

Points saillants

- La politique en Europe menace une fois de plus de couper l'élan économique mondial. La rhétorique populiste du nouveau gouvernement de coalition en l'Italie, devrait causer des remous au sein de l'Union Européenne. L'incertitude que cela engendre n'aide pas une zone euro qui souffre déjà d'un début d'année difficile. Pour le moment, nous continuons de prévoir une croissance du PIB mondial de 3.8% cette année et l'an prochain. Mais cela suppose que les gouvernements et banques centrales du monde réussissent à gérer les risques que représentent le protectionnisme commercial, le surendettement et, bien entendu, les bouleversements politiques.
- Un cinquième trimestre de croissance à plus de 2% de suite est en vue aux États-Unis. Les dépenses de consommation semblent répondre à l'augmentation du revenu disponible au début du T2 grâce à un marché du travail sain et aux réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers. Les investissements demeurent solides, coïncidant avec la grande confiance des entreprises. Jusque-là, les statistiques ne nous incitent pas à changer d'opinion : la croissance du PIB réel américain friserait les 3% cette année, ce qui est bien supérieur au potentiel. La montée des tensions inflationnistes à court terme n'implique pas que la politique monétaire américaine deviendra exagérément restrictive. L'effet de la hausse des prix du pétrole est passager alors que la persistance d'une croissance des salaires faible continue de semer le doute sur le maintien de l'inflation près de l'objectif de 2% de la Fed.
- Maintenant que l'écart de production est résorbé, il n'est pas étonnant que les tensions inflationnistes montent au Canada. La moyenne des trois indicateurs de l'IPC de base situe aujourd'hui l'inflation annuelle au-dessus de 2%, le niveau le plus élevé en six ans. Les salaires croissent aussi au rythme le plus rapide depuis 2012, ce qui laisse anticiper des pressions sur les prix à venir. Nous nous attendons donc à ce que la Banque du Canada reprenne les hausses des taux d'intérêt en juillet. Même si l'économie est exposée à des risques de chute à cause du commerce international, de l'immobilier résidentiel et de la dette des ménages, les taux d'intérêt réels ne devraient sans doute pas être négatifs à ce stade-ci du cycle économique.

Krishen Rangasamy
514-879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2017	2018	2019	2018	2019
États-Unis					
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%	3.18%	3.47%	inch	inch
Canada					
PIB réel	3.0%	2.2%	1.9%	inch	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%	2.63%	3.09%	inch	inch

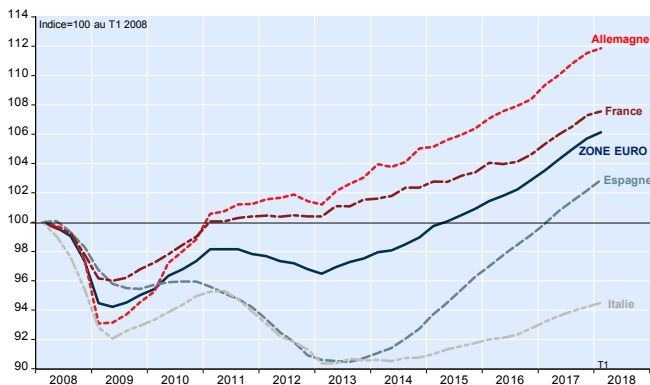
* fin de période

Monde : Secoué par l'Italie

La politique en Europe menace une fois de plus de couper l'élan économique mondial. La rhétorique populiste du nouveau gouvernement de coalition en l'Italie, devrait causer des remous au sein de l'Union Européenne. L'incertitude que cela engendre n'aide pas une zone euro qui souffre déjà d'un début d'année difficile. Pour le moment, nous continuons de prévoir une croissance du PIB mondial de 3.8% cette année et l'an prochain. Mais cela suppose que les gouvernements et banques centrales du monde réussissent à gérer les risques que représentent le protectionnisme commercial, le surendettement et, bien entendu, les bouleversements politiques.

L'économie mondiale a poursuivi son expansion au T1, mais plus lentement. Les plus récentes données du CPB laissent entrevoir une décélération de la croissance de la production industrielle mondiale au premier trimestre (+3% annualisé) en raison d'une croissance plus faible des économies avancées. Au sein de l'OCDE, ce sont surtout la zone euro et le Japon qui ont marqué le pas. Le PIB réel de la zone euro a progressé de 1.6% seulement en termes annualisés, moins que jamais depuis le T3 2016, car ses deux principales locomotives ont eu une baisse de régime. En chiffres annualisés, la France a décéléré fortement, à 1.0% à peine, le plus bas niveau depuis 2016, alors que la croissance de l'Allemagne tombait à 1.2%.

Zone euro : Des rythmes divergents au cours de la dernière décennie
PIB réel



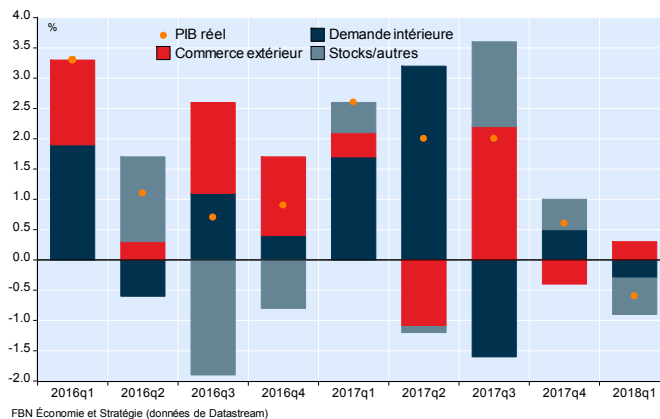
FBN Économie et Stratégie (données d'Eurostat)

La croissance est demeurée médiocre en Italie, dont la production est encore inférieure à son niveau d'avant la récession de 2008. Avec de si médiocres performances par rapport aux autres pays, il n'est pas étonnant que les partis eurosceptiques aient le vent en poupe. La rhétorique populiste du nouveau gouvernement de coalition en l'Italie, devrait causer des remous au sein de l'Union Européenne. L'incertitude que cela engendre n'aide pas une zone euro qui souffre déjà d'un début d'année difficile. La forte augmentation des taux des obligations italiennes ces dernières semaines ne devrait guère surprendre étant donné les craintes des investisseurs.

Le ralentissement de la croissance de la zone euro rend une remontée de l'inflation vers la cible de 2% de la Banque centrale européenne plus difficile. Cette dernière a clairement indiqué qu'un important degré de stimulation monétaire reste nécessaire pour que l'inflation sous-jacente continue de monter et soutienne l'évolution de l'inflation d'ensemble à moyen terme. En d'autres termes, la politique monétaire va probablement rester accommodante, au moins jusqu'à ce que la croissance reprenne et que les risques comme la tourmente politique et le protectionnisme commercial se dissipent.

