

Sommaire

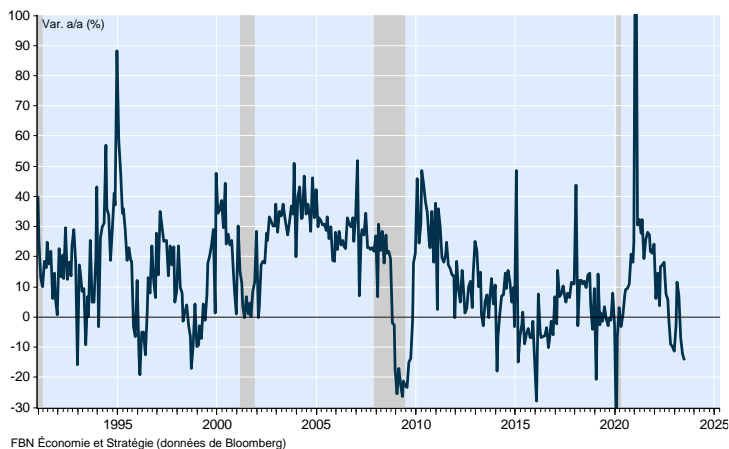
Par Matthieu Arseneau, Jocelyn Paquet et Daren King

- Lorsque la Chine a abandonné sa politique « zéro COVID » à la fin de l'année dernière, la plupart des économistes s'attendaient à voir son économie suivre la voie post-pandémique tracée par ses homologues occidentaux et caractérisée par une explosion des dépenses des ménages et un rebond rapide du secteur de l'immobilier. Pendant un certain temps, ces projections ont semblé en passe de devenir réalité. La croissance chinoise a en effet connu un important essor dans les premiers mois de 2023, la demande accumulée pendant les confinements ayant finalement pu être assouvie. La lune de miel n'a toutefois pas duré longtemps et l'optimisme a rapidement fait place aux doutes sur la pérennité de la reprise. Ces doutes se sont d'ailleurs révélés fondés lors de la publication des données du PIB du deuxième trimestre, qui révélaient une décélération importante de la croissance. Pendant ce temps, la zone euro a enregistré une croissance honorable au deuxième trimestre (+0.3% en termes non annualisés), mais ce résultat était dû à des événements exceptionnels dont l'effet devrait être annulé au troisième trimestre si l'on se fie à l'indice PMI d'août publié par HCOB. Avec la zone euro et la Chine en difficulté, c'est environ 35% de l'économie mondiale qui sont appelés à battre de l'aile dans les prochains mois. Et bien que cette faiblesse puisse initialement être masquée par une croissance solide aux États-Unis, elle n'en pèsera pas moins sur la croissance mondiale pendant le reste de l'année. Celle-ci devrait s'établir à 3.0% en 2023 avant de glisser à 2.2% l'an prochain.
- La plupart des prévisionnistes, nous y compris, s'entendent sûrement pour dire que l'économie américaine résiste mieux que prévu au resserrement monétaire énergique mis en branle l'an dernier par la Réserve fédérale. L'excédent d'épargne est l'une des causes de cette résilience, tout comme l'augmentation importante du déficit fédéral. Et bien qu'elle nous semble mal avisée à un moment où l'inflation dépasse toujours largement la cible de la banque centrale, la politique budgétaire laxiste du gouvernement américain devrait néanmoins continuer à soutenir l'économie au troisième trimestre. Idem pour certains autres facteurs temporaires tels que les tournées de spectacles de Taylor Swift et Beyoncé. Même s'il est vrai qu'une partie de l'argent déboursé en divertissements au cours du trimestre risque de ne pas être dépensé ailleurs (effet de substitution), la consommation des ménages, qui compte pour les deux tiers de l'économie américaine, n'en sera pas moins influencée positivement. Malheureusement, dans un contexte où cette hausse des dépenses des ménages n'a pas été accompagnée par une augmentation corollaire du revenu disponible, mais était plutôt le fait d'une baisse importante du taux d'épargne, nous craignons que le sursaut de vigueur de l'économie américaine soit de très courte durée. Après avoir crû à un rythme de loin supérieur au potentiel au T3, l'économie américaine devrait donc ralentir brusquement au T4 avant de basculer dans une récession dans les premiers mois de 2024. Suivant ce scénario, le PIB réel devrait croître de 2.4% en 2023 avant de stagner en 2024.
- La Banque du Canada a relevé son taux directeur à deux reprises cet été, perdant patience face à l'absence de progrès sur le front de l'inflation et à une demande intérieure qu'elle jugeait trop forte. Nous avons estimé que ces décisions étaient périlleuses, car l'économie donnait déjà des signes de faiblesse sous-jacente alors qu'elle n'avait même pas encore ressenti tout l'impact des hausses de taux appliquées depuis le début du cycle de resserrement. Les données du deuxième trimestre confortent notre point de vue. Dans des circonstances normales, un trimestre de stagnation du PIB ne serait pas nécessairement un motif d'inquiétude, mais l'explosion démographique actuelle change la donne. Le PIB réel par habitant a diminué à un taux annualisé de 3.3%. Au cours des quatre derniers trimestres, celui-ci a chuté de 2.0%, ce qui, historiquement, ne s'est produit que lors de récessions. Chaque fois que le PIB par habitant était inférieur au niveau de l'année précédente, la banque centrale était déjà en mode de détente, ce qui contraste avec l'attitude déterminée actuelle de la BdC. De plus, le marché du travail se détend rapidement à en croire la hausse du taux de chômage et la perception des PME quant aux pénuries de main-d'œuvre. Et tout porte à croire que l'appétit des entreprises pour l'embauche sera très faible dans les mois à venir. L'évolution des bénéfices en forte baisse depuis le début de l'année est tout simplement incompatible avec la hausse de la rémunération des salariés, ce qui pourrait entraîner des décisions difficiles pour les entreprises. Dans la mesure où la politique monétaire est la plus contraignante en termes réels depuis 2009 et la plus restrictive parmi les pays du G7, nous continuons d'anticiper une léthargie économique dans les douze prochains mois. Nous anticipons une croissance de 1.0% en 2023 et de 0% en 2024.

Monde : L'économie chinoise en eaux troubles

Lorsque la Chine a abandonné sa politique « zéro COVID » à la fin de l'année dernière, la plupart des économistes s'attendaient à voir son économie suivre la voie post-pandémique tracée par ses homologues occidentaux et caractérisée par une explosion des dépenses des ménages et un rebond rapide du secteur de l'immobilier. Pendant un certain temps, ces projections ont semblé en passe de devenir réalité. La croissance chinoise a en effet connu un important essor dans les premiers mois de 2023, la demande accumulée pendant les confinements ayant finalement pu être assouvie. La lune de miel n'a toutefois pas duré longtemps et l'optimisme a rapidement fait place aux doutes sur la pérennité de la reprise. Ces doutes se sont d'ailleurs révélés fondés lors de la publication des données du PIB du deuxième trimestre, qui révélaient une décélération importante de la croissance. Celle-ci est passée de 2.2% sur une base non annualisée au T1 à seulement 0.8% au cours des trois mois terminés en juin, un chiffre bien en deçà de la moyenne pré-pandémique pour cet indicateur. Cette faiblesse découlait en partie d'une importante baisse des exportations, elle-même engendrée par une chute de la demande mondiale du type de produits fabriqués en Chine.

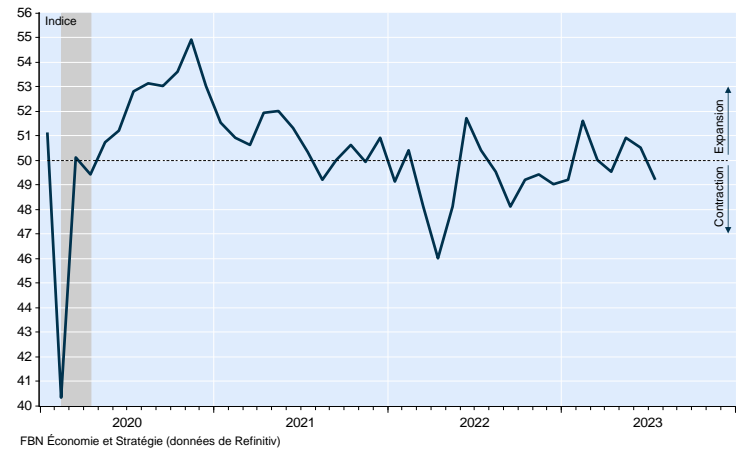
Chine : La diminution de la demande mondiale bride les exportations



Rappelons que les consommateurs des économies avancées avaient réorienté leurs dépenses vers les biens durant la pandémie. Ce phénomène favorable aux exportateurs chinois a d'ailleurs été en partie responsable de la bonne performance de la deuxième économie mondiale en 2021 et 2022. Un retour progressif du balancier a toutefois commencé après la levée des mesures sanitaires dans les pays occidentaux qui a encouragé les consommateurs à se tourner à nouveau vers les services, qui ont tendance à être produits localement. Confronté à une baisse de la demande dans un contexte de normalisation des habitudes de consommation, le secteur manufacturier chinois est entré dans une période de stagnation qui, selon les données compilées par Caixin, perdure aujourd'hui.

