

Par 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 : Le produit intérieur brut a crû à un rythme annualisé de 6.7% au dernier trimestre de 2021, ce qui était à peu près conforme aux attentes consensuelles (+6.5%). S'inscrivant dans le sillage d'une expansion de 5.5% au T3, ce gain a hissé pour la première fois la production économique au-dessus de son niveau d'avant la crise. En 2021, globalement, l'économie a crû de 4.6%, du jamais vu depuis 2000.

Malgré un léger ralentissement par rapport au rythme intenable du T3, la demande intérieure est restée relativement solide au dernier trimestre de l'année, croissant au rythme annualisé de 2.9%. Les investissements des administrations publiques (+6.2% t/t annualisé), des entreprises (+8.7%) et les investissements résidentiels (+10.2%) se sont particulièrement illustrés, tandis que la consommation des ménages a dégagé un gain plus faible, de 1.0%. Le commerce international a eu un léger effet négatif sur la croissance, car le bond des exportations (+13.4% t/t en rythme annualisé) a été annulé par la hausse des importations (+14.4%). L'accumulation des stocks, pendant ce temps, a ajouté pas moins de 4.2 points de pourcentage à la croissance d'ensemble.

Contributions à la croissance du PIB		
	T4 2021	T3 2021
PIB	6.7	5.5
Consommation	0.5	10.3
Invest. des entreprises	0.6	0.1
Secteur sans but lucratif	0.1	0.1
Invest. résidentiels	0.9	-3.6
Secteur public	0.7	0.4
Demande intérieure finale	2.9	7.3
Exportations	4.0	2.1
Importations	-4.3	0.5
Commerce international	-0.2	2.6
Stocks	4.2	-3.9
Écart statistique	-0.3	-0.1

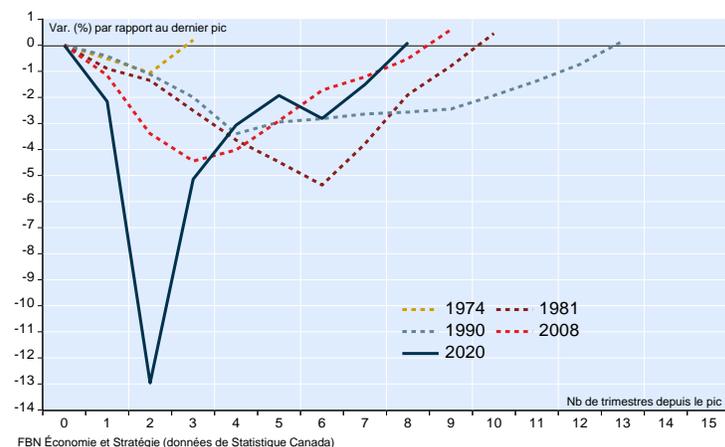
FBN Économie et Stratégie (données obtenues via Refinitiv)

Le PIB nominal a crû de 13.7% sur une base annualisée, après une hausse de 10.5% au T3. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour la santé budgétaire des gouvernements et des entreprises canadiens. Le revenu disponible a chuté de 5.1% en rythme annualisé et le taux d'épargne des ménages s'est contracté de 9.0% à 6.4%, un niveau toutefois confortablement supérieur à celui d'avant la crise (environ 2.5%).

D'après les données sectorielles, le PIB a stagné en décembre, un léger repli dans le secteur des biens (-0.1%) ayant été compensé par une augmentation de la production dans le secteur des services (+0.1%). Statistique Canada a également publié une estimation préliminaire pour le mois de janvier, annonçant un gain de 0.2% m/m.

Les données du PIB pour le quatrième trimestre étaient légèrement supérieures aux attentes et montraient que la production est remontée à son niveau d'avant la pandémie. Il aura donc fallu huit trimestres pour effacer les pertes causées par la COVID-19, un laps de temps légèrement plus court que ceux observés dans les autres récessions d'après-guerre (8.75 trimestres en moyenne).

Canada : La production renoue avec son pic d'avant la pandémie au T4
PIB réel, variation en pourcentage par rapport au dernier pic



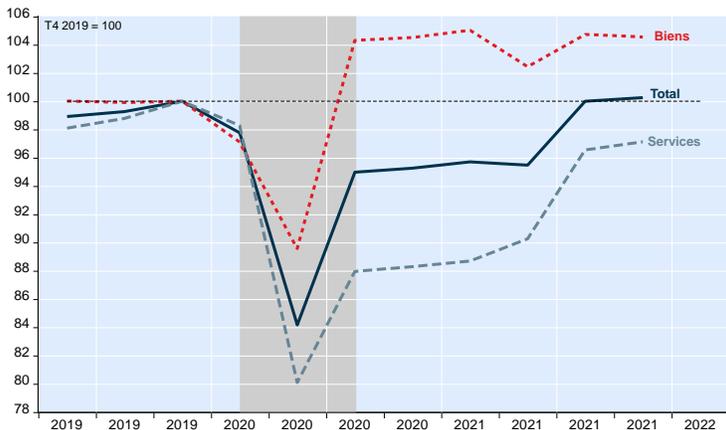
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Même si le résultat solide du T4 était largement attribuable à l'accumulation des stocks, il y avait d'autres points positifs dans le rapport. Les investissements des entreprises ont bondi tandis que l'investissement résidentiel a profité d'une forte hausse des coûts de transfert de propriétés immobilières, incluant les commissions et les droits de cession immobilière liés à la revente d'un logement. Comme on pouvait s'y attendre dans un contexte sanitaire favorable, les dépenses en services (+2.4% t/t en rythme annualisé) ont continué de se relever, tandis que les dépenses en marchandises se sont contractées de 0.7%, un phénomène qui peut être attribué aux goulots d'étranglement qui bouleversent le secteur mondial de la fabrication et exacerbés par les inondations en Colombie-Britannique en novembre. La hausse des cas de COVID-19 au pays a aussi probablement nui aux événements de ventes de fin d'année tels que les soldes du Boxing day. Pour

autant, par rapport aux niveaux d'avant la crise, la consommation dans le secteur des services reste en repli de 2.9%, tandis que les dépenses en biens sont supérieures de 4.5%.

Canada: Les dépenses en services toujours à la traîne

Dépenses de consommation des ménages, dollars enchaînés

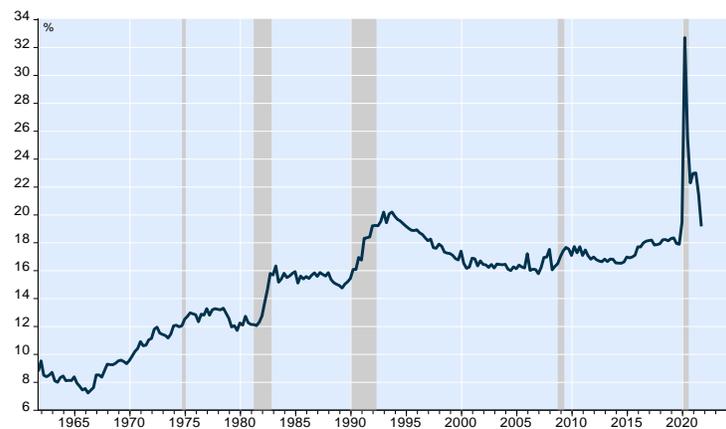


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Le revenu disponible a diminué pour un deuxième trimestre de suite, mais il fallait s'y attendre dans un contexte où plusieurs programmes d'aide au revenu mis en place pour limiter les effets de la COVID-19 ont pris fin – les transferts gouvernementaux aux ménages sont tombés à 19.1% du revenu disponible au T4, renouant avec les proportions d'avant la pandémie.