Idem pour le Japon où les pressions des prix sont si faibles que sa banque centrale a décidé de ne plus indiquer de date cible à laquelle elle devrait atteindre son objectif de 2%. La contraction inattendue du PIB réel annualisé à 0.6% au T1, la première baisse en neuf mois, n'a pas facilité les choses. La demande intérieure a pénalisé la croissance une deuxième fois en trois trimestres, cette fois-ci en raison de l'investissement résidentiel, s'ajoutant à l'effet ralentisseur des stocks.

Monde : Ralentissement au Japon
Contributions à la croissance du PIB réel

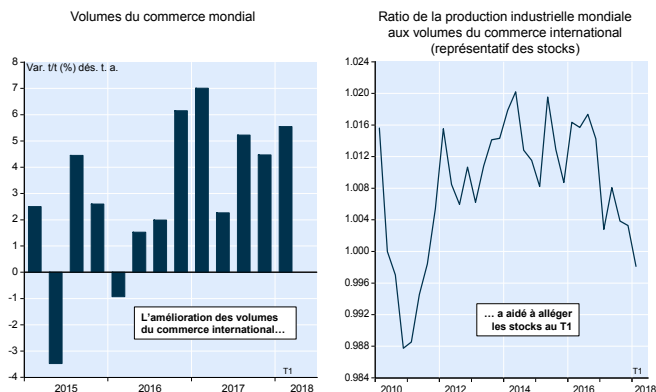


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Mais il y a quand même eu des points positifs au T1. Les marchés émergents sont restés vigoureux et ont même enregistré la croissance de la production industrielle la plus rapide depuis 2012. Cela peut être attribué en partie à l'économie résiliente de la Chine qui semble avoir des répercussions positives sur l'Asie par le biais des chaînes d'approvisionnement. Selon les rapports, la croissance du PIB réel de la Chine aurait été de 6.9% d'une année à l'autre au premier trimestre et l'objectif annuel officiel de 6.5% devrait être respecté.

La poursuite de l'augmentation des volumes du commerce mondial a aussi été positive; celle-ci a dépassé la production industrielle un troisième trimestre de suite au T1. À tel point que le ratio de la production industrielle aux volumes du commerce mondial, représentatif des stocks mondiaux, est descendu au plus bas en 7 ans. C'est de bon augure pour la reconstitution des stocks et donc, pour la production des prochains trimestres. Les indices préliminaires des directeurs des achats de Markit laissent entrevoir une poursuite de l'expansion dans les grandes économies au deuxième trimestre.

Monde : L'amélioration du commerce international a fait baisser les stocks



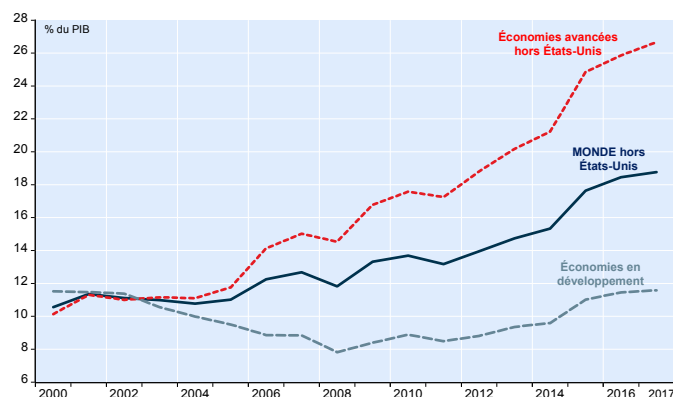
FBN Économie et Stratégie (données du CPB)

Mais il reste des incertitudes importantes au sujet de la durabilité de la croissance des flux de commerce international avec la montée du protectionnisme. Alors que les États-Unis et la Chine ont, semble-t-il, pris un peu leurs distances par rapport à une guerre commerciale totale, la rhétorique dominante est encore loin d'être favorable au commerce. Il reste des points d'interrogation au sujet des droits de douane et de leur incidence sur le commerce. Il faut se rappeler que les États-Unis ont imposé des tarifs à la fin de mai sur les importations d'acier et d'aluminium du Canada, du Mexique et de l'Union européenne. Comme nous l'expliquons dans le plus récent *Mensuel économique*, un ralentissement important du commerce mondial aurait une incidence négative sur la croissance économique de la planète.

Le surendettement menace aussi de déstabiliser l'économie du monde. Non seulement la dette a grimpé à des niveaux jamais vus, mais une grande partie de cette dette a été contractée en monnaie étrangère, ce qui amplifie les risques de défaut. Selon la plus récente revue trimestrielle de la Banque des règlements internationaux, l'encours des dettes en dollars américains à la fin de 2017 en dehors de l'Amérique s'élevait à un record de US\$11,300 milliards.

Monde : La dette libellée en USD atteint un niveau record

Dette libellée en USD détenue en dehors des États-Unis



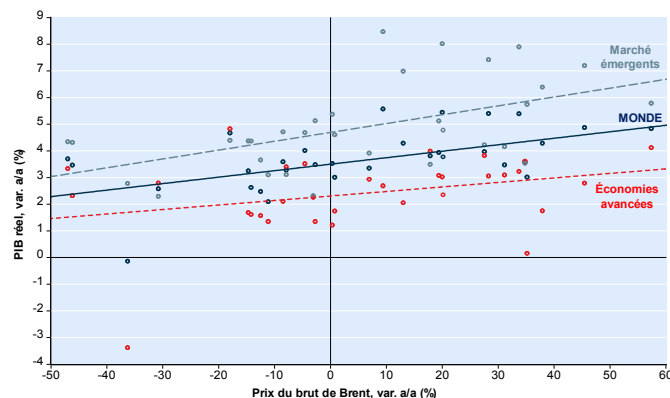
FBN Économie et Stratégie (données du FMI, Banque internationale des règlements)

Si la dette libellée en USD a augmenté sur les marchés émergents à US\$3,700 milliards, ce chiffre est faible comparativement aux emprunts des économies avancées (hors États-Unis) où cette dette a bondi au niveau massif de US\$7,700 milliards. Cela représente à peu près 26% du PIB des économies avancées en dehors des États-Unis, c.-à-d. près du double du niveau d'il y a douze ans. Les investisseurs, qui veulent éviter une nouvelle crise financière, espèrent que les emprunteurs exposés ne succomberont pas à de nouvelles hausses des taux d'intérêt et à l'appréciation de l'USD.

La volatilité des prix du pétrole ajoute aussi aux incertitudes au sujet de la croissance mondiale — les prix du Brent et du WTI sont plus élevés de plus de 30% que l'an dernier. Il est vrai qu'une partie de cette hausse s'explique par une augmentation de la demande mondiale due à l'amélioration de l'activité économique qui a permis d'absorber une offre auparavant pléthorique.