Chine : Le secteur manufacturier stagne

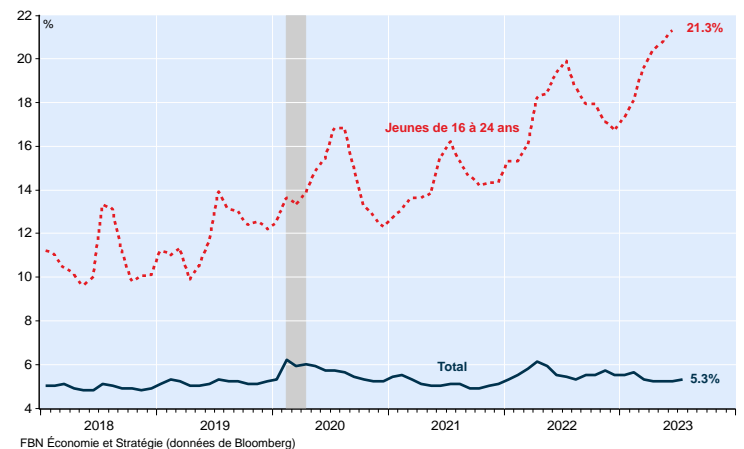
Indice PMI Caixin de la fabrication. Dernière observation : Juillet 2023



Et comme le secteur manufacturier représente une part importante de l'économie chinoise, cet accès de faiblesse s'est traduit par une diminution marquée des possibilités d'emploi, surtout chez les jeunes. Le taux de chômage des Chinois âgés de 16 à 24 ans a même atteint un sommet historique en juin, à 21.3%. Une nouvelle augmentation aurait probablement été signalée en juillet si le Bureau national des statistiques de Chine n'avait pas tout simplement décidé de cesser la publication de ces données, décision qui nous fait douter de la disposition des autorités à révéler l'ampleur réelle des difficultés économiques actuelles.

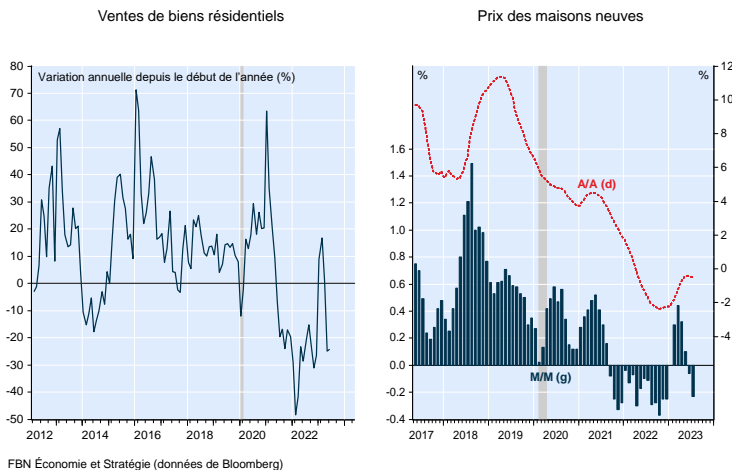
Chine : Les emplois plus difficiles à trouver pour les jeunes Chinois

Taux de chômage suivi



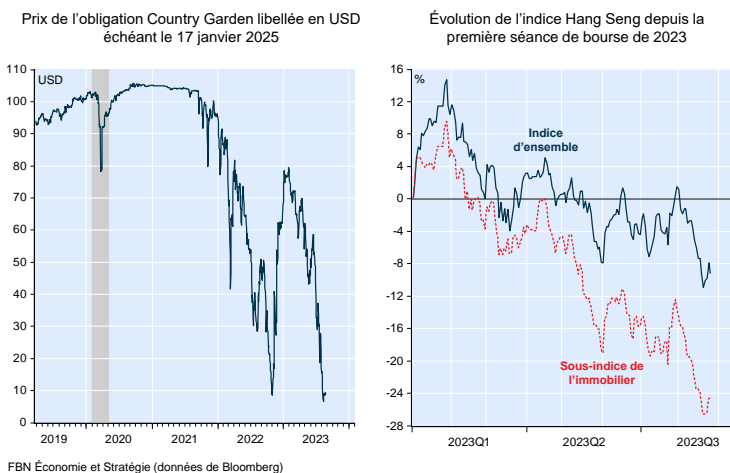
Pour ce que nous en savons, ces difficultés dépassent largement les limites du secteur manufacturier et s'étendent aussi à l'immobilier résidentiel, qui connaît à l'heure actuelle une deuxième vague de faiblesse. Après un bref rebond à la suite de la réouverture de l'économie, les ventes de logements se sont en effet remises à baisser, entraînant du même coup un recul des prix.

Chine : Nouvel accès de faiblesse dans l'immobilier résidentiel



La diminution du nombre de transactions a également ramené au premier plan les problèmes de liquidités auxquels sont confrontés les nombreux promoteurs qui dépendent d'entrées de fonds liées aux préventes de logements non construits pour financer leurs activités courantes. Country Garden, l'un des plus grands d'entre eux, a même été dans l'incapacité d'effectuer un paiement d'intérêts sur sa dette après que ses ventes sous contrats eurent chuté de plus de 50% sur un an. Ce défaut a provoqué une onde de choc sur les marchés de capitaux, où les obligations et les actions exposées à l'immobilier ont été mises à mal.

Chine : Les promoteurs immobiliers en difficulté

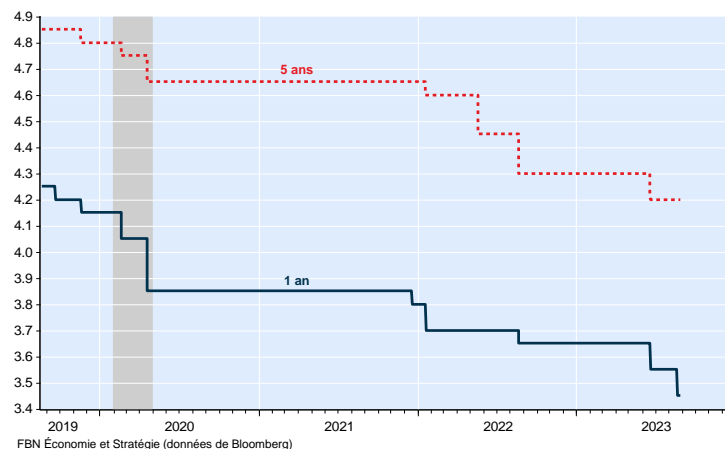


Les difficultés du secteur immobilier ne sont pas totalement une surprise; la faillite d'Evergrande avait déjà mis ces problèmes en évidence l'année dernière. Mais ce qui reste incertain, c'est l'ampleur des dommages collatéraux dans les autres secteurs de l'économie. L'immobilier étant au centre de la vie économique chinoise, il est difficile de croire que les effets de la crise resteront circonscrits. La consommation pourrait certainement être touchée advenant une baisse importante des avoirs des ménages dont environ 60% dépendent de l'immobilier. De nombreux analystes ont également exprimé des craintes au sujet des finances de plusieurs gouvernements locaux qui, depuis des années, comptent sur la vente de terrains à des promoteurs pour équilibrer leur budget.

Mais la préoccupation la plus immédiate est peut-être celle d'une contagion du système bancaire parallèle de la Chine (*shadow banking*). Le cœur du problème semble lié à des fonds d'investissement mal réglementés, qui promettent aux investisseurs des rendements beaucoup plus élevés que ceux offerts pour les produits bancaires traditionnels, mais dont la structure de risque demeure nébuleuse. Il n'existe pas de données fiables au sujet de l'exposition de ces fonds au secteur immobilier, mais les initiés semblent s'entendre pour dire qu'elle est assez élevée, ce qui explique peut-être pourquoi Zhongrong, l'un des plus grands acteurs de l'industrie, n'a pas été en mesure de verser le dividende promis à ses investisseurs le mois dernier. Si ce défaut de paiement est révélateur de la santé d'un secteur dont les actifs s'élevaient à près de \$3,000 milliards, l'économie chinoise n'est pas au bout de ses peines. Surtout que, comparativement aux épisodes de faiblesse précédents, la réponse des autorités demeure plutôt discrète. Le taux de référence à 1 an a bien été abaissé, mais pas celui à 5 ans, sur lequel se basent la plupart des prêts hypothécaires.

Chine : La réaction des autorités demeure trop timide

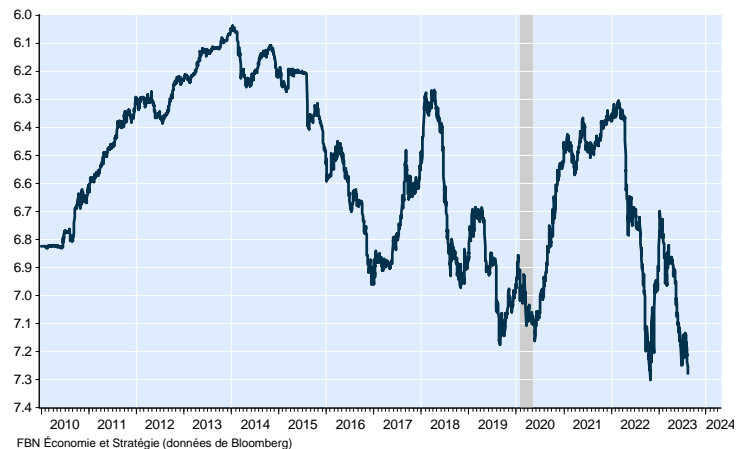
Taux de prêts préférentiels



Cette réticence à réduire les taux de référence met en évidence le dilemme auquel est confronté Beijing à l'heure actuelle et qui consiste à devoir concilier la volonté de relancer l'économie avec le désir de soutenir le renminbi. Car bien qu'une devise faible puisse aider à stimuler les exportations, elle donnerait également des maux de tête aux nombreuses entreprises chinoises ayant des emprunts libellés en dollars américains.

