.0
Pologne	4.6	3.9	3.3
Turquie	6.8	4.0	3.8
<b>M-O et Afrique du N.</b>	<b>2.1</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>2.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4.7</b>	<b>4.8</b>	<b>4.9</b>
<b>Monde</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>

Source: FBN Économie et Stratégie

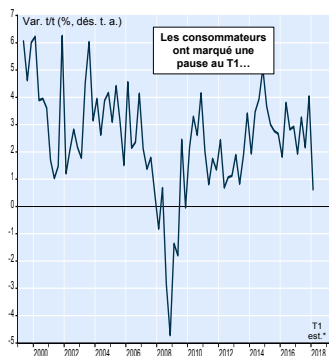
## États-Unis : Ralentissement au T1

La croissance du PIB américain devrait ralentir un peu au T1, mais une accélération est prévisible au cours des trimestres suivants au vu des solides caractéristiques fondamentales. Les dépenses de consommation restent bien soutenues par un marché du travail dynamique, des réductions de l'impôt fédéral sur le revenu des particuliers, les faibles taux d'intérêt et l'accès facile au crédit. L'investissement des entreprises devrait être stimulé par les réductions de l'impôt des sociétés et des perspectives économiques positives, alors que les mesures de stimulation budgétaires donneront un coup de pouce supplémentaire à une économie qui n'en a de toute évidence pas besoin. Mais la grande inconnue reste le penchant, en apparence, de Washington pour des politiques protectionnistes ce qui, non seulement menace de nuire à certains travailleurs dans les secteurs exportateurs à mesure que les partenaires commerciaux rétorqueront, mais pourrait aussi taxer les consommateurs par une augmentation des prix des marchandises importées.

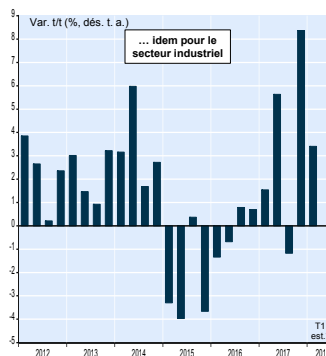
Après avoir surpris par sa hausse l'an dernier, l'économie américaine semble avoir voulu reprendre son souffle au premier trimestre de 2018. Les rapports mensuels à ce jour, dont ceux des dépenses de consommation personnelle et de la production industrielle, laissent penser que le rythme de la croissance a probablement baissé en dessous de 2% en chiffres annualisés au T1.

### États-Unis : Décélération au T1

Dépenses de consommation personnelles réelles



Production industrielle



\* Si rien ne change en mars  
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

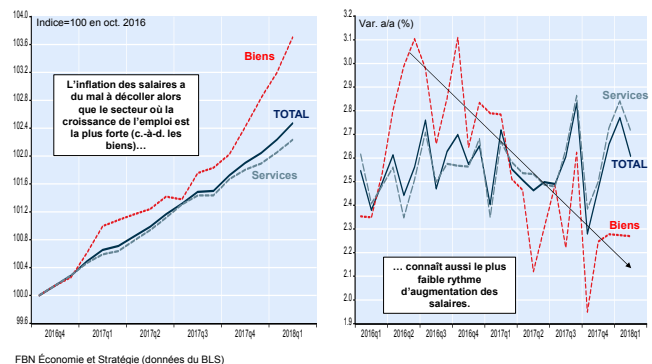
Mais ce n'est certes pas une raison suffisante pour craindre le pire pour l'économie américaine. Un ralentissement a toujours été prévisible après le deuxième semestre de 2017 vigoureux où la croissance annualisée s'établissait en moyenne à 3.0%, c.-à-d. bien au-dessus du potentiel. Et il ne faudrait pas s'étonner de ce que les consommateurs marquent une pause au T1 après avoir puisé dans leur épargne au trimestre précédent — le taux d'épargne était tombé à 2.6% au T4, le plus bas depuis 2005. Il ne faudrait pas non plus ignorer le problème des effets saisonniers résiduels — au cours des 30 dernières années, le T1 a généralement été le plus faible des quatre trimestres. En d'autres termes, l'économie des États-Unis est probablement en meilleure forme que ce que laissent deviner les rapports mensuels disponibles jusque-là pour le premier trimestre.