Monde : Le renforcement de l'activité fait monter le prix du brut

PIB réel et prix du brut de Brent, variation annuelle (%) 1980-2017

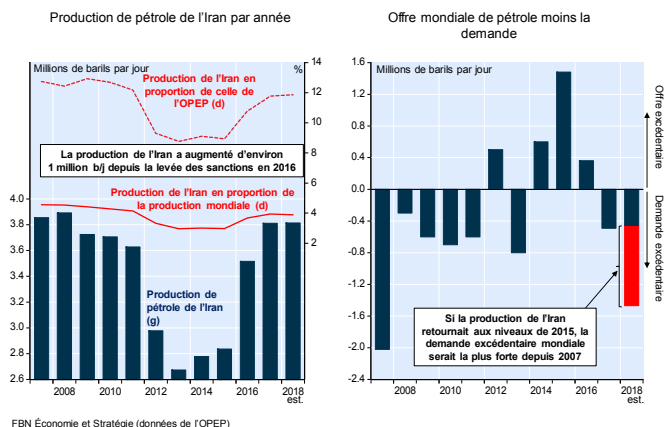


FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

Mais les prix du pétrole plus élevés pourraient aussi refléter l'anticipation de problèmes d'offre à venir. Ainsi, au milieu des années 1970, un choc de l'offre négatif avait eu des implications négatives pour la croissance économique mondiale. L'annonce du retrait des États-Unis de l'accord sur le nucléaire avec l'Iran prépare le terrain pour la réinstauration de sanctions et donc la possibilité d'une restriction des exportations/de l'offre du cinquième producteur mondial de pétrole. On ne sait pas encore précisément comment la production de pétrole iranienne en sera affectée (ni si elle le sera) — puisqu'on ne peut pas exclure la conclusion d'un nouvel accord au cours des prochains mois —, mais il y a des chances que la situation de demande mondiale excédentaire du pétrole ne s'améliore pas à court terme.

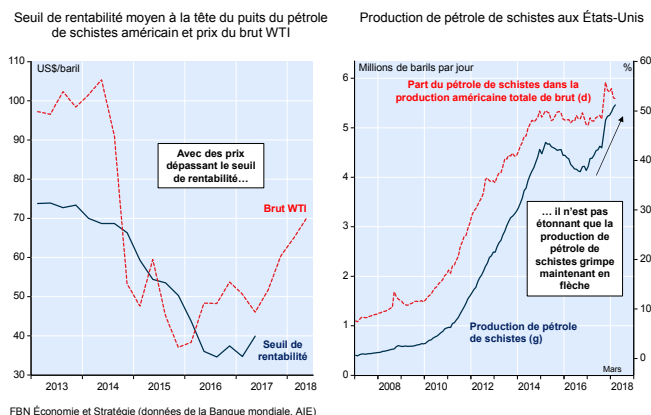
Certes, même avant l'annonce, on projetait que la demande mondiale de pétrole serait supérieure en 2018 d'environ un demi-million de barils par jour (b/j). Si de nouvelles sanctions forcent l'Iran à retourner au niveau de production de brut de 2015, soit une baisse de 1 million b/j par rapport aux niveaux actuels, la demande mondiale excédentaire augmentera à environ 1.5 million b/j, plus que jamais depuis 2007.

Les sanctions contre l'Iran aggravent la demande excédentaire de brut



Mais ces niveaux de prix élevés finiront, à la longue, par déclencher de nouveaux investissements pour éliminer les goulots d'étranglement tels que l'insuffisance de capacités des oléoducs pour les sables bitumineux canadiens et les hydrocarbures de schistes américains et par faire augmenter la production. Le pétrole de schistes, dont la production est rentable quand les prix dépassent les US\$50 le baril, devrait par conséquent voir sa part augmenter au-delà des 50% actuels de la production américaine. En d'autres termes, tout choc de l'offre lié à l'Iran ou flambée des prix du pétrole (s'il se produit) sera probablement de courte durée, surtout maintenant que la Russie et l'Arabie saoudite sont, selon les informations disponibles, moins disposées à limiter l'offre.

Monde : Le pétrole de schistes américain peut-il plafonner le prix du brut?



Nous sommes beaucoup plus préoccupés par les risques mentionnés précédemment, comme les bouleversements politiques et les défaillances sur des dettes qui sont susceptibles d'avoir des effets négatifs plus durables sur l'économie mondiale. Par conséquent, tout en prévoyant que la croissance mondiale reste saine aux alentours de 3.8% cette année et en 2019, nous sommes moins optimistes pour les perspectives à long terme, surtout avec la normalisation des politiques monétaires et budgétaires en vue.

Perspectives mondiales

Prévisions

	2017	2018	2019
Pays avancés	2.3	2.4	2.1
États-Unis	2.3	2.8	2.3
Zone euro	2.5	2.3	1.9
Japon	1.7	1.1	1.1
R.-U.	1.8	1.5	1.5
Canada	3.0	2.2	1.9
Australie	2.3	2.7	2.8
Nouvelle-Zélande	3.0	2.8	2.7
Hong Kong	3.8	3.2	2.7
Corée	3.1	2.9	2.8
Taiwan	2.8	2.7	2.5
Singapour	3.6	3.2	2.8
Asie émergente	6.5	6.5	6.4
Chine	6.9	6.6	6.4
Inde	6.7	7.4	7.6
Indonésie	5.1	5.3	5.4
Malaisie	5.9	5.4	5.2
Philippines	6.7	6.6	6.5
Thaïlande	3.9	4.0	3.7
Amérique latine	1.3	2.4	2.8
Mexique	2.0	2.2	2.3
Brésil	1.0	2.7	3.0
Argentine	2.9	2.6	3.3
Venezuela	-14.0	-10.6	-3.1
Colombie	1.8	3.5	3.5
Europe de l'Est et CEI	3.8	3.3	3.0
Russie	1.5	2.0	1.9
République Tchèque	4.3	3.5	3.0
Pologne	4.6	4.1	3.4
Turquie	7.0	4.4	3.9
M-O et Afrique du N.	2.2	3.2	3.6
Afrique subsaharienne	2.9	3.4	3.7
Pays avancés	2.3	2.4	2.1
Pays émergents	4.7	5.0	5.0
Monde	3.8	3.9	3.8

Source: FBN Économie et Stratégie

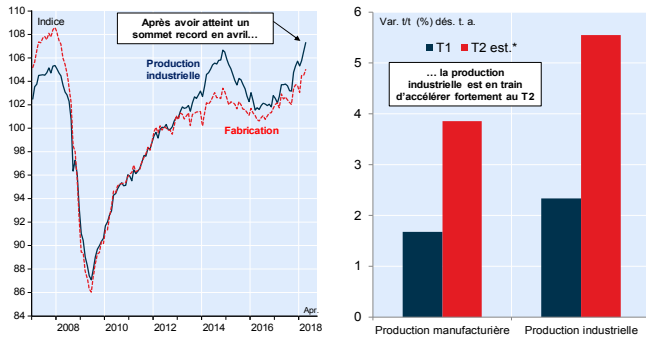
États-Unis : L'inflation à 2% peut-elle durer?