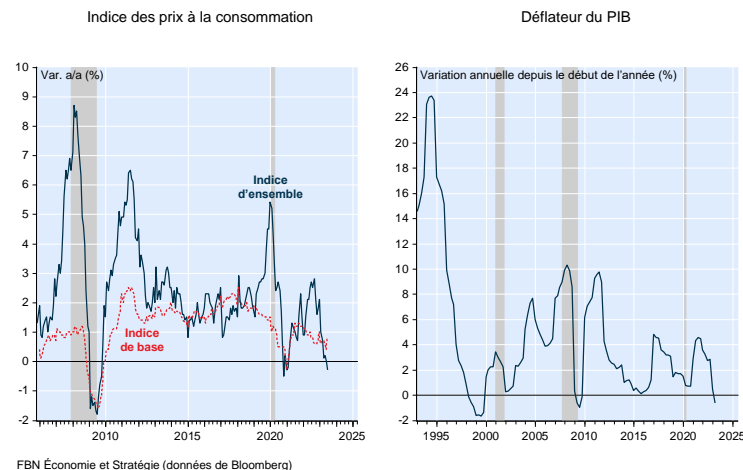
Chine : La baisse du yuan n'aide pas les promoteurs surendettés

USDCNY (échelle inversée)



Mais cette hésitation des autorités à mettre en œuvre un véritable plan de relance risque de maintenir l'économie chinoise en situation d'offre excédentaire et, donc, d'exercer une pression à la baisse sur les prix. Non seulement le rapport sur l'IPC a-t-il révélé une stagnation des prix sur une base annuelle en juillet, mais le déflateur du PIB est devenu négatif pour la première fois depuis près de 15 ans au deuxième trimestre, ce qui laisse craindre un glissement vers la déflation. Inutile de dire que ce scénario doit être évité à tout prix, car il aurait pour effets d'alourdir le fardeau de la dette des entreprises et des administrations locales et d'encourager les ménages à remettre leurs dépenses à plus tard.

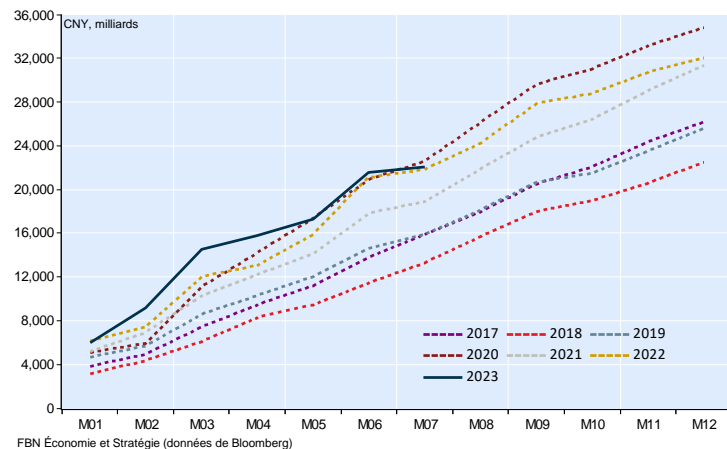
Chine : Une économie qui flirte avec la déflation



La baisse de l'inflation contribue d'ailleurs déjà à réduire l'impact de certaines des mesures mises en œuvre par le gouvernement pour stimuler la croissance puisqu'elle se traduit par une augmentation des taux réels et un ralentissement corollaire de la croissance des prêts.

Chine : Les taux réels élevés pèsent sur les prêts

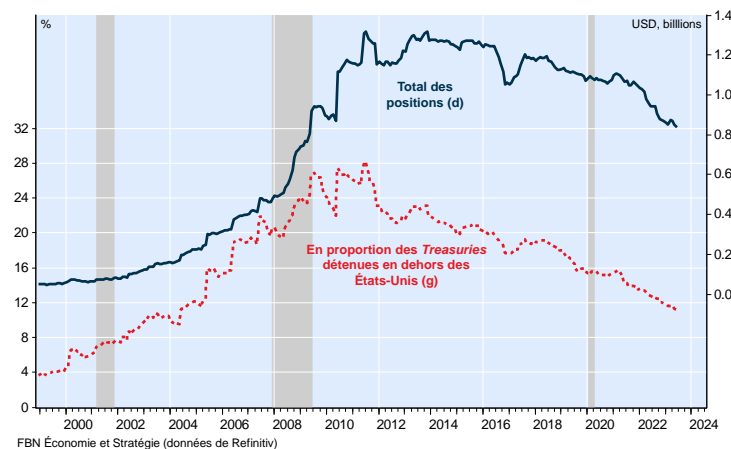
Financement global, total depuis le début de l'année



Tous ces éléments expliquent pourquoi nous nous attendons à ce que la croissance du PIB chinois en 2023 s'établisse en deçà de la cible annoncée par le gouvernement (+5%). Nous nous attendons également à ce que les malheurs de la Chine se répercutent sur d'autres régions du monde par de nombreux canaux. Aux États-Unis, les difficultés de la deuxième économie mondiale pourraient se traduire *à court terme* en une pression accrue sur les taux d'intérêt, les efforts déployés par Beijing pour soutenir le renminbi étant susceptibles d'accentuer le délestage des bons du Trésor américain entamé il y a déjà plusieurs années par l'Empire du Milieu.

L'atonie économique accélère sans doute le délestage de Treasuries

Obligations du Trésor américains détenues par la Chine

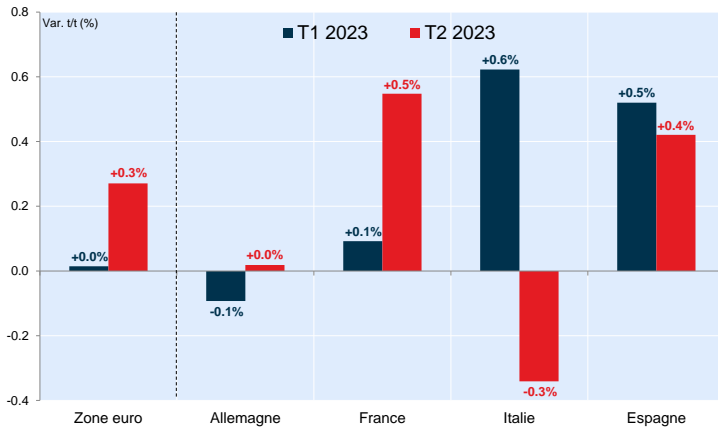


En Europe, le contrecoup risque de se faire sentir principalement par le biais d'une baisse des exportations, qui s'ajoutera à la liste croissante de vents contraires pour l'économie de la zone euro. Cette dernière a certes enregistré une croissance honorable au deuxième trimestre (+0.3% en termes non annualisés), mais ce résultat était dû à des événements exceptionnels dont l'effet devrait selon toute probabilité être annulé au troisième trimestre. Parmi ceux-ci, une croissance de 3.3% en Irlande, où les données ont tendance à être extrêmement volatiles en raison de changements touchant la propriété intellectuelle de grandes entreprises pharmaceutiques et de technologie américaines dont les sièges sociaux se situent dans le pays. La croissance d'ensemble a aussi été soutenue par un résultat solide en France (+0.5%), qui était toutefois largement

attribuable à un bond de 11.2% des exportations de matériel de transport, le pays ayant livré un navire de croisière pendant le trimestre. En dehors de ces deux pays, la croissance est restée stationnaire pendant le trimestre, une forte contraction en Italie (-0.3%) ayant été plus ou moins contrebalancée par une expansion de 0.4% en Espagne. L'Allemagne, quant à elle, a enregistré une croissance nulle, ce qui signifie que son PIB reste inférieur à son niveau du T1 2021.

Zone euro : Le rapport sur le PIB projette une image trop optimiste

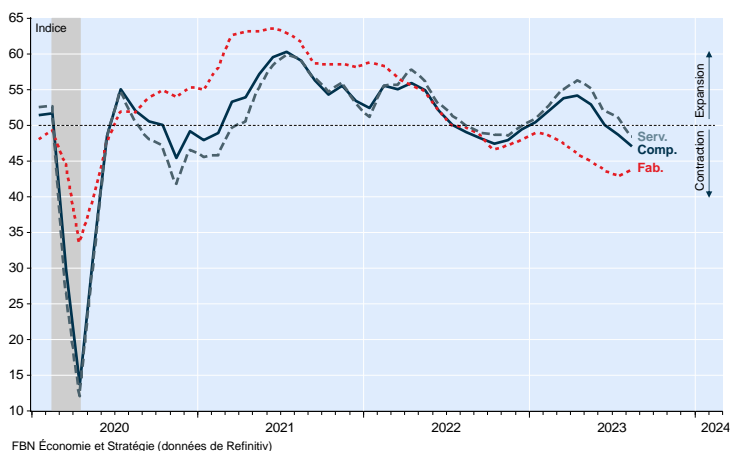
Variation du PIB réel



Les perspectives restent très sombres pour la zone euro, où les effets du resserrement monétaire sur l'activité économique continueront de s'intensifier au cours des prochains mois. Le secteur privé semble déjà écopier si l'on se fie à l'indice PMI d'août publié par HCOB. Outre une autre forte détérioration des conditions d'activité dans le secteur manufacturier, ce dernier a également signalé la plus forte contraction du secteur des services depuis 30 mois. Ces données confirment notre opinion selon laquelle la zone euro entrera en récession d'ici la fin de l'année.