La vigueur du marché du travail inspire aussi confiance dans la plus grande économie du monde. On se souviendra que l'enquête auprès des établissements a révélé que les effectifs salariés non agricoles ont augmenté au rythme étonnant de 313,000 en février, soit la plus forte augmentation mensuelle depuis l'été de 2016, stimulée par des gains généralisés dans le secteur privé. Les progressions solides dans les secteurs cycliques comme la construction et la fabrication, ainsi que l'emploi temporaire record laissent bien plus présager une poursuite de l'expansion économique. L'enquête auprès des ménages a aussi été très forte (+785,000) avec des augmentations massives de l'emploi à temps plein qui a atteint un nouveau record en février, et le plus fort taux d'activité en cinq mois qui a maintenu le taux de chômage inchangé à 4.1%. La seule ombre au tableau de l'emploi par ailleurs brillant est celle de la croissance des salaires qui demeure molle, avec une hausse d'une année à l'autre d'à peine 2.6% en février. Le secteur des biens (la fabrication en particulier), qui est le plus exposé à la concurrence internationale et donc le plus poussé à gérer ses coûts, continue de freiner la croissance des salaires.

### Qu'est-ce qui freine l'inflation des salaires?

Effectifs salariés non agricoles, secteur privé

Salaires horaires moyens dans le secteur privé

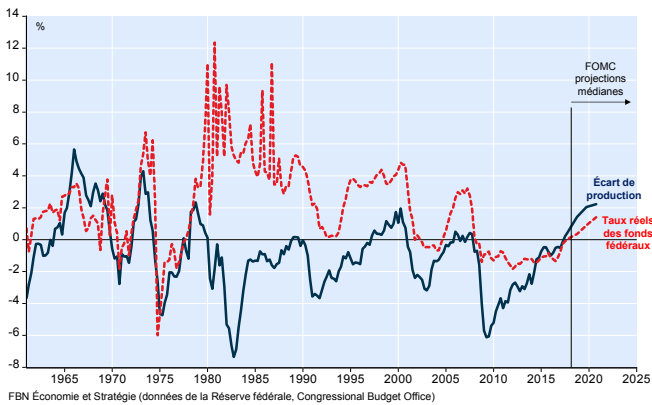


Mais globalement, les données économiques étaient suffisamment fortes pour convaincre la Fed de resserrer un peu plus la politique monétaire. Jerome Powell a commencé son mandat de président de la Fed avec une hausse attendue des taux d'intérêt en mars. La récente loi de finances *Bipartisan Budget Act*, qui comprend d'importantes mesures de stimulation, a incité la Fed à rehausser ses estimations de la croissance américaine sur l'horizon de prévision, ce qui explique le renforcement de la confiance du FOMC dans sa capacité d'atteindre sa cible d'inflation de 2%. Si bien que le plus récent graphique à points et le sommaire des projections économiques laissent entrevoir une trajectoire de hausses plus fortes des taux des fonds fédéraux comparativement à décembre. Cela dit, la politique monétaire n'est pas près de devenir exagérément restrictive. Selon la prévision médiane des membres de la Fed, le taux réel des fonds fédéraux devrait, sur l'horizon de prévision, rester bien en dessous des niveaux historiquement associés à des écarts de production positifs.



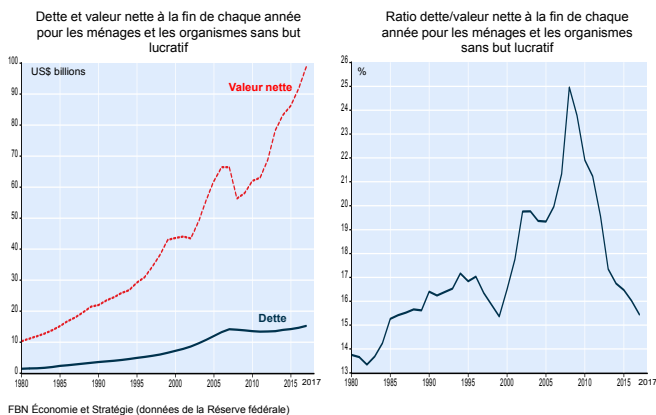
## À quel point la Fed sous J. Powell se montrera-t-elle restrictive?

Écart de production et taux réels des fonds fédéraux (taux fédéraux moins inflation annuelle du PCE de base)



Tout cela est de bon augure pour la croissance économique future. L'investissement des entreprises devrait être stimulé par les réductions de l'impôt des sociétés et des perspectives économiques positives, alors que les mesures de stimulation budgétaires donneront un coup de pouce supplémentaire à une économie qui n'en a de toute évidence pas besoin. Les dépenses de consommation restent bien soutenues par un marché du travail dynamique, les réductions de l'impôt fédéral sur le revenu des particuliers, les taux d'intérêt bas et un accès facile au crédit. Et après une cure de désendettement, les ménages américains sont aujourd'hui en bonne posture pour dépenser. La valeur nette des ménages et des organismes sans but lucratif atteint un niveau record absolu, car les actifs ont augmenté beaucoup plus vite que les passifs grâce à la reprise boursière et à un marché immobilier résidentiel tonique qui accroissent les valeurs des actions des entreprises et de l'immobilier détenu par les ménages. Aussi, le ratio de la dette à la valeur nette à la fin de 2017 était-il au plus bas en près de deux décennies.