Baisse des transferts gouvernementaux après leur bond dû à la crise

Transferts gouvernementaux en proportion du revenu disponible des ménages



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Pour l'avenir, le variant Omicron pourrait venir jouer les trouble-fêtes et nuire à la croissance au début de 2022, bridant la croissance dans les secteurs où la distanciation physique est difficile à respecter (loisirs, hébergement, services alimentaires) et limitant les capacités de production en forçant les travailleurs infectés à rester chez eux. Mais les répercussions économiques semblent avoir été relativement limitées à en croire l'estimation préliminaire de la croissance en janvier publiée par Statistique Canada (+0.2%). Nous sommes également rassurés de voir que le nombre quotidien de cas a déjà dépassé un pic, de sorte que l'impact économique d'Omicron sera limité dans le temps. Nous croyons toujours que la croissance économique aura quasiment

marqué une pause au cours des trois premiers mois de l'année, un ralentissement qui devrait être en partie compensé au cours des trimestres suivants vu la solide position financière des ménages canadiens. Cela bien sûr sous réserve que les risques de baisse du scénario – notamment une inflation supérieure aux attentes et l'escalade des tensions géopolitiques – ne viennent pas trop bouleverser la croissance.

Le **solde du compte courant** est repassé en déficit au T4, se contractant de +CA\$0.81 milliard au T3 à -CA\$0.80 milliard. Cette évolution reflétait la dégradation du solde des revenus de placement, en déficit pour la première fois depuis plus de deux ans (-CA\$1.11 milliard), principalement du fait des investissements directs étrangers. « Les bénéfices réalisés par les investisseurs directs étrangers sur leurs actifs au Canada ont augmenté de 1.7 milliard de dollars, tandis que ceux réalisés par les investisseurs directs canadiens sur leurs actifs à l'étranger ont diminué de 0.7 milliard de dollars », peut-on lire dans le rapport de Statistique Canada. La balance du commerce international de marchandises et de services, cependant, a enregistré un troisième excédent trimestriel consécutif (+CA\$2.37 milliards), car les exportations de biens ont continué de profiter de la hausse des prix des matières premières et les importations de services sont restées limitées par les restrictions de voyage liées à la pandémie. En 2021, dans l'ensemble, le solde du compte courant a enregistré un excédent de \$1.6 milliard, positif pour la première fois depuis 2008.

Le nombre de **permis de bâtir résidentiels** délivrés a chuté de 13.1% en janvier à un creux inégalé depuis 15 mois de 272.6K (corrige des effets saisonniers et annualisé). Bien que cela représente la plus forte baisse mensuelle enregistrée depuis mai 2019, le nombre de permis délivrés est resté à un niveau relativement élevé. En effet, il s'agissait du deuxième nombre de demandes de permis le plus élevé enregistré en un mois de janvier depuis qu'on recueille ces données, soit 2011. La baisse mensuelle était due en grande partie à un recul de 15.8% dans le segment des logements collectifs (à 191.4K). Les demandes de permis pour des maisons individuelles ont aussi diminué (-7.5% à 81.2K), mais dans une moindre mesure.

La croissance du secteur de la fabrication s'est quelque peu raffermie en février. En effet, l'**indice PMI de la fabrication** selon **Markit** est passé de 56.2 à 56.6, signalant une vingtième amélioration consécutive des conditions d'exploitation pour les usines canadiennes. La croissance de la production s'est accélérée, un phénomène que les directeurs des achats ont attribué à une augmentation des commandes et aux gains de l'emploi. Les carnets de commandes, cependant, se sont allongés plus rapidement que le mois précédent du fait de lancements de nouveaux produits et d'une plus forte demande après l'assouplissement des restrictions liées à la COVID-19. Les perspectives positives ont encouragé les entreprises à augmenter leurs effectifs pour un vingtième mois de suite, ce qui n'a pas empêché les arriérés de commandes de s'accumuler rapidement. Les délais de livraison, de leur côté, se sont allongés au cinquième rythme le plus rapide enregistré depuis que l'enquête existe en raison de mauvaises conditions dans le

secteur du transport, des délais de livraison et des pénuries de matériaux. Les hausses de coûts des matières premières et du transport se sont de nouveau traduits par une solide augmentation des prix des intrants. Pour tenter de protéger les marges de profit, les sociétés du secteur manufacturier ont augmenté leurs prix à l'un des rythmes les plus rapides à ce jour. Interrogées sur leurs perspectives à plus long terme, les entreprises restaient optimistes, confiantes de voir les problèmes des chaînes d'approvisionnement se résorber et les restrictions liées au virus prendre fin.

Le secteur de la fabrication croît pour un vingtième mois de suite

Indice PMI de la fabrication selon Markit, dernière observation : février 2022

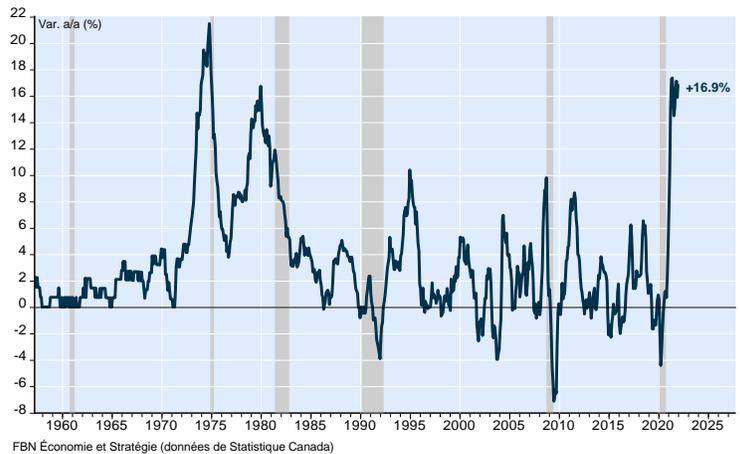


L'indice des prix des matières premières brutes a bondi de 6.5% en janvier, en partie grâce à une solide augmentation de 16.5% dans la catégorie des produits énergétiques bruts. « Un certain nombre de facteurs ont eu une influence sur les prix du pétrole brut », indique le rapport de Statistique Canada, en particulier « les inquiétudes par rapport à la perturbation de l'offre [...] à la suite de l'escalade des tensions géopolitiques en Europe de l'Est et au Moyen-Orient ». Sans les produits énergétiques bruts, l'IPMB était en hausse de 1.0%. Sur 12 mois, l'indice d'ensemble affichait un gain de 30.5%.

Les prix des produits fabriqués au Canada mesurés par l'indice des prix des produits industriels (IPPI) ont augmenté de 0.3% en glissement mensuel en janvier, après un gain de 0.5% le mois précédent. Des hausses ont été observées dans 20 des 21 grands groupes de produits de base, à commencer par le bois d'œuvre et les produits en bois (+11.8%), qui ont profité d'une offre limitée et d'une solide demande dans le secteur résidentiel aux États-Unis et au Canada. L'énergie et les produits du pétrole (+9.5%) ont aussi fortement contribué à la hausse mensuelle; le gain de cette catégorie reflétait les hausses de prix du carburant diesel (+13.3%) et de l'essence (+7.2%). Des gains notables ont été observés dans plusieurs sous-segments, en particulier l'aluminium brut et les alliages d'aluminium (+4.9%), les produits de fonderies et d'aciéries semi-finis (+3.7%) et les produits alimentaires intermédiaires (+5.5%). Sur 12 mois, l'IPPI a enregistré l'un de ses résultats les plus élevés depuis les années 1970, gagnant 16.9%.

L'une des plus fortes hausses des prix à la production depuis 1970

Indice des prix des produits industriels, dernière observation : janvier 2022



Après près de deux années entières pendant lesquelles le taux directeur était à sa valeur plancher, la Banque du Canada a opté pour une augmentation de son taux de financement à un jour cible de 25 points de base, à 0.50% – décision qui correspondait au consensus des observateurs. Quant aux indications prospectives sur le taux directeur, le communiqué de la Banque relevait que « les taux d'intérêt [devraient] encore augmenter », conformément aux communications antérieures des représentants de la Banque. En ce qui concerne le bilan de la BdC, la Banque a déclaré qu'elle continuerait de réinvestir intégralement les obligations du Canada arrivées à échéance pendant au moins un mois de plus. La Banque a relevé que le taux directeur serait le « principal instrument de politique monétaire » et qu'elle était encore en train d'évaluer « à quel moment [elle] mettra fin à la phase de réinvestissement ». Malgré l'absence d'indications prospectives aujourd'hui, nous pensons que le resserrement quantitatif sera bien engagé au deuxième trimestre.