Un cinquième trimestre de croissance à plus de 2% de suite est en vue aux États-Unis. Les dépenses de consommation semblent répondre à l'augmentation du revenu disponible au début du T2 grâce à un marché du travail sain et aux réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers. Les investissements demeurent solides, coïncidant avec la grande confiance des entreprises. Jusque-là, les statistiques ne nous incitent pas à changer d'opinion : la croissance du PIB réel américain friserait les 3% cette année, ce qui est bien supérieur au potentiel. La montée des tensions inflationnistes à court terme n'implique pas que la politique monétaire américaine deviendra exagérément restrictive. L'effet de la hausse des prix du pétrole est passager alors que la persistance d'une croissance des salaires faible continue de semer le doute sur le maintien de l'inflation près de l'objectif de 2% de la Fed.

L'économie américaine semble destinée à enregistrer un cinquième trimestre de suite de croissance de plus de 2%. Entraînée par la fabrication, la production industrielle a atteint un record absolu en avril et est maintenant en passe de croître au T2 plus de deux fois plus vite qu'au trimestre précédent.

La production industrielle a atteint un record historique en avril

Production industrielle et production manufacturière



* Si rien ne change en mai et en juin et sans révision des chiffres des mois précédents
FBN Economie et Stratégie (données de la Réserve fédérale)

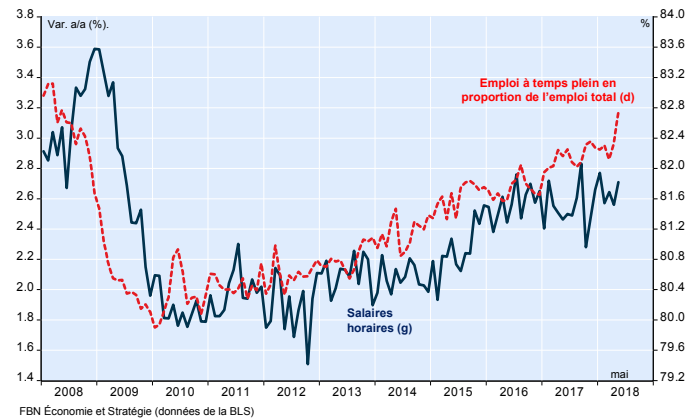
Les dépenses de consommation qui ont marqué une pause au premier trimestre (où le taux d'épargne a grimpé de près d'un demi-point à 3.1%) semblent maintenant accélérer, selon les données du commerce de détail d'avril. Les ventes de base, utilisées pour calculer le PIB en excluant les services alimentaires, les concessions automobiles, les matériaux de construction et les stations-service, ont progressé de 0.4% en avril après une croissance révisée à la hausse de 0.5% le mois précédent. Les consommateurs réagissent apparemment aux taux d'intérêt encore bas, à l'accès à du crédit facile, mais aussi à la bonification des revenus disponibles grâce aux réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers et à un marché du travail sain.

Les effectifs salariés non agricoles ont en effet augmenté de 223,000 en mai et la diffusion était la meilleure en trois mois. La hausse de l'emploi dans des secteurs cycliques concorde avec la poursuite de l'expansion économique au T2.

L'emploi à plein temps a atteint un record absolu en mai, sa part dans l'emploi total ayant augmenté à 82.7%, un pic de dix ans. La timidité des augmentations de salaires est le seul irritant du marché du travail, par ailleurs vigoureux. Les salaires horaires moyens du secteur privé n'ont progressé que de 2.7% d'une année à l'autre, c.-à-d. pas d'amélioration significative par rapport à l'année précédente. Les législations sur le « droit de travailler » et l'automatisation pourraient expliquer la faiblesse de la hausse des salaires dans la fabrication, mais l'insuffisance d'inflation des bas salaires dans le secteur des loisirs et de l'hébergement ne devrait pas étonner, puisque celui-ci tend à employer du personnel relativement peu qualifié au pouvoir de négociation limité.

Part de l'emploi à temps plein dans l'emploi total à un pic de dix ans

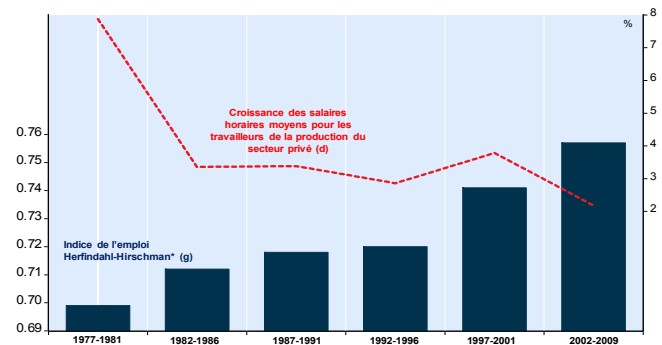
Salaires horaires et Emploi à temps plein en proportion de l'emploi total



D'autres explications ont été avancées par les économistes en ce qui concerne l'aplatissement de la courbe de Phillips aux États-Unis, dont la montée de la mondialisation, les changements technologiques, la démographie et la lenteur de l'accroissement de la productivité. Les recherches les plus récentes du National Bureau of Economic Research imputent la tendance à une croissance lente des bas salaires au caractère monopsonne du marché du travail, c.-à-d. où il n'y a qu'un unique employeur pour acheter le travail.

La faiblesse de l'inflation des salaires serait-elle due aux monopsones?

Moyenne à l'échelle nationale de l'indice de l'emploi Herfindahl-Hirschman* et inflation des salaires



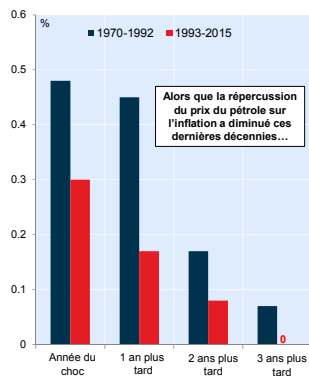
*0 représente la concurrence parfaite et 1 représente l'existence d'un employeur unique
FBN Economie et Stratégie (données de NBER : Strong Employers and Weak Employees: How Does Employer Concentration Affect Wages?)

L'augmentation de la concentration des employeurs, comme en atteste la montée de l'indice de l'emploi Herfindahl-Hirschman, a effectivement coïncidé avec la diminution du taux annuel d'inflation des salaires au cours des quatre dernières décennies. Pourquoi est-ce important ? Parce que, si de tels changements structurels sont suffisamment puissants, la Réserve fédérale pourrait n'avoir que des capacités limitées de maintenir l'inflation près de son objectif de 2%.