Zone euro : Le secteur privé en contraction, le pire est devant nous

Indice PMI éclair de HCOB. Dernière observation : Août 2023



Avec la zone euro et la Chine en difficulté, c'est environ 35% de l'économie mondiale qui sont appelés à battre de l'aile dans les prochains mois. Et bien que cette faiblesse puisse initialement être masquée par une croissance solide aux États-Unis (voir section suivante), elle n'en pèsera pas moins sur la croissance mondiale

pendant le reste de l'année. Celle-ci devrait s'établir à 3.0% en 2023 avant de glisser à 2.2% l'an prochain, freinée par le ralentissement de la première économie mondiale.

Perspectives mondiales

	2022	2023	2024
Économies avancées	2.7	1.6	0.2
États-Unis	2.1	2.4	0.0
Zone euro	3.4	0.4	-0.3
Japon	1.1	1.7	0.4
Royaume-Uni	4.3	0.3	-0.4
Canada	3.4	1.0	0.0
Australie	3.7	1.6	0.7
Corée du Sud	2.6	1.2	1.4
Économies émergentes	4.0	4.0	3.6
Chine	3.0	4.8	4.5
Inde	7.2	6.5	6.0
Mexique	3.1	2.9	0.8
Brésil	2.9	2.4	1.0
Russie	-2.1	1.2	0.5
Monde	3.5	3.0	2.2

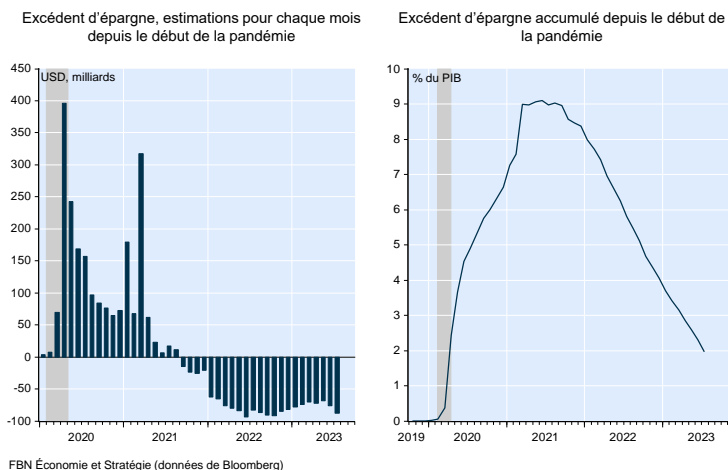
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Un T3 solide qui masque une faiblesse sous-jacente

La plupart des économistes, nous y compris, s'entendent sûrement pour dire que l'économie américaine résiste mieux que prévu au resserrement monétaire énergétique mis en branle l'an dernier par la Réserve fédérale. Il est vrai qu'en dehors d'une vague de faillites bancaires au printemps, la hausse de 525 points de base des taux directeurs ne semble pas avoir trop nui à la croissance. Cette dernière est restée à son potentiel ou proche de celui-ci pendant la majeure partie des 12 derniers mois. Les pessimistes seront certes prompts à rappeler que la politique monétaire agit avec un décalage important et que, par conséquent, les effets du récent resserrement ne se sont pas encore pleinement fait sentir, mais, même en tenant compte de ce délai de transmission, la performance de l'économie a été assez impressionnante.

Plusieurs hypothèses ont été avancées pour expliquer ce phénomène au cours des derniers mois et celle voulant que l'épargne excédentaire ait permis aux ménages de continuer à dépenser malgré la hausse des taux d'intérêt nous semble particulièrement convaincante. Un examen des données confirme en effet qu'environ les trois quarts des \$2,000 milliards accumulés pendant les premiers mois de la pandémie ont été utilisés pour soutenir la consommation entre septembre 2021 et juin 2023.

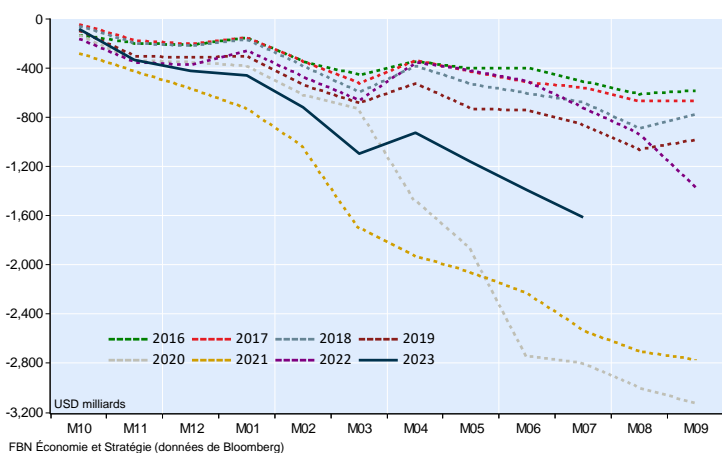
É.-U. : L'excédent d'épargne atténue l'effet du resserrement monétaire



Mais l'excédent d'épargne n'est pas la seule raison expliquant la résilience de l'économie. Au contraire, cette dernière a également été soutenue par une augmentation importante du déficit fédéral. Au dixième mois de l'année financière 2023, celui-ci s'élevait déjà à \$1,600 milliards, soit plus du double du déficit enregistré à pareille date l'an dernier.

É.-U. : L'augmentation du déficit budgétaire stimule aussi la croissance

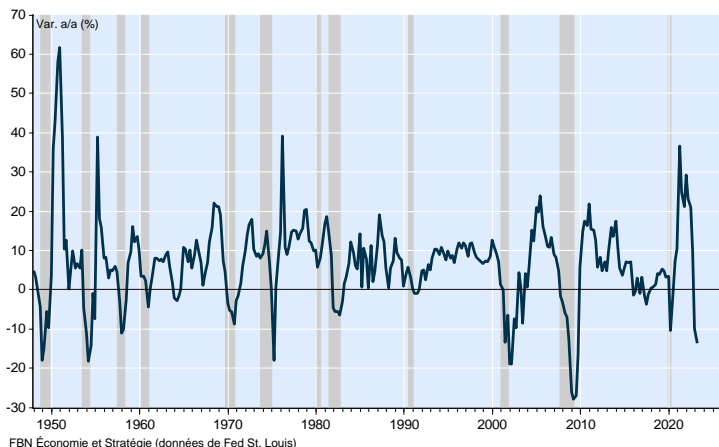
Déficit budgétaire fédéral cumulé chaque année financière



Selon le Congressional Budget Office, ce creusement du déficit était dû autant à une baisse importante des recettes fiscales...

É.-U. : Après un bond, les recettes fiscales en recul marqué

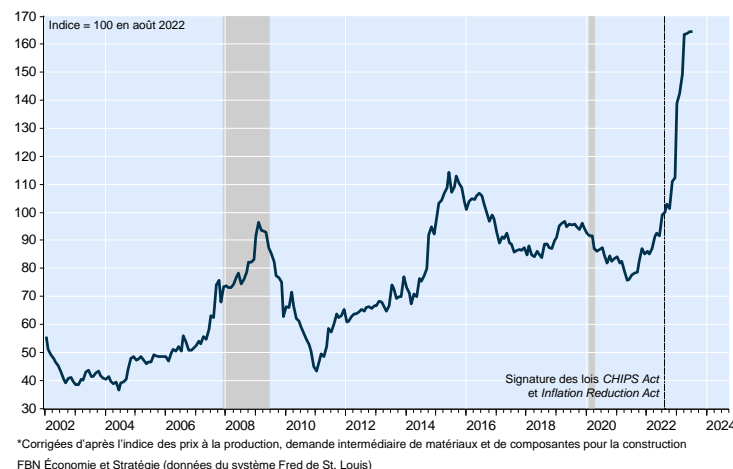
Recettes fiscales courantes de l'État fédéral



... qu'à une augmentation des dépenses découlant en bonne partie de l'adoption par le Congrès américain de plusieurs projets de loi (*Infrastructure Investment and Jobs Act*, *Inflation Reduction Act* et *CHIPS Act*) offrant des subventions pour la transition énergétique et pour la construction d'usines de semi-conducteurs et ayant résulté, entre autres, en une explosion des dépenses de construction dans le secteur manufacturier.