Le communiqué qualifiait la croissance de l'économie canadienne au quatrième trimestre de « très forte » et a dit que « la croissance au premier trimestre s'annonce à présent plus solide qu'on l'avait anticipé ». Tout en relevant les pertes d'emplois en janvier, le communiqué a qualifié celles-ci de temporaires et est resté optimiste pour la consommation. L'activité sur le marché immobilier résidentiel a été estimée « plus élevée, ce qui amplifie les pressions sur les prix des logements ». À propos des prévisions d'inflation qui revêtent une importance cruciale, le communiqué a indiqué que l'inflation mesurée par l'IPC était à la hauteur des attentes, « mais reste au-dessus de la fourchette cible » et que les « hausses de prix se sont généralisées ». Elle a aussi évoqué des risques d'augmentation possible de l'inflation par le biais des prix des aliments et de l'énergie engendrés par la crise ukrainienne et de mauvaises récoltes. « Tout compte fait, on s'attend désormais à ce que l'inflation à court terme dépasse la projection de janvier », indiquait la BdC. La Banque a ajouté qu'une « inflation qui demeure élevée accroît le risque que les attentes d'inflation à plus long terme se mettent à augmenter ».

Malgré l'incertitude créée par l'invasion russe de l'Ukraine, personne n'a jamais vraiment douté que la Banque du Canada augmenterait son taux directeur pour la première fois depuis 2018 cette semaine. En outre, ce n'était pas une hausse marquée par une volonté d'accommodement comme certains l'escomptaient. La Banque a cité une croissance plus forte que prévu et le risque d'augmentation de l'inflation, mais il semble qu'il faille continuer de s'attendre à une dose régulière de normalisation. La crise ukrainienne reste fluctuante et présente des risques évidents pour les prévisions, mais il semble que nous soyons en bonne voie d'assister à une deuxième augmentation des taux de suite en avril. C'est plus tard dans l'année que les perspectives sont plus embrouillées, si la crise en Europe devait continuer de faire rage et que les conditions financières continuaient de se détériorer. Dans ce contexte, notre prévision de cinq hausses de taux en 2022 risque de ne pas se concrétiser, mais nous pensons que nous avons au moins encore deux hausses de taux « faciles » devant nous, quoi qu'il arrive.

Au lendemain de l'annonce, le **gouverneur de la Banque du Canada, Tiff Macklem**, a donné une allocution sur le thème de la maîtrise de l'inflation qui nous semblait faire peu de cas des pressions sur les prix existants. Le gouverneur a réitéré que « la poussée d'inflation à laquelle on assiste depuis le printemps passé est due en grande partie aux variations de l'offre et de la demande à l'échelle mondiale causées par la pandémie ». Il a dit que la Banque s'attend toujours à ce que l'inflation régresse au deuxième semestre de l'année. Il semblait se rassurer du fait que l'IPC commun (+2.3% a/a) et l'IPC des services sans les loyers (+1.6%) se sont maintenus dans la fourchette cible de la Banque en janvier et il a continué en disant que : « la forte inflation que nous connaissons n'est donc pas due à une demande excédentaire dans l'économie » (ce que nous récusons). Il a néanmoins reconnu que la généralisation des pressions sur les prix dans tout le pays est « extrêmement préoccupante » et a dit que les Canadiens peuvent s'attendre à ce que la BdC n'hésite pas à utiliser les instruments à sa disposition afin que les attentes d'inflation ne dérivent pas. Pour cela, M. Macklem a concédé que la banque centrale pourrait devoir agir avec vigueur et il n'a pas exclu une hausse des taux d'intérêt de 50 pb à l'avenir. En même temps, la Banque a « la ferme intention de resserrer la politique monétaire de manière réfléchie et prudente ».

À propos des perspectives très importantes du bilan, le gouverneur a dit qu'aucun calendrier n'avait encore été établi pour le resserrement quantitatif et que la Banque évalue encore le moment opportun de mettre fin à la phase de réinvestissement. Il a néanmoins mentionné que, une fois que le resserrement quantitatif aura commencé, les achats d'obligations gouvernementales cesseraient et que les obligations arrivant à échéance ne seraient pas remplacées. Cela implique qu'il n'y aura pas d'achats secondaires et (nous le pensons) pas d'achats sur le marché primaire, bien que, sur ce point, le message de M. Macklem était un peu embrouillé. Si cette approche se confirme, cela serait beaucoup plus énergique que nous l'avions prévu et redresserait marginalement un peu plus la courbe des

taux, du moins par rapport à notre projection d'une liquidation moins rapide du portefeuille.

ÉTATS-UNIS : Les **effectifs salariés non agricoles** ont augmenté de 678K en février, bien plus que les 423K attendus par consensus. En plus de cette bonne nouvelle, le résultat du mois précédent a été rehaussé de 92K. L'emploi dans le secteur des biens a bondi de 105K grâce aux gains réalisés dans la construction (+60K), la fabrication (+36K) et l'extraction minière et la foresterie (+9K). Les secteurs producteurs de services, pendant ce temps, ont augmenté leurs effectifs salariés de pas moins de 549K, avec un accroissement remarquable dans les secteurs des loisirs/hôtellerie-restauration (+179K), de l'enseignement/santé (+112K), des services professionnels/services aux entreprises (+95K), du transport/entreposage (+48K), du commerce de détail (+37K) et des services financiers (+35K). L'emploi dans le secteur public a augmenté de 24K. Le salaire horaire moyen a crû de 5.1% a/a en février, 7 dixièmes de moins que le mois précédent et moins que la prévision des analystes qui tablaient sur +5.8%. D'un mois à l'autre, les salaires horaires sont restés stationnaires.

Publiée en même temps, l'enquête auprès des ménages (dont la méthodologie est similaire à celle de l'EPA du Canada) présentait un tableau tout aussi optimiste du marché du travail, avec une augmentation déclarée de l'emploi de 548K. Cette progression, combinée à une augmentation du taux d'activité (de 62.2% à 62.3%), s'est traduite par une diminution de deux dixièmes du taux de chômage, à un creux record depuis la pandémie de 3.8%. L'emploi à temps plein a bondi de 642K, que pour les travailleurs à temps partiel il s'est contracté de 16K.

États-Unis : Les effets de la vague Omicron se dissipent rapidement

Nombre de travailleurs absents pour cause de maladie



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Pour la première fois depuis longtemps, l'enquête auprès des établissements et celle auprès des ménages véhiculaient le même message, celui d'une progression fulgurante de l'emploi. En février, les effectifs salariés non agricoles ont progressé à un rythme beaucoup plus soutenu que ce qui avait été prévu par consensus. Nous avons aussi été surpris de voir qu'il n'y a pas eu de révision négative des données du mois précédent. On se souviendra qu'un nombre record de personnes étaient absentes

du travail pour cause de maladie en janvier, mais cela n'a pas empêché une forte expansion des effectifs (+481K).

Dans le détail, les rapports étaient impressionnants. L'emploi dans le secteur privé et les postes à temps plein ont enregistré des augmentations spectaculaires. Les secteurs qui avaient été le plus affectés par les mesures de distanciation sociale – notamment dans les loisirs et l'hôtellerie/restauration ainsi que dans l'enseignement/la santé – affichaient les plus fortes augmentations, reflétant le processus de réouverture. Le taux de chômage, par ailleurs, est descendu au plus bas depuis le début de la pandémie et les indicateurs plus larges de l'emploi tels que le ratio emploi/population (passé de 59.7% à 59.9%) ont continué de s'améliorer.