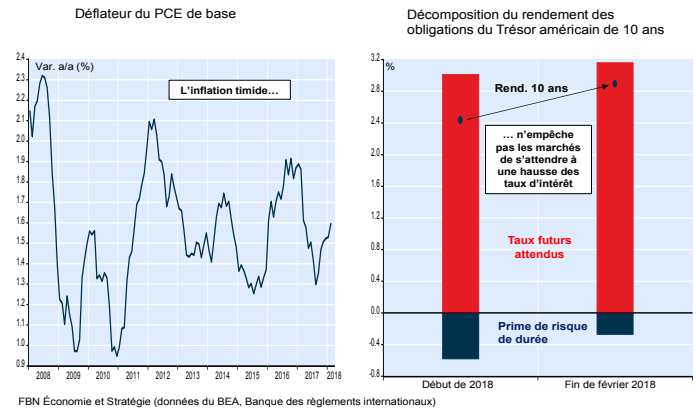
## Le ratio dette/valeur nette au plus bas en près de deux décennies



Mais les perspectives des États-Unis ne sont pas toutes roses. Les points forts mentionnés ci-dessus pourraient être sapés par une détérioration de la situation budgétaire. Le déficit budgétaire, dont on prévoit maintenant qu'il dépassera les US\$1,000 milliards l'an prochain (plus de 5% du PIB), devra être épongé plus tard par des réductions de dépenses et des hausses d'impôt qui freineront la croissance.

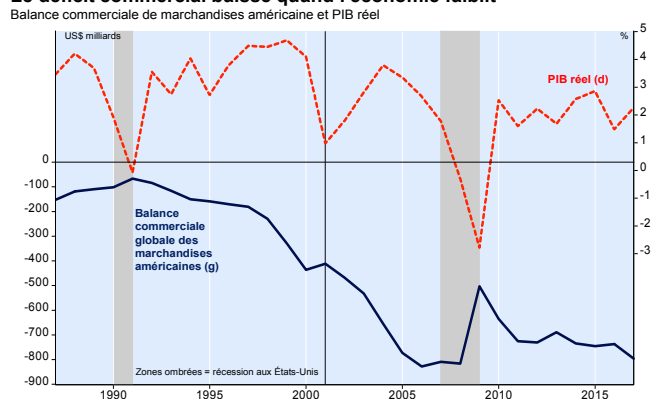
Et si le Congrès ne restaure pas une certaine rigueur budgétaire, les rendements des obligations du Trésor augmenteront plus que ce ne serait le cas autrement et durciront donc les conditions financières. Comme nous l'avons vu au début de l'année, les rendements des obligations longues pourraient monter même en l'absence d'inflation.

## Hausse des rendements obligataires



Ce qui inquiète aussi, c'est la menace croissante du protectionnisme. Dans le souci de soutenir les républicains dans les anciens États industriels, la *rust belt*, avant les élections de mi-mandat de novembre, la Maison-Blanche a annoncé une série de tarifs douaniers en mars sur les marchandises importées. Cela ne menace pas seulement les travailleurs des secteurs exportateurs quand les partenaires commerciaux imposeront des mesures de rétorsion, mais pourrait aussi taxer les consommateurs par une augmentation des prix des marchandises importées. Entretemps, le déficit commercial (qui est apparemment ce qui obsède la Maison-Blanche) ne va probablement pas s'améliorer de beaucoup en raison du faible taux d'épargne des États-Unis. À en juger par le passé, la seule manière sûre de réduire le déficit commercial du pays est un puissant ralentissement économique, qui tend à faire augmenter l'épargne et baisser la consommation et les investissements, scénario qu'on ne peut pas écarter entièrement particulièrement si les tensions commerciales actuelles dégèrent en guerre commerciale. En d'autres termes, les objectifs déclarés de la Maison-Blanche d'une croissance soutenue du PIB réel de 3 à 4% et d'une réduction du déficit commercial ne semblent pas compatibles.

