

15 septembre 2023

Par Daren King, Jocelyn Paquet et al.

## Table des matières

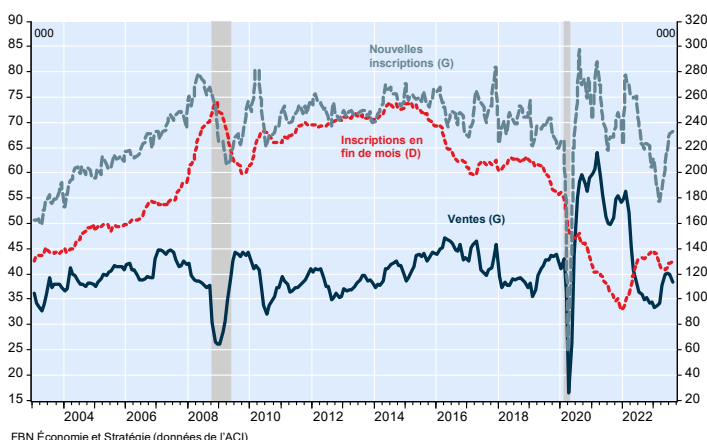
- Ce que nous surveillons ..... P. 9
- Calendrier économique ..... P. 10
- Mise à jour hebdomadaire ..... P. 11

## Revue de la semaine

**CANADA:** Sur une base désaisonnalisée, les **ventes de logements** ont diminué de 4,1 % de juillet à août, soit une deuxième contraction mensuelle consécutive à la suite du renouvellement du cycle de resserrement monétaire de la Banque du Canada.

### Canada: Ventes de logements et inscriptions

Désaisonnalisées. Dernière observation: août 2023

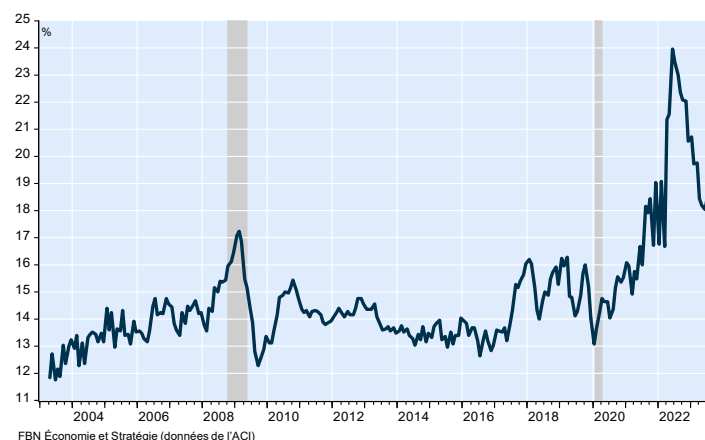


Des hausses de ventes ont été observées dans 5 des 10 provinces, notamment à Terre-Neuve (+18,0 %), au Nouveau-Brunswick (+12,5 %) et en Alberta (+2,8 %), alors que des baisses en Colombie-Britannique (-10,7 %), en Ontario (-6,2 %) et au Québec (-4,9 %) ont complètement effacé ces gains. Avec l'impact croissant des hausses de taux d'intérêt et notre anticipation d'un ralentissement du marché du travail, le marché immobilier pourrait continuer à perdre de la vigueur dans les mois à venir. Toutefois, la croissance démographique record que nous connaissons actuellement dans le pays empêchera une baisse significative de l'activité.

Du côté de l'offre, les nouvelles inscriptions ont augmenté de 0,8 % en août, soit une cinquième hausse mensuelle consécutive. Un autre signe d'essoufflement du marché immobilier est la proportion d'annonces annulées au cours du mois, qui continue d'augmenter, signe que certains vendeurs sont découragés par les récentes hausses des taux d'intérêt.

### Canada: Proportion des inscriptions actives annulées

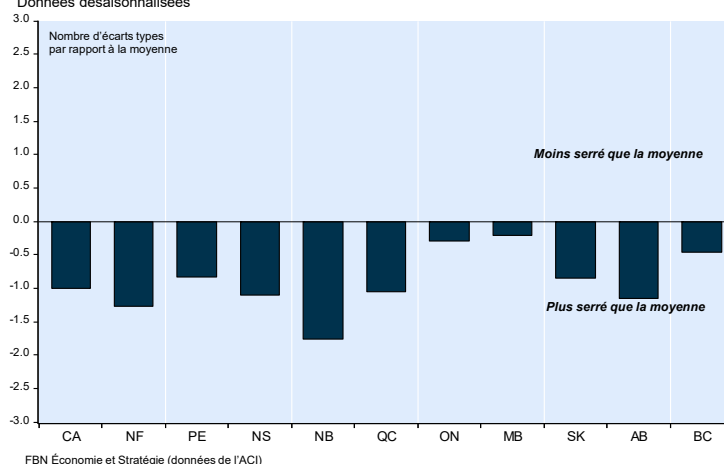
Moyenne mobile 3 mois. Désaisonnalisées. Dernière observation: août 2023



Dans l'ensemble, les inscriptions actives ont augmenté de 1,9 %, soit une troisième hausse mensuelle consécutive. Par conséquent, le nombre de mois d'inventaire (inscriptions actives/ventes) est passé de 3,2 en juillet à 3,4 en août. Ce chiffre reste supérieur au creux de 1,7 atteint lors de la pandémie, mais reste faible sur une base historique. Dans l'ensemble, le ratio inscriptions actives/ventes est toujours plus serré que sa moyenne historique dans toutes les provinces.

### Canada: Ratio des inscriptions aux ventes

Données désaisonnalisées



Sur douze mois, les ventes de logements ont augmenté de 5,3 % par rapport au mois d'août de l'année dernière, soit une quatrième hausse annuelle consécutive. Les ventes ont augmenté dans huit provinces, les hausses les plus importantes ayant été observées en Alberta (+21,4 %) et en Colombie-Britannique (+16,3 %). Pour les huit premiers mois de 2023, les ventes cumulées ont diminué de 15,0 % par rapport à la même période l'an dernier et ont atteint leur plus bas niveau depuis 2009.

Les **ventes manufacturières** ont augmenté de 1,6 % en juillet, dépassant les attentes du consensus qui tablait sur une

progression mensuelle de 0,7 %. Le résultat du mois précédent a été révisé à la baisse, passant de -1,7 % à -2,0 %, ce qui a partiellement atténué la surprise. La hausse des ventes provient à la fois des biens durables (+1,6%) et non durables (+1,5%). En ce qui concerne les biens non durables, l'amélioration est venue principalement de l'industrie alimentaire (+3,1%), des produits du pétrole et du charbon (+4,6%) et de l'industrie de l'habillement (+11,1%). Ces gains ont plus que compensé les pertes enregistrées dans la fabrication de papier (-4,6%), de produits en plastique/caoutchouc (-3,4%) et de textiles (-5,5%). En ce qui concerne les biens durables, la hausse provient des gains enregistrés dans les secteurs du matériel de transport (+2,4%), des métaux de première fusion (+3,3%) et de la métallurgie (+3,4%), qui ont plus que compensé les baisses enregistrées dans la fabrication de produits d'ameublement (-3,0%) et de produits informatiques/électroniques (-2,8%). En ce qui concerne l'industrie du matériel de transport, la hausse provient des véhicules automobiles (+3,5%) et des pièces pour véhicules automobiles (+3,5%), tandis que les produits aérospatiaux (-3,9%) et le matériel roulant ferroviaire (-11,0%) ont enregistré des baisses. Au total, les ventes ont augmenté dans 11 des 21 industries couvertes. Au niveau provincial, sept provinces ont enregistré une hausse mensuelle, les plus fortes augmentations ayant été observées au Québec (+3,9 %), en Saskatchewan (+22,1 %) et en Alberta (+4,5 %), tandis que le Manitoba (-10,7 %) et la Colombie-Britannique (-4,0 %) ont affiché des baisses. Une fois l'effet des prix éliminé, les ventes totales des usines ont augmenté de 0,9 % en juillet, tandis que les stocks réels ont diminué de 1,2 %. Par conséquent, le ratio des stocks réels par rapport aux ventes a diminué de 1,75 à 1,71, ce qui reste élevé. Le taux d'utilisation des capacités non corrigé des variations saisonnières de l'ensemble des secteurs manufacturiers est passé de 80,8 % en juin à 77,6 % en juillet.