Les mesures plus larges de l'emploi pointent dans la bonne direction

Ratio emploi/population



Le phénomène le plus intéressant était peut-être l'augmentation du taux d'activité, maintenant en hausse de 0.4% depuis le début de l'année. Cela semble indiquer que, après une longue pause, certaines personnes réintègrent le marché du travail. Cette tendance semble être confirmée par d'autres indicateurs tels que l'indice des petites entreprises de la NFIB. Après avoir atteint des sommets inégalés à la fin de l'an dernier (29%), le nombre d'entreprises désignant la mauvaise qualité de la main-d'œuvre comme leur plus important problème dans l'enquête a maintenant diminué (23%). La même chose est vraie du nombre d'entreprises sondées qui se disent dans l'incapacité de trouver du personnel pour des emplois disponibles (de 62% à 55%).

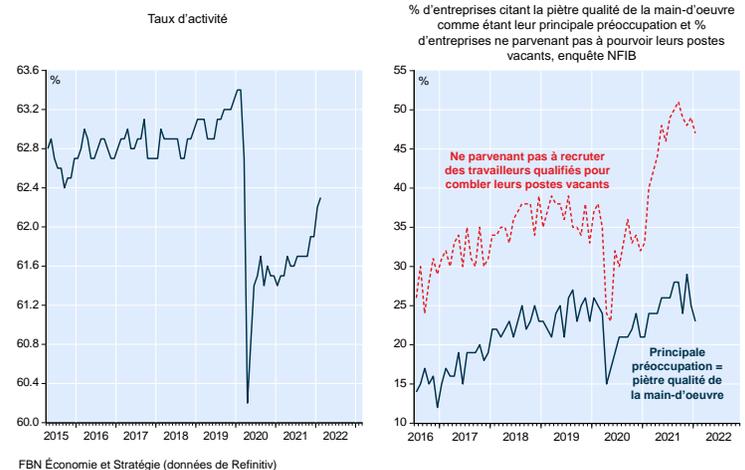
Bien entendu, il est encore trop tôt pour crier victoire sur le front de l'offre de main-d'œuvre. Après tout, le taux d'activité reste à 1.1% en dessous de son niveau de février 2020 et des problèmes structurels continuent de garder certains travailleurs à l'écart. Ces problèmes sont notamment :

- l'écart entre les compétences le plus demandées et les compétences des personnes qui ont perdu leur emploi pendant la pandémie;
- la stagnation de la population relevant de la principale catégorie en âge de travailler, un problème qui a été amplifié par la diminution du nombre d'immigrants qui sont arrivés pendant la pandémie;

- une forte augmentation des départs à la retraite ces derniers mois.

À ces facteurs, il faut ajouter les effets de la COVID à long terme sur la santé. Le mois dernier, la Brookings Institution a publié une étude qui conclut qu'il a pu y avoir environ 1.1 million d'Américains qui n'ont pas travaillé en raison d'une COVID longue à tout moment au cours des 20 derniers mois. D'autres, au nombre de 2.1 millions, ont été forcés de réduire leurs heures de travail. Il n'est pas certain que ces personnes pourront reprendre un emploi à temps plein un jour, mais on peut présumer qu'une partie d'entre elles en sera incapable.

La disponibilité de la main-d'œuvre s'améliore-t-elle?



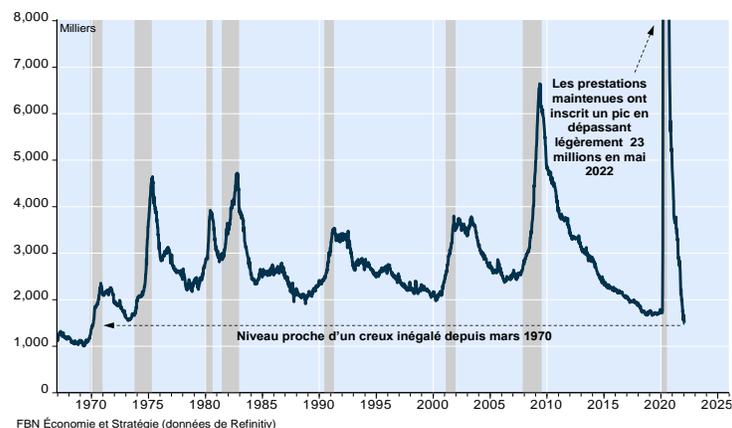
Résultat? Les entreprises américaines devront probablement composer avec de sérieuses pénuries de main-d'œuvre pendant un certain temps. Pour essayer d'atténuer le problème, certains pourraient choisir d'augmenter leurs investissements en immobilisations – les données récentes sur les investissements semblent confirmer cette thèse. Une autre manière de contourner la rareté des travailleurs consisterait à allonger le temps de travail des employés en poste, mais cette option comporte ses propres limites. La production des employés tend à diminuer lorsque le nombre d'heures travaillées dépasse un certain seuil, et les heures supplémentaires peuvent coûter cher aux employeurs. Faute d'autres options, des employeurs américains ont été obligés d'accorder des augmentations de salaires. Certes, les données sur l'emploi de février révèlent que les rémunérations sont restées stationnaires, mais cela pourrait être le résultat des effets de la répartition entre les catégories professionnelles. À en juger par les vagues d'infections précédentes, les cas de COVID-19 ont probablement affecté de manière disproportionnée les emplois dans les services à contact élevé, dont la rémunération tend à être faible. À mesure que davantage de ces emplois ont repris en février, le chiffre d'ensemble des salaires a dû tendre à la baisse. D'autres indicateurs comme le suivi du salaire médian de la Fed d'Atlanta montrent que les salaires ont augmenté au rythme le plus rapide depuis des décennies. C'est une bonne nouvelle pour les travailleurs, mais cela pourrait contribuer à maintenir des prix élevés pendant une période plus longue, forçant la Fed à retirer

une part de ses mesures de détente. Nous nous attendons à ce que la Banque centrale commence à hausser les taux d'intérêt la semaine prochaine.

Les **nouvelles inscriptions au chômage** ont ralenti de 233K à un creux inégalé depuis deux mois de 215K au cours de la semaine terminée le 26 février. Les **prestations maintenues**, de leur côté, sont restées plus ou moins stables, à 1,476K, proche d'un niveau inégalé depuis 52 ans pour cet indicateur. À de si faibles niveaux, les prestations de chômage donnent à penser que le pire de la vague Omicron est maintenant derrière nous, mais aussi que le marché du travail est en plein essor.

Le marché du travail en plein essor

Prestations de chômage maintenues, données corrigées des effets saisonniers



Après avoir pâti de la forte hausse des cas de COVID-19 en janvier, l'**indice ISM des directeurs des achats (PMI) dans la fabrication** a rebondi en février, passant d'un niveau inégalé depuis 14 mois de 57.6 à 58.6, ce qui dénote un rythme d'expansion sain du secteur. La croissance de la production s'est accélérée (de 57.8 à 58.5) et les nouvelles commandes auprès des usines se sont accumulées à un rythme plus soutenu (de 57.9 à 61.7). Les capacités de production des usines américaines restaient limitées par les contraintes des chaînes d'approvisionnement, comme en témoigne la hausse de 1.5 point du sous-indice qui suit les délais de livraison des fournisseurs (de 64.6 à 66.1). Alors que la demande dépasse les capacités de livraison des fournisseurs, les niveaux de stocks des clients ont continué de baisser (de 33.0 à 31.8) et les prix des intrants ont poursuivi leur flambée (de 76.1 à 75.6), bien qu'à un rythme plus lent que le mois précédent. L'emploi a crû à un rythme honorable (de 54.5 à 52.9), ce qui n'a pas empêché les carnets de commandes de s'étoffer comme jamais depuis août (de 56.4 à 65.0). Sur les 18 sous-secteurs de la fabrication suivis, 16 ont fait état d'une croissance en février.