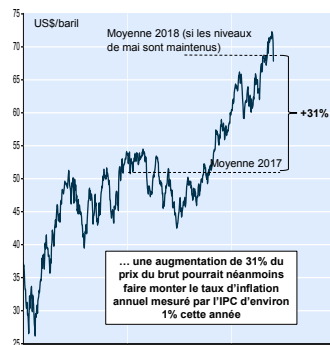
Si le marché du travail n'y parvient pas, la hausse des prix du pétrole pourrait-elle suffire à la Fed et pousser l'inflation de manière durable près de 2% ? Si les niveaux de mai se maintenaient jusqu'à la fin de l'année, le prix du brut WTI s'établirait en moyenne à US\$67 le baril en 2018, en hausse de plus de 30% par rapport à l'an dernier. Cela représente le plus important choc pétrolier depuis 2008 et a, bien sûr, des implications pour l'inflation. La répercussion des prix du pétrole sur l'inflation a diminué au fil des ans, mais ce choc pétrolier est suffisamment fort pour faire monter le taux d'inflation annuel mesuré par l'IPC d'environ 1%. Mais, à moins que les attentes d'inflation n'augmentent aussi nettement, cette poussée des prix due au pétrole sera temporaire. Une étude récente du FMI a montré que l'impact de la hausse des prix du pétrole sur l'inflation américaine se dissipe complètement dans les trois ans qui suivent le choc initial.

États-Unis: Chocs des prix du pétrole et inflation

Incidence d'un choc des prix du pétrole de 10% sur l'inflation américaine mesurée par l'IPC



Prix du brut WTI



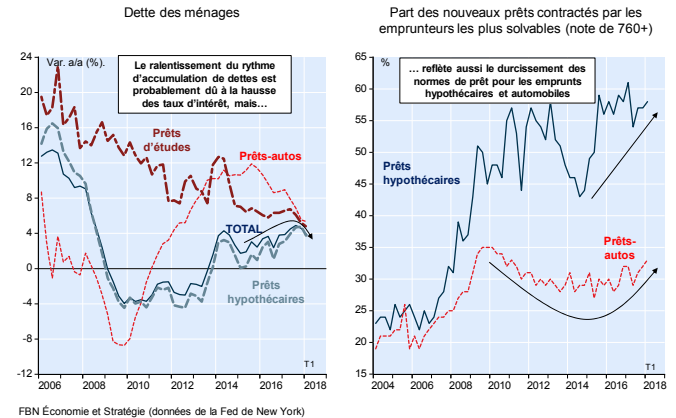
FBN Économie et Stratégie (données du FMI : Choi, Furceri, Loungani, Mishra, Poplawski-Ribeiro: septembre 2017)

En d'autres termes, ces variations de prix n'influenceront probablement pas la politique de la Fed. On se souviendra que le dernier compte rendu de la Fed mentionnait qu'une période temporaire d'inflation modestement supérieure à 2% concorderait avec l'objectif d'inflation symétrique du Comité et pourrait être utile pour ancrer les attentes d'inflation à long terme à un niveau correspondant à cet objectif. La Fed semble aussi penser que les taux d'intérêt ne sont pas loin du taux neutre, ce qui incite à la prudence pendant le resserrement de la politique.

La Fed constatera aussi un ralentissement du rythme d'accumulation de dettes des ménages. Ces dettes ont atteint un nouveau record à US\$13,200 milliards à la fin du premier trimestre, mais le rythme de leur croissance a diminué à tout juste 3.8% d'une année à l'autre, le plus bas niveau depuis 2016. Et là, la décélération ne concerne pas seulement les prêts hypothécaires (qui représentent les deux tiers de la dette totale des ménages), mais est généralisée; les prêts autos et les prêts

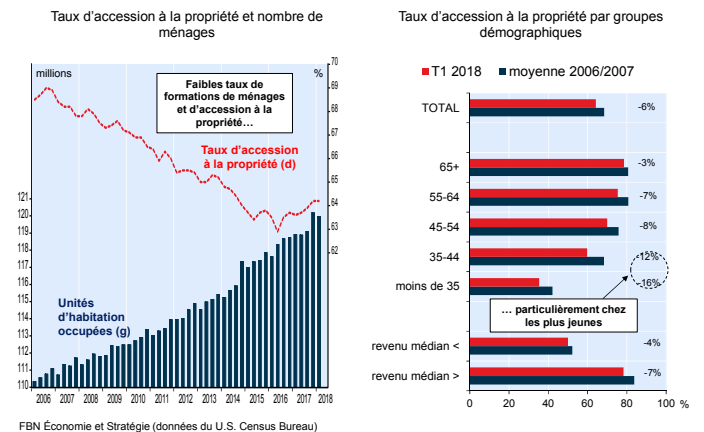
d'études augmentent au rythme le plus lent depuis des années (respectivement, +5.3% et +4.7% a/a). Le ralentissement de l'endettement des ménages reflète la hausse des taux d'intérêt, mais aussi des normes de prêt plus contraignantes, particulièrement pour le crédit hypothécaire et les prêts-autos. Au premier trimestre, un tiers des nouveaux prêts-autos (la plus importante proportion en 7 ans) et près de 60% des nouveaux prêts hypothécaires ont été contractés par des emprunteurs qui ont les plus fortes cotes de solvabilité.

Qu'est-ce qui cause la décélération des emprunts hypothécaires ?



Le lent rétablissement du marché immobilier résidentiel justifie aussi une certaine prudence de la Fed. Le nombre de ménages, représenté par le nombre d'unités d'habitation occupées, a diminué au premier trimestre à tout juste un peu moins de 120 millions. Le taux de propriétaires reste inférieur aux niveaux d'avant la récession pour tous les groupes démographiques, ce qui réduit les dépenses en biens durables. Cela explique en partie pourquoi la croissance de la consommation réelle de 2011 à 2017 a été plus faible d'environ un demi-point de pourcentage chaque trimestre que la moyenne annualisée d'avant la récession.

Le taux d'accession à la propriété est encore déprimé



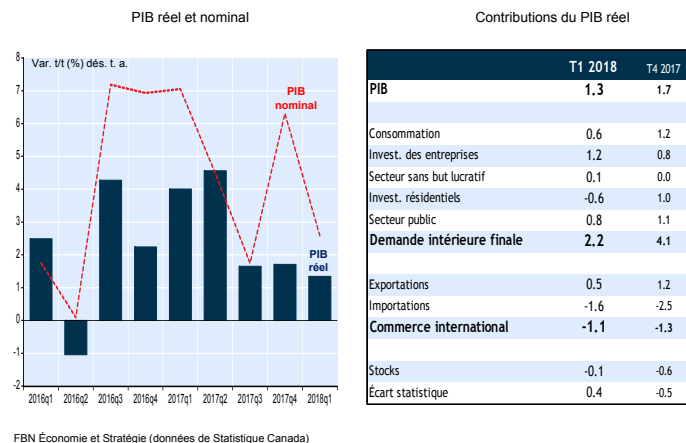
Tout bien compté, alors que la croissance du PIB réel des États-Unis sera probablement voisine de 3% cette année, c.-à-d. bien supérieure au potentiel, nous nous attendons à ce que la Fed fasse preuve de retenue avec au plus deux hausses des taux d'intérêt supplémentaires cette année, dont une en juin.