## Le déficit commercial baisse quand l'économie faiblit

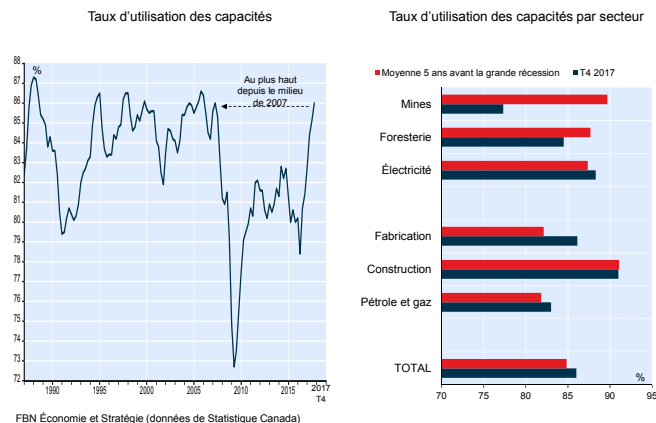


## Canada : Départ lent en 2018

*Un démarrage lent de l'année risque de compromettre la croissance estimée à 2.5% du PIB du Canada en 2018. Nous nous en tenons à cette prévision-là pour le moment, en attendant que les facteurs limitateurs du T1, dont l'arrêt d'usines automobiles et d'un pipeline, se dissipent pour laisser la croissance rebondir fortement les trimestres suivants, avec, en plus, l'aide de mesures de stimulation budgétaire des provinces avant les élections en Ontario et au Québec. L'hypothèse repose bien entendu sur une issue favorable des négociations de l'ALENA, ce qui est devenu plus probable avec les indices favorables de la Maison-Blanche.*

Il ne reste pas de marge inutilisée dans l'économie canadienne d'après les mesures de l'écart de production de la Banque du Canada et celles du taux d'utilisation des capacités de Statistique Canada. Après une année 2017 échevelée où la croissance du PIB réel a atteint 3% en chiffres annualisés, le taux d'utilisation de la capacité industrielle – ratio de la production réelle à la production potentielle estimée – a bondi à 86% à la fin de l'année dernière, soit le plus haut niveau depuis 10 ans. Les taux d'utilisation des capacités dans des secteurs tels que la fabrication, l'électricité et le pétrole et le gaz sont maintenant encore plus élevés que la moyenne d'avant la grande récession de 2008-2009.

### Canada : Les capacités inutilisées ont été largement absorbées

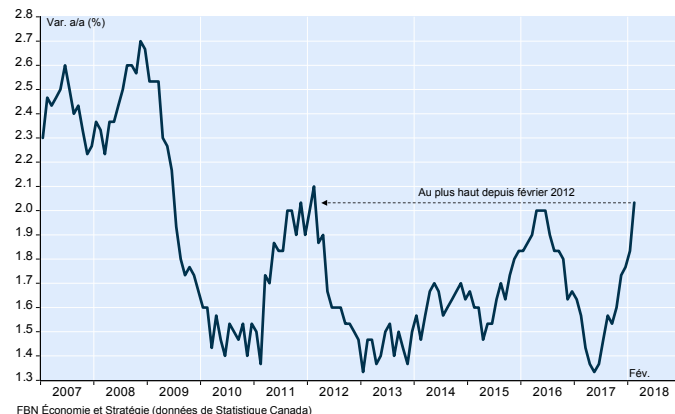


Cela signifie-t-il que les entreprises utiliseront leurs bénéfices généreux pour augmenter leurs dépenses d'investissement et réduire les contraintes de capacité? Étant donné l'augmentation des incertitudes concernant les perspectives économiques et la compétitivité par rapport aux États-Unis, le secteur privé pourrait vouloir attendre de voir plus clair dans la situation du commerce international et l'état de l'économie intérieure avant de dépenser davantage.

Pour l'heure, le manque de ressources économiques inutilisées fait monter les prix. On se souviendra que les statistiques de l'inflation de février étaient plus fortes que prévu, avec des surprises principalement dans les catégories de base et, à la fois, du côté des biens et de celui des services. La moyenne des trois indicateurs de base préférés de la Banque du Canada, c.-à-d. IPC tronqué, médian et commun, se situe maintenant à 2.03%, le plus haut niveau depuis février 2012.

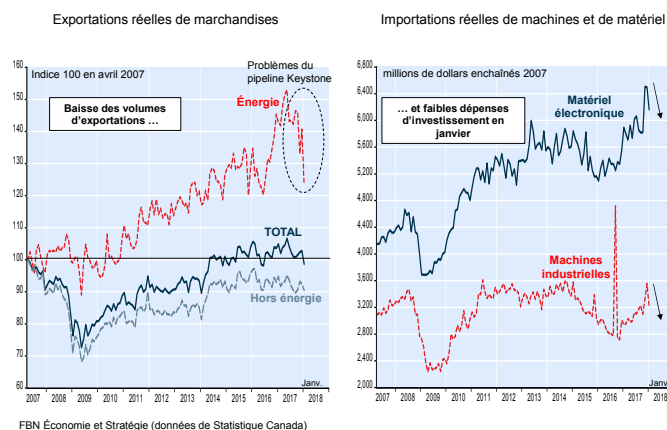
### L'inflation de base à un niveau inégalé depuis six ans

Moyenne des trois mesures préférées de l'inflation selon l'IPC de la Banque du Canada



