

Points saillants

- L'économie mondiale qui a démarré sur les chapeaux de roues en 2018 devrait dépasser la croissance de 3.7% de l'an dernier. Stimulés par les réductions d'impôt, les États-Unis seront un des chefs de file de la croissance au sein de l'OCDE, alors que les marchés émergents, dynamisés par le commerce international, devraient mieux tirer leur épingle du jeu que l'an dernier malgré un ralentissement attendu en Chine. Cela dit, une montée des politiques protectionnistes pourrait saper la bonne dynamique actuelle du commerce international et de la croissance.
- L'arrêt de l'appareil d'État américain de janvier aura un effet minime sur l'économie, mais elle rappelle que tout n'est pas rose outre-frontière. Nous continuons de prévoir une croissance de 2.5% cette année grâce à de solides caractéristiques économiques fondamentales, mais sous réserve que le dysfonctionnement du Congrès ne mine pas irrémédiablement la confiance des consommateurs et des entreprises. Et nous ne pensons pas seulement aux attermoissements des législateurs concernant un plan budgétaire à long terme et le plafond de la dette, mais aussi au commerce extérieur. Un Congrès désorganisé pourrait ne pas résister longtemps aux intentions de l'administration Trump de démanteler les accords commerciaux internationaux.
- Les prévisionnistes, dont ceux du FMI et de la Banque du Canada, revoient à la hausse leurs projections de croissance pour le Canada. Leur optimisme repose sur la résilience continue de la demande intérieure qui devrait être appuyée par une amélioration des exportations vers les États-Unis. Ces révisions rapprochent un peu les deux organismes, mais ne concordent toujours pas avec nos propres prévisions de croissance pour 2018 de 2.5% qui tiennent compte d'incitatifs budgétaires, particulièrement provinciaux. Mais notre projection suppose que le Canada échappe aux politiques protectionnistes de sorte que les flux commerciaux et d'investissement restent sans entraves.

Krishen Rangasamy
514-879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2017	2018	2019	2018	2019
États-Unis					
PIB réel	2.3%	2.5%	2.0%	inch	inch
Inflation (IPC)	2.1%	2.2%	2.2%	inch	inch
Taux cible fonds fédéraux*	1.50%	2.25%	2.50%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.40%	2.95%	3.17%	inch	-4 pb
Canada					
PIB réel	3.0%	2.5%	1.5%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.6%	2.3%	2.1%	inch	inch
Taux à un jour*	1.00%	2.00%	2.25%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.04%	2.70%	3.05%	inch	inch

* fin de période

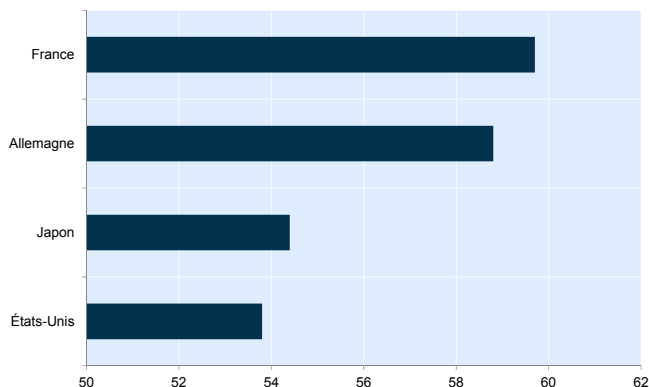
Monde : Bon départ en 2018

L'économie mondiale qui a démarré sur les chapeaux de roues en 2018 devrait dépasser la croissance de 3.7% de l'an dernier. Stimulés par les réductions d'impôt, les États-Unis seront un des chefs de file de la croissance au sein de l'OCDE, alors que les marchés émergents, dynamisés par le commerce international, devraient mieux tirer leur épingle du jeu que l'an dernier malgré un ralentissement attendu en Chine. Cela dit, une montée des politiques protectionnistes pourrait saper la bonne dynamique actuelle du commerce international et de la croissance.

L'économie mondiale a commencé 2018 comme elle avait terminé 2017, c.-à-d. en trombe. Selon Markit, les indices composés des directeurs des achats sont restés bien au-dessus du seuil de 50 en janvier aux États-Unis et dans la zone euro grâce à la vigueur de la fabrication et des services.

Monde : Un bon départ en 2018

Indice composé des directeurs des achats en janvier 2018 (sauf celui du Japon limité à la fabrication)

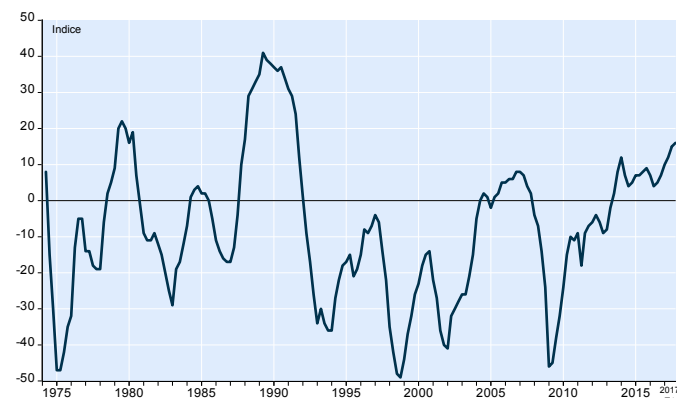


FBN Économie et Stratégie (données de Markit)

Les usines japonaises étaient aussi en expansion selon Markit qui a indiqué que la production de la fabrication a augmenté en janvier au rythme le plus rapide depuis 47 mois. Et d'après la plus récente enquête Tankan, le secteur non manufacturier se porte bien aussi. L'indice « toutes entreprises confondues » était au plus haut depuis 26 ans à la fin de l'an dernier.

Japon : La confiance des entreprises au plus haut depuis 26 ans

Indice des conditions économiques Tankan pour toutes les entreprises

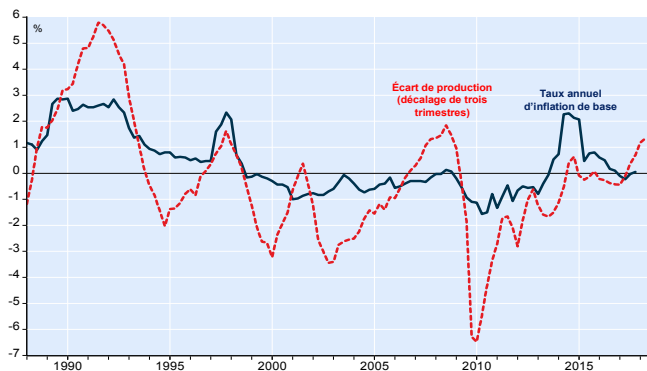


FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Japon)

La croissance solide de l'an dernier – qui devrait s'établir autour de 1.8%, c.-à-d. le double du potentiel – a permis à l'écart de production du Japon de grimper un peu plus en zone positive. Cela devrait aider à faire monter un peu les prix, mais il est peu probable que l'inflation augmente beaucoup à partir de là si on se fie au passé. Par conséquent, nous ne nous attendons pas à ce que la Banque du Japon abandonne ses politiques ultra-accommodantes pour le moment.

Japon : L'inflation finira-t-elle par reprendre?