Les principaux contributeurs à cette augmentation ont été les produits alimentaires et les produits pétroliers/charbon. Dans le premier cas, après cinq mois consécutifs de baisse, Statistique Canada a noté que la croissance a été alimentée par des gains dans le secteur des céréales, les activités ayant repris après des travaux d'entretien dans les usines. De plus, les volumes et les prix ont augmenté au cours du mois. En ce qui concerne les produits énergétiques, les gains peuvent être attribués principalement à la hausse des prix, la croissance des volumes ayant été plus tiède en juillet. La solide augmentation mensuelle globale a été complétée par de fortes expéditions de véhicules à moteur et de pièces détachées, ces industries continuant à bénéficier d'un accès plus facile aux semi-conducteurs et d'un assouplissement des chaînes d'approvisionnement. Dans la foulée, les ventes de véhicules automobiles ont atteint leur plus haut niveau depuis mai 2017. Il reste à voir si la vigueur persistera dans la fabrication d'automobiles et de pièces détachées dans un contexte où les dépenses discrétionnaires pourraient s'affaiblir dans un environnement économique moins porteur, combiné à une grève potentiellement prolongée dans le secteur automobile américain. Ce qui est peut-être le plus surprenant dans ce rapport, c'est l'impact relativement limité de la grève dans le plus grand port du Canada. En effet, si les livraisons manufacturières ont baissé de manière significative en Colombie-Britannique (-4,0 %), les pertes ont été principalement limitées aux produits du papier et aux

produits chimiques en raison des pénuries de matières premières et des interruptions de transport. Bien que la grève ait pris fin au début du mois d'août, il pourrait y avoir des répercussions persistantes dans le prochain rapport, à mesure que les activités reprennent. Au niveau national, les ventes en volume ont augmenté un peu moins que les ventes nominales, enregistrant une hausse de 0,9 % en juillet après une baisse de 1,4 % en juin. Ainsi, les livraisons manufacturières sont en voie de contribuer à la croissance au troisième trimestre de l'année (après un mois de données) après avoir été essentiellement stables au deuxième trimestre. Toutefois, dans un contexte de stocks toujours élevés et de ralentissement de la demande mondiale, il reste à voir si cette vigueur mensuelle se maintiendra au troisième trimestre.

Après avoir diminué de 6.2% en juin, les **ventes en gros** nominales ont augmenté de 5.3% en juillet. Sans le pétrole, les produits du pétrole et autres hydrocarbures et les oléagineux et céréales, les ventes en gros étaient en hausse de 0.2% pendant le mois. Elles ont augmenté dans 3 des 7 sous-secteurs suivis. Les véhicules et pièces automobiles (+3.9%) et les matériaux de construction (+2.7%) ont fortement augmenté, tandis que le segment des aliments, boissons et tabac était relativement stable (+0.1%). D'autre part, les plus fortes baisses ont été observées dans les catégories des produits agricoles (-3.7%), des produits divers (-2.5%) et des machines et du matériel (-2.2%). Les stocks ont augmenté de 1.3% pendant le mois. En volumes, les ventes en gros totales excluant le pétrole, les oléagineux et les céréales ont augmenté de 0.2% en juillet.

**ÉTATS-UNIS :** Après avoir progressé de 0.2% en juillet, l'**indice des prix à la consommation** a crû de 0.6% en août, comme s'y attendaient les analystes. Les prix du segment de l'énergie ont bondi de 5.6% grâce à l'essence (+10.6%) et au mazout (+9.1%). Le coût des produits alimentaires, cependant, a augmenté de 0.2%. L'IPC de base, qui exclut les aliments et l'énergie, a progressé de 0.3%, plus que le consensus de +0.2%.

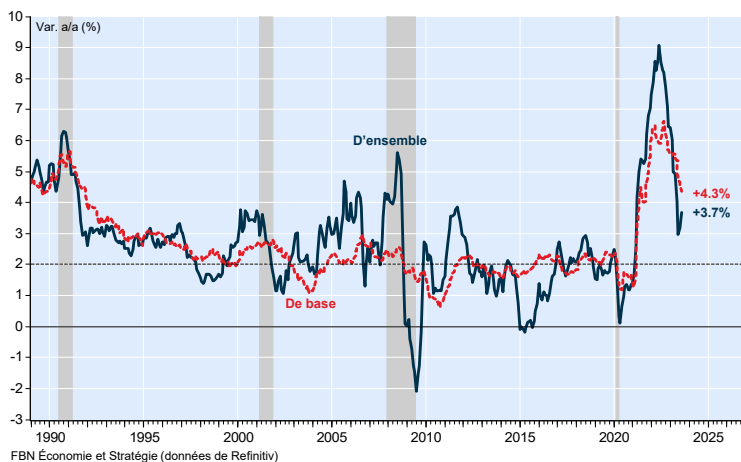
Les prix hors services énergétiques ont augmenté de 0.4% grâce à des gains dans les catégories du logement (+0.3%), de l'entretien des véhicules automobiles (+1.1%) et de l'assurance (+2.4%). Les prix des billets d'avion ont augmenté pour la première fois en cinq mois, probablement à cause de la hausse des prix du kérosène.

Le coût des produits de base, cependant, a reculé de 0.1%, enregistrant un troisième repli d'affilée pour cet indicateur. Les véhicules d'occasion ont connu de nouveau une forte baisse (-1.2%), qui a toutefois été en partie contrebalancée par des gains solides dans les catégories des produits de base de soins médicaux (+0.6%) et du tabac et produits à fumer (+0.6%).

Sur 12 mois, l'inflation d'ensemble s'est établie à un niveau inégalé depuis 3 mois de 3.7%, en hausse par rapport à 3.2% le mois précédent et un dixième au-dessus de la prévision médiane des économistes. La mesure de base sur 12 mois, cependant, est passée de 4.7% à un creux sans égal depuis 23 mois de 4.3%. Ce résultat concordait avec le consensus.

### États-Unis : L'inflation de base à un creux inégalé depuis 23 mois

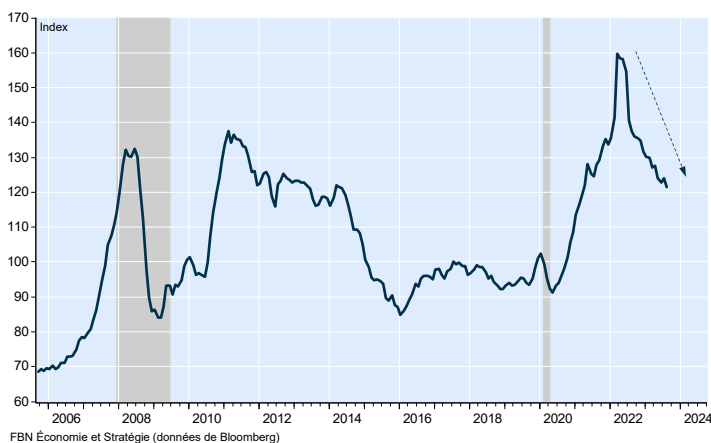
Indice des prix à la consommation



Le rapport sur l'IPC du mois d'août a légèrement dépassé les attentes. Malgré une variation mensuelle de l'IPC d'ensemble conforme aux attentes, l'indice de base a augmenté un peu plus que prévu. Comme on s'y attendait, les prix d'ensemble ont largement profité de la hausse du segment de l'énergie, les prix de l'essence augmentant au rythme le plus fort depuis mars 2022. Les prix des aliments ont continué d'augmenter, mais à un rythme relativement lent, ce qui concorde avec la baisse des prix mondiaux annoncée par l'indice FAO.

### La stabilisation des prix des aliments fait écho à l'indice FAO

Indice FAO des prix des produits alimentaires mondiaux

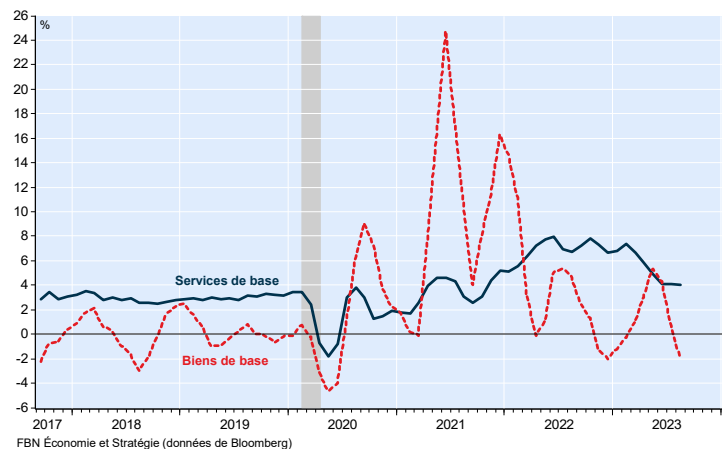


La composante des biens de base a enregistré sa troisième contraction mensuelle consécutive et s'orientait vers une baisse annualisée de 1.9% sur les trois derniers mois. Cet accès de faiblesse reflète plusieurs facteurs, comme le rééquilibrage de la demande de consommation en faveur des services, la baisse des coûts du transport international, une fluidification des chaînes d'approvisionnement et la chute des prix à la production en Chine, ce qui a contribué à faire baisser les prix à l'importation. Mais, par-dessus tout, la baisse était due à un net ralentissement dans le secteur des véhicules d'occasion. L'explosion des coûts de financement observée sur ce marché, conjuguée à une offre croissante, a déjà contribué à faire baisser les prix de 9.9% depuis leur pic, et d'autres replis sont attendus à l'avenir. Bien que ces

deux marchés ne sont pas toujours synchronisés, nous nous attendons également à ce que les prix des véhicules neufs diminuent au cours des prochains mois, mais dans une moindre mesure, ce qui devrait contribuer à limiter la hausse des prix des biens à l'avenir.