Canada : Les salaires montent

Maintenant que l'écart de production est résorbé, il n'est pas étonnant que les tensions inflationnistes montent au Canada. La moyenne des trois indicateurs de l'IPC de base situe aujourd'hui l'inflation annuelle au-dessus de 2%, le niveau le plus élevé en six ans. Les salaires croissent aussi au rythme le plus rapide depuis 2012, ce qui laisse anticiper des pressions sur les prix à venir. Nous nous attendons donc à ce que la Banque du Canada reprenne les hausses des taux d'intérêt en juillet. Même si l'économie est exposée à des risques de chute à cause du commerce international, de l'immobilier résidentiel et de la dette des ménages, les taux d'intérêt réels ne devraient sans doute pas être négatifs à ce stade-ci du cycle économique.

Le PIB du Canada a augmenté à un rythme annualisé de 1.3% au premier trimestre de 2018 où la demande intérieure a largement contrebalancé un effet ralentisseur attendu du commerce international, lequel était dû à un bond des importations. Alors que la croissance de la consommation était la plus basse depuis des années, en raison de la faiblesse des revenus réels disponibles et d'une hausse du taux d'épargne, l'économie intérieure a néanmoins été soutenue par les dépenses des administrations publiques et l'investissement des entreprises. Le PIB nominal a augmenté un neuvième trimestre consécutif, ce qui regarnira encore plus les coffres de l'État. Un bon point de départ au T2 — le PIB réel a augmenté de 0.3% avant annualisation en mars — justifie également l'optimisme pour le deuxième trimestre.

L'économie a crû de 1.3% au premier trimestre de 2018

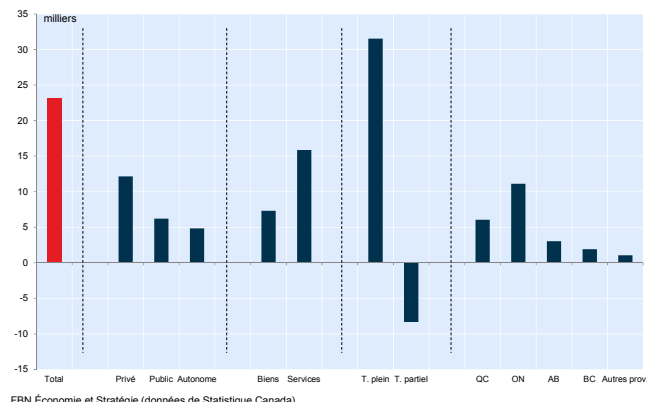


Et si l'on se fie aux pressions à la hausse des prix, il semble que la poursuite de l'expansion économique a résorbé l'écart de production. La moyenne des trois mesures de base de l'IPC présente maintenant un taux d'inflation annuel supérieur à 2% en avril, le plus haut niveau en six ans. La disparition des capacités inutilisées est également apparente sur le marché du travail. Sur une base plus fiable de 12 mois en moyenne — par opposition aux variations d'un mois à l'autre de l'Enquête sur la population active —, le Canada a créé 23,000 nouveaux emplois nets par mois, dont plus de la moitié dans le secteur privé, ce qui est sain. L'accélération apparente des salaires souligne aussi la tension continue sur le marché du travail.

L'Enquête sur la population active d'avril a révélé une augmentation annuelle de 3.6% des salaires horaires moyens, soit la plus forte depuis 2012.

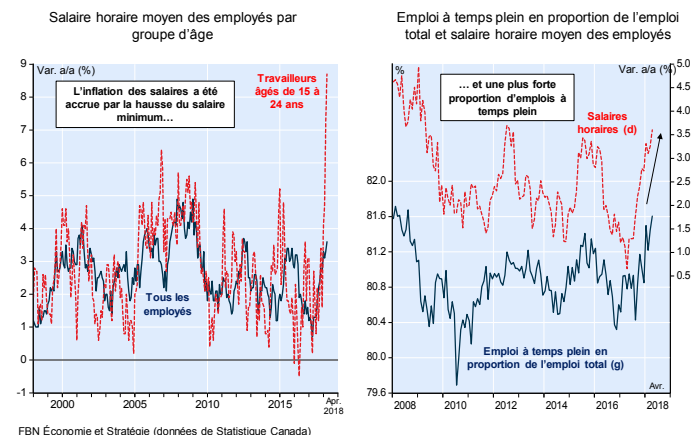
Des résultats plus qu'honorables ces 12 derniers mois

Création d'emplois nets d'après l'Enquête sur la population active, moyenne sur 12 mois



Les augmentations du salaire minimum au Québec (mai 2017), en Colombie-Britannique (septembre 2017), en Alberta, en Saskatchewan et au Manitoba (octobre 2017), dans toutes les provinces de l'Atlantique (avril 2018), et bien entendu en Ontario (janvier 2018) ont clairement amplifié les taux comparables de salaire moyen d'une année à l'autre. Les travailleurs âgés de 15 à 24 ans, c.-à-d. ceux qui sont le plus souvent rémunérés au salaire minimum, enregistrent un taux d'inflation annuel des salaires d'environ 9%, près de deux fois plus que la moyenne de l'ensemble des salariés. Mais la tendance à la hausse de l'inflation des salaires est aussi attribuable à une plus forte proportion d'emplois à plein temps, qui a augmenté à un sommet inégalé depuis dix ans de 81.6% du total des emplois.

Qu'est-ce qui explique le bond de l'inflation des salaires?



Avec la résorption des ressources inutilisées et la montée des tensions inflationnistes, on aurait pu s'attendre à ce que la Banque du Canada resserre sa politique monétaire plus rapidement qu'elle ne l'a fait. La BdC a souligné les incertitudes entourant le commerce international, l'immobilier résidentiel et la sensibilité des ménages à une augmentation des taux d'intérêt pour expliquer son approche ultra-prudente.

Il est vrai que les exportations ont généralement été décevantes — les volumes d'exportations de marchandises autres que l'énergie sont encore inférieurs au niveau de 2007 — et que les négociations de l'ALENA qui continuent n'inspirent pas confiance d'autant plus si l'on considère les tarifs d'importation imposés récemment par les États-Unis sur l'acier et l'aluminium au Canada (ceux-ci représentent environ 4% des exportations de marchandises du Canada vers les États-Unis). Mais tout n'est pas noir dans le commerce international. On se rappellera que les producteurs d'énergie ont bien tiré leur épingle du jeu et ont augmenté les volumes de leurs exportations de 50% sur la dernière décennie. Des indices encourageants apparaissent aussi du côté de l'Accord économique et commercial global (AECG) avec l'Union européenne, qui est entré en vigueur à la fin de septembre 2017. Le commerce bilatéral avec l'Union européenne a bondi à près de CA\$27 milliards au premier trimestre de 2018 (CA\$107 milliards en termes annualisés), soit le plus haut niveau enregistré à ce jour. Les exportations vers l'UE et les importations en provenance de l'UE croissent plus vite que le commerce avec d'autres partenaires, notamment les États-Unis.