Taux annuel d'inflation de base et écart de production décalé

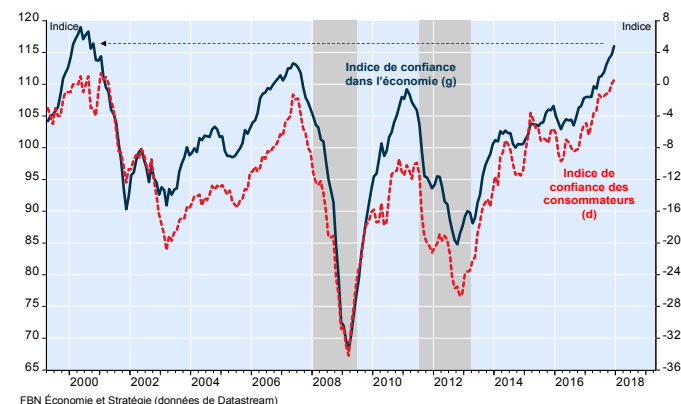


FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Japon)

Dans la zone euro aussi, la confiance dans l'économie est au plus haut depuis plusieurs années grâce à une croissance supérieure au potentiel et à la diminution du taux de chômage. L'embellie découle de l'amélioration du commerce mondial qui énergise les grands exportateurs que sont l'Allemagne et la France. Selon Markit, en janvier le rythme de création d'emplois dans le secteur privé allemand était le plus soutenu depuis le début de 2011. L'économie intérieure de la zone euro continue aussi de bénéficier d'une meilleure croissance du crédit pour les ménages et les sociétés non financières.

Zone euro : Une confiance dans l'économie inégalée depuis 17 ans

Indice de confiance dans l'économie et indice de confiance des consommateurs. Dernière observation : décembre 2017



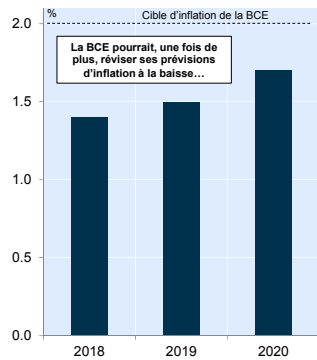
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Et tout comme au Japon, les tensions inflationnistes sont inexistantes; le taux d'inflation annuel de base reste voisin de 1%, c.-à-d. bien moins que l'objectif de 2% de la Banque centrale européenne. Bien que celle-ci s'attende à ce que le taux d'inflation général monte à 1.4% cette année et 1.5% en 2019, ces prévisions pourraient être révisées à la baisse étant donné la récente appréciation de l'euro. Selon les propres calculs de la BCE, l'appréciation de l'euro d'environ 5% depuis

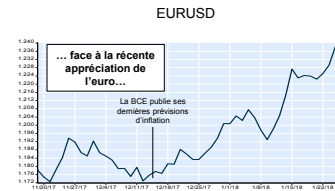
décembre devrait faire baisser le taux d'inflation de l'année suivante d'un demi de pourcentage. En d'autres termes, les politiques accommodantes de la BCE ne prendront pas fin de sitôt. Par conséquent, nous prévoyons une nouvelle année de croissance supérieure au potentiel pour la zone euro.

Zone euro : La BCE va-t-elle de nouveau réviser l'inflation à la baisse?

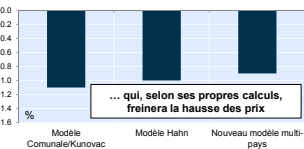
Prévisions du taux d'inflation annuel de la Banque centrale européenne en décembre 2017



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque centrale européenne)

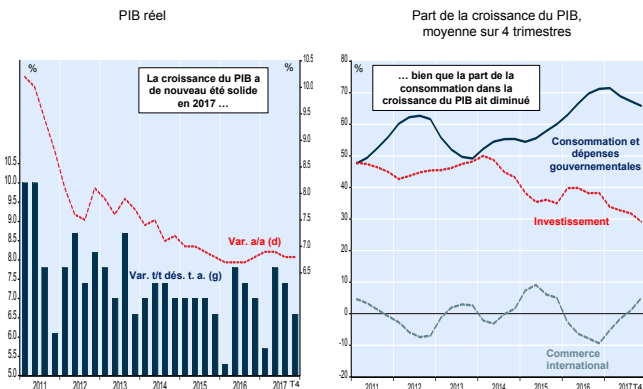


Répercussions du taux de change sur l'inflation un an après une hausse de 10% de l'euro



L'économie de la Chine a connu une expansion saine de 6.9% l'an dernier grâce à la résurgence du commerce international. Ce résultat supérieur aux prévisions est attribuable à une bonne surprise au dernier trimestre de 2017 quand la production a augmenté de 6.6% en chiffres annualisés, soit 6.8% d'une année à l'autre. Mais le temps d'arrêt marqué dans le processus de rééquilibrage était un des rares sujets de déception alors que la part de la consommation et des dépenses publiques de la croissance d'ensemble est redescendue sous 66% sur la base de la moyenne mobile de 4 trimestres pour la première fois depuis le début de 2016.

Chine : L'économie a crû de 6.9% en 2017



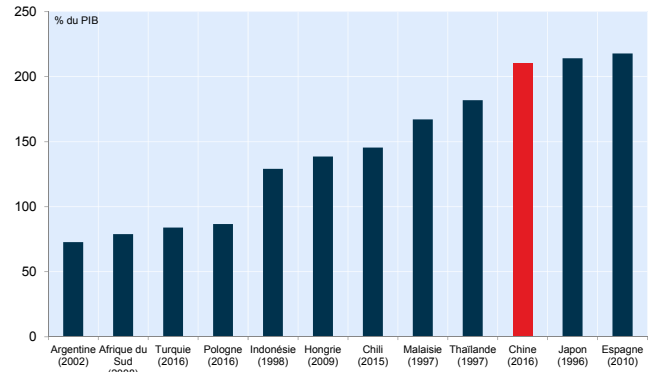
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Le recours au crédit pour stimuler la croissance est préoccupant. Il faut maintenant deux fois plus de crédit (comparativement à avant 2009) pour produire une unité de PIB de plus en Chine – en termes d'économistes, « l'intensité du crédit » a pratiquement doublé depuis la crise financière de 2009. Le crédit aux entreprises en proportion du PIB est non seulement bien supérieur à 200%, mais il atteint aussi des niveaux qui conduisaient jadis à des crises financières dans les

économies comme celles du Japon (1995-1996) et de l'Espagne (2009-2010).