É.-U. : L'essor de la construction dans la fabrication est bien réel

Dépenses de construction réelles* dans la fabrication

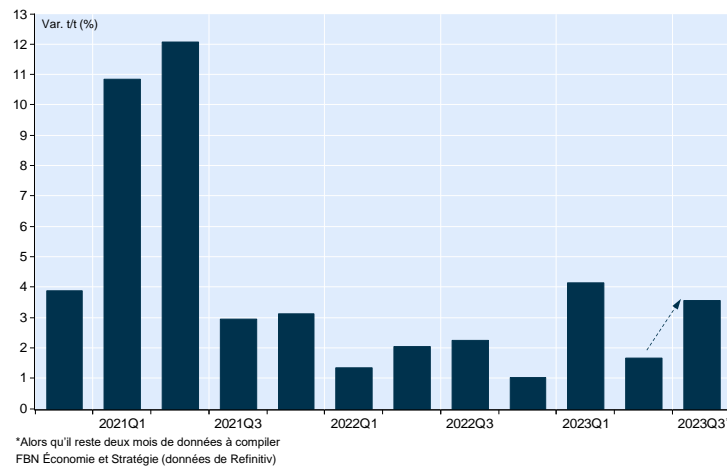


Et bien qu'elle nous semble mal avisée à un moment où l'inflation dépasse toujours largement la cible de la banque centrale, la politique budgétaire laxiste du gouvernement américain devrait néanmoins continuer à soutenir l'économie au troisième trimestre. Idem pour certains autres facteurs temporaires tels que les tournées de spectacles de Taylor Swift et Beyoncé. À première vue, les concerts donnés par les deux stars de la pop pourraient ne pas sembler de nature à influencer les données du PIB, mais une étude plus approfondie des chiffres tend à contredire cette hypothèse. En effet, selon une étude publiée par Bloomberg, les personnes qui assistent à ces concerts dépensent en moyenne \$2,000 en billets, hôtels, restaurants, transports et vêtements. Sachant qu'environ 50,000 personnes assisteront à chacune des 48 représentations données au cours du troisième trimestre, les dépenses liées à ces spectacles pourraient s'élever à \$5 milliards. Si l'on ajoute à cela les

\$3 milliards de dépenses générées par les superproductions hollywoodiennes *Barbie* et *Oppenheimer*, l'impact qu'auront ces phénomènes culturels sur le PIB du troisième trimestre devient évident. Et même s'il est vrai qu'une partie de l'argent déboursé en divertissements au cours du trimestre risque de ne pas être dépensé ailleurs (effet de substitution), la consommation des ménages, qui compte pour les deux tiers de l'économie américaine, n'en sera pas moins influencée positivement. Avec deux mois de données encore à venir au T3, cette dernière est déjà sur la voie d'une expansion très solide.

É.-U. : La consommation dopée au T3 par des phénomènes culturels

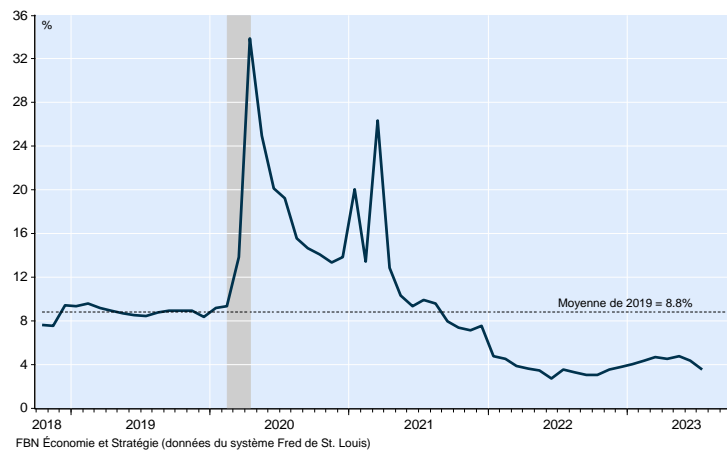
Dépenses réelles des ménages



Malheureusement, dans un contexte où la hausse des dépenses des ménages n'a pas été accompagnée par une augmentation corollaire du revenu disponible, mais était plutôt le fait d'une baisse importante du taux d'épargne, nous craignons que le sursaut de vigueur de l'économie américaine soit de très courte durée.

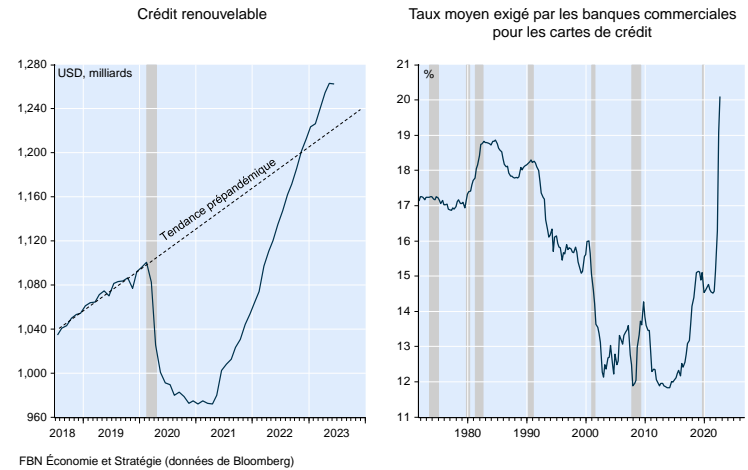
É.-U. : La consommation nourrie par une baisse de l'épargne...

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



Il semble en effet que, pour financer leurs largesses, les consommateurs aient dû à nouveau puiser abondamment dans la réserve d'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie (voir premier graphique de la section). Des données publiées récemment par la Réserve fédérale laissent penser que leurs dépenses ont également été soutenues par une utilisation accrue des cartes de crédit.

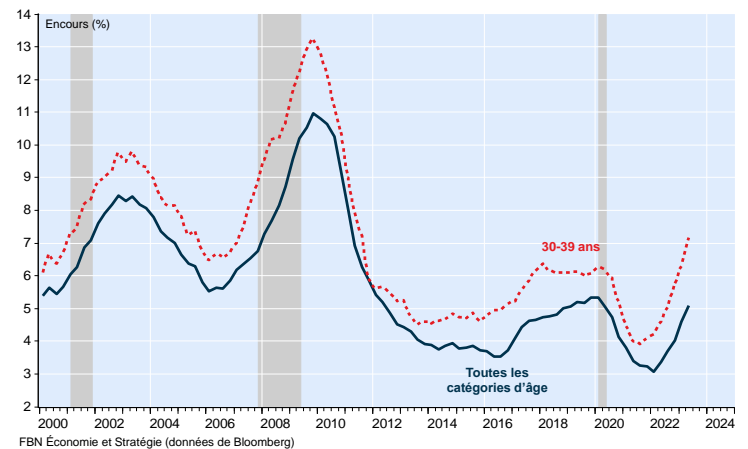
... et une utilisation accrue des cartes de crédit



Les consommateurs ne pourront vraisemblablement pas maintenir ce comportement encore longtemps étant donné le tarissement rapide de la réserve d'épargne excédentaire et la difficulté grandissante de certains à rembourser la dette de leurs cartes de crédit. Les soldes impayés sont en effet devenus plus difficiles à gérer dans un environnement de taux d'intérêt plus élevés, ce qui explique pourquoi les taux de défaut sont revenus à leurs niveaux d'avant la pandémie. Pour les 30-39 ans, le groupe le plus susceptible d'assister aux concerts de Taylor Swift et de Beyonce, ces taux atteignent aujourd'hui leur plus haut niveau depuis 2011.

É.-U. : Éponger la dette des cartes de crédit devient plus difficile

Pourcentage des dettes sur cartes de crédit en souffrance grave (impayées depuis plus de 90 jours)

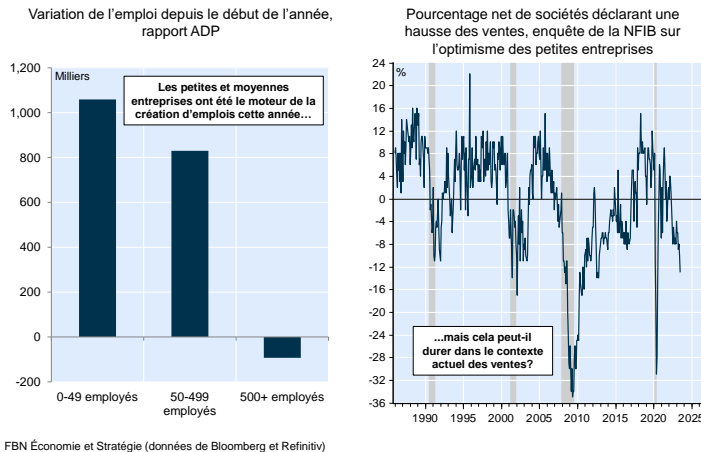


Il faut donc s'attendre à des lendemains difficiles pour les consommateurs au T4. Non seulement ceux-ci devront faire face à des soldes de cartes de crédit gonflés, mais 40 millions d'entre eux devront également recommencer à rembourser leurs dettes d'études en octobre. Il est d'ailleurs intéressant de noter que la tranche d'âge la plus susceptible d'avoir des difficultés à rembourser la dette des cartes de crédit en ce moment (les 30 à 39 ans) est aussi celle qui a les prêts étudiants les plus lourds à payer.