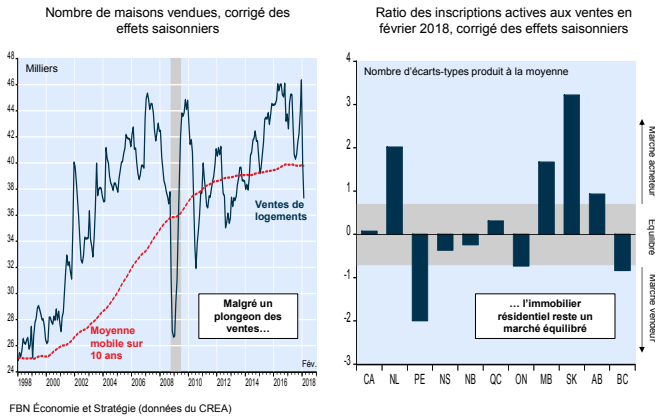
Cela ne veut pas dire que la Banque du Canada est sur le point de se montrer plus restrictive et d'augmenter énergiquement les taux d'intérêt. En plus des incertitudes concernant le commerce international (c.-à-d. les négociations en cours de l'ALENA) qu'elle a déjà soulignées, la banque centrale pourrait aussi se fonder sur un début d'année plutôt lent pour justifier sa patience à l'égard des hausses de taux d'intérêt. On se rappellera que la PIB réel a chuté pour la première fois en cinq mois en janvier (-0.1% avant annualisation). Les exportations ont été durement touchées par des fermetures d'usines inattendues dans le secteur automobile et les problèmes continus du pipeline Keystone, qui ont comprimé la production du secteur des biens. Mais il y a aussi eu des indices de décélération dans les dépenses d'investissement des entreprises vu la diminution des importations de machines et de matériel en janvier.

### Baisse des volumes d'exportation et faiblesse des investissements



La capacité de l'économie de digérer les hausses de taux d'intérêt déjà adoptées et le resserrement de la réglementation sur l'immobilier résidentiel suscitent aussi des incertitudes. Ainsi, les données les plus récentes sur la vente de maisons et d'appartements et les dépenses de consommation ne sont pas particulièrement encourageantes. On constate une chute des reventes de maisons depuis l'entrée en vigueur de la directive B-20 au début de cette année.

## Début d'année difficile pour le marché immobilier résidentiel

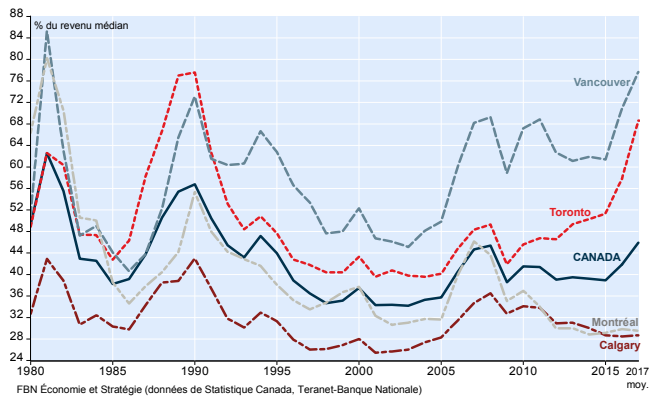


Cela dit, il fallait bien s'attendre à ce repli après les hausses démesurées à la fin de l'an dernier quand les acheteurs ont voulu anticiper l'entrée en vigueur de la directive B-20. En d'autres termes, il faudra attendre davantage de données, p. ex., sur les ventes du printemps, pour mesurer l'incidence de cette directive. Pour le moment, malgré la baisse des ventes, le jeu de l'offre et de la demande d'immobilier résidentiel reste équilibré.

Une poursuite du ralentissement des ventes et de la hausse des prix plus tard en 2018 ne serait pas étonnante selon nous vu la diminution de l'abordabilité du logement. Vancouver, par exemple, a affiché l'an dernier la plus faible accessibilité depuis 1981; Toronto, depuis 1991. Ce n'est donc qu'une question de temps avant que la demande des acheteurs immobiliers ne devienne négative, surtout après l'imposition de règles hypothécaires plus strictes. Quand cela se produira, l'effet de richesse immobilière, qui a soutenu la consommation pendant des années, se dissipera.

## L'accession à la propriété, plus difficile que jamais depuis 1994

Paiement hypothécaire sur une maison à prix médian en % du revenu médian (amort. 25 ans, terme 5 ans)



Cela pourrait-il déjà être en train de se produire? Les données décevantes du commerce de détail en janvier laissent entrevoir une forte décélération de la croissance de la consommation réelle au T1. En plus des effets de richesse moins marqués, la décélération du rythme de la création d'emplois pourrait aussi avoir joué un rôle — l'Enquête sur la population active fait état d'une perte nette de 73,000 emplois au cours des deux premiers mois de 2018. Ensuite, la consommation est aussi

freinée par le ralentissement de la croissance du crédit à tout juste 4.6% sur une base annualisée de trois mois en janvier, soit le plus bas niveau depuis 2014.