Chine : Les entreprises sont très endettées

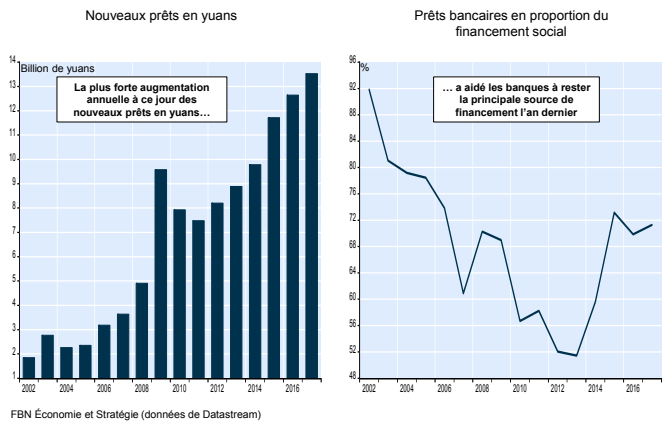
Crédit aux entreprises pendant les récentes explosions du crédit



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

L'année dernière a été marquée par la plus forte augmentation annuelle des nouveaux prêts bancaires. Mais la Chine fait des progrès dans la lutte contre les risques soulevés par le système bancaire parallèle. Sur l'ensemble des prêts consentis (financement social), la proportion des prêts de banques a légèrement augmenté, ce qui fait penser à un ralentissement de la croissance des prêts du système bancaire parallèle qui tendent à être plus risqués que les prêts classiques. Quoi qu'il en soit, avec un tel endettement, une crise financière en Chine ne peut pas être exclue, surtout si l'on considère l'augmentation des taux d'intérêt et le ralentissement attendu de la croissance économique.

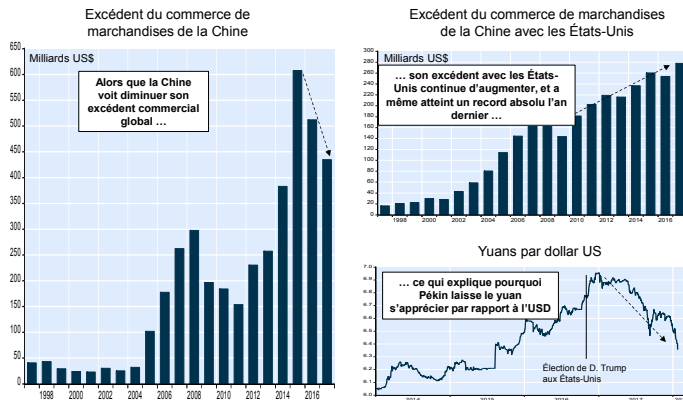
Chine : Plus forte augmentation des nouveaux prêts en yuans



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Une autre préoccupation agite Pékin : la montée des forces protectionnistes. Alors que les décideurs américains au pouvoir semblent faire une fixation sur le déficit commercial des États-Unis, la Chine a beaucoup à faire pour réduire les risques d'une guerre commerciale sans retenue. Depuis la victoire à l'élection présidentielle américaine de Donald Trump en 2016, le yuan s'est apprécié de plus de 6% par rapport au dollar US, soit la hausse la plus rapide depuis 2011. Mais cela ne satisfiera de loin pas les autorités américaines. À noter que si l'excédent total du commerce de marchandises de la Chine a chuté à US\$435 milliards l'an dernier, donc au plus bas niveau en trois ans, son excédent avec les États-Unis a continué d'augmenter, atteignant le niveau record de US\$278 milliards.

Monde : Excédent commercial record de la Chine avec les États-Unis



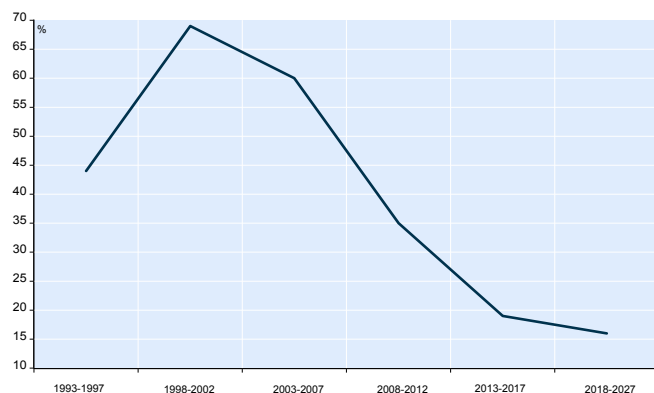
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Même avec un ralentissement attendu de la croissance du PIB chinois cette année, les économies émergentes dans leur ensemble devraient pouvoir surfer sur l'essor actuel du commerce international et mieux tirer leur épingle du jeu que l'an dernier. Cela suppose bien entendu que les discours populistes dénonçant le commerce international ne se traduisent pas en escalade des politiques protectionnistes. Les économies émergentes continuent aussi de se demander comment les marchés réagiront à la réduction de la taille du bilan de la Réserve fédérale américaine. Cette contraction pourrait amener les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles et à réduire les investissements dans les économies émergentes. Cela pourrait entraîner une appréciation du dollar américain et une augmentation des rendements obligataires, ce qui accroîtrait la probabilité de défaillances et l'instabilité financière.

Si les risques mentionnés précédemment sont bien gérés, l'économie mondiale dépassera probablement le chiffre de croissance de l'an dernier de 3.7%. C'est quelque chose dont les investisseurs peuvent se réjouir, bien qu'ils devraient également se méfier des perspectives à plus long terme compte tenu des tendances démographiques défavorables et de la normalisation probable des politiques monétaires et budgétaires.

Monde : La démographie n'est pas favorable à la croissance future

Part du PIB mondial des pays dont la proportion de la population en âge de travailler augmente



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

Perspectives mondiales

Prévisions

	2017	2018	2019
Pays avancés	2.3	2.2	1.9
<i>États-Unis</i>	2.3	2.5	2.0
<i>Zone euro</i>	2.4	2.2	2.0
<i>Japon</i>	1.8	1.2	0.9
<i>R.-U.</i>	1.7	1.5	1.5
<i>Canada</i>	3.0	2.5	1.5
<i>Australie</i>	2.2	2.9	3.0
<i>Nouvelle-Zélande</i>	3.5	3.0	2.5
<i>Hong Kong</i>	3.5	2.7	2.9
<i>Corée</i>	3.0	3.0	3.0
<i>Taiwan</i>	2.0	1.9	2.0
<i>Singapour</i>	2.5	2.6	2.6
Asie émergente	6.5	6.4	6.5
<i>Chine</i>	6.8	6.5	6.3
<i>Inde</i>	6.7	7.4	7.8
<i>Indonésie</i>	5.2	5.3	5.5
<i>Malaisie</i>	5.4	4.8	4.8
<i>Philippines</i>	6.6	6.7	6.8
<i>Thaïlande</i>	3.7	3.5	3.4
Amérique latine	1.3	2.1	2.6
<i>Mexique</i>	2.0	2.3	3.0
<i>Brésil</i>	1.1	1.9	2.1
<i>Argentine</i>	2.5	2.5	2.7
<i>Venezuela</i>	-12.0	-6.0	-2.0
<i>Colombie</i>	1.7	2.8	3.6
Europe de l'Est et CEI	3.2	2.8	2.6
<i>Russie</i>	1.8	1.7	1.5
<i>République Tchèque</i>	3.5	2.6	2.3
<i>Pologne</i>	3.8	3.3	3.0
<i>Turquie</i>	5.1	3.5	3.5
M-O et Afrique du N.	2.3	3.2	3.2
Afrique subsaharienne	2.7	3.4	3.4
Pays avancés	2.3	2.2	1.9
Pays émergents	4.6	4.8	4.9
Monde	3.7	3.8	3.7

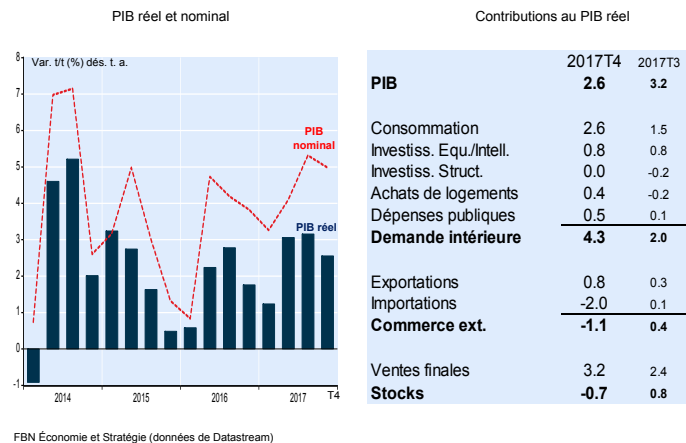
Source: FBN Économie et Stratégie

États-Unis : Le protectionniste réduira-t-il le déficit commercial?