La vigueur du marché de l'emploi pourrait certes aider à atténuer le choc, mais nous nous attendons malheureusement à un ralentissement des embauches dans les mois à venir, particulièrement du côté des petites entreprises. Ces dernières ont

été responsables de la vaste majorité des embauches ces derniers mois, mais la récente détérioration de leurs perspectives risque fort de changer la donne. Rappelons que le pourcentage des petites entreprises signalant une baisse de leurs ventes dans l'enquête NFIB de juillet était supérieur de 13% à celui des entreprises déclarant une hausse. Cet écart, le plus important jamais enregistré en dehors d'une récession, laisse présager une baisse importante de la demande de main-d'œuvre dans les mois à venir.

É.-U. : La vague d'embauche des petites entreprises peut-elle continuer?



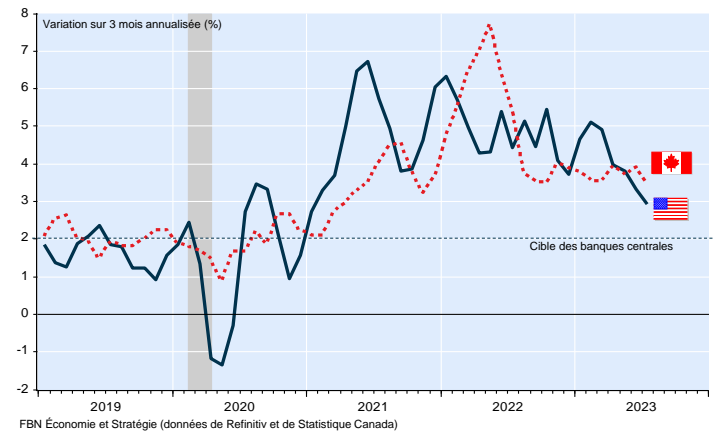
Après avoir crû à un rythme de loin supérieur au potentiel au T3, l'économie américaine devrait donc ralentir brusquement au T4 avant de basculer dans une récession dans les premiers mois de 2024. Suivant ce scénario, le PIB réel devrait croître de 2.4% en 2023 avant de stagner en 2024.

Canada : Des fissures apparaissent

La Banque du Canada présentera son évaluation de la situation économique au début du mois de septembre en dévoilant sa décision concernant l'adéquation de sa politique monétaire. En juillet, elle relevait le taux directeur à une deuxième rencontre de suite, à son niveau le plus élevé depuis 2001. Sans pour autant télégraphier la nécessité de nouvelles hausses de taux, la banque affirmait qu'elle « reste déterminée à rétablir la stabilité des prix » et qu'elle évaluerait l'évolution de la demande et des risques entourant l'inflation pour la suite des choses. Autrement dit, elle est en mode « dépendante des données », qui sont mitigées depuis sa dernière décision. D'un côté, il y a une déception sur le front de l'inflation. C'était un secret de polichinelle parmi les économistes que les progrès en matière d'inflation annuelle stagneraient au cours de l'été à mesure que la contribution négative de l'énergie sur un an s'estomperait. Néanmoins, les données de juillet ont fait sourciller, en particulier la réaccélération des prix des aliments et de l'énergie. Selon notre prévision actuelle, l'inflation annuelle pourrait atteindre 3.5% au troisième trimestre, soit plus que les 3.3% qu'attendait la Banque du Canada dans sa prévision en juillet. Ses mesures d'inflation de base, quant à elles, n'enregistrent guère de progrès. En effet, l'inflation de base, en variation annualisée sur trois mois, a continué d'osciller dans la fourchette de 3.5% à 4.0%, persistant à ces niveaux depuis la deuxième moitié de 2022. C'est cette situation que déplorait la banque centrale dans sa dernière communication.

Canada : La Banque du Canada dégainera-t-elle de nouveau?

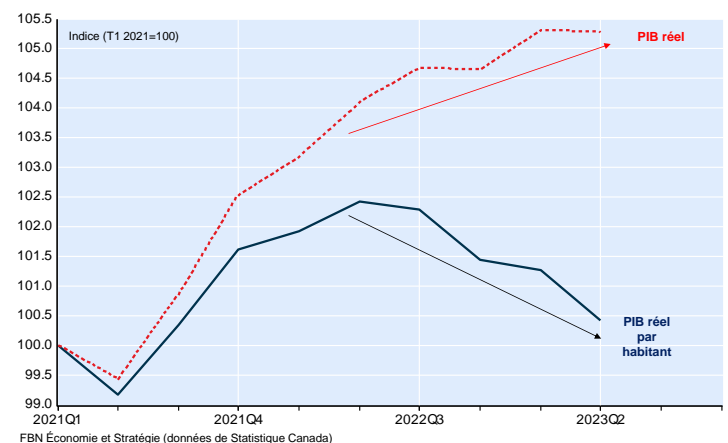
IPC de base au Canada (IPC tronqué et IPC médian) et déflateur de la consommation sans les A&E aux É.-U.



Malgré cela, un nouveau tour de vis de la banque centrale serait très hasardeux. Nous avons mentionné à plusieurs reprises ces derniers mois que l'inflation est un indicateur à retardement et qu'il serait périlleux que la banque centrale continue de relever les taux pour la seule raison que l'inflation n'est pas revenue à sa cible. La Banque du Canada estime elle-même qu'il faut de 6 à 8 trimestres (lien) pour que le plein impact d'une hausse de taux d'intérêt se fasse sentir. L'état de l'économie se reflète dans les mesures de l'inflation de base dans un délai de 3 à 5 trimestres à la lumière des analyses de la banque centrale (lien, page 7). Plutôt que de s'alarmer du piétinement de la lutte contre l'inflation, la banque centrale devrait prendre note que la transmission de la politique monétaire produit son effet, puisque l'économie canadienne donne des signes d'essoufflement. Les données du PIB du deuxième trimestre révélaient une stagnation de l'économie au deuxième trimestre, qui était bien en dessous du niveau de 1.5% prévu par la banque centrale. Ajoutant à la déception, le PIB du premier trimestre a été révisé à la baisse, ce qui signifie que l'économie est beaucoup moins en surchauffe que ne le pensait la Banque du Canada en juillet. Dans des circonstances normales, un trimestre de stagnation ne serait pas nécessairement un motif d'inquiétude, mais l'explosion démographique actuelle change la donne. Le PIB réel par habitant a baissé à un taux annualisé de 3.3%, prolongeant un quatrième trimestre de suite une tendance à la baisse amorcée quand la banque centrale a commencé à resserrer sa politique monétaire.

Canada : L'économie plus fragile qu'il paraît à première vue?

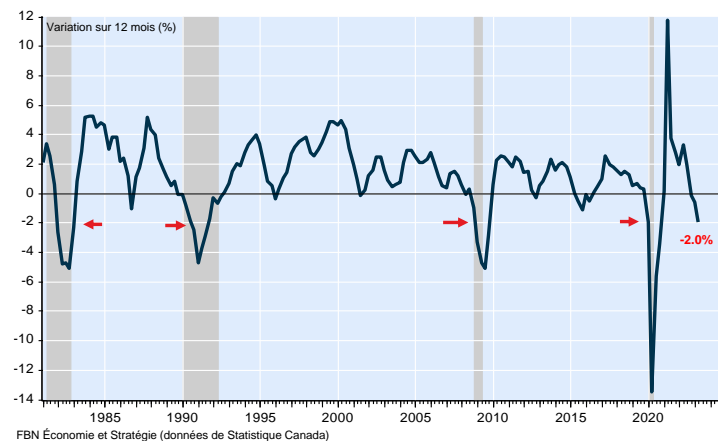
PIB réel et PIB réel par habitant



Au cours des quatre derniers trimestres, le PIB par habitant a chuté de 2.0%, ce qui, historiquement, ne s'est produit que pendant une récession. Chaque fois que le PIB par habitant était inférieur au niveau de l'année précédente, la banque centrale était déjà en mode de détente, ce qui contraste avec l'intransigeance actuelle de la BdC.

Canada : PIB par habitant en baisse de 2.0% sur un an, est-ce normal?

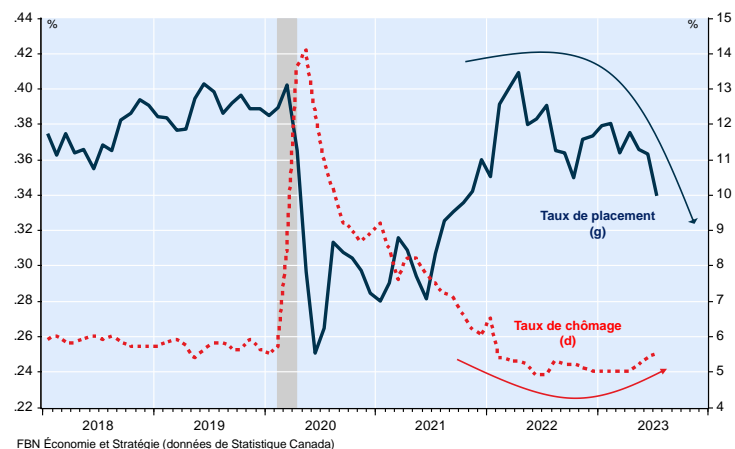
Variation sur un an du PIB réel par habitant



La hausse significative du taux de chômage des trois derniers mois est une autre preuve que l'économie a connu une croissance bien inférieure à son potentiel ces derniers temps. La part des chômeurs qui retrouvent un emploi est à son plus bas niveau en près de deux ans.

