

## Points saillants

Par Krishen Rangasamy

- Un début d'année difficile pour l'économie de la planète nous incite à réduire d'un dixième notre prévision de croissance du PIB mondial pour 2019. Les forces de la démondialisation ne nuisent pas seulement aux grandes puissances exportatrices comme la zone euro et le Japon, mais aussi aux marchés émergents. L'effet négatif n'est nulle part aussi apparent qu'en Chine dont l'économie décélère nettement alors que les tarifs douaniers américains pèsent sur environ la moitié de ses exportations.
- Le démarrage pénible de 2019 ne modifie pas nos perspectives pour l'économie américaine cette année. Pourquoi cet optimisme? Parce que c'est du déjà vu. Des accès de faiblesse liés à une paralysie de l'appareil gouvernemental dans le passé étaient suivis d'un solide rebond de la croissance du PIB au cours des trimestres subséquents. L'économie américaine devrait rebondir après le premier trimestre entraînée par la consommation et l'immobilier résidentiel qui profitent d'un marché du travail en ébullition et de la persistance de taux d'intérêt faibles, maintenant que la Fed s'est faite colombe. Les principaux risques pour les perspectives économiques par ailleurs positives sont cependant les tendances protectionnistes de Washington qui pourraient non seulement faire dérailler l'économie mondiale, mais aussi avoir des répercussions importantes sur le pays de l'oncle Sam lui-même.
- Les rumeurs d'une récession canadienne imminente sont prématurées à notre avis. Tout en reconnaissant les nombreuses forces négatives auxquelles doit faire face le Canada, nous avons été encouragés par des événements récents, dont l'essor de l'emploi et la hausse des prix du pétrole au premier trimestre. Nous continuons de nous attendre à un deuxième trimestre vigoureux à mesure que la production pétrolière retournera à la normale après ses réductions réglementaires antérieures et que les exportations augmenteront de concert avec le renforcement de la croissance américaine au cours de ce trimestre. Des dépenses additionnelles prévues dans le budget fédéral de mars devraient aider à soutenir la croissance au deuxième semestre de l'année. Tout bien compté, nous gardons confiance dans notre prévision supérieure au consensus d'une croissance du PIB canadien de 1.6% en 2019.

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2018	2019	2020	2019	2020
<b>États-Unis</b>					
PIB réel	2.9%	2.3%	1.9%	inch	inch
Inflation (IPC)	2.4%	1.8%	2.1%	-0.3 pp	inch
Taux cible fonds fédéraux*	2.50%	2.50%	2.75%	-25 pb	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.69%	2.71%	3.01%	-47 pb	+30 pb
<b>Canada</b>					
PIB réel	1.8%	1.6%	1.8%	-0.1 pp	+0.1 pp
Inflation (IPC)	2.3%	1.8%	2.0%	+0.1 pp	-0.1 pp
Taux à un jour*	1.75%	1.75%	2.00%	-25 pb	inch
Taux sur obligation 10 ans*	1.96%	1.86%	2.16%	-59 pb	-33 pb

\* fin de période

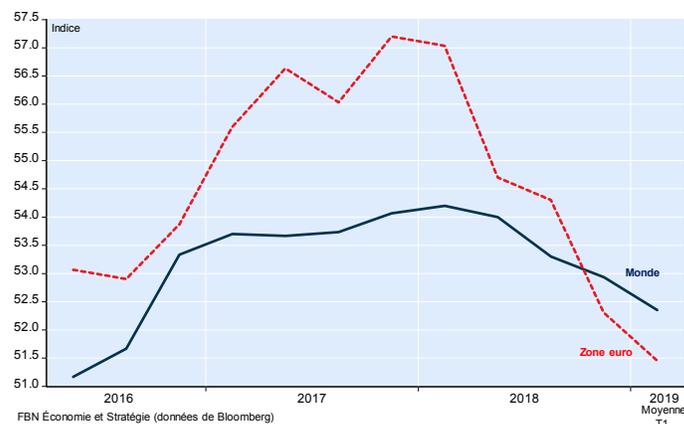
## Monde : En attendant le Brexit

*Un début d'année difficile pour l'économie de la planète nous incite à réduire d'un dixième notre prévision de croissance du PIB mondial pour 2019. Les forces de la démondialisation ne nuisent pas seulement aux grandes puissances exportatrices comme la zone euro et le Japon, mais aussi aux marchés émergents. L'effet négatif n'est nulle part aussi apparent qu'en Chine dont l'économie décélère nettement alors que les tarifs douaniers américains pèsent sur environ la moitié de ses exportations.*

L'économie mondiale continue de marquer le pas selon les indices des directeurs des achats (PMI). L'indice composé de Markit a de nouveau baissé au T1, les économies avancées et émergentes ayant du mal à freiner une tendance à la baisse qui a commencé l'an dernier. La zone euro qui n'a connu pratiquement aucune croissance au deuxième semestre de 2018 semble être restée en mode de stagnation au début de 2019, si l'on en croit la baisse des indices PMI.

### Monde : Encore un trimestre faible

Indice composé des directeurs des achats de Markit



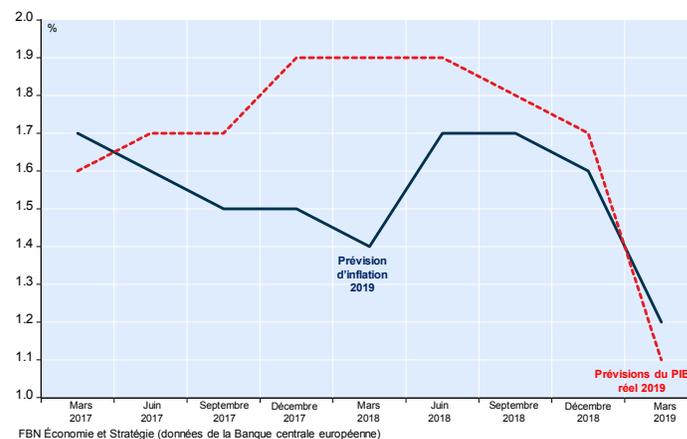
Le début d'année difficile a poussé la Banque centrale européenne à revoir nettement à la baisse ses prévisions pour 2019 concernant le PIB réel (à 1.1%) et l'inflation (à 1.2%). Ce sont les projections les plus basses pour 2019 de la BCE à ce jour. Par conséquent, la banque centrale a choisi d'adopter de nouvelles mesures de stimulation par des indications