L'arrêt de l'appareil d'État américain de janvier aura un effet minime sur l'économie, mais elle rappelle que tout n'est pas rose outre-frontière. Nous continuons de prévoir une croissance de 2.5% cette année grâce à de solides caractéristiques économiques fondamentales, mais sous réserve que le dysfonctionnement du Congrès ne mine pas irrémédiablement la confiance des consommateurs et des entreprises. Et nous ne pensons pas seulement aux attermoissements des législateurs concernant un plan budgétaire à long terme et le plafond de la dette, mais aussi au commerce extérieur. Un Congrès désorganisé pourrait ne pas résister longtemps aux intentions de l'administration Trump de démanteler les accords commerciaux internationaux.

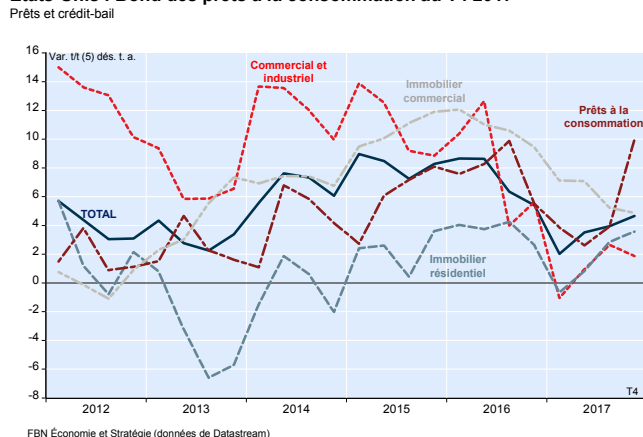
Le point de départ de 2018 était très bon d'après le Bureau of Economic Analysis dont l'estimation avancée du PIB américain situe la croissance à 2.6% en chiffres annualisés au T4. On s'attendait à ce que le commerce international ait freiné la croissance de l'économie au dernier trimestre, mais cet effet était largement contrebalancé par la vigueur continue des dépenses de consommation et une hausse de l'investissement en immobilier résidentiel et dans les entreprises. Pour 2017 dans son ensemble, les États-Unis ont enregistré une croissance de 2.3%, c.-à-d. supérieure à ce que le Congressional Budget Office considère comme le taux de croissance potentiel de l'économie.

États-Unis : L'économie a crû de 2.6% au dernier trimestre de 2017



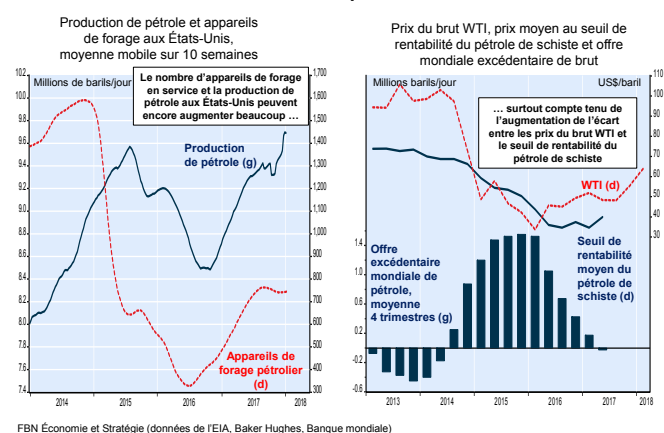
La consommation était de nouveau vigoureuse grâce à l'augmentation des emprunts qui a contribué aux dépenses. Les prêts à la consommation ont en effet augmenté au T4 au rythme le plus rapide depuis 2008. Cela concorde avec une baisse du taux d'épargne à tout juste 2.6%, soit un creux de 12 ans. Mais le faible taux d'épargne ne suffira vraisemblablement pas pour ralentir nettement la consommation cette année, étant donné la résilience du marché du travail et l'endettement relativement faible des ménages — le ratio de la dette à la valeur nette est au plus bas depuis 17 ans.

États-Unis : Bond des prêts à la consommation au T4 2017



L'accélération de l'investissement des entreprises vers la fin de l'an dernier est aussi encourageante. Et elle pourrait encore s'accroître en 2018 où l'amélioration des bénéfices (en partie grâce aux baisses d'impôt) et de meilleures perspectives économiques encouragent les entreprises à augmenter leurs dépenses d'investissement. Le secteur de l'énergie, par exemple, devrait bénéficier d'un afflux libre de capitaux en raison de l'amélioration de la conjoncture. Les prix du pétrole grimpent en effet depuis l'été dernier, l'amélioration de l'économie mondiale ayant aidé à absorber les excédents de l'offre de brut. La dernière fois que l'écart était si grand entre le prix du brut WTI et celui du pétrole de schiste, les investissements dans les gisements schisteux ont accéléré, provoquant un bond de la production de pétrole des États-Unis et du monde.

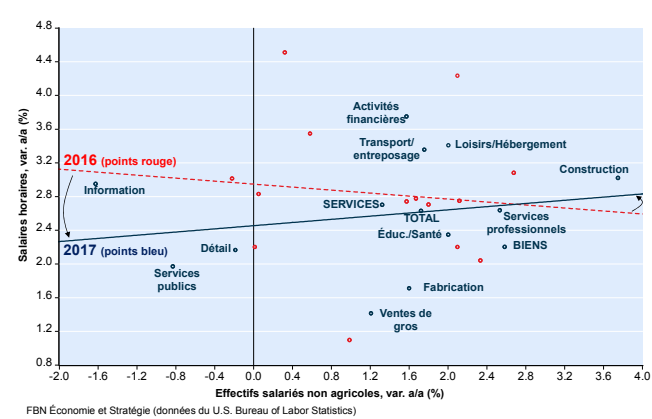
États-Unis : L'investissement dans le pétrole de schiste rebondit



Par conséquent, l'économie américaine est en passe de surclasser le résultat de l'an dernier et nous prévoyons donc une croissance du PIB de 2.5% en 2018. Dans cette perspective, il est difficile de trouver des arguments contre le resserrement de la politique monétaire par la Réserve fédérale. Alors que l'inflation reste évasive, certains indices d'amélioration se manifestent toutefois. Après des années de création d'emplois solide, le marché du travail est de nouveau tendu comme en attestent le taux de chômage d'à peine 4.1% (un creux inégalé depuis plusieurs années) et le niveau toujours élevé de postes à pourvoir, qui tous deux laissent présager une augmentation prochaine de l'inflation des salaires et donc de l'inflation

générale. On remarquera que la création d'emplois tend maintenant à se manifester plus du côté des secteurs où l'inflation salariale est la plus forte.