### Les prix des biens de base de nouveau en déflation

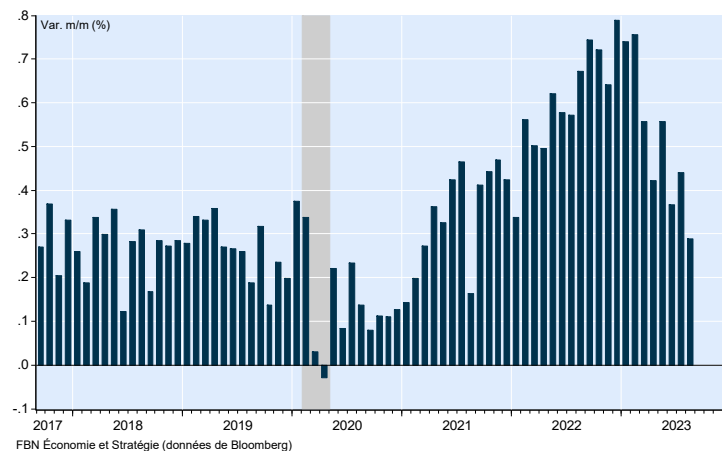
IPC, indices des services/biens de base (sans les aliments et l'énergie), variations sur 3 mois annualisées



Toutefois, la question qui se pose réellement est de savoir si la faiblesse persistante du segment des biens suffira à compenser les tensions inflationnistes persistantes du côté des services. Pour le moment, la réponse est non. Il y avait certes des signes encourageants dans le rapport d'août, où nous avons pu relever la plus faible hausse des coûts du logement en deux ans.

### Les hausses des coûts du logement baissent rapidement

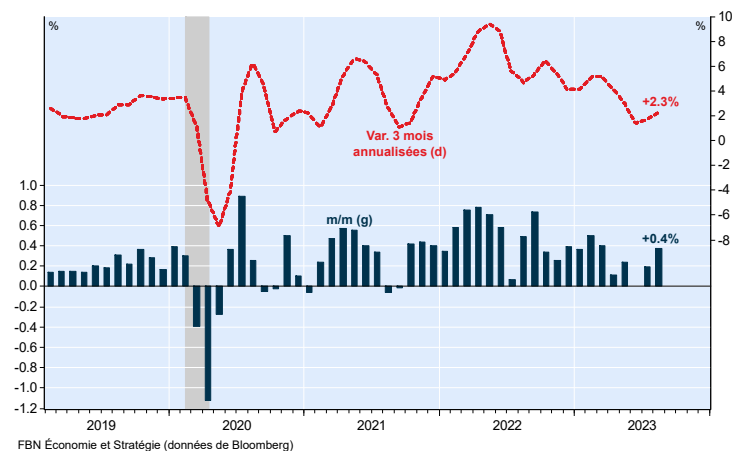
Indice des prix à la consommation, composante du logement



Mais, comme nous l'avons déjà mentionné à plusieurs reprises, les fluctuations des prix dans le secteur du logement se répercutent sur l'IPC avec un retard considérable, ce qui signifie que l'actuel ralentissement des coûts du logement reflète la faiblesse des prix des maisons observée plus tôt cette année, et non les conditions réelles du marché. Sans la catégorie du logement, les prix des services de base ont réaccélééré en août (+0.4% m/m), soutenus par de fortes hausses des prix des assurances et de la maintenance des véhicules à moteur, ainsi que des billets d'avion.

### L'inflation des services hors logement croît comme jamais en 5 mois

Indice des prix à la consommation, services de base excluant le logement



Qu'est-ce que cela signifie pour la Fed? En théorie, la banque centrale devrait se projeter au-delà de tout rebond de l'inflation, causé en grande partie par une hausse des prix de l'énergie. Toutefois, dans un contexte où l'inflation dépasse le taux cible de la banque centrale depuis plus de deux ans, cette approche sera très difficile à mettre en pratique. Si la banque centrale laissait faire, cela pourrait en effet être interprété par les marchés comme un manque de détermination de sa part, ce qui s'avérerait contre-productif dans la mesure où cela pourrait donner lieu à des anticipations d'inflation plus élevées. D'autant plus que les données économiques publiées jusqu'à présent dénotent une croissance très solide au troisième trimestre.

La banque centrale aurait peut-être pu ignorer le rebond de l'inflation d'ensemble si elle avait été convaincue qu'un ralentissement se présenterait rapidement. Mais, comme les prix du pétrole ont continué d'augmenter en septembre, atteignant leur niveau le plus élevé de l'année, une annulation rapide de la progression du mois d'août semble peu probable. La persistance des pressions sur les prix dans le segment des services de base est un autre élément qui pourrait pousser la Fed à durcir le ton. À ce titre, nous pensons qu'une nouvelle hausse des taux d'ici la fin de l'année n'est pas à exclure, même si un nouveau resserrement de la politique monétaire ne ferait, selon nous, qu'accroître les risques d'une contraction économique en 2024.

Les **ventes au détail** ont augmenté de 0.6% en août, dépassant le pronostic consensuel de +0.1%. Le résultat du mois précédent, cependant, a été révisé de +0.7% à +0.5%. Les ventes de véhicules et pièces automobiles ont contribué positivement au résultat d'ensemble, ayant crû de 0.3% pendant le deuxième mois du T3. Sans l'automobile, les ventes au détail ont augmenté de 0.6%, dépassant le consensus, car les gains dans les stations-service (+5.2%), les catégories des vêtements (+0.9%) et du matériel électronique (+0.7%) n'ont été qu'en partie contrebalancés par des baisses dans les segments des articles de sport (-1.6%), des articles divers (-1.3%) et de l'ameublement (-1.0%). Les dépenses dans les restaurants et bars ont progressé de 0.3% sur une base mensuelle. Au total, les ventes ont crû dans 9 catégories sur les 13 suivies. Les ventes de base (excluant les services alimentaires, les

concessionnaires automobiles, les matériaux de construction et les stations-service), qui sont utilisées pour calculer le PIB, ont augmenté de 0.1%.

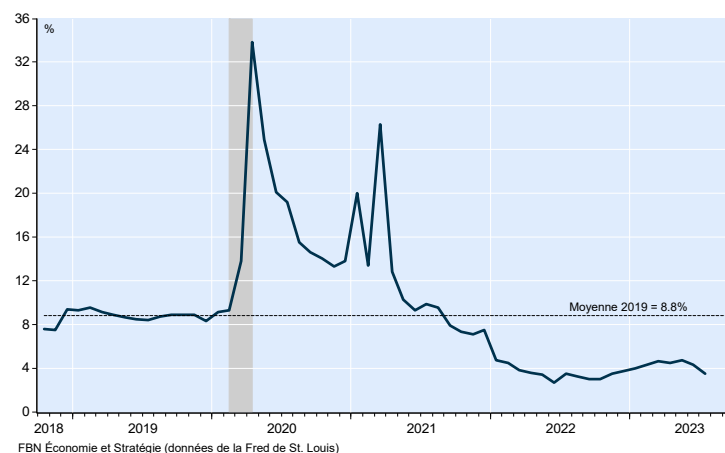
Une fois de plus en août, les données sur les ventes au détail étaient plus solides que prévu. Ce résultat doit toutefois être mis en perspective, car la hausse mensuelle reflétait l'augmentation des prix pendant le mois – rappelons que le rapport sur l'IPC de cette semaine révélait que les prix des biens avaient monté de 1.0% en août. En particulier, les recettes des stations-service ont profité de fortes hausses des prix à la pompe. Sans cette dernière catégorie, les ventes au détail ont augmenté plus faiblement, de 0.2%. Les ventes discrétionnaires étaient également bien moins impressionnantes que le chiffre des ventes au détail d'ensemble, mais la progression de 0.1% enregistrée dans ce segment peut difficilement être qualifiée de catastrophique compte tenu du solide gain du mois précédent (+0.7%). En attendant les données du dernier mois, les ventes discrétionnaires s'orientent vers une solide expansion annualisée de 4.8% au T3.

La hausse constante des dépenses dans les bars et restaurants en août était une autre bonne nouvelle du rapport, car elle donne à croire que les dépenses consacrées aux services (qui comptent plus pour le PIB que les dépenses consacrées à des biens) sont restées solides pendant le mois. La forte baisse des ventes de meubles, d'autre part, reflétait un marché immobilier toujours déprimé. Rappelons que les reventes de logements restent inférieures d'environ 20% à 25% à leur niveau d'avant la pandémie.