L'**indice ISM PMI non manufacturier** a baissé pour un troisième mois de suite en février, passant de 59.9 à un creux inégalé depuis 12 mois de 56.5, ce qui était nettement inférieur au consensus (61.1), mais légèrement supérieur aux niveaux d'avant la pandémie de cet indicateur, dénotant toujours un rythme honorable de croissance de l'économie de services. Les sous-indices des nouvelles commandes (de 61.7 à 56.1) et de l'activité des entreprises (de 59.9 à 55.1) révélaient un

ralentissement de la croissance, tandis que celui de l'emploi (de 52.3 à 48.5) est passé en zone de contraction pour la première fois depuis juin de l'année dernière. Le sous-indice qui suit les carnets de commandes, quant à lui, a bondi comme jamais depuis deux ans, passant de 57.4 à 64.2. Contrairement à ce qui s'est observé dans le secteur de la fabrication, le rapport montrait que les tensions inflationnistes ont continué de s'intensifier chez les prestataires de services. Le sous-indice des prix payés a monté de 82.3 à 83.1, seulement quelques dixièmes en dessous du record historique de 83.9 inscrit en octobre. Sur les 18 secteurs examinés, 14 étaient en croissance pendant le mois.

États-Unis : Tensions inflationnistes aigües dans le secteur des services

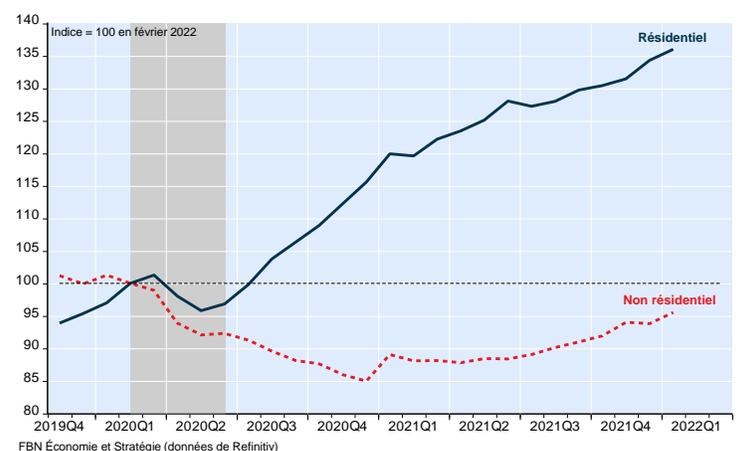
Indice ISM PMI non manufacturier, dernière observation : février 2022



Les **dépenses de construction** ont bondi de 1.3% en janvier après une hausse de 0.8% en décembre (estimation initiale de +0.2%). Les dépenses du secteur public ont crû de 0.6%, alors que celles du secteur privé ont bondi de 1.5%. La hausse des dépenses dans le secteur privé reflétait des gains dans les segments résidentiel (+1.3%) et non résidentiel (+1.8%). La construction résidentielle reste loin devant la construction non résidentielle depuis le début de la pandémie. Par rapport à leurs niveaux d'avant la crise, les dépenses dans la construction résidentielle sont en hausse de 36.0%, mais en baisse de 4.5% dans la construction non résidentielle.

Le secteur de la construction reflète les particularités de la pandémie

Dépenses de construction dans le secteur privé, dernière observation : janvier 2022



D'après la dernière édition du **Livre beige de la Fed**, l'activité économique générale aux États-Unis a crû à un « rythme modeste à modéré » en janvier jusqu'au début du mois de février, ce qui est légèrement mieux que le rythme « modeste » dont il était question à la fin de 2021. Malgré cette amélioration, certains relais de la Fed ont relevé que l'activité des entreprises avait été bouleversée par la dégradation de la situation pandémique et par la rigueur de l'hiver, qui ont entraîné une baisse des dépenses de consommation par rapport à la période du rapport antérieur. Les secteurs de la fabrication et de la construction ont poursuivi leur croissance malgré les problèmes que connaissent actuellement les chaînes d'approvisionnement et les faibles niveaux des stocks.

La demande de travailleurs était élevée et, malgré les pénuries généralisées de main-d'œuvre, certains districts ont relevé des signes épars d'une amélioration de la disponibilité. Pour autant, le recrutement restait un problème en raison de taux de rotation élevés et des perturbations liées à la COVID-19. Pour attirer la main-d'œuvre et fidéliser leurs employés, certains contacts ont dû augmenter les salaires et offrir des horaires de travail plus flexibles.

Concernant l'inflation, les entreprises interrogées ont fait état de solides hausses des prix dans tout le pays. Les hausses des coûts des intrants et de la main-d'œuvre étaient citées parmi les principaux facteurs y ayant contribué, de même que les pénuries de matériaux. Les contacts de la Fed ont déclaré qu'ils s'attendaient à de nouvelles hausses des prix au cours des prochains mois.

MONDE : L'indice PMI de la fabrication Caixin/Markit de la **Chine** a tout juste renoué avec l'expansion en février, passant de 49.1 à 50.4. La croissance de la production et des nouvelles commandes n'était que modeste, les nouvelles affaires de l'étranger souffrant encore de la pandémie et des difficultés de livraison aux clients. L'emploi était en baisse un septième mois de suite, ce qui a contribué à une nouvelle hausse des affaires inachevées. Les délais de livraison des fournisseurs se sont encore allongés en raison de retards de livraison et de pénuries de matériaux et de main-d'œuvre. Les tensions inflationnistes se sont intensifiées, les coûts des intrants et des extrants augmentant plus rapidement que le mois précédent. Enfin, l'optimisme pour la production future est monté à un niveau inégalé depuis huit mois, car les entreprises anticipent qu'une reprise post-pandémique et un affermissement de la demande à l'échelle mondiale soutiendront la croissance au cours des douze prochains mois.

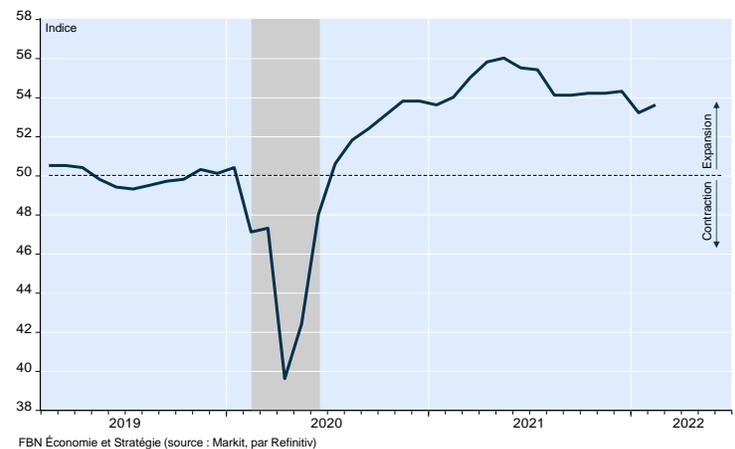
L'indice PMI des services Caixin/Markit s'est contracté de 51.4 à 50.2, n'indiquant qu'une amélioration marginale des conditions d'exploitation. La production a légèrement augmenté et les directeurs interrogés ont signalé une autre baisse des nouvelles affaires, qui était liée à la pandémie et aux mesures pour limiter la propagation du virus. L'emploi a légèrement reculé et les pressions à la hausse des coûts se sont allégées.

L'indice PMI de la fabrication mondiale JPMorgan/Markit a monté de 53.2 en janvier à 53.6 en février. La production et les

nouvelles commandes ont augmenté plus rapidement, tandis que les effectifs ont crû un seizième mois de suite. Bien que les délais de livraison moyens des fournisseurs aient augmenté un trente et unième mois de suite, il s'agissait de l'allongement le plus faible en plus d'un an, signe que les problèmes de retards trouvent progressivement une issue. Une légère réaccélération des coûts des intrants et des extrants a aussi été observée en février. Sur les 25 pays couverts par l'enquête, 22 ont observé une amélioration de leurs conditions d'exploitation en février, à commencer par les Pays-Bas, l'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni et la France. En revanche, les conditions se sont détériorées au Mexique et en Russie.

Monde : Le secteur de la fabrication poursuit sa croissance

Indice PMI JPMorgan/Markit de la fabrication mondiale, dernière observation : février 2022



FBN Économie et Stratégie (source : Markit, par Refinitiv)

Dans la **zone euro**, le **taux de chômage** a reculé de 7.0% en décembre à 6.8% en janvier, son plus bas niveau depuis que les données ont commencé à être relevées en 1998.