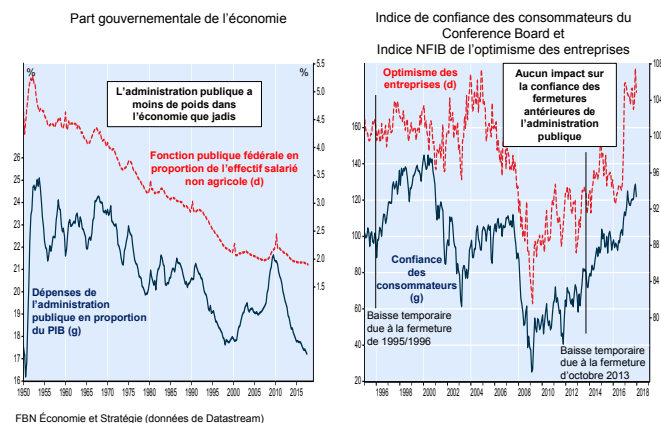
Plus de création d'emplois dans les secteurs à forte inflation des salaires



Nous nous attendons donc à trois augmentations des taux d'intérêt par la Fed cette année, assez pour que les taux d'intérêt réels deviennent de nouveau positifs, mais pas assez pour faire dérailler l'économie soutenue par des caractéristiques fondamentales saines.

La croissance pourrait plutôt souffrir des incertitudes entourant la politique gouvernementale. Le blocage de l'appareil d'État pendant 3 jours en janvier (le fameux « *shutdown* ») rappelle l'imprévisibilité de la politique aux États-Unis. Certes, ce chômage technique, comme les précédents à la fin de 1995 et au début de 1996 (26 jours) et en 2013 (16 premiers jours d'octobre) ne nuira pas nettement à l'économie — l'emprise de Washington sur l'économie a nettement diminué au fil des ans, la part de l'administration publique dans le PIB et l'emploi se situant maintenant au plus bas depuis plusieurs décennies. Mais le dysfonctionnement du Congrès pourrait avoir des conséquences plus sérieuses sur l'économie s'il sapait irrémédiablement la confiance des consommateurs et des entreprises.

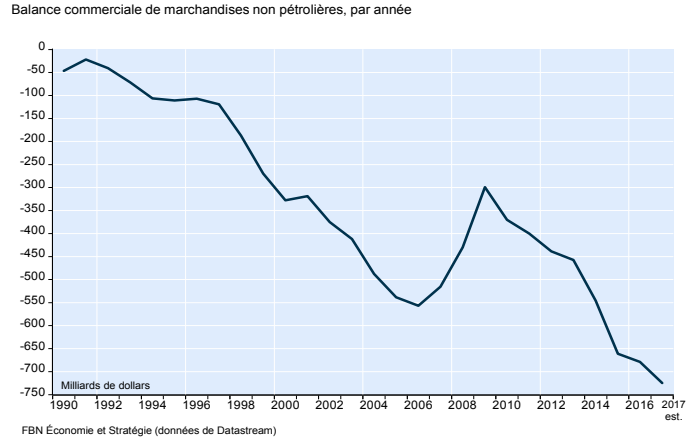
États-Unis : Le « *shutdown* » peut-il faire dérailler l'économie?



Et nous ne pensons pas seulement aux attermoissements des législateurs à propos d'un plan budgétaire à long terme et du plafond de la dette, mais aussi au commerce extérieur. Un

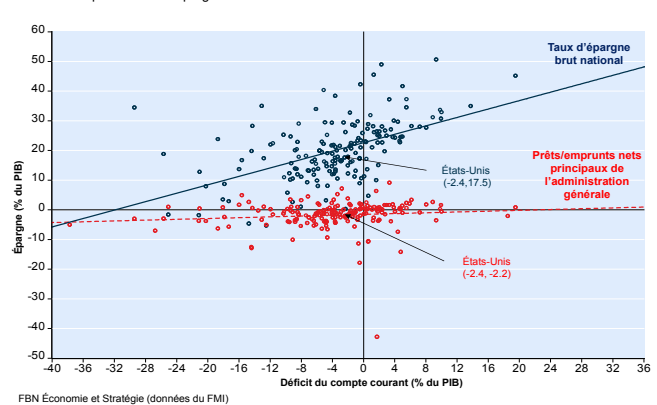
Congrès désorganisé pourrait ne pas résister longtemps aux intentions de l'administration Trump de démanteler les accords commerciaux internationaux. L'aggravation du déficit commercial américain, qui a atteint un record l'an dernier pour les marchandises autres que le pétrole, renforcera la conviction de l'administration Trump que les États-Unis sont lésés par leurs partenaires commerciaux.

États-Unis : Déficit commercial record l'an dernier



Mais la persistance d'un déficit du compte courant américain (l'indicateur le plus large du commerce) depuis 27 ans reflète probablement des facteurs structurels tels que l'insuffisance de l'épargne intérieure. Il existe en effet une relation positive entre le compte courant et l'épargne dans un échantillon de plus de 170 pays, dont les États-Unis, probablement parce que les pays qui dépensent trop (c.-à-d. qui n'épargnent pas assez) importent plus que ce ne serait le cas autrement.

Le déficit chronique du compte courant associé au faible taux d'épargne



Pour améliorer la balance commerciale, les États-Unis devraient économiser, ce qui n'est pas près de se produire compte tenu de mesures de stimulation budgétaires de cette année qui accroîtront la demande intérieure et donc les importations. Par conséquent, malgré la réalité des chiffres, les harangues populistes contre le commerce international continueront, d'autant plus que les élections de mi-mandat approchent. Notre principale crainte est que ces discours se traduisent par une montée des barrières commerciales qui finiront pas déclencher une guerre commerciale débridée susceptible de compromettre les millions d'emplois américains dépendants directement ou indirectement du commerce international.

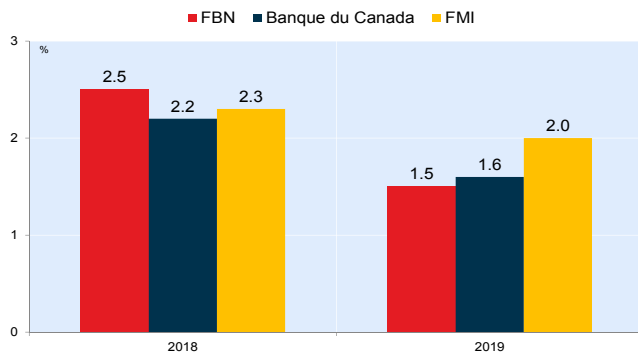
Canada : L'optimisme monte

Les prévisionnistes, dont ceux du FMI et de la Banque du Canada, revoient à la hausse leurs projections de croissance pour le Canada. Leur optimisme repose sur la résilience continue de la demande intérieure qui devrait être appuyée par une amélioration des exportations vers les États-Unis. Ces révisions rapprochent un peu les deux organismes, mais ne concordent toujours pas avec nos propres prévisions de croissance pour 2018 de 2.5% qui tiennent compte d'incitatifs budgétaires, particulièrement provinciaux. Mais notre projection suppose que le Canada échappe aux politiques protectionnistes de sorte que les flux commerciaux et d'investissement restent sans entraves.