Bien que le processus soit manifestement plus lent que prévu, nous continuons de nous attendre à une détérioration de la situation des ménages à l'avenir et, par conséquent, à une forte diminution des dépenses de consommation. Rappelons que les dépenses ont été alimentées au T3 par les tournées de concerts de Taylor Swift et de Beyonce, ainsi que par les films à succès Barbie et Oppenheimer, qui ont représenté ensemble environ \$8 milliards de dépenses. Malheureusement, dans un contexte où les dépenses des ménages ne s'accompagnent pas d'une augmentation corollaire du revenu disponible, mais plutôt d'une forte baisse du taux d'épargne, il y a fort à craindre que la vigueur soit de très courte durée.

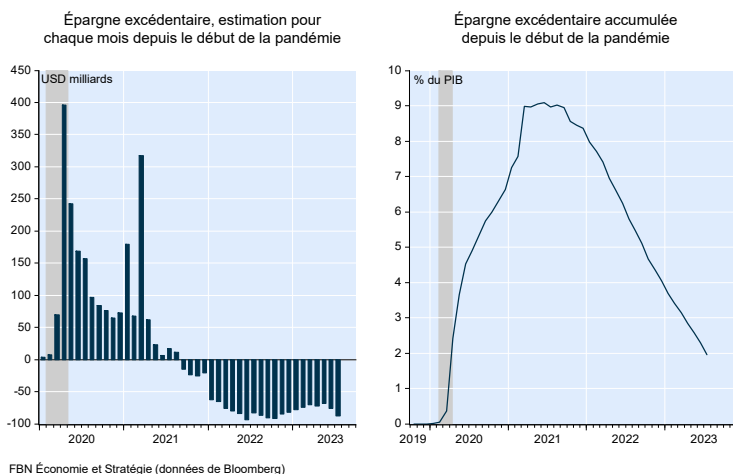
### La consommation s'est accompagnée d'une baisse du taux d'épargne

Épargne en pourcentage du revenu disponible (taux d'épargne)



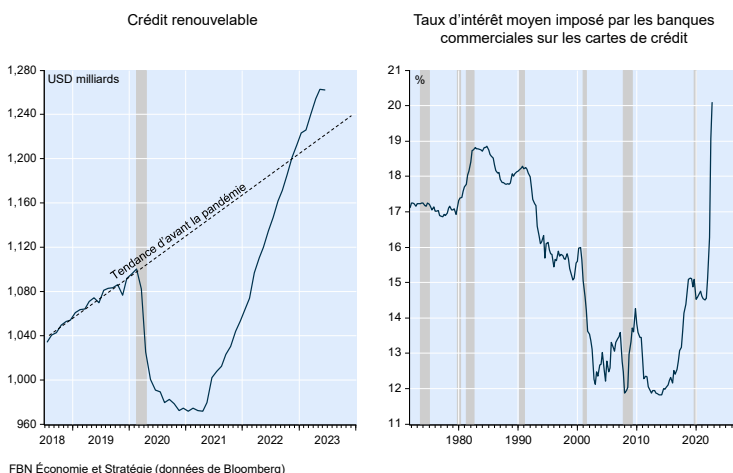
Il semble en effet que, pour financer leurs largesses, les consommateurs aient une fois de plus puisé largement dans l'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie, laquelle, d'après nos calculs, devrait être entièrement dilapidée d'ici la fin de l'année.

### L'épargne excédentaire sera totalement épuisée d'ici la fin de l'année



Les données publiées récemment par la Réserve fédérale donnent à croire que les dépenses ont également reposé sur une utilisation accrue des cartes de crédit.

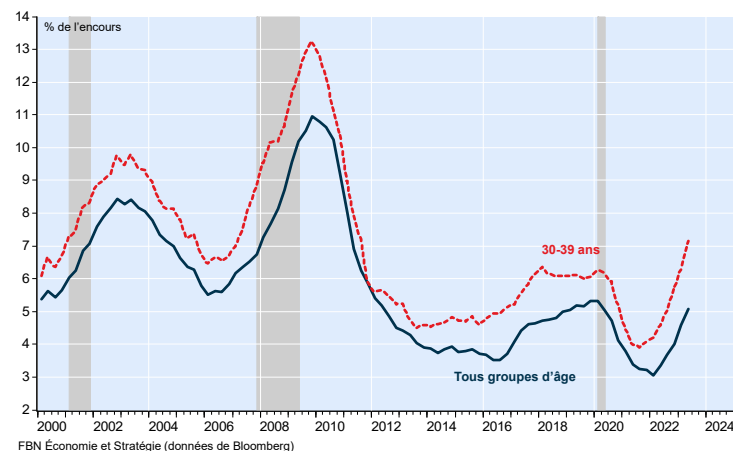
### ... et les consommateurs utilisent de plus en plus leurs cartes de crédit



Les consommateurs ne devraient pas être en mesure de maintenir ce train de vie bien longtemps compte tenu de l'assèchement rapide de leurs économies excédentaires et des difficultés croissantes qu'ont certains à rembourser les soldes de leurs cartes de crédit. Les soldes impayés sont en effet de plus en plus difficiles à gérer dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, ce qui explique pourquoi les taux de défaut ont renoué avec leurs niveaux d'avant la pandémie. Pour la catégorie d'âge des 30 à 39 ans, les consommateurs les plus susceptibles d'assister aux concerts de Taylor Swift et de Beyonce, ces taux se trouvent à des niveaux inégalés depuis 2011.

### Les soldes de cartes de crédit de plus en plus difficiles à rembourser

Pourcentage de prêts sur cartes de crédit passant à un stade de défaillance grave (90 jours et plus)



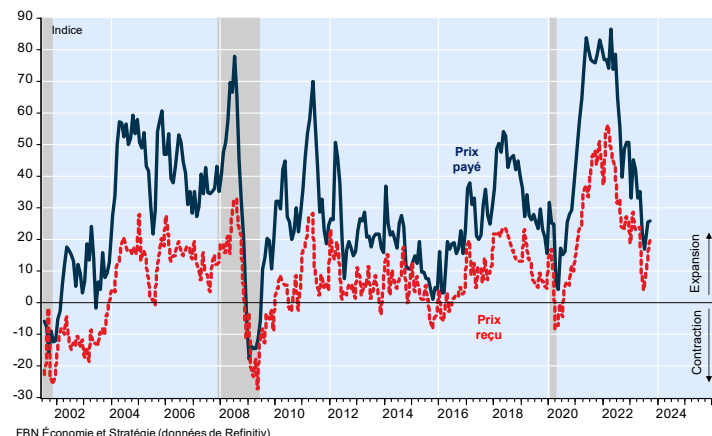
Nous nous attendons donc à ce que la frustration soit rude pour les consommateurs au T4. Ils devront non seulement faire face à des soldes de cartes de crédit très élevés, mais 40 millions d'entre eux reprendront aussi les remboursements des prêts d'études en octobre. Chose intéressante, le groupe d'âge le plus susceptible de peiner à rembourser ses dettes de cartes de crédit actuellement (30 à 39 ans) est aussi celui dont les soldes de prêts d'études à rembourser sont les plus élevés. Le passage à 2024 pourrait ne pas être une partie de plaisir pour le consommateur américain.

### L'indice Empire State de la fabrication portant sur le climat général des affaires a bondi de -19.0 en août à 1.9 en septembre, dépassant le consensus de -10.0.

Ce résultat dénote une légère expansion de l'activité manufacturière dans l'État de New York, et s'inscrit dans la tendance en dents de scie qui a commencé en 2022. Le sous-indice des livraisons a monté de façon fulgurante, de -12.3 à 12.4, reflétant l'augmentation des nouvelles commandes (ce sous-indice est passé de 5.1 à 25.0). Cela pourrait expliquer pourquoi le sous-indice des carnets de commandes a légèrement augmenté, même si cet indicateur est resté en contraction une quinzième fois en seize mois. Pendant ce temps, le sous-indice des délais de livraison était en légère hausse, de 1.9 à 2.1, restant en zone d'expansion un deuxième mois de suite. Pour autant, les sous-indices du nombre d'employés (de -1.4 à -2.7) et de la durée moyenne de la semaine de travail (de -10.7 à -5.0) sont restés en contraction. Les prix des intrants et des extrants ont accéléré un deuxième mois de suite (les sous-indices correspondants ont augmenté de 25.2 à 25.8 et de 12.6 à 19.6, respectivement), mais l'inflation est restée à des niveaux bien plus faibles que ceux atteints pendant le bond qui a suivi la pandémie. Le sous-indice qui mesure les attentes des entreprises pour les six prochains mois s'est amélioré de 19.9 à 26.3, restant toutefois en deçà de sa moyenne à long terme de 36.2.