Zone euro : Le taux de chômage à un creux historique

Taux de chômage, dernière observation : janvier 2022



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

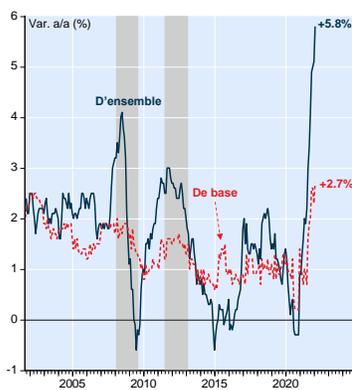
Toujours dans la zone euro, l'estimation éclair de l'indice des prix à la consommation a révélé que les prix avaient augmenté de 5.8% a/a en janvier, sept dixièmes de plus qu'en décembre et le résultat le plus élevé depuis la création de la série au début des années 2000. Les prix de l'énergie ont enregistré une hausse fulgurante de 31.7% par rapport à leur niveau d'il y a un an, alors

que les coûts des aliments, de l'alcool et du tabac ont monté de 4.1%. L'IPC de base, qui exclut ces quatre éléments, a monté de 2.3% pour s'établir à un nouveau record historique de 2.7%. L'**indice des prix à la production**, cependant, a bondi de 30.6% au cours des 12 mois terminés en janvier, un nouveau record. Il est probable que le conflit en Ukraine fasse encore plus monter les prix ces prochaines semaines.

Zone euro : L'inflation atteint un nouveau record historique

Indice des prix à la consommation harmonisé

Indice des prix à la production



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

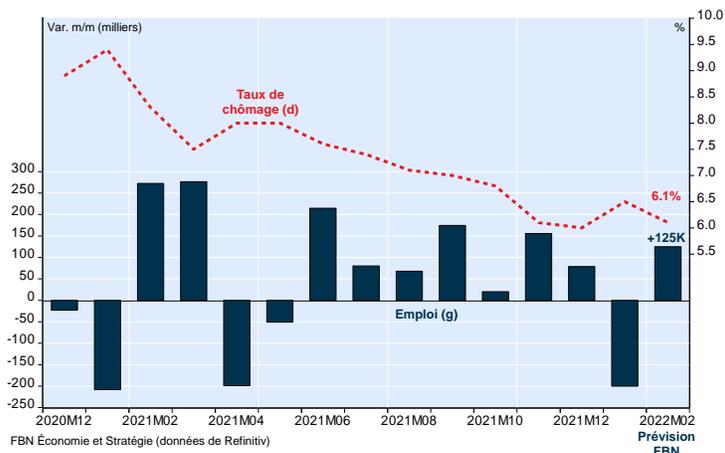
Ce que nous surveillerons la semaine prochaine

AU CANADA, l'Enquête sur la population active de février retiendra beaucoup l'attention. L'assouplissement progressif des restrictions mises en place pour limiter la propagation du variant Omicron devrait avoir entraîné la reprise de la création d'emplois pendant le mois. Nous tablons sur une hausse de 125K, avec des gains concentrés dans les provinces qui avaient essuyé les plus lourdes pertes en janvier, à savoir l'Ontario et le Québec. Une telle amélioration sur le marché du travail devrait permettre au taux de chômage de baisser de quatre dixièmes, à 6,1%, sous réserve que le taux d'activité augmente de 65,0% à 65,1%. En outre, nous connaissons les données sur le **commerce international de marchandises** de janvier. Les prix des matières premières ont bondi pendant le mois, ce qui a dû soutenir les exportations. Les importations de marchandises pourraient aussi avoir augmenté, mais à un rythme légèrement plus lent, certaines des hausses atypiques observées en décembre (téléphones intelligents) ayant probablement été renversées. Dans l'ensemble, la balance commerciale pourrait être redevenue positive, avec un excédent de CA\$2,25 milliards. Nous surveillerons également les données sur l'**utilisation des capacités** au T4.

	Précédent	Prévisions FBN
Enquête sur la population active, emplois (février, var. m/m)	-200.1K	125.0K
Taux de chômage (février)	6.5%	6.1%
Solde commercial (janvier)	-C\$0.14B	C\$2.25B

L'assouplissement des mesures sanitaires a dû profiter à l'emploi

Emploi et taux de chômage



AUX ÉTATS-UNIS, la publication des chiffres de l'IPC de février sera l'événement principal. L'économie a relevé la tête après le ralentissement dû au variant Omicron pendant le mois, et les problèmes d'approvisionnement ont continué de faire monter les prix. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que l'indice de base ait progressé de 0,5% m/m. De ce fait, le taux annuel d'inflation de base pourrait bondir à 6,4%, du jamais vu depuis 40 ans. Les prix d'ensemble pourraient avoir augmenté encore plus rapidement (+0,8% m/m) après le bond des prix de l'essence corrigés des effets saisonniers. Le taux annuel d'inflation d'ensemble pourrait donc avoir gagné quatre dixièmes, à 7,9%, atteignant ainsi un niveau inégalé depuis janvier 1982. Plusieurs autres indicateurs seront publiés, notamment la **balance commerciale** de janvier, l'**indice NFIB de l'optimisme des petites entreprises** de février et l'**indice préliminaire de l'optimisme des consommateurs** de l'Université du Michigan de mars.

	Précédent	Prévisions FBN
IPC (février, var. a/a)	7.5%	7.9%
IPC de base (février, var. a/a)	6.0%	6.4%

États-Unis : Un taux d'inflation record depuis 1982?

Indice des prix à la consommation



AILLEURS DANS LE MONDE, la semaine sera marquée par la **décision de politique monétaire** de la BCE. En Chine seront publiés les rapports sur l'IPC et l'IPP de février.

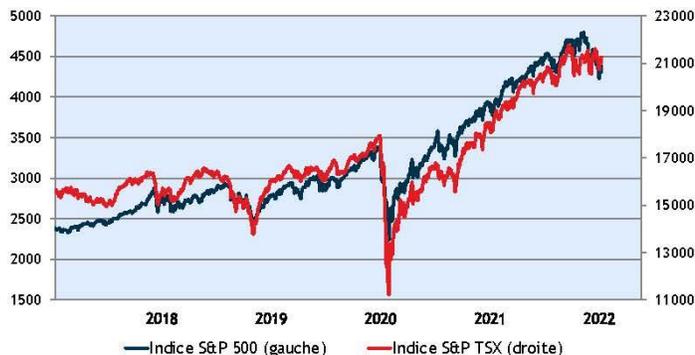
Calendrier économique – Canada et États-Unis