Les prévisionnistes semblent optimistes pour le Canada ces jours-ci. Le FMI a relevé ses prévisions de la croissance canadienne à la fois pour cette année et pour l'année prochaine, notamment du fait des retombées favorables des réductions d'impôt aux États-Unis. Même la Banque du Canada a revu ses prévisions à la hausse, bien qu'avec moins d'enthousiasme que l'agence internationale. Ces révisions rapprochent les deux organismes un peu plus l'un de l'autre, mais pas de notre propre prévision de croissance pour 2018 de 2.5% qui tient compte des prochaines mesures de stimulation budgétaires provinciales.

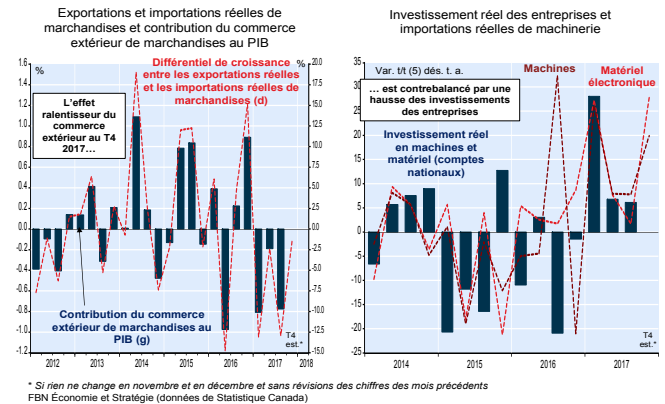
Canada : Une année 2018 solide en perspective

Prévisions de croissance du PIB réel pour 2018 et 2019



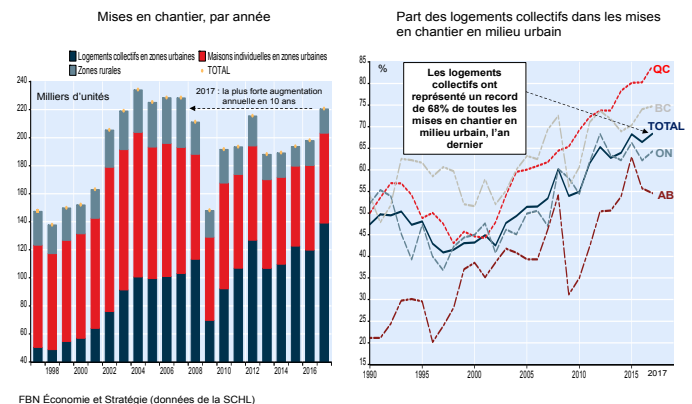
De solides caractéristiques économiques fondamentales placent le Canada en bonne posture pour croître à un rythme supérieur à son potentiel une deuxième année de suite. Le point de départ sain à l'issue de 2017 est aussi utile. Alors que les résultats du PIB du T4 ne sont pas encore disponibles, les rapports mensuels parus à ce jour laissent entrevoir un taux de croissance trimestriel de plus de 2% en chiffres annualisés, c.-à-d. une accélération par rapport au trimestre précédent. Certes, le commerce international a probablement freiné l'économie puisque les importations ont augmenté plus vite que les exportations pendant le trimestre. Mais ces importations ont bondi au T4 en raison de la forte demande de biens de consommation, de machines industrielles et de matériel électronique. Cela laisse entrevoir une accélération du rythme de la croissance de la demande intérieure au dernier trimestre de 2017, particulièrement pour les dépenses d'investissement des entreprises. Et sur la foi de l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, il semble que l'élan des dépenses d'investissement des entreprises se prolongera au début de 2018.

Canada : Un bon départ à l'issue de 2017?



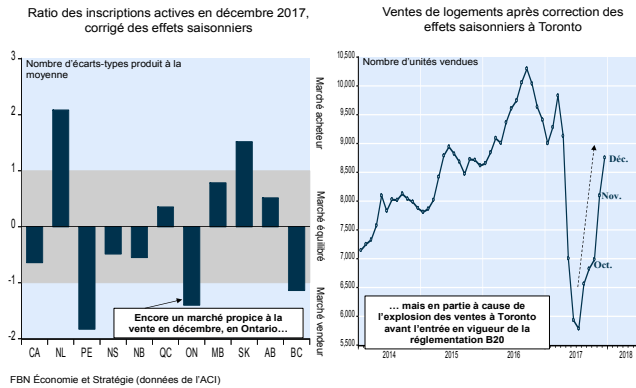
Résilient, le marché immobilier résidentiel pourrait avoir contribué à l'opinion positive sur le Canada en convainquant les prévisionnistes que les avertissements récurrents au sujet d'une implosion imminente sont exagérés. Les mises en chantier ont atteint 220,000 unités l'an dernier, soit la plus grosse augmentation en une décennie, soutenues par la forte demande compte tenu de la vigueur du marché du travail et des faibles coûts d'emprunt. Cela dit, on peut s'attendre à ce que la construction résidentielle contribue de moins en moins à la croissance économique à l'avenir. En raison des entraves à l'accession à la propriété et du manque de terrains, les constructeurs se concentrent en effet sur les logements collectifs (comme les appartements en copropriété), qui contribuent moins par unité au PIB que les maisons individuelles par exemple. On remarquera que l'an dernier les logements collectifs représentaient la proportion record de 68% de toutes les mises en chantier résidentielles urbaines. On peut penser que cette proportion augmentera encore au cours des prochaines années.

Canada : La construction se fait désormais plus en hauteur



Le renforcement de la réglementation macroprudentielle freinera aussi la contribution de l'immobilier résidentiel à la croissance. Les lignes directrices de souscription de prêts hypothécaires plus strictes (B20) imposées par le Bureau du surintendant des institutions financières au début de l'année ralentiront un marché résidentiel en ébullition. Si les marchés de la Colombie-Britannique et de l'Ontario étaient encore favorables aux vendeurs en décembre, cela s'explique en partie par une accélération des achats avant l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation du BSIF. On peut s'attendre à un marché plus équilibré dans ces provinces en 2018, voire à un basculement direct en faveur des acheteurs.