### États-Unis: Les prix augmentent, mais restent sous le pic post-pandémique

Indice Empire State manufacturier, prix payés et prix reçus



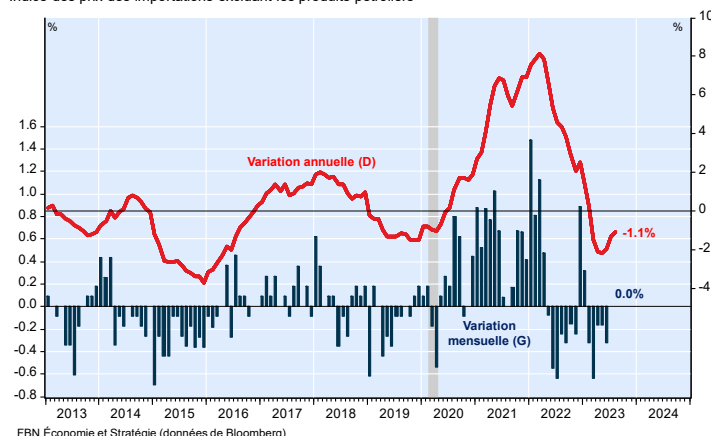
La **production industrielle** a augmenté de 0.4% en août, plus que le gain de 0.1% attendu par consensus. La surprise positive a été ternie par une révision à la baisse du résultat du mois précédent, de 1.0% à 0.7%. La production des usines (+0.1%) a légèrement augmenté grâce à des gains dans les catégories des biens durables (+0.1%) et non durables (+0.2%). Du côté des biens durables, les gains dans les segments des métaux de première transformation (+1.6%) et des machines (+2.0%) n'ont été que partiellement contrebalancés par un repli dans celui des véhicules et pièces automobiles (-5.0%). La fabrication de biens non durables, cependant, a augmenté grâce aux segments des produits d'imprimerie et de leurs supports (+1.3%) et des produits chimiques (+1.0%), qui ont largement compensé les baisses dans les catégories des vêtements/cuir (-3.5%), des usines de produits textiles (-2.4%) et des produits en plastique et caoutchouc (-1.3%). Une progression de 1.4% de la production du secteur minier a également contribué à la croissance d'ensemble de la production industrielle, tout comme celle de 0.9% du secteur des services publics.

Le **taux d'utilisation des capacités** du secteur industriel a gagné deux dixièmes en août, enregistrant une deuxième hausse mensuelle consécutive pour s'établir à 79.7%. Dans le secteur de la fabrication, il est resté inchangé, à 77.9%.

L'**indice des prix à l'importation (IPI)** a augmenté de 0.5% m/m en août, une plus forte hausse que celle qu'attendaient les économistes (+0.3%). Le chiffre d'ensemble a été gonflé par une progression de 6.5% des prix des importations de pétrole. Sans cette catégorie, les prix à l'importation sont restés stationnaires pendant le mois. Sur 12 mois, l'IPI d'ensemble était en baisse de 3.0%, ce qui était mieux que le repli de 4.6% enregistré en juillet. L'indicateur excluant le pétrole, moins volatil, a reculé de 1.1% sur une base annuelle, comparativement à une baisse de 1.4% en juillet.

### États-Unis: Prix des importations excl. l'énergie en baisse annuelle pour un sixième mois consécutif

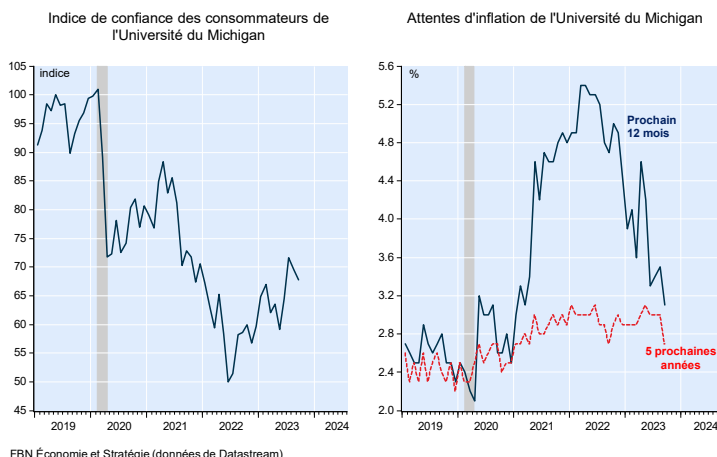
Indice des prix des importations excluant les produits pétroliers



En août, l'**indice NFIB de l'optimisme des petites entreprises** s'est contracté de 0.6 point, pour s'établir à 91.3, ce qui reste faible sur une base historique. Le pourcentage net d'entreprises qui s'attendent à ce que la situation économique s'améliore a reculé de -30% à -37%. En outre, le pourcentage d'entreprises qui s'attendent à ce que les ventes réelles augmentent a diminué de -12% (net) en juillet à -14% (net) en août. En outre, la proportion d'entreprises qui prévoient d'augmenter leurs dépenses en immobilisations a diminué de 27% (net) le mois précédent à 24%. Du côté de l'emploi, la proportion d'entreprises qui prévoient d'embaucher est restée stable, à 17%. Cependant, nous constatons des signes d'assouplissement du marché du travail, car le pourcentage d'entreprises qui ne parviennent pas à combler des postes vacants est passé de 42% en juillet à 40% en août. En outre, 36% des petites entreprises ont signalé qu'elles avaient bonifié la rémunération de leurs salariés au cours de 3 à 6 derniers mois, contre 38% en juillet. Cependant, la proportion d'entreprises qui prévoient de faire de même ces prochains mois a augmenté de 21% le mois précédent à 26% en août, la plus forte proportion depuis décembre 2022.

L'**indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan** est passé de 69,5 en août à 67,7 en septembre. La détérioration du sentiment en septembre est due à une moins bonne évaluation de la situation actuelle (de 75,7 à 69,8), tandis que les perspectives à plus long terme se sont améliorées (de 65,5 à 66,3). Les prévisions d'inflation sur douze mois ont diminué de 3,5 % à 3,1 %, tandis que les prévisions sur 5/10 ans ont reculé de 3,0 % à 2,7 %.

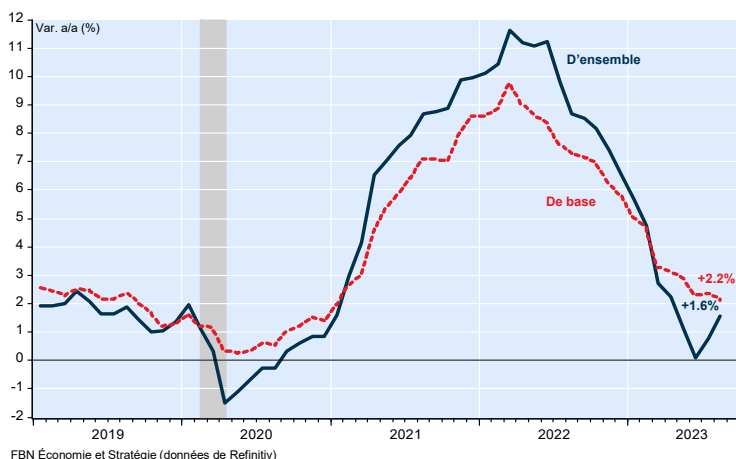
### La confiance des consommateurs diminue, les attentes d'inflation aussi



L'indice des prix à la production pour la demande finale a progressé de 0.7% en août, dépassant la hausse de 0.4% attendue par consensus. Les prix des biens ont augmenté de 2.0%, car la catégorie de l'énergie a bondi de 10.5%, tandis que les prix des aliments ont diminué de 0.5%. Les prix dans la catégorie des services, cependant, ont augmenté de 0.2%. L'IPP de base, qui exclut les aliments et l'énergie, a crû de 0.2% pendant le mois, comme s'y attendaient les économistes. Sur 12 mois, l'IPP d'ensemble est passé de +0.8% à +1.6%, un niveau qui reste faible sur la période depuis la fin de 2020. Sans les aliments et l'énergie, il est passé de +2.4% à +2.2%, un creux inégalé depuis plusieurs mois.

### Les prix de base à la production à un creux inégalé depuis des mois

Indice des prix à la production pour la demande finale



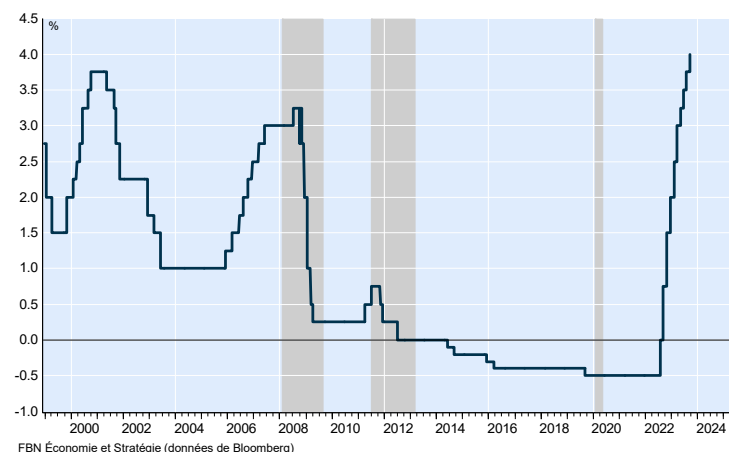
Les nouvelles inscriptions au chômage ont augmenté de 217K à 220K au cours de la semaine terminée le 9 septembre. Les prestations maintenues, pour leur part, ont crû de 1,684K à 1,688K.