Canada : Les chômeurs ont plus de mal à retrouver un emploi

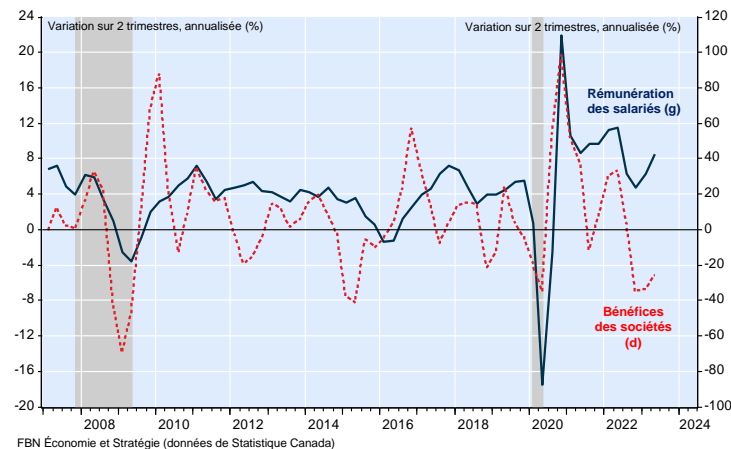
Part des chômeurs qui retrouvent un emploi (moyenne mobile sur 3 mois) et taux de chômage



Et tout porte à croire que l'appétit des entreprises pour l'embauche sera très faible dans les mois à venir. L'évolution des bénéfices (-26% en rythme annualisé depuis le début de l'année) est incompatible avec la hausse de la rémunération des salariés (+8%), ce qui pourrait entraîner des décisions difficiles pour les entreprises.

Canada : Une divergence qui ne devrait pas durer

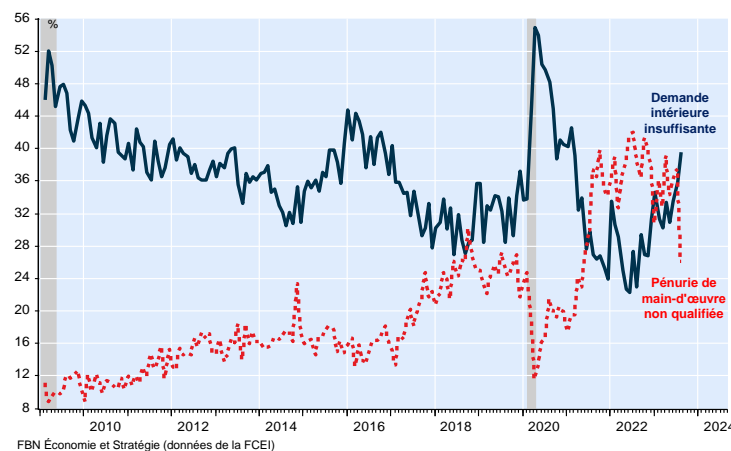
Rémunération des salariés et bénéfices des entreprises



Selon la dernière enquête de la FCEI, la pénurie de main-d'œuvre se résorbe et les inquiétudes concernant la faiblesse de la demande intérieure augmentent fortement en août, ce qui n'annonce pas un renforcement de l'économie au troisième trimestre. Cela concorde avec l'estimation préliminaire du PIB de Statistique Canada en juillet qui indique une stagnation de l'économie après un recul en juin. Cette faiblesse est d'autant plus préoccupante qu'elle survient pendant le mois où de nombreux ménages ont reçu leur chèque de remboursement pour l'épicerie du gouvernement fédéral.

Canada : L'économie intérieure faiblit, la main-d'œuvre est moins rare

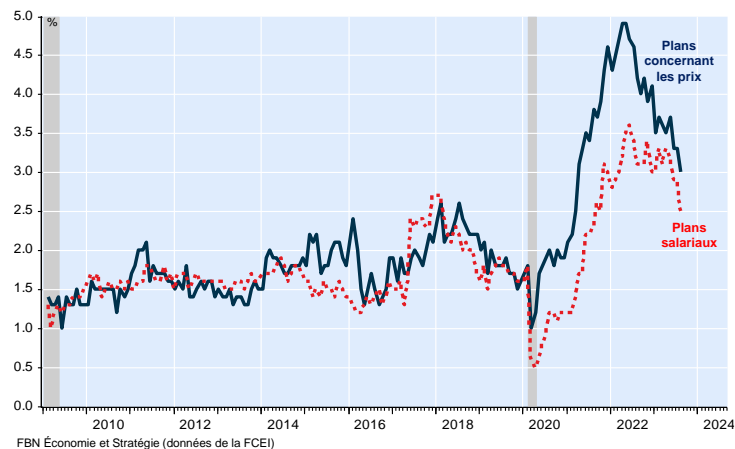
Facteurs limitant la capacité de croissance des entreprises, part des répondants



Il y a des signes précurseurs que le passage à vide de l'économie contribuera à juguler l'inflation dans les mois à venir. Alors que la hausse moyenne des prix anticipée par les PME pour l'année suivante était proche de 5% au début 2022, l'augmentation attendue n'est plus que de 3.0%, dans un contexte où la hausse moyenne des salaires qu'on entend accorder est en chute libre à 2.5%. Cela devrait rassurer la Banque du Canada qui restait préoccupée par les pratiques de fixation des prix des entreprises lors de sa dernière communication.

Canada : L'inflation due à la poussée des salaires devrait ralentir

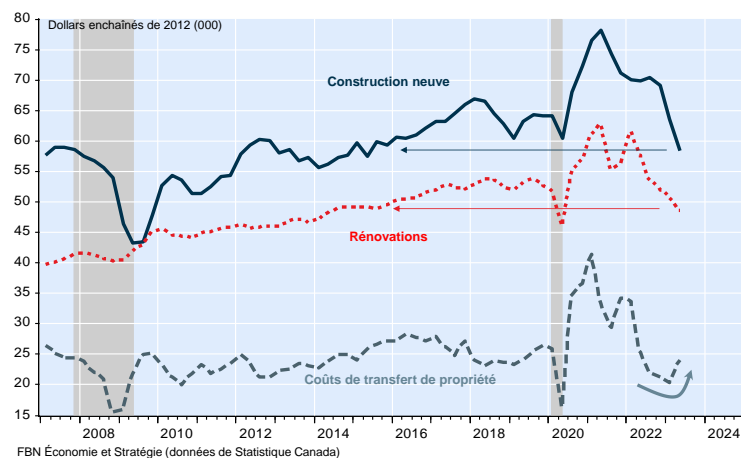
Augmentations moyennes des prix et des salaires prévues pour l'année prochaine



Lors des deux dernières décisions concernant les taux d'intérêt, la Banque du Canada affichait un inconfort face à la résilience des dépenses de consommation sensibles aux taux d'intérêt et de l'immobilier, ce qui fait pencher la balance du côté d'un resserrement supplémentaire. En effet, dans un contexte de forte croissance démographique, le secteur de l'immobilier résidentiel a connu un rebond des ventes de maisons malgré des taux d'intérêt élevés au deuxième trimestre. Cependant, nous notons que l'activité dans la construction neuve et les rénovations affiche le plus bas niveau depuis 2015 et 2014 (en excluant la pandémie).

Canada : L'investissement résidentiel poursuit sa chute

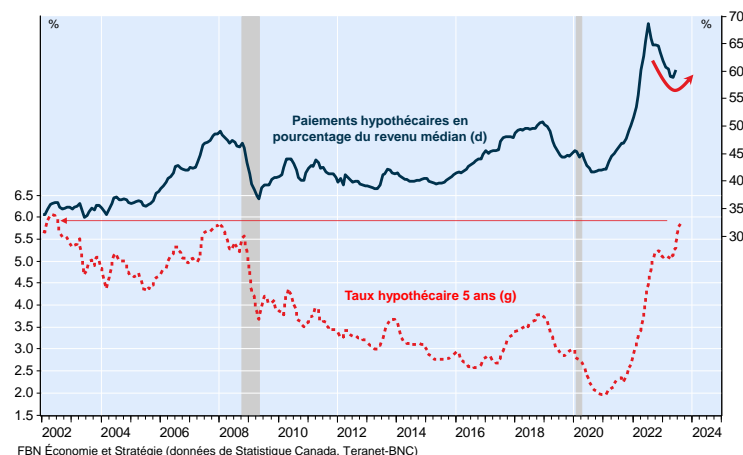
Composantes de l'investissement résidentiel



Pour ce qui est du rebond des reventes de maisons et des prix, nous sommes d'avis que celui-ci a probablement été passager. Non seulement le relèvement du taux directeur a poussé les taux d'intérêt à courte échéance à la hausse, mais la hausse des taux d'intérêt mondiaux a aussi entraîné une augmentation des taux pour les échéances plus longues. Il en résulte que le taux hypothécaire pour 5 ans atteint désormais son plus haut niveau depuis 2002 ce qui laisse présager une détérioration de l'abordabilité du logement au troisième trimestre après trois trimestres d'amélioration.