Canada : Flambée des achats avant l'application de la réglementation B20

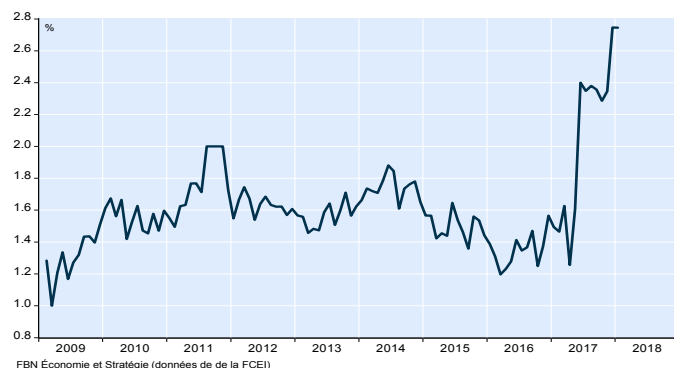


Mais la vigueur des caractéristiques fondamentales devrait empêcher une correction des prix immobiliers de se transformer en débâcle. Le marché du travail, qui a créé l'an dernier le plus d'emplois en 15 ans, reste en bonne forme. Selon l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, les entreprises connaissent des pénuries de main-d'œuvre et seraient prêtes à augmenter encore l'embauche. Le programme bonifié d'Allocation canadienne pour enfants renforcera un peu plus les revenus des ménages et soutiendra la consommation et le logement. Et si les taux d'intérêt hypothécaires fixes augmentent au diapason des rendements obligataires, les taux variables demeureront probablement faibles pendant un temps, la Banque du Canada préférant une approche lente ou prudente de resserrement de la politique monétaire. On se souviendra de sa récente déclaration selon laquelle il sera « probablement nécessaire de maintenir un certain degré de détente monétaire afin que l'économie continue de tourner près de son potentiel ». En d'autres termes, on peut s'attendre à ce que la BdC marque une pause après son augmentation des taux en janvier à 1.25%.

L'inflation ne pose pas de problème pour le moment, alors que le taux d'inflation de base annuel (commun) stagne près de 1.5%, c.-à-d. sous l'objectif de 2% de la BdC. Mais cela pourrait changer plus tard dans l'année si, comme nous le prévoyons, les entreprises étaient forcées d'augmenter les prix en réaction aux hausses de salaire, et notamment des salaires minimums dans plusieurs provinces. Selon la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI), les PME s'attendent à ce que les salaires augmentent au rythme le plus soutenu depuis plusieurs années.

Canada : Les salaires devraient augmenter

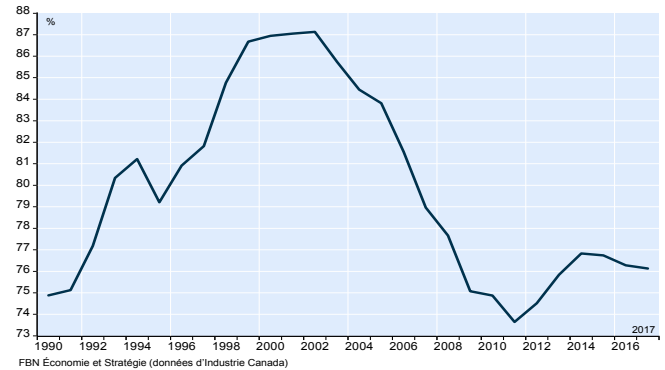
Réponse à la question de la FCEI : L'an prochain quelle variation moyenne des salaires prévoyez-vous?



L'attitude prudente de la banque centrale dans la conduite de la politique monétaire est justifiée non seulement par le faible taux d'inflation actuel mais aussi par l'incertitude concernant le commerce international. La BdC a dit en janvier qu'elle a intégré dans sa dernière projection de croissance « un effet négatif additionnel sur les investissements des entreprises et le commerce extérieur... », car l'incertitude entourant l'avenir de l'ALENA pèse de plus en plus sur les perspectives ». Le Canada tient le petit bout du bâton dans les négociations de l'ALENA. Si la grande majorité des exportations de marchandises du Canada prennent la direction des États-Unis (76% l'an dernier), en revanche, moins de 20% des exportations américaines sont destinées au Canada. Cela signifie que le Canada devra accepter des concessions, et peut-être des changements dans sa gestion de l'offre.

Canada : Très dépendant du marché américain

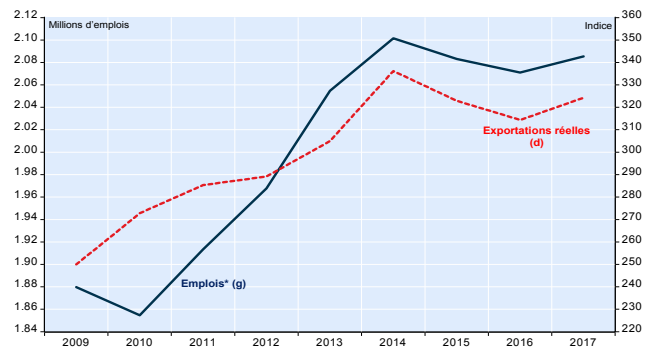
Part des exportations de marchandises canadiennes destinées aux États-Unis



En cas de résultat défavorable des négociations, on peut s'attendre à un ralentissement du rythme de croissance des exportations et de l'investissement et donc à un puissant ralentissement du marché du travail, des dépenses de consommation et de la croissance économique. Selon Statistique Canada, plus de 2 millions d'emplois (ou au-delà de 11% de la main-d'œuvre totale du Canada) sont concernés par les exportations vers les États-Unis. Notre prévision de 2.5% de croissance du PIB en 2018 présume que le Canada échappe aux politiques protectionnistes de sorte que les flux commerciaux et d'investissement demeurent intacts.

Canada : Des millions d'emplois liés aux exportations vers les États-Unis

Total des emplois liés aux exportations aux États-Unis et exportations réelles de marchandises aux États-Unis



États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Produit intérieur brut (\$2009 constants)	2.9	1.5	2.3	2.5	2.0	2.5	2.3	1.9
Dépenses personnelles	3.6	2.7	2.7	2.7	2.0	2.8	2.4	1.9
Construction résidentielle	10.2	5.5	1.7	1.9	1.9	2.3	1.5	2.2
Investissements des entreprises	2.3	(0.6)	4.7	3.0	1.8	6.3	1.5	1.5
Dépenses publiques	1.4	0.8	0.1	1.7	1.4	0.7	1.7	1.4
Exportations	0.4	(0.3)	3.4	2.8	1.2	4.9	1.5	1.2
Importations	5.0	1.3	3.9	3.2	1.2	4.6	1.2	1.2
Variation des stocks (milliards \$)	100.5	33.4	13.6	7.9	5.9	9.2	7.2	5.2
Demande intérieure	3.3	2.1	2.5	2.5	1.9	2.8	2.2	1.8
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	1.1	1.0	1.2	1.2	0.9
Taux de chômage	5.3	4.9	4.4	4.0	3.9	4.1	4.0	3.9
Taux d'inflation	0.1	1.3	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	2.3
Bénéfices avant impôts	(1.1)	(2.1)	4.9	6.4	4.5	4.5	4.5	4.5
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(438.0)	(586.0)	(666.0)	(677.0)	(913.0)
Compte courant (milliards \$)	(434.6)	(451.7)	(437.3)	(377.8)	(354.8)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2017	2018	2019
	29-01-18	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018			
Taux cible fonds fédéraux	1.50	1.75	1.75	2.00	2.25	1.50	2.25	2.50
Bons du Trésor 3 mois	1.43	1.58	1.59	1.86	2.08	1.37	2.08	2.38
Obligations fédérales								
2 ans	2.11	2.22	2.31	2.37	2.47	1.89	2.47	2.76
5 ans	2.49	2.54	2.60	2.64	2.74	2.20	2.74	2.93
10 ans	2.70	2.73	2.80	2.84	2.95	2.40	2.95	3.17
30 ans	2.94	2.97	3.03	3.04	3.14	2.74	3.14	3.31
Taux de change								
US\$/Euro	1.24	1.23	1.25	1.22	1.21	1.20	1.21	1.18
YEN/\$US	109	108	107	110	111	113	111	111