**MONDE :** Accordant plus d'importance à la persistance de l'inflation qu'au ralentissement de la croissance économique, la Banque centrale européenne a relevé tous ses trois principaux taux directeurs de 25 points de base jeudi, décision que les marchés n'avaient pas *entièrement* anticipée dans leurs prix. (La

probabilité d'un maintien du statu quo par la BCE était évaluée à 40% avant l'annonce). Le taux des opérations principales de refinancement est ainsi passé de 4.25% à 4.50%, le taux de la facilité de prêt marginal, de 4.50% à 4.75% et le taux de la facilité de dépôt, de 3.75% à 4.00%. Cette augmentation, la dixième de suite de la BCE, a hissé les taux de référence à leur niveau le plus élevé à ce jour. Selon la présidente de la BCE, Christine Lagarde, la décision d'un resserrement additionnel de la politique monétaire a obtenu le soutien d'une « solide majorité » des membres du comité, quoiqu'elle ait reconnu que « certains gouverneurs auraient préféré marquer une pause et réserver les décisions pour plus tard quand plus de certitude et un meilleur éclairage auront été obtenus avec le passage du temps et l'impact de nos nombreuses décisions antérieures. »

### Zone euro : Record absolu pour le principal taux directeur de la BCE

Taux de la facilité de dépôt de la Banque centrale européenne



Le communiqué de presse diffusé au moment de l'annonce sur les taux signale plus ou moins la fin du resserrement de la politique monétaire, en affirmant que « le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont atteint des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de l'inflation au niveau de l'objectif ». M<sup>me</sup> Lagarde a refusé de confirmer cette impression, faisant remarquer qu'il est trop tôt pour dire si la politique monétaire est suffisamment restrictive et que les décisions futures de la banque centrale continueraient de dépendre des statistiques. Elle a ajouté que la question d'une réduction des taux n'a même pas été abordée à la réunion, ce qui concorde avec le texte du communiqué qui réitérait que les taux d'intérêt directeurs de la BCE seraient « fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire ».

Les dernières prévisions de la BCE ont aussi été publiées et indiquent des révisions à la baisse importantes de la croissance économique en 2023 (de 0.9% à 0.7%) et en 2024 (de 1.5% à 1.0%). L'inflation à court et à moyen terme, en revanche, a été révisée à la hausse, reflétant une trajectoire plus élevée des prix de l'énergie depuis la publication des dernières projections. « Il est clair que nous traversons une période de croissance lente et de marasme », a dit M<sup>me</sup> Lagarde en commentant ces prévisions.

## BCE : Sommaire des projections économiques

	Dernier scénario de base	Projections de juin
<b>Variation médiane du PIB réel (%)</b>		
2023	0.7	0.9
2024	1.0	1.5
2025	1.5	1.6
<b>Taux de chômage médian (%)</b>		
2023	6.5	6.5
2024	6.7	6.4
2025	6.7	6.3
<b>IPCH médian (%)</b>		
2023	5.6	5.4
2024	3.2	3.0
2025	2.1	2.2

FBN Économie et Stratégie (Source : Banque centrale européenne)

## Ce que nous surveillerons la semaine prochaine

**AUX ÉTATS-UNIS**, les yeux seront rivés sur la **Réserve fédérale**, qui tiendra sa sixième **réunion de politique monétaire** de l'année. Le FOMC devrait laisser la fourchette cible des taux des fonds fédéraux inchangée à 5.25%-5.50%, les marchés estimant qu'il n'y a aucune chance que les taux soient relevés. Mais plus que la décision elle-même, ce sont les orientations qui seront présentées par les grands argentiers pour le reste de l'année et au-delà qui sont attendues. À noter qu'un nouveau sommaire des projections économiques sera disponible, de même que le graphique à points. Il est probable que la croissance du PIB soit révisée à la hausse de manière significative à court terme, la faiblesse de la croissance pouvant être repoussée à 2024. La projection relative au taux de chômage en 2023 pourrait également être légèrement revue à la baisse. Malgré ces révisions, les prévisions concernant l'inflation selon l'indicateur PCE, en particulier l'inflation de base, pourraient être revues à la baisse. Quelles en seront les implications pour les indications prospectives de la Fed sur les taux? Nous pensons que le point médian pour 2023 restera à 5.625%, ce qui implique une nouvelle hausse des taux au dernier trimestre de l'année. Il n'est pas certain que cette hausse ait lieu, mais les responsables de la politique monétaire ne sont peut-être pas assez confiants dans les perspectives d'inflation pour l'exclure dès à présent. Il est également probable que le point médian pour les années à venir soit légèrement relevé, ce qui implique un abaissement des taux plus tardif et moins important que dans les publications précédentes. Comme toujours, une conférence de presse de Jerome Powell suivra la publication du communiqué, au cours de laquelle le président de la Fed aura l'occasion de donner des précisions sur le message du comité. Des informations importantes sur la situation du marché immobilier résidentiel nous parviendront également cette semaine. La construction résidentielle pourrait s'être stabilisée en août après avoir enregistré un gain honorable le mois précédent. C'est du moins ce que les données récentes sur les permis de bâtir donnent à penser. À ce titre, nous nous attendons à ce que les **mises en chantier résidentielles** aient diminué à 1,445K pendant le mois (en rythme annualisé corrigé des effets saisonniers), une baisse dans le segment des maisons individuelles ayant probablement été entièrement contrebalancé par un gain dans la catégorie des logements collectifs. À en juger par les données déjà publiées sur les demandes de crédits hypothécaires, les **reventes de logements** pourraient avoir continué de baisser, à 4,000K en août. Des indices sur la situation du secteur privé en septembre seront disponibles avec la publication de l'**indice composé PMI de S&P Global**.

	Previous	NBF forecasts
<b>Tues:</b> Housing starts (August, saar)	1,452K	<b>1,445K</b>
<b>Wed:</b> Fed funds rate (upper bound)	5.50%	<b>5.50%</b>
<b>Thur:</b> Existing home sales (August, saar)	4,070K	<b>4,000K</b>

**AU CANADA**, une augmentation des prix de l'essence pourrait s'être traduite par une hausse de 0.2% de l'**indice des prix à la consommation** en août (avant correction des effets saisonniers). Le cas échéant, le taux d'inflation sur 12 mois devrait remonter de 3.3% à un niveau inégalé depuis 4 mois de 3.8%. Tout comme l'inflation d'ensemble, les mesures de base que préfère la Banque du Canada devraient augmenter au cours du mois, l'IPC-médian passant probablement de 3.7% à 3.8% et l'IPC-tronqué, de 3.6% à 3.7%. La publication des chiffres du **commerce de détail** de juillet retiendra aussi particulièrement l'attention. Les recettes des stations-service pourraient avoir bondi pendant le mois, gonflées par l'augmentation des prix à la pompe, mais elles pourraient avoir été au moins en partie contrebalancées par la baisse des dépenses chez les concessionnaires automobiles compte tenu de la chute des ventes automobiles pendant le mois. Par conséquent, les ventes au détail d'ensemble pourraient avoir progressé de 0.4% seulement. Les dépenses pour des articles autres que des véhicules pourraient avoir fait bien mieux, en montant de 1.0% m/m. Nous obtiendrons une mise à jour sur la situation du marché de l'immobilier résidentiel grâce à la publication des données sur les **mises en chantier résidentielles** d'août. À en croire les données publiées récemment sur les permis résidentiels, ces dernières pourraient être restées à peu près inchangées, à 255K (rythme annualisé corrigé des effets saisonniers), avec une baisse en Alberta probablement annulée par un gain au Québec. Nous garderons aussi un œil sur la publication de l'**indice des prix des produits industriels** d'août. Du côté de la banque centrale, la **Banque du Canada** publiera le compte-rendu des délibérations du Conseil de direction concernant la décision de politique monétaire annoncée le 6 septembre. Un discours de la **sous-gouverneure Sharon Kozicki** est prévu pour mardi.

	Previous	NBF forecasts
<b>Mon:</b> Housing starts (August, saar)	255.0K	<b>255.0K</b>
<b>Tues:</b> CPI (August, y/y chg.)	3.3%	<b>3.8%</b>
CPI-median (August, y/y chg.)	3.7%	<b>3.8%</b>
CPI-trim (August, y/y chg.)	3.6%	<b>3.7%</b>
<b>Fri:</b> Retail sales (July, m/m chg.)	0.1%	<b>0.4%</b>
Ex-autos retail sales (July, m/m chg.)	-0.8%	<b>1.0%</b>

**AILLEURS DANS LE MONDE**, l'édition de septembre de l'**indice composé PMI de S&P Global** sera disponible pour le Japon et la zone euro. Une réunion de politique monétaire est prévue pour la **Banque du Japon**, qui pourrait profiter de l'occasion pour annoncer de nouveaux ajustements à son programme de contrôle de la courbe des taux. Elle devrait baser ses décisions sur les **données sur l'inflation** du mois d'août, à paraître vendredi.