## Ralentissement de la croissance du crédit

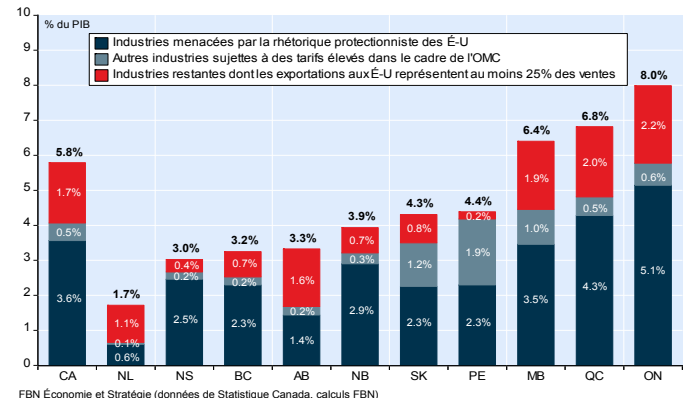


Le démarrage lent de cette année soulève des risques pour notre estimation d'une croissance du PIB en 2018 de près de 2.5% au Canada. Pour le moment, nous nous en tenons à cette prévision, nous attendant à ce que les facteurs inhibiteurs temporaires du T1, notamment la fermeture d'usines automobiles et d'un pipeline, s'atténuent et permettent un rebond de la croissance plus vigoureux au cours des trimestres suivants, avec, en plus, l'aide de mesures de stimulation budgétaire des provinces avant les élections en Ontario et au Québec. Cette hypothèse repose naturellement sur une issue favorable des négociations de l'ALENA nécessaire pour libérer l'investissement des entreprises et l'embauche, ce qui aiderait à raviver les dépenses de consommation. Cette hypothèse semble de plus en plus raisonnable devant les indices positifs que laissent filtrer des représentants au Commerce des États-Unis.

Mais avec cette Maison-Blanche, on ne sait jamais. Si notre hypothèse au sujet de l'ALENA est invalidée, nous devrons considérablement revoir à la baisse nos prévisions de croissance sur tout l'horizon. Dans ce scénario, qui serait le plus noir, l'Ontario, le Québec et le Manitoba seraient les provinces les plus touchées comme nous l'avons déjà expliqué dans notre toute récente étude spéciale intitulée « L'heure juste: exposition du Canada au protectionnisme américain ».

## Canada: Impact potentiel du protectionnisme américain sur le PIB

Part du PIB canadien vulnérable au protectionnisme américain - effets directs et indirects (2013)





## États-Unis Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Produit intérieur brut (\$2009 constants)	2.9	1.5	2.3	2.8	2.3	2.6	2.7	2.1
Dépenses personnelles	3.6	2.7	2.8	2.8	2.1	2.8	2.5	2.0
Construction résidentielle	10.2	5.5	1.8	2.4	1.8	2.6	2.0	2.0
Investissements des entreprises	2.3	(0.6)	4.7	4.3	3.0	6.3	3.6	2.0
Dépenses publiques	1.4	0.8	0.1	2.0	2.1	0.7	2.2	2.0
Exportations	0.4	(0.3)	3.4	2.3	1.3	5.0	1.2	1.0
Importations	5.0	1.3	4.0	3.3	1.4	4.7	1.5	1.2
Variation des stocks (milliards \$)	100.5	33.4	15.2	17.3	15.3	15.6	16.5	14.5
Demande intérieure	3.3	2.1	2.5	2.8	2.2	2.9	2.6	2.0
Revenu réel disponible	4.2	1.4	1.2	1.5	1.7	1.8	1.7	1.7
Emploi	1.7	1.7	1.3	1.4	1.1	1.2	1.5	1.0
Taux de chômage	5.3	4.9	4.4	3.9	3.6	4.1	3.7	3.6
Taux d'inflation	0.1	1.3	2.1	2.5	2.3	2.1	2.4	2.4
Bénéfices avant impôts	(1.1)	(2.1)	4.4	7.5	5.6	2.7	8.0	4.5
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(438.0)	(586.0)	(666.0)	(800.0)	(1,200.0)	...	...	...
Compte courant (milliards \$)	(434.6)	(451.7)	(466.2)	(497.5)	(510.0)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	<i>actuel</i>					2017	2018	2019
	28-03-18	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019			
Taux cible fonds fédéraux	1.75	1.75	2.00	2.25	2.25	1.50	2.25	3.00
Bons du Trésor 3 mois	1.70	1.69	1.91	2.10	2.10	1.37	2.10	2.85
Obligations fédérales								
2 ans	2.28	2.35	2.46	2.56	2.63	1.89	2.56	3.00
5 ans	2.59	2.75	2.83	2.89	2.94	2.20	2.89	3.18
10 ans	2.77	2.97	3.00	3.17	3.22	2.40	3.17	3.38
30 ans	3.01	3.17	3.19	3.34	3.38	2.74	3.34	3.51
Taux de change								
US\$/Euro	1.24	1.23	1.25	1.26	1.28	1.20	1.26	1.27
YEN/\$US	106	108	110	111	112	113	111	108