Canada : L'amélioration de l'abordabilité risque de prendre fin au T3

Indice d'abordabilité du logement et taux d'intérêt hypothécaire pour 5 ans



En conclusion, la Banque du Canada a relevé son taux directeur à deux reprises cet été, perdant patience face à l'absence de progrès sur le front de l'inflation et à une demande intérieure qu'elle jugeait trop forte. Nous avons estimé que ces décisions étaient périlleuses, car l'économie donnait déjà des signes de faiblesse sous-jacente alors qu'elle n'avait même pas encore ressenti tout l'impact des hausses de taux appliquées depuis le début du cycle de resserrement. Les données du PIB du deuxième trimestre confortent notre point de vue. Dans la mesure où la politique monétaire est la plus contraignante en termes réels depuis 2009 et la plus restrictive parmi les pays du G7, nous continuons d'anticiper une léthargie économique dans les 12 prochains mois. Nous anticipons une croissance de 1.0% en 2023 et de 0% en 2024.

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	(2.8)	5.9	2.1	2.4	0.0	0.9	2.3	(0.9)
Dépenses personnelles	(3.0)	8.3	2.7	2.5	(0.3)	1.7	2.7	(1.4)
Construction résidentielle	7.2	10.7	(10.6)	(10.9)	1.1	(18.8)	0.4	0.2
Investissements des entreprises	(4.9)	6.4	3.9	3.0	0.1	4.5	2.3	(1.0)
Dépenses publiques	2.6	0.6	(0.6)	3.3	2.1	0.9	3.1	2.0
Exportations	(13.2)	6.1	7.1	2.1	(1.4)	4.6	0.2	(1.8)
Importations	(9.0)	14.1	8.1	(2.1)	(0.4)	1.5	0.0	(0.8)
Variation des stocks (milliards \$)	(54.6)	(19.4)	125.0	26.7	1.3	136.5	25.0	10.0
Demande intérieure	(1.9)	6.7	1.7	2.1	0.2	0.9	2.6	(0.7)
Revenu réel disponible	6.2	1.9	(6.2)	3.6	0.8	(1.9)	3.3	0.9
Emploi des salariés	(5.8)	2.9	4.3	2.2	(1.1)	3.4	1.5	(1.9)
Taux de chômage	8.1	5.4	3.7	3.7	4.8	3.6	3.9	5.1
Taux d'inflation	1.3	4.7	8.0	4.0	2.3	7.1	2.7	2.2
Bénéfices avant impôts	(5.9)	22.6	6.6	(6.4)	(2.2)	2.6	(9.5)	8.8
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(1,015.0)	(1,000.0)	(1,000.0)	(999.0)	(998.0)	...	0.0	0.0
Compte courant (milliards \$)	(597.1)	(939.8)	(971.6)	(884.5)	(903.1)

* Sauf indication contraire.

Dynamique trimestrielle

	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024
	publié	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	3.2	2.6	2.0	2.1	4.9	0.1	(1.0)	(1.8)
IPC (var. a/a %)	8.3	7.1	5.8	4.1	3.3	2.7	2.4	2.5
IPC de base (var. a/a %)	6.3	6.0	5.6	5.2	4.4	3.9	3.3	2.7
Taux de chômage (%)	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	4.3	4.8

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	(5.1)	5.0	3.4	1.0	(0.0)	2.1	0.3	0.8
Dépenses personnelles	(6.3)	5.1	4.8	2.1	0.1	3.0	1.3	0.8
Construction résidentielle	5.0	14.9	(11.2)	(13.5)	(0.6)	(14.0)	(8.8)	2.3
Investissements des entreprises	(11.6)	4.3	8.0	2.3	(0.7)	3.4	1.5	0.8
Dépenses publiques	1.9	5.6	2.0	1.2	2.2	2.0	1.0	2.3
Exportations	(8.9)	1.4	2.8	4.3	(1.5)	3.1	1.1	0.0
Importations	(9.3)	7.8	7.5	(0.9)	(0.2)	3.0	(0.1)	1.0
Variation des stocks (millions \$)	(23,493)	(4,148)	39,467	11,908	7,000	24,264	10,000	5,000
Demande intérieure	(3.8)	5.8	2.7	0.6	0.6	1.2	0.5	1.3
Revenu réel disponible	7.6	1.2	(0.4)	0.5	0.8	2.3	0.5	0.7
Emploi	(5.6)	5.0	4.0	2.2	0.1	2.3	1.7	0.4
Taux de chômage	9.7	7.5	5.3	5.4	6.5	5.1	5.9	6.5
Taux d'inflation	0.7	3.4	6.8	3.8	2.4	6.7	3.0	2.0
Bénéfices avant impôts	(1.4)	35.8	8.4	(22.0)	(5.6)	(7.2)	(14.5)	(1.0)
Compte courant (milliards, \$)	(47.6)	(6.7)	(9.1)	(35.0)	(37.0)	0.0

* Sauf indication contraire.

Dynamique trimestrielle

	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024
	publié	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.3	(0.1)	2.6	(0.2)	(0.2)	(1.0)	(1.2)	0.9
IPC (var. a/a %)	7.2	6.7	5.2	3.5	3.5	3.0	3.1	2.5
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	5.4	5.4	4.8	4.0	3.3	3.0	3.0	2.4
Taux de chômage (%)	5.1	5.1	5.0	5.2	5.6	5.9	6.3	6.5

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2020	2021	2022e	2023p	2024p	2020	2021	2022e	2023p	2024p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-4.6	0.6	-1.7	0.6	-0.3	-10.0	17.7	8.6	-0.7	-2.9
Île-du-Prince-Édouard	-1.6	7.9	2.9	1.7	0.4	1.4	14.3	9.7	2.9	2.0
Nouvelle-Écosse	-3.5	6.2	2.6	1.1	0.3	0.0	10.9	8.6	1.9	2.0
Nouveau-Brunswick	-2.7	5.9	1.8	0.7	0.1	-1.6	13.8	7.8	2.0	0.0
Québec	-5.0	6.0	2.6	0.5	0.0	-1.9	11.8	9.6	3.1	2.1
Ontario	-4.7	5.2	3.7	1.0	0.1	-2.9	10.3	9.2	3.3	2.4
Manitoba	-4.4	1.8	3.9	1.2	0.0	-1.3	8.4	11.1	2.7	3.2
Saskatchewan	-4.8	-0.9	5.7	1.7	-0.2	-7.6	13.1	17.7	0.6	-4.0
Alberta	-8.0	4.8	5.1	1.8	-0.2	-15.7	26.2	17.7	-2.6	-2.6
Colombie-Britannique	-3.0	6.1	3.6	0.9	-0.2	-0.7	14.2	9.5	0.9	1.3
Canada	-5.3	5.0	3.4	1.0	0.0	-4.6	13.6	10.9	1.8	1.0
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-6.4	3.6	4.3	1.8	-0.5	14.5	13.1	11.2	9.6	10.7
Île-du-Prince-Édouard	-3.5	4.1	5.3	3.9	1.0	10.7	9.9	7.5	7.9	8.1
Nouvelle-Écosse	-4.6	5.6	3.6	2.3	0.4	9.9	8.6	6.6	6.9	7.4
Nouveau-Brunswick	-3.0	3.2	2.7	3.1	-0.3	10.3	9.1	7.2	6.5	7.9
Québec	-5.4	4.4	3.1	2.0	0.1	8.9	6.1	4.3	4.5	5.3
Ontario	-5.4	5.2	4.6	2.5	0.2	9.8	8.1	5.6	5.5	6.7
Manitoba	-4.3	3.7	3.2	1.9	-0.1	8.2	6.4	4.5	4.7	5.4
Saskatchewan	-5.0	2.6	3.5	0.8	0.1	8.3	6.5	4.7	4.6	5.9
Alberta	-7.0	5.5	5.2	3.3	0.3	11.4	8.5	5.8	6.1	7.3
Colombie-Britannique	-6.2	6.2	3.1	1.1	0.0	9.1	6.5	4.6	5.2	6.7
Canada	-5.6	5.0	4.0	2.2	0.1	9.7	7.5	5.3	5.4	6.5
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.8	1.2	1.7	1.1	1.0	0.2	3.7	6.4	3.1	2.5
Île-du-Prince-Édouard	1.1	1.2	1.0	0.9	1.0	0.0	5.1	8.9	2.5	2.3
Nouvelle-Écosse	4.9	6.0	5.6	5.4	4.8	0.3	4.1	7.5	3.4	2.2
Nouveau-Brunswick	3.6	3.9	4.7	3.7	3.3	0.2	3.8	7.3	3.6	2.4
Québec	53.8	69.9	58.6	40.0	47.5	0.8	3.8	6.7	4.3	2.6
Ontario	81.2	100.5	96.2	94.0	85.0	0.6	3.5	6.8	3.6	2.4
Manitoba	7.3	8.0	8.1	8.2	7.5	0.5	3.2	7.9	3.9	2.4
Saskatchewan	3.1	4.2	4.2	4.2	3.9	0.6	2.6	6.6	4.2	2.5
Alberta	24.2	31.9	36.4	31.8	28.5	1.1	3.2	6.5	3.1	2.6
Colombie-Britannique	38.0	47.6	46.7	48.5	44.5	0.8	2.8	6.9	3.8	2.5
Canada	218.0	274.4	263.3	237.8	227.0	0.7	3.4	6.8	3.8	2.4

e: estimé

p: prévision

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

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

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

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

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

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

Droits d'auteur

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