### Calendrier économique – Canada et É.-U.

Données économiques et événements de marché							Annonces bénéfiques				
Heure	Pays	Donnée	Période	Précédent	Estimé du consensus	FBN	Compagnie	Heure	Trim.	BPS Cons.	
<b>Lundi</b> 18 sept.	8:15	CA	Mises en chantier	août	255.0k	252.5k	255.0k				
	8:30	CA	Prix industriels (m/m)	août	0.40%	0.10%					
	8:30	CA	Prix matériaux (m/m)	août	3.50%						
	10:00	E-U	Indice NAHB du marché résidentiel	sep	50.0	49.0					
	16:00	E-U	Achats nets de titres du Trésor par les étrangers	juil	\$147.8b	--					
<b>Mardi</b> 19 sept.	8:30	E-U	Mises en chantier	août	1452k	1435k	1445k	AutoZone Inc	Av. Ouv.	T4 23	45.00
	8:30	E-U	Mises en chantier m/m	août	3.90%	-1.20%					
	8:30	CA	IPC (a/a)	août	3.30%	3.80%	3.8				
	8:30	E-U	Permis de bâtir	août	1442k	1440k					
	8:30	E-U	Permis de bâtir m/m	août	0.10%	-0.20%					
<b>Mercredi</b> 20 sept.	7:00	E-U	Applications pour prêts hypothécaires (MBA)	sep-15	-0.80%	--		General Mills Inc	Av. Ouv.	T1 24	1.09
	14:00	E-U	Décision du taux directeur (haut)	sep-20	5.50%	5.50%	5.50%	FedEx Corp	Apr. Fer.	T1 24	3.74
	14:00	E-U	Décision du taux directeur (bas)	sep-20	5.25%	5.25%					
<b>Jeudi</b> 21 sept.	8:30	E-U	Solde au compte courant	2T	-\$219.3b	-\$221.2b		FactSet Research Systems Inc	Av. Ouv.	T4 23	3.50
	8:30	E-U	Premières demandes de prestation de chômage	sep-16	220k	224k		Darden Restaurants Inc	Av. Ouv.	T1 24	1.73
	10:00	E-U	Reventes de maisons	août	4.07m	4.10m	4.00m				
	10:00	E-U	Reventes de maisons	août	-2.20%	0.70%					
<b>Vendredi</b> 22 sept.	8:30	CA	Ventes au détail	juil	0.10%	0.40%	0.40%				
	8:30	CA	excl. autos	juil	-0.80%	0.30%	1.00%				

Source: Bloomberg

### Mise à jour hebdomadaire

Indices boursiers nord-américains



Indice de volatilité CBOE SPX (VIX)



### Indices Boursiers

	Niveau	Performances totales (en C\$ / en devise locale)					Haut/Bas sur 10 ans		
		1 semaine	1 mois	3 mois	Cette année	1 an	5 ans (ann.)	Haut (date)	Bas (date)
<b>Canada</b>									
S&P/TSX	20567.8	2.3%	1.7%	3.7%	8.6%	7.8%	8.4%	22087.2 (29 mars 2022)	11228.5 (23 mars 2020)
<b>États-Unis</b>									
S&P 500	4505.1	0.1% / 1.3%	0.9% / 0.5%	5.3% / 3.4%	18.5% / 18.7%	19.4% / 16.1%	11.9% / 11.1%	4796.6 (3 janv. 2022)	1655.5 (8 oct. 2013)
Dow Jones	34907.1	0.1% / 1.2%	-0.4% / -0.8%	5.2% / 3.3%	6.8% / 7.0%	17.8% / 14.6%	9.1% / 8.3%	36799.7 (4 janv. 2022)	14776.5 (8 oct. 2013)
Nasdaq	13926.1	0.2% / 1.3%	1.5% / 1.1%	4.2% / 2.4%	33.6% / 33.9%	23.3% / 19.9%	13.5% / 12.7%	16057.4 (19 nov. 2021)	3677.8 (9 oct. 2013)
<b>Monde</b>									
Euro Stoxx 50	4279.8	-0.1% / 1.4%	-3.0% / -1.2%	-1.9% / -1.9%	15.8% / 16.2%	36.0% / 24.0%	7.2% / 8.3%	4471.3 (31 juil. 2023)	2385.8 (18 mars 2020)
FTSE 100	7673.1	1.5% / 3.1%	1.0% / 2.6%	1.6% / 2.1%	9.5% / 6.3%	20.8% / 9.6%	4.6% / 4.9%	8014.3 (20 févr. 2023)	4993.9 (23 mars 2020)
TOPIX	2405.6	-0.2% / 0.9%	4.7% / 5.5%	1.3% / 5.0%	15.4% / 29.0%	26.5% / 26.9%	4.4% / 9.5%	2405.6 (14 sept. 2023)	1132.8 (14 avr. 2014)
CSI 300	3733.5	-1.0% / -0.7%	-2.9% / -3.1%	-1.6% / -1.8%	-5.9% / -1.4%	-7.2% / -5.8%	4.6% / 5.1%	5807.7 (10 févr. 2021)	2087.0 (20 mars 2014)
MSCI Monde	685.6	0.1% / 1.2%	0.7% / 0.3%	3.3% / 1.5%	14.9% / 15.2%	18.5% / 15.2%	8.9% / 8.1%	758.9 (16 nov. 2021)	353.4 (11 févr. 2016)
MSCI Marchés émerg.	982.1	-0.1% / 1.0%	0.2% / -0.2%	-0.2% / -2.0%	5.0% / 5.2%	8.3% / 5.3%	2.7% / 1.9%	1444.9 (17 févr. 2021)	688.5 (21 janv. 2016)
MSCI EAFE	2099.6	0.0% / 1.1%	0.0% / -0.3%	-0.4% / -2.2%	10.7% / 10.9%	22.9% / 19.5%	5.6% / 4.8%	2404.8 (6 sept. 2021)	1354.3 (23 mars 2020)

### Indices obligataires canadiens

	Performances totales				
	1 semaine	1 mois	Cette année	1 an	5 ans (ann.)
<b>Indices Refinitiv</b>					
Univers complet	-0.3%	0.4%	0.1%	-0.1%	0.4%
Univers long terme	-0.7%	0.3%	-1.0%	-2.2%	-1.1%
Univers moyen terme	-0.2%	0.4%	-0.1%	-0.2%	0.6%
Univers court terme	-0.1%	0.5%	1.2%	1.8%	1.2%
Univers fédéral	-0.3%	0.4%	-0.5%	-1.3%	-0.2%
Univers provincial	-0.4%	0.4%	-0.3%	-0.4%	0.1%
Univers corporatif	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

### Courbe de rendement obligataire

	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	30 ans
	<b>Canada</b>	5.12%	5.28%	3.98%	3.69%
Chg. 1 sem. (pbs)	+1	+12	+6	+5	+6
Chg. 1 mois (pbs)	+4	+2	-6	+0	-1
Chg. 1 an (pbs)	+163	+131	+65	+53	+43
<b>États-Unis</b>	5.47%	5.43%	4.42%	4.29%	4.39%
Chg. 1 sem. (pbs)	+1	+2	+4	+3	+3
Chg. 1 mois (pbs)	+3	+5	+6	+10	+10
Chg. 1 an (pbs)	+226	+149	+83	+88	+92

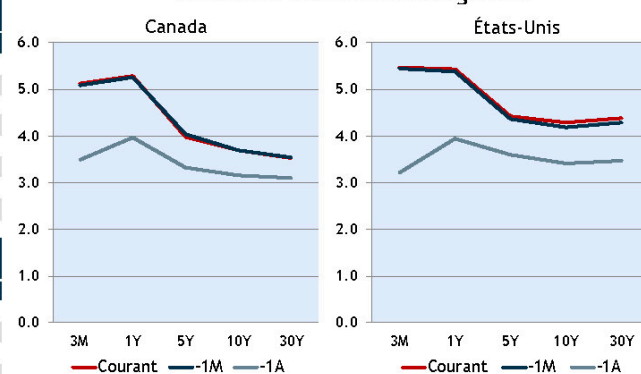
### Devises

	Courant	Il y a 1 sem.	Il y a 1 mois	Au 1er janvier	Il y a 1 an
	<b>USDCAD</b>	1.352	1.367	1.347	1.355
US cents par C\$	0.740	0.732	0.743	0.738	0.761
<b>EURCAD</b>	1.442	1.463	1.468	1.446	1.314
<b>EURUSD</b>	1.067	1.071	1.090	1.067	1.000
<b>USDJPY</b>	147.1	147.1	145.4	131.9	142.6
<b>GBPUSD</b>	1.242	1.248	1.266	1.203	1.158
<b>USDCNY</b>	7.270	7.327	7.253	6.952	6.962