Données économiques et événements de marché							Annonces bénéfiques				
Heure	Pays	Donnée	Période	Précédent	Estimé du consensus	FBN	Compagnie	Heure	Trim.	BPS Cons.	
Lundi 7 mars	15:00	E-U	Crédit consommateur	jan	\$18.898b	\$24.000b		Cargojet Inc	Av. Ouv.	T4 21	1.81
							Vermilion Energy Inc	Av. Ouv.	T4 21	0.53	
Mardi 8 mars	6:00	E-U	NFIB confiance des PME	fév	97.1	97.4		Transcontinental Inc	0:00	T1 22	0.51
	8:30	E-U	Solde commercial	jan	-\$80.7b	-\$87.4b		Nuvei Corp	Av. Ouv.	T4 21	0.43
	8:30	CA	Solde commercial	jan	-0.14b	--	2.25b	InterRent Real Estate Investme	Av. Ouv.	T4 21	0.14
	10:00	E-U	Ventes de gros M/M	jan	0.20%	--		Ivanhoe Mines Ltd	Av. Ouv.	T4 21	0.07
							ERO Copper Corp	Apr. Fer.	T4 21	0.57	
Mercredi 9 mars	7:00	E-U	Applications pour prêts hypothécaires (MBA)	mar-04	-0.70%	--		Stella-Jones Inc	Av. Ouv.	T4 21	0.30
							Linamar Corp	Apr. Fer.	T4 21	0.92	
							Granite Real Estate Investment	Apr. Fer.	T4 21	1.01	
							Franco-Nevada Corp	Apr. Fer.	T4 21	0.88	
							Peyto Exploration & Developmen	Apr. Fer.	T4 21	0.46	
							WSP Global Inc	Apr. Fer.	T4 21	1.31	
							LifeWorks Inc	16:30	T4 21	0.12	
							Campbell Soup Co	Av. Ouv.	T2 22	0.69	
Jeudi 10 mars	8:30	E-U	IPC	fév	0.60%	0.80%	0.80%	Tilray Brands Inc	0:00	T3 22	-0.08
	8:30	E-U	excl. aliments et énergie	fév	0.60%	0.50%	0.50%	Endeavour Silver Corp	Av. Ouv.	T4 21	0.02
	8:30	E-U	IPC (a/a)	fév	7.50%	7.90%	7.90%	First Majestic Silver Corp	0:00	#N/A	0.08
	8:30	E-U	Premières demandes de prestation de chômage	mar-05	215k	220k		Premium Brands Holdings Corp	Av. Ouv.	T4 21	1.14
	8:30	E-U	excl. aliments et énergie (a/a)	fév	6.00%	6.40%	6.40%	NFI Group Inc	Av. Ouv.	T4 21	-0.15
							Birchcliff Energy Ltd	0:00	T4 21	0.37	
							Pretium Resources Inc	0:00	T4 21	0.20	
							Docebo Inc	Av. Ouv.	T4 21	-0.06	
							Empire Co Ltd	06:30	T3 22	0.66	
							Wesdome Gold Mines Ltd	Apr. Fer.	T4 21	0.18	
							Wheaton Precious Metals Corp	Apr. Fer.	T4 21	0.30	
							Oracle Corp	Apr. Fer.	T3 22	1.18	
Vendredi 11 mars	8:30	CA	Utilisation des capacités	4T	81.40%	--		NorthWest Healthcare Propertie	0:00	T4 21	0.22
	8:30	CA	Emploi	fév	-200.1k	--	125.0k	Osisko Mining Inc	0:00	T4 21	-0.02
	8:30	CA	Taux de chômage	fév	6.50%	--	6.10%	Labrador Iron Ore Royalty Corp	Apr. Fer.	T4 21	0.86
	10:00	E-U	Indice de sentiment des consommateurs (Mich.)	mar P	62.8	62.0					

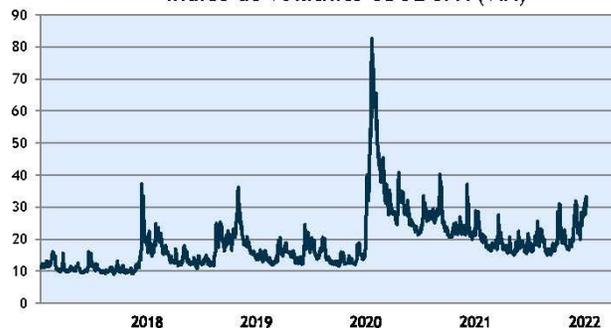
Source: Bloomberg

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)	
Canada									
S&P/TSX	21250.4	2.4%	0.9%	3.7%	0.5%	19.1%	9.6%	21768.5 (12 nov. 2021)	11228.5 (23 mars 2020)
États-Unis									
S&P 500	4363.5	0.1% / 1.8%	-2.5% / -2.4%	-4.5% / -3.5%	-8.0% / -8.2%	16.2% / 15.9%	13.6% / 14.9%	4796.6 (3 janv. 2022)	1278.0 (1 juin 2012)
Dow Jones	33794.7	0.1% / 1.8%	-3.6% / -3.5%	-2.8% / -1.9%	-6.4% / -6.7%	10.4% / 10.1%	11.2% / 12.4%	36799.7 (4 janv. 2022)	12101.5 (4 juin 2012)
Nasdaq	13537.9	-1.1% / 0.5%	-2.5% / -2.4%	-11.0% / -10.1%	-13.1% / -13.4%	5.2% / 4.9%	17.9% / 19.3%	16057.4 (19 nov. 2021)	2747.5 (1 juin 2012)
Monde									
Euro Stoxx 50	3741.8	-4.3% / -2.3%	-12.4% / -9.5%	-10.7% / -8.0%	-14.9% / -12.7%	-5.0% / 3.3%	4.9% / 5.1%	4401.5 (16 nov. 2021)	2068.7 (1 juin 2012)
FTSE100	7238.9	-0.7% / 0.5%	-5.5% / -3.4%	2.1% / 2.2%	-2.7% / -1.5%	7.7% / 12.4%	4.1% / 3.5%	7877.5 (22 mai 2018)	4993.9 (23 mars 2020)
TOPIX	1881.8	-0.3% / 1.3%	-2.7% / -2.0%	-6.6% / -3.7%	-5.6% / -5.5%	-6.4% / 0.9%	4.8% / 6.2%	2118.9 (14 sept. 2021)	695.5 (4 juin 2012)
CSI 300	4551.6	-1.1% / 0.5%	0.4% / -0.3%	-7.3% / -7.1%	-6.8% / -7.9%	-12.8% / -15.0%	8.7% / 8.1%	5807.7 (10 févr. 2021)	2087.0 (20 mars 2014)
MSCI Monde	690.7	-0.3% / 1.3%	-3.5% / -3.4%	-5.2% / -4.3%	-8.0% / -8.3%	6.6% / 6.2%	10.4% / 11.7%	758.9 (16 nov. 2021)	291.1 (4 juin 2012)
MSCI Marchés émerg.	1172.6	-0.1% / 1.6%	-3.1% / -3.0%	-4.8% / -3.9%	-4.4% / -4.7%	-12.5% / -12.8%	6.3% / 7.5%	1444.9 (17 févr. 2021)	688.5 (21 janv. 2016)
MSCI EAFE	2107.9	-1.6% / 0.0%	-6.7% / -6.6%	-6.3% / -5.4%	-9.3% / -9.5%	-1.4% / -1.7%	5.7% / 6.9%	2404.8 (6 sept. 2021)	1308.0 (4 juin 2012)

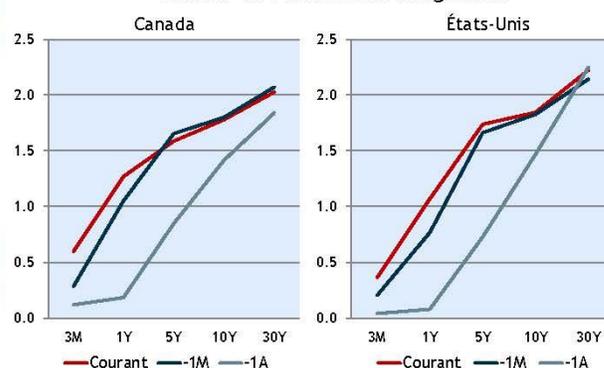
Indices obligataires canadiens

	Performances totales				
	1 semaine	1 mois	Cette année	1 an	5 ans (ann.)
Indices FTSE					
Univers complet	1.3%	-0.2%	-3.7%	-2.3%	2.4%
Univers long terme	2.7%	-0.4%	-7.4%	-3.9%	3.6%
Univers moyen terme	1.1%	0.1%	-2.7%	-1.7%	2.4%
Univers court terme	0.2%	-0.3%	-1.1%	-1.6%	1.5%
Univers fédéral	1.0%	0.2%	-2.2%	-1.7%	1.7%
Univers provincial	1.9%	-0.1%	-4.8%	-2.8%	2.9%
Univers municipal	1.6%	-0.1%	-4.4%	-3.0%	3.1%
Univers corporatif	0.7%	-0.8%	-3.8%	-2.5%	2.9%