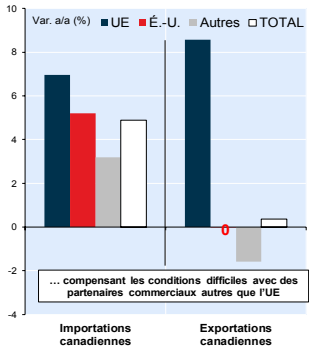
L'AECG est-il aussi bon qu'on le dit?

Commerce bilatéral Canada-UE de marchandises, c.-à-d. exportations canadiennes vers l'UE plus importations canadiennes de l'UE



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Exportations et importations de marchandises au T1 2018



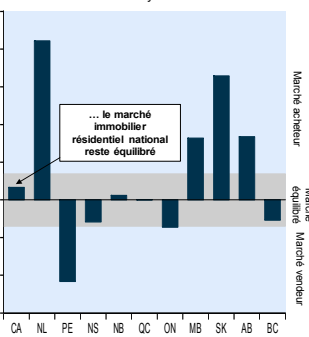
Les craintes concernant l'immobilier résidentiel sont aussi justifiées après des hausses des prix et la montée des taux d'intérêt qui ont rendu l'accession à la propriété moins l'abordable. Des mesures macro-prudentielles plus fermes imposées par le BSIF en début de l'année n'aident pas non plus. La correction continue du marché immobilier ne devrait donc pas étonner.

La correction de l'immobilier résidentiel se prolonge en avril



FBN Économie et Stratégie (données de l'ACI)

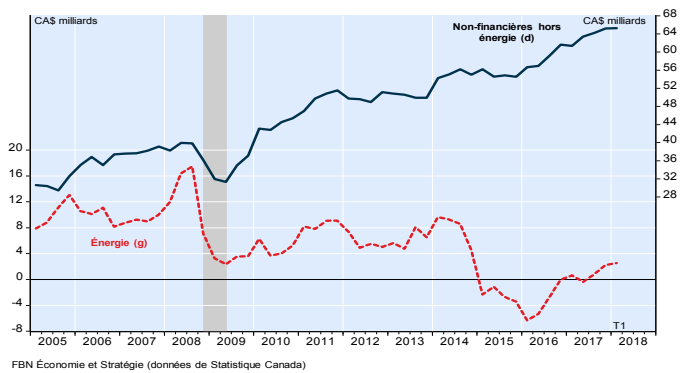
Ratio des inscriptions actives aux ventes en avril 2018, nombre d'écart-types par rapport à la moyenne



Cela dit, la stabilisation apparente des ventes de logements dans des villes comme Toronto et Vancouver laisse penser que la correction pourrait bientôt être terminée. Nous ne nous attendons donc pas à ce que l'immobilier résidentiel canadien devienne favorable aux vendeurs au cours des prochains mois. Cela présume bien entendu qu'il n'y ait pas de choc imprévu sur le marché du travail. Il sera difficile d'égaliser le rythme de création d'emplois de l'an dernier, mais les perspectives d'emploi sont encore bonnes à la lumière des pénuries de main-d'œuvre et de l'amélioration des bénéfices des sociétés. La hausse des prix du pétrole a gonflé les résultats du secteur de l'énergie, mais des bénéfices records dans d'autres secteurs sont aussi de bon augure pour les perspectives d'embauche et d'investissement.

Les bénéfices sont de bon augure pour l'embauche et l'investissement

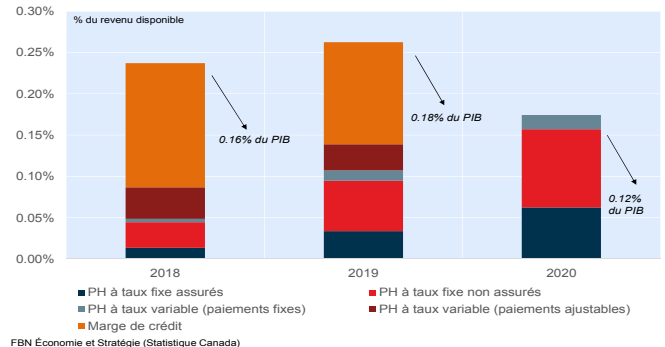
Bénéfice d'exploitation corrigé des effets saisonniers des entreprises non financières (énergie et hors énergie)



Le sort de l'immobilier résidentiel dépendra aussi de la manière dont les Canadiens traiteront leurs dettes dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Nous ne sommes pas particulièrement inquiets à cet égard. Comme le révélait notre récente étude spéciale intitulée « *L'heure juste : les ménages canadiens sont-ils au bord du gouffre?* », le choc de paiement futur entraîné par l'augmentation des taux d'intérêt sera probablement limité, représentant moins de trois dixièmes du revenu disponible en 2018 et 2019 et ne rognant que deux dixièmes de point de pourcentage du PIB.

Le choc des paiements mis en perspective

Augmentation du paiement en pourcentage du revenu disponible



Somme toute, les risques de baisse de l'économie semblent gérables à ce stade-ci. Malgré les incertitudes qui persistent, on peut penser que les taux d'intérêt réels ne devraient pas être négatifs à ce stade-ci du cycle économique. Nous nous attendons par conséquent à ce que la banque centrale reprenne les hausses de taux d'intérêt en juillet.

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	2.8	2.3	2.6	2.7	2.1
Dépenses personnelles	3.6	2.7	2.8	2.5	2.1	2.8	2.2	2.0
Construction résidentielle	10.2	5.5	1.8	1.4	1.8	2.6	1.0	2.0
Investissements des entreprises	2.3	(0.6)	4.7	6.1	3.0	6.3	5.4	2.0
Dépenses publiques	1.4	0.8	0.1	1.8	2.1	0.7	2.0	2.0
Exportations	0.4	(0.3)	3.4	3.7	1.2	5.0	2.5	1.0
Importations	5.0	1.3	4.0	3.8	1.4	4.7	2.0	1.2
Variation des stocks (milliards \$)	100.5	33.4	15.2	19.4	17.4	15.6	18.7	16.7
Demande intérieure	3.3	2.1	2.5	2.8	2.2	2.9	2.5	2.0
Revenu réel disponible	4.2	1.4	1.2	1.9	1.7	1.9	2.1	1.7
Emploi	1.7	1.7	1.3	1.5	1.1	1.2	1.6	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	4.6	5.6	2.7	5.1	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**

	actuel					2017	2018	2019
	01-06-18	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019			
Taux cible fonds fédéraux	1.75	2.25	2.25	2.50	2.50	1.50	2.25	3.00
Bons du Trésor 3 mois	1.88	2.13	2.08	2.25	2.37	1.37	2.08	2.83
Obligations fédérales								
2 ans	2.47	2.68	2.77	2.89	2.98	1.89	2.77	3.20
5 ans	2.74	2.95	3.03	3.09	3.13	2.20	3.03	3.32
10 ans	2.89	3.07	3.18	3.29	3.33	2.40	3.18	3.47
30 ans	3.04	3.20	3.30	3.40	3.43	2.74	3.30	3.55
Taux de change								
US\$/Euro	1.17	1.18	1.21	1.25	1.23	1.20	1.21	1.26
YEN/\$US	110	112	114	114	112	113	114	112