### Commodités

	Courant	Il y a 1 sem.	Il y a 1 mois	Au 1er janvier	Il y a 1 an
	<b>Pét - WTI (\$/baril)</b>	90.16	86.87	82.51	80.26
<b>Pét - Brent (\$/baril)</b>	95.55	92.50	88.48	83.33	97.74
<b>Or (\$/oz)</b>	1911.20	1917.80	1908.65	1815.64	1705.15
<b>Indice CRB métaux</b>	773.9	773.9	773.9	773.9	773.9

### Courbe de rendement obligataire



### CADUSD / WTI



### Mise à jour hebdomadaire

	Taux de chômage		Variation de l'emploi	
	Courant	Il y a 12 mois	Plus récent	Moy. 12 mois
	Canada	5.5%	5.3%	39.9K
Ontario	5.9%	5.6%	-9.0K	17.2K
Québec	4.3%	4.4%	14.8K	8.2K
Colombie-Britannique	5.2%	4.5%	12.0K	3.5K
Alberta	5.7%	5.5%	17.7K	8.3K
États-Unis	3.8%	3.7%	187.0K	257.3K
Zone euro	6.4%	6.7%	---	---
Japon	2.7%	2.6%	-100.0K	11.7K

	Inflation		Inflation	
	A/A Plus récent	3 mois ann.	A/A Il y a 6 mois	A/A Il y a 1 an
<b>Canada</b>				
CPI d'ensemble	3.3%	3.1%	5.9%	7.6%
Moyenne des mesures de base	4.0%	---	5.4%	5.0%
<b>États-Unis</b>				
PCE d'ensemble	3.3%	2.1%	5.4%	6.4%
PCE de base	4.2%	2.9%	4.7%	4.7%
<b>Zone euro</b>				
CPI d'ensemble	5.3%	---	8.5%	9.1%
CPI de base	5.3%	---	5.6%	4.3%
<b>Japon</b>				
CPI d'ensemble	3.3%	2.7%	4.4%	2.6%
CPI de base	3.1%	2.7%	4.2%	2.4%

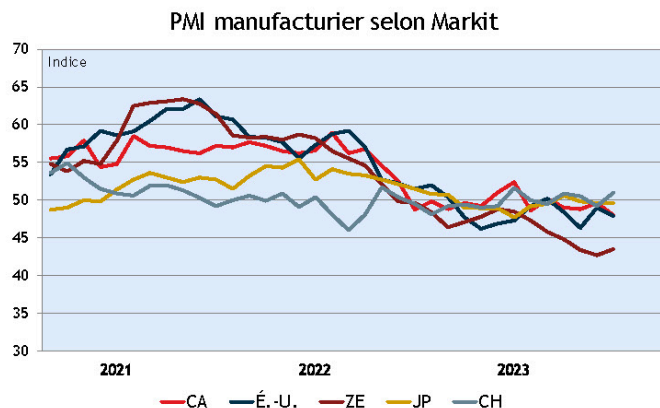
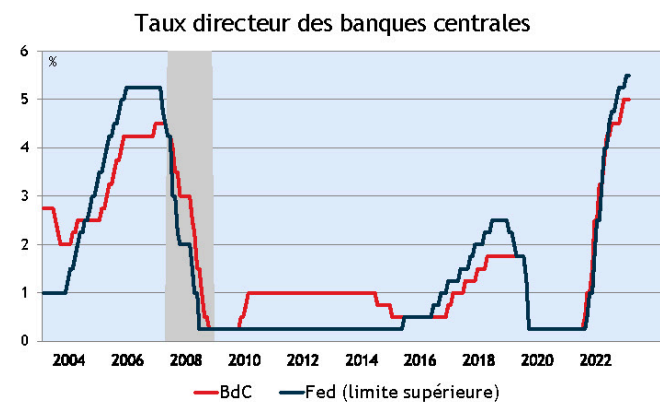
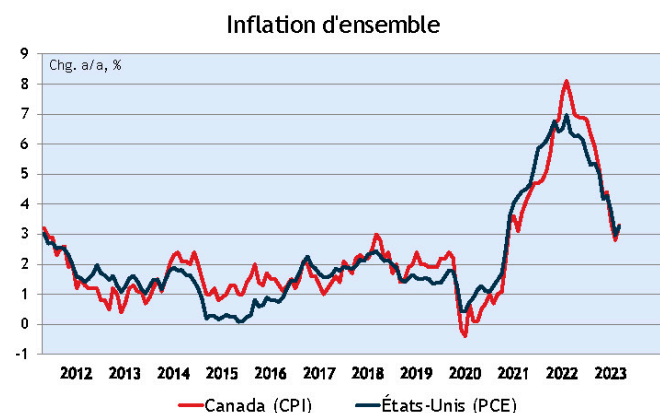
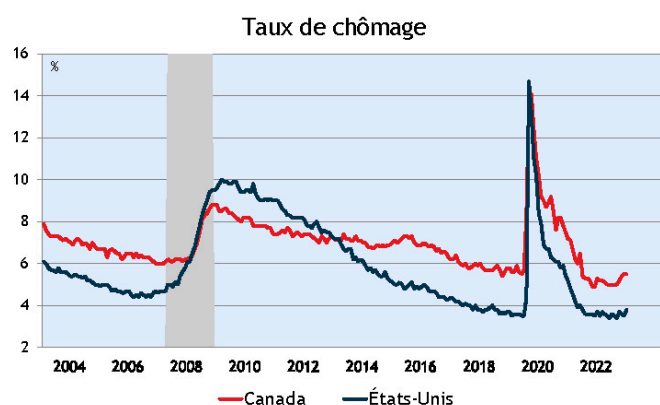
	Marché Immobilier			
	Prix médian d'une maison	Paiement hyp. % du revenu disp. / il y a 12 mois	Prix des maisons chg. A/A	Mises en chantier Moy. 3 mois / Moy. 10 ans
Canada	\$801,423	67.3% / 46.3%	-5.0%	246.7K / 219.8K
Toronto	\$1,254,833	93.1% / 63.5%	-6.5%	63.3K / 39.3K
Vancouver	\$1,377,514	102.1% / 71.5%	-4.8%	36.3K / 24.9K
Montréal	\$545,788	49.2% / 33.4%	-3.2%	10.3K / 22.8K
Calgary	\$501,009	37.2% / 25.1%	5.9%	19.3K / 13.1K
États-Unis	---	---	0.0%	1477.7K / 1280.9K

Indices Refinitiv	PMI manufacturier selon Markit		Production industrielle	
	Plus récent	Tendance 6 mois	Chg 3 mois ann	Chg 12 mois
Canada	48.0	▼	-1.1%	-0.3%
États-Unis	47.9	▲	2.8%	0.2%
Zone euro	43.5	▼	-2.6%	-2.0%
Japon	49.6	▲	-6.3%	-2.4%
Chine	51.0	▼	---	---

	Politique monétaire		Tendance	Prochain meet.
	Taux directeur	Il y a 12 mois		
Banque du Canada	5.00%	3.25%	▲	10/25/2023
Réserve Fédérale (limite sup.)	5.50%	2.50%	▲	9/20/2023

	Croissance du PIB			
	T/T ann		A/A	
	Plus récent	T/T ann Précédent	Plus récent	Il y a 6 mois
Canada	-0.2% (T2)	2.6% (T1)	1.1%	2.1%
États-Unis	2.1% (T2)	2.0% (T1)	2.5%	1.8%
Zone euro	0.5% (T2)	0.3% (T1)	0.5%	1.2%
Japon	4.8% (T2)	3.2% (T1)	1.7%	1.9%

Contributions à la croissance du PIB réel - Canada				
	T2 2023	T1 2023	T4 2022	T3 2022
<b>PIB</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.3</b>
Consommation	0.1	2.6	0.6	0.2
Invest. des entreprises	0.9	0.6	-0.4	-0.1
Secteur sans but lucratif	0.1	0.1	0.0	0.0
Invest. résidentiels	-0.7	-1.7	-0.8	-1.7
Secteur public	0.5	-0.4	0.9	0.8
<b>Demande int. finale</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.8</b>
Exportations	0.1	3.4	0.7	3.7
Importations	-0.6	-0.3	4.5	0.8
<b>Commerce international</b>	<b>-0.5</b>	<b>3.1</b>	<b>5.3</b>	<b>4.5</b>
Stocks	-0.8	-1.5	-5.5	-1.4
Écart statistique	0.1	-0.1	0.0	0.1



## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879- 2529

#### Stéfane Marion

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

#### Kyle Dahms

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Alexandra Ducharme

*Économiste*  
alexandra.ducharme@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Daren King, CFA

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869- 8598

#### Warren Lovely

*Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public*  
warren.lovely@bnc.ca

#### Taylor Schleich

*Stratège, Taux d'intérêt*  
taylor.schleich@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.

### 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 récupérez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

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

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

### Résidents des États- Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États- Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États- Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États- Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États- Unis applicables aux rapports de recherche.

### Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

### Droits d'auteur

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