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	3.1	3.2	2.9	1.5	3.9	3.3	2.2	1.8
IPC (var. a/a %)	1.9	2.0	2.1	2.3	2.7	2.7	2.4	2.1
IPC de base (var. a/a %)	1.8	1.7	1.7	1.9	2.3	2.5	2.5	2.5
Taux de chômage (%)	4.3	4.3	4.1	4.1	4.0	3.8	3.7	3.7

## Canada Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<b>T4/T4</b>		
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	1.0	1.4	3.0	2.5	1.8	2.9	2.7	1.2
Dépenses personnelles	2.1	2.4	3.5	2.5	1.8	3.5	2.2	1.6
Construction résidentielle	3.8	3.3	3.1	2.7	(1.9)	4.7	0.5	(3.0)
Investissements des entreprises	(11.3)	(9.4)	2.6	4.0	3.2	8.8	2.0	3.5
Dépenses publiques	1.4	2.7	2.5	3.1	1.5	3.1	2.5	1.2
Exportations	3.5	1.0	1.0	2.1	3.0	0.2	4.5	1.7
Importations	0.7	(1.0)	3.6	1.5	2.2	6.6	0.7	2.2
Variation des stocks (millions \$)	4,711	978	13,725	71	424	13,807	-3,271	1,814
Demande intérieure	0.3	1.1	3.0	2.8	1.6	4.0	2.1	1.4
Revenu réel disponible	3.5	1.3	3.7	2.7	1.6	3.4	1.7	1.5
Emploi	0.9	0.7	1.9	1.3	0.9	2.1	0.9	0.8
Taux de chômage	6.9	7.0	6.3	5.6	5.5	6.0	5.5	5.5
Taux d'inflation	1.1	1.4	1.6	2.3	2.1	1.8	2.2	2.4
Bénéfices avant impôts	(19.8)	(1.9)	20.2	7.0	5.6	8.9	7.7	5.0
Compte courant (milliards, \$)	(71.5)	(65.4)	(63.9)	(55.4)	(42.4)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	<i>actuel</i>					<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
	<b>28-03-18</b>	<b>T2 2018</b>	<b>T3 2018</b>	<b>T4 2018</b>	<b>T1 2019</b>			
Taux à un jour	1.25	1.50	1.50	1.75	2.00	1.00	1.75	2.25
Bons du Trésor 3M	1.10	1.46	1.65	1.88	1.96	1.06	1.88	2.21
Obligations fédérales								
2 ans	1.81	1.96	2.05	2.13	2.31	1.69	2.13	2.55
5 ans	2.00	2.18	2.28	2.33	2.50	1.87	2.33	2.78
10 ans	2.12	2.45	2.59	2.68	2.78	2.04	2.68	3.06
30 ans	2.26	2.54	2.66	2.74	2.83	2.26	2.74	3.09
Taux de change								
CAD par USD	1.29	1.25	1.23	1.21	1.20	1.25	1.21	1.22
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	64	65	60	60	60	60	60	62

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	<b>T2 2017</b>	<b>T3 2017</b>	<b>T4 2017</b>	<b>T1 2018</b>	<b>T2 2018</b>	<b>T3 2018</b>	<b>T4 2018</b>	<b>T1 2019</b>
	<i>publié</i>	<i>publié</i>	<i>publié</i>	<i>prévision</i>	<i>prévision</i>	<i>prévision</i>	<i>prévision</i>	<i>prévision</i>
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	4.4	1.5	1.7	1.5	3.9	3.5	2.1	1.2
IPC (var. a/a %)	1.3	1.4	1.8	2.1	2.5	2.6	2.2	1.7
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.4	1.4	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	1.9
Taux de chômage (%)	6.5	6.2	6.0	5.8	5.6	5.5	5.5	5.5