** fin de période

Dynamique trimestrielle

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

Canada Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	1.0	1.4	3.0	2.2	1.9	3.0	2.3	1.6
Dépenses personnelles	2.1	2.4	3.5	2.3	1.9	3.4	2.1	1.6
Construction résidentielle	3.8	3.3	2.9	0.0	(2.8)	4.6	(3.1)	(3.0)
Investissements des entreprises	(11.3)	(9.4)	2.8	5.8	2.7	8.9	3.0	4.2
Dépenses publiques	1.4	2.7	2.6	3.3	2.2	3.3	2.8	2.0
Exportations	3.5	1.0	1.1	2.6	3.5	0.5	4.6	2.7
Importations	0.7	(1.0)	3.6	3.4	2.2	6.9	2.0	2.7
Variation des stocks (millions \$)	4,711	978	13,921	6,705	2,853	15,759	1,204	2,833
Demande intérieure	0.3	1.1	3.0	2.7	1.7	4.0	2.0	1.6
Revenu réel disponible	3.5	1.3	3.7	2.4	1.6	3.3	1.5	1.5
Emploi	0.9	0.7	1.9	1.3	0.9	2.1	0.8	0.8
Taux de chômage	6.9	7.0	6.3	5.7	5.5	6.0	5.6	5.5
Taux d'inflation	1.1	1.4	1.6	2.3	2.1	1.8	2.2	2.5
Bénéfices avant impôts	(19.8)	(1.9)	19.9	6.0	6.3	7.9	8.3	5.0
Compte courant (milliards, \$)	(71.5)	(65.4)	(63.3)	(72.0)	(59.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	<i>actuel</i>					2017	2018	2019
	01-06-18	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019			
Taux à un jour	1.25	1.50	1.75	2.00	2.00	1.00	1.75	2.25
Bons du Trésor 3M	1.28	1.65	1.88	1.96	2.18	1.06	1.88	2.21
Obligations fédérales								
2 ans	1.92	2.11	2.17	2.32	2.38	1.69	2.17	2.55
5 ans	2.12	2.30	2.35	2.50	2.63	1.87	2.35	2.78
10 ans	2.25	2.54	2.63	2.82	2.93	2.04	2.63	3.09
30 ans	2.28	2.56	2.65	2.84	2.95	2.26	2.65	3.11
Taux de change								
CAD par USD	1.30	1.23	1.21	1.20	1.22	1.25	1.21	1.22
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	66	69	72	70	68	60	72	66

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.7	1.7	1.3	2.5	3.2	2.2	1.6	1.5
IPC (var. a/a %)	1.4	1.8	2.1	2.5	2.6	2.2	1.7	1.9
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.4	1.6	1.8	1.8	1.9	2.0	1.6	2.0
Taux de chômage (%)	6.2	6.0	5.8	5.8	5.6	5.6	5.5	5.5

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2015	2016	2017e	2018p	2019p		2015	2016	2017e	2018p	2019p
	PIB réel (croissance en %)						PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.7	1.9	2.1	1.9	3.0		-11.5	2.6	8.6	7.8	3.1
Île-du-Prince-Édouard	1.3	2.3	3.2	2.5	2.0		3.9	4.0	5.4	4.4	4.5
Nouvelle-Écosse	1.4	0.8	1.2	0.7	1.0		2.1	2.8	2.8	3.6	3.0
Nouveau-Brunswick	2.4	1.2	1.9	1.2	1.3		2.0	3.6	5.4	5.3	3.7
Québec	1.0	1.4	3.1	2.1	1.8		2.4	2.7	5.3	3.6	3.4
Ontario	2.9	2.6	2.7	2.3	1.8		5.0	4.3	4.5	4.0	3.8
Manitoba	1.3	2.2	2.8	2.2	1.5		3.3	2.3	4.9	4.7	3.6
Saskatchewan	-1.0	-0.5	2.9	1.5	2.5		-5.4	-4.0	6.5	6.7	3.9
Alberta	-3.7	-3.7	4.9	2.6	1.9		-12.0	-4.9	7.2	6.8	3.2
Colombie-Britannique	3.5	3.5	3.9	2.4	2.0		4.0	4.8	7.1	5.7	3.8
Canada	1.0	1.4	3.0	2.2	1.9		0.2	2.0	5.4	4.0	3.9
	Emploi (croissance en %)						Taux de chômage (%)				
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	10.5	9.9
Nouvelle-Écosse	0.1	-0.4	0.6	1.8	0.2		8.6	8.3	8.4	7.4	6.9
Nouveau-Brunswick	-0.6	-0.1	0.4	0.4	0.2		9.8	9.5	8.1	8.0	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	5.3
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	6.7	5.8
Colombie-Britannique	1.2	3.2	3.7	1.1	1.5		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	5.7	5.5
	Mises en chantier de logements (000)						IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.7	1.4	1.4	1.6	1.3		0.4	2.7	2.3	2.0	2.0
Île-du-Prince-Édouard	0.6	0.6	0.9	1.0	0.6		-0.6	1.2	1.8	2.3	2.0
Nouvelle-Écosse	3.8	3.8	4.0	3.7	3.4		0.4	1.2	1.1	2.3	2.0
Nouveau-Brunswick	2.0	1.8	2.3	1.7	1.6		0.5	2.2	2.3	2.4	2.0
Québec	37.9	38.9	46.5	52.0	40.0		1.1	0.7	1.1	1.9	1.9
Ontario	70.2	75.0	79.0	74.6	69.0		1.2	1.8	1.7	2.4	2.2
Manitoba	5.5	5.3	7.5	6.2	5.0		1.2	1.3	1.6	2.5	2.1
Saskatchewan	5.1	4.8	4.9	3.2	4.0		1.6	1.1	1.7	2.6	2.0
Alberta	37.3	24.5	29.5	26.2	24.0		1.1	1.1	1.5	2.6	2.1
Colombie-Britannique	31.4	41.8	43.7	42.8	35.0		1.1	1.8	2.1	2.4	2.2
Canada	195.5	197.9	219.7	213.0	183.9		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.

Le mensuel économique

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 SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.