Courbe de rendement obligataire

	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	30 ans
Canada	0.60%	1.27%	1.59%	1.78%	2.03%
Chg. 1 sem. (pbs)	+21	+1	-17	-14	-17
Chg. 1 mois (pbs)	+32	+22	-7	-2	-5
Chg. 1 an (pbs)	+48	+109	+74	+36	+19
États-Unis	0.37%	1.07%	1.74%	1.84%	2.23%
Chg. 1 sem. (pbs)	+4	-1	-12	-13	-7
Chg. 1 mois (pbs)	+16	+30	+8	+2	+8
Chg. 1 an (pbs)	+32	+99	+101	+37	-3

Courbe de rendement obligataire



Devises

	Courant	Il y a 1 sem.	Il y a 1 mois	Au 1er janvier	Il y a 1 an
USDCAD	1.267	1.288	1.268	1.263	1.263
US cents par C\$	0.789	0.777	0.789	0.792	0.792
EURCAD	1.401	1.431	1.448	1.437	1.525
EURUSD	1.106	1.111	1.142	1.137	1.207
USDJPY	115.6	115.6	114.9	115.2	107.0
GBPUSD	1.334	1.328	1.361	1.354	1.398
USDCNY	6.319	6.323	6.365	6.373	6.461

Commodités

	Courant	Il y a 1 sem.	Il y a 1 mois	Au 1er janvier	Il y a 1 an
Pét - WTI (\$/baril)	107.67	92.81	90.27	75.21	61.28
Pét - Brent (\$/baril)	121.87	104.64	93.56	78.60	65.59
Or (\$/oz)	1926.45	1925.00	1804.90	1822.39	1721.09
Indice CRB métaux	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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	6.5%	9.4%	-200.1K
Ontario	7.3%	10.1%	-145.7K	34.0K
Québec	5.4%	8.7%	-63.0K	15.9K
Colombie-Britannique	5.1%	7.9%	4.2K	8.7K
Alberta	7.2%	10.8%	7.0K	9.8K
États-Unis	3.8%	6.2%	678.0K	556.0K
Zone euro	6.8%	8.3%	---	---
Japon	2.8%	3.0%	-190.0K	-27.5K

	A/A		A/A	
	Plus récent	3 mois ann.	Il y a 6 mois	Il y a 1 an
Canada				
CPI d'ensemble	5.1%	5.1%	3.7%	1.0%
Moyenne des mesures de base	3.2%	---	2.5%	2.5%
États-Unis				
PCE d'ensemble	6.1%	6.9%	4.2%	1.4%
PCE de base	5.2%	6.2%	3.6%	1.5%
Zone euro				
CPI d'ensemble	5.8%	---	3.0%	0.9%
CPI de base	2.7%	---	1.6%	1.1%
Japon				
CPI d'ensemble	0.5%	2.0%	-0.3%	-0.7%
CPI de base	0.3%	1.6%	-0.2%	-0.7%

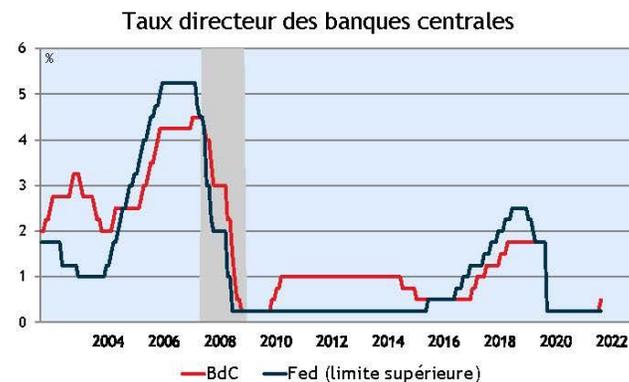
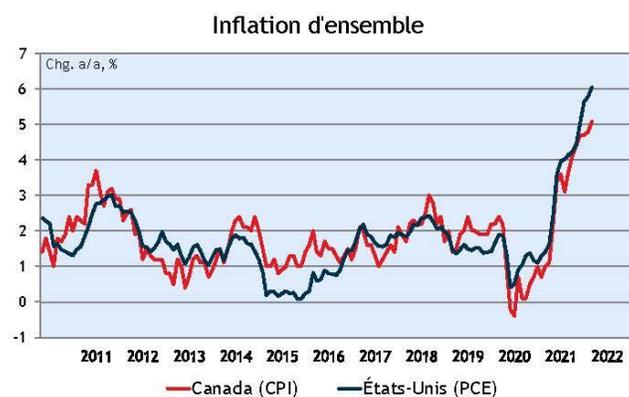
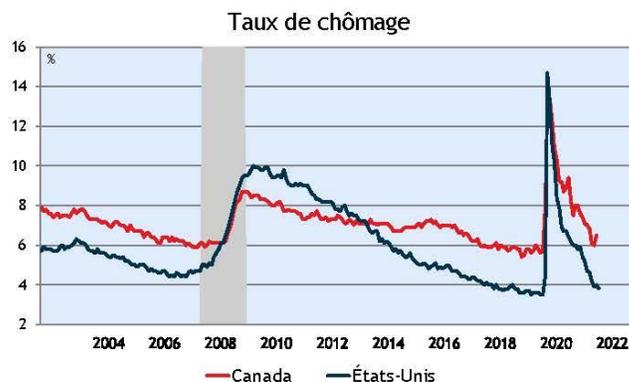
	Prix médian d'une maison	Paiement hyp. % du revenu disp. / il y a 12 mois	Prix des maisons chg. A/A	Mises en chantier
				Moy. 3 mois / Moy. 10 ans
Canada	\$732,628	48.6% / 40.8%	16.6%	258.2K / 212.4K
Toronto	\$1,147,729	67.3% / 55.6%	19.1%	40.8K / 38.1K
Vancouver	\$1,264,779	73.9% / 63.3%	15.3%	22.6K / 23.2K
Montréal	\$487,947	35.1% / 29.1%	15.0%	28.5K / 22.7K
Calgary	\$453,856	26.0% / 23.2%	8.7%	15.7K / 12.3K
États-Unis	---	---	18.8%	1683.0K / 1182.0K

	PMI manufacturier selon Markit		Production industrielle	
	Plus récent	Tendance 6 mois	Chg 3 mois ann	Chg 12 mois
Canada	56.6	▼	5.8%	3.0%
États-Unis	57.3	▼	9.1%	4.1%
Zone euro	58.2	▼	8.5%	1.5%
Japon	52.7	►	19.3%	-1.8%
Chine	50.4	▲	---	---

	Banques centrales		Tendance	Prochain meet.
	Taux directeur	Il y a 12 mois		
Banque du Canada	0.50%	0.25%	▲	4/13/22
Réserve Fédérale (limite sup.)	0.25%	0.25%	►	3/16/22

	Croissance du PIB		A/A	
	Plus récent	Précédent	Plus récent	Il y a 6 mois
Canada	6.7% (T4)	5.5% (T3)	3.3%	3.8%
États-Unis	7.0% (T4)	2.3% (T3)	5.6%	4.9%
Zone euro	1.2% (T4)	9.4% (T3)	4.6%	3.9%
Japon	5.4% (T4)	-2.7% (T3)	0.7%	1.2%

Contributions à la croissance du PIB réel - Canada				
	T4 2021	T3 2021	T2 2021	T1 2021
PIB	6.7	5.5	-3.6	4.8
Consommation	0.5	10.3	-0.5	1.0
Invest. des entreprises	0.6	0.1	1.2	0.1
Secteur sans but lucratif	0.1	0.1	0.0	-0.2
Invest. résidentiels	0.9	-3.6	-1.2	3.6
Secteur public	0.7	0.4	-0.7	2.1
Demande int. finale	2.9	7.3	-1.1	6.6
Exportations	4.0	2.1	-5.4	0.6
Importations	-4.3	0.5	-0.8	-1.5
Commerce international	-0.2	2.6	-6.2	-0.9
Stocks	4.2	-3.9	3.6	-1.1
Écart statistique	-0.3	-0.1	0.3	0.2



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

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

Alpa Atha

Économiste, Revenu fixe
alpa.atha@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.