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
	publié	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.2	3.1	3.2	2.6	1.6	3.2	2.3	2.2
IPC (var. a/a %)	2.6	1.9	2.0	2.1	2.0	2.4	2.4	2.0
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.8	1.7	1.7	1.7	2.1	2.2	2.2
Taux de chômage (%)	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	1.0	1.4	3.0	2.5	1.5	3.0	2.5	1.1
Dépenses personnelles	2.1	2.4	3.7	2.8	1.5	4.0	2.0	1.5
Construction résidentielle	3.8	3.3	2.4	(0.6)	(1.9)	1.3	0.0	(3.0)
Investissements des entreprises	(11.3)	(9.4)	1.8	3.8	2.5	7.7	2.0	2.9
Dépenses publiques	1.4	2.7	2.1	3.1	1.4	2.4	2.7	1.0
Exportations	3.5	1.0	0.9	1.4	2.4	0.2	3.1	1.7
Importations	0.7	(1.0)	3.4	2.1	1.7	5.9	1.5	2.0
Variation des stocks (millions \$)	4,711	978	13,455	6,377	4,920	14,015	2,517	5,462
Demande intérieure	0.3	1.1	2.9	2.7	1.4	3.7	2.0	1.2
Revenu réel disponible	3.5	1.3	3.2	2.1	1.6	2.3	1.7	1.5
Emploi	0.9	0.7	1.8	1.4	0.8	2.0	1.1	0.6
Taux de chômage	6.9	7.0	6.4	5.8	5.8	6.0	5.6	5.8
Taux d'inflation	1.1	1.4	1.6	2.3	2.1	1.8	2.3	2.1
Bénéfices avant impôts	(19.8)	(1.9)	20.0	6.1	5.6	7.9	7.7	5.0
Compte courant (milliards, \$)	(71.5)	(65.4)	(67.2)	(67.6)	(56.4)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2017	2018	2019
	29-01-18	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018			
Taux à un jour	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	1.00	2.00	2.25
Bons du Trésor 3M	1.21	1.30	1.68	1.89	1.96	1.06	1.96	2.21
Obligations fédérales								
2 ans	1.82	1.89	1.96	2.13	2.26	1.69	2.26	2.55
5 ans	2.08	2.14	2.18	2.31	2.38	1.87	2.38	2.77
10 ans	2.28	2.31	2.51	2.65	2.70	2.04	2.70	3.05
30 ans	2.35	2.37	2.58	2.72	2.73	2.26	2.73	3.08
Taux de change								
CAD par USD	1.23	1.22	1.21	1.24	1.28	1.25	1.28	1.31
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	66	65	65	60	60	60	60	62

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	3.7	4.3	1.7	2.2	2.3	2.5	2.7	2.1
IPC (var. a/a %)	1.9	1.3	1.4	1.8	1.8	2.4	2.6	2.3
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.0	1.4	1.4	1.6	1.4	1.9	2.1	2.2
Taux de chômage (%)	6.7	6.5	6.2	6.0	5.9	5.9	5.7	5.6

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2015	2016	2017p	2018p	2019p		2015	2016	2017p	2018p	2019p
	PIB réel (croissance en %)						PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.7	1.9	-2.0	3.0	4.7		-11.5	2.6	4.9	6.1	6.7
Île-du-Prince-Édouard	1.3	2.3	2.0	1.5	1.5		3.9	4.0	4.2	3.6	4.1
Nouvelle-Écosse	1.4	0.8	1.2	1.1	1.0		2.1	2.8	2.7	3.2	3.1
Nouveau-Brunswick	2.4	1.2	1.2	1.0	1.2		2.0	3.6	4.6	3.5	3.4
Québec	1.0	1.4	3.0	2.3	1.3		2.4	2.7	4.3	3.9	2.8
Ontario	2.9	2.6	2.8	2.6	1.4		5.0	4.3	4.8	4.5	3.1
Manitoba	1.3	2.2	2.6	2.1	1.2		3.3	2.3	4.5	4.2	3.1
Saskatchewan	-1.0	-0.5	2.2	2.0	1.9		-5.4	-4.0	5.9	4.3	3.8
Alberta	-3.7	-3.7	4.2	2.4	1.6		-12.0	-4.9	6.9	4.5	3.6
Colombie-Britannique	3.5	3.5	3.0	3.0	1.7		4.0	4.8	6.3	5.3	3.8
Canada	1.0	1.4	3.0	2.5	1.5		0.2	2.0	5.2	4.4	3.0
	Emploi (croissance en %)						Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.0	-1.4	-3.6	-1.0	-0.7		12.8	13.5	14.6	14.1	14.7
Île-du-Prince-Édouard	-1.0	-2.3	2.9	0.8	0.7		10.4	10.8	9.8	8.9	8.3
Nouvelle-Écosse	0.1	-0.4	0.7	0.2	0.2		8.6	8.3	8.4	7.9	7.8
Nouveau-Brunswick	-0.4	-0.1	0.3	0.3	0.3		9.8	9.6	8.1	8.2	8.0
Québec	1.0	0.9	2.2	1.2	0.6		7.6	7.0	6.0	5.3	5.3
Ontario	0.7	1.1	1.8	1.4	1.0		6.7	6.6	6.0	5.7	5.7
Manitoba	1.5	-0.5	1.6	1.2	-0.7		5.6	6.1	5.5	5.1	4.8
Saskatchewan	0.6	-0.9	-0.1	1.2	1.0		5.0	6.4	6.2	6.3	6.2
Alberta	1.2	-1.6	1.0	2.2	1.1		6.0	8.1	7.9	6.8	6.2
Colombie-Britannique	1.3	3.1	3.6	1.8	0.7		6.2	6.0	5.1	4.8	5.0
Canada	0.9	0.7	1.8	1.4	0.8		6.9	7.0	6.4	5.8	5.8
	Mises en chantier de logements (000)						IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.7	1.4	1.4	1.1	0.9		0.4	2.7	2.3	2.1	2.3
Île-du-Prince-Édouard	0.6	0.6	0.9	0.6	0.6		-0.6	1.2	1.8	2.3	2.1
Nouvelle-Écosse	3.8	3.8	4.0	3.5	3.3		0.4	1.2	1.0	2.1	2.1
Nouveau-Brunswick	2.0	1.8	2.3	1.7	1.6		0.5	2.2	2.2	2.2	2.0
Québec	37.9	38.9	46.5	37.5	35.0		1.1	0.7	0.9	1.8	1.9
Ontario	70.2	75.0	79.0	69.0	65.0		1.1	1.8	1.7	2.4	2.3
Manitoba	5.5	5.3	7.5	6.3	6.0		1.2	1.3	1.4	2.4	2.1
Saskatchewan	5.1	4.8	4.9	4.6	4.0		1.6	1.1	1.4	2.4	2.0
Alberta	37.3	24.5	29.5	27.0	24.0		1.2	1.1	1.4	2.2	2.2
Colombie-Britannique	31.4	41.8	43.7	36.0	33.0		1.1	1.9	2.2	2.6	2.3
Canada	195.5	197.9	219.7	187.3	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, recherche et stratégie secteurs publics
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.