## Prévisions économiques provinciales

	2015	2016	2017p	2018p	2019p		2015	2016	2017p	2018p	2019p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>						<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.7	1.9	-2.0	1.5	3.5		-11.5	2.6	4.5	7.6	4.1
Île-du-Prince-Édouard	1.3	2.3	2.0	1.9	1.5		3.9	4.0	4.2	4.0	4.1
Nouvelle-Écosse	1.4	0.8	1.2	1.1	1.0		2.1	2.8	2.9	3.7	3.1
Nouveau-Brunswick	2.4	1.2	1.2	1.2	1.3		2.0	3.6	4.8	4.7	3.7
Québec	1.0	1.4	3.1	2.3	1.5		2.4	2.7	5.3	4.2	3.2
Ontario	2.9	2.6	2.8	2.4	1.7		5.0	4.3	4.6	4.7	3.8
Manitoba	1.3	2.2	2.6	2.2	1.5		3.3	2.3	4.7	4.9	3.6
Saskatchewan	-1.0	-0.5	2.2	2.0	2.1		-5.4	-4.0	5.9	6.5	3.9
Alberta	-3.7	-3.7	4.2	2.7	1.9		-12.0	-4.9	6.9	5.5	3.4
Colombie-Britannique	3.5	3.5	3.2	3.0	2.1		4.0	4.8	6.5	5.7	3.9
Canada	1.0	1.4	3.0	2.5	1.8		0.2	2.0	5.3	4.9	3.6
	<b>Emploi (croissance en %)</b>						<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.0	-1.5	-3.7	-0.2	-0.5		12.8	13.4	14.8	13.9	13.7
Île-du-Prince-Édouard	-1.1	-2.3	3.1	2.4	0.7		10.4	10.7	9.8	8.4	8.2
Nouvelle-Écosse	0.1	-0.4	0.6	1.4	0.2		8.6	8.3	8.4	7.7	7.3
Nouveau-Brunswick	-0.6	-0.1	0.4	0.9	-0.3		9.8	9.5	8.1	7.6	8.1
Québec	0.9	0.9	2.3	1.2	0.7		7.6	7.1	6.1	5.3	5.1
Ontario	0.7	1.1	1.8	1.6	1.0		6.8	6.5	6.0	5.4	5.4
Manitoba	1.5	-0.4	1.6	0.8	0.4		5.6	6.1	5.4	5.2	5.0
Saskatchewan	0.5	-0.9	0.0	0.3	0.7		5.0	6.3	6.3	5.7	5.5
Alberta	1.2	-1.6	1.1	1.6	1.2		6.0	8.1	7.8	6.2	5.8
Colombie-Britannique	1.2	3.2	3.7	1.3	1.3		6.2	6.0	5.1	4.7	4.7
Canada	0.8	0.7	1.9	1.3	0.9		6.9	7.0	6.3	5.6	5.5
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>						<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.7	1.4	1.4	1.1	0.9		0.4	2.7	2.3	2.3	2.2
Île-du-Prince-Édouard	0.6	0.6	0.9	0.7	0.6		-0.6	1.2	1.8	2.3	2.0
Nouvelle-Écosse	3.8	3.8	4.0	3.7	3.3		0.4	1.2	1.1	2.2	2.1
Nouveau-Brunswick	2.0	1.8	2.3	1.8	1.6		0.5	2.2	2.3	2.3	2.0
Québec	37.9	38.9	46.5	40.6	35.0		1.1	0.7	1.1	2.1	1.8
Ontario	70.2	75.0	79.0	72.0	65.0		1.2	1.8	1.7	2.8	2.4
Manitoba	5.5	5.3	7.5	6.6	6.0		1.2	1.3	1.6	2.7	2.0
Saskatchewan	5.1	4.8	4.9	4.7	4.0		1.6	1.1	1.7	2.6	2.0
Alberta	37.3	24.5	29.5	27.4	24.0		1.1	1.1	1.5	2.3	2.2
Colombie-Britannique	31.4	41.8	43.7	40.6	33.0		1.1	1.8	2.1	2.2	2.2
Canada	195.5	197.9	219.7	199.2	173.4		1.1	1.4	1.6	2.3	2.1

e: estimé

p: prévision

Données historiques de Statistique Canada et de la SCHL, prévisions de la Banque Nationale du Canada.

## Économie et Stratégie

**Bureau Montréal**  
514 879-2529

**Stéfane Marion**

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

**Paul-André Pinsonnault**

*Économiste principal, Revenu fixe*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

**Krishen Rangasamy**

*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

**Marc Pinsonneault**

*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

**Matthieu Arseneau**

*Économiste principal*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Angelo Katsoras**

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

**Kyle Dahms**

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

**Jocelyn Paquet**

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

**Bureau Toronto**  
416 869-8598

**Warren Lovely**

*DG RF, Chef Recherche et stratégie,  
Dette publique*  
warren.lovely@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.**

**Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.**

### 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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des **membres du personnel** employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces **membres du personnel** hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement reliée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

**Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.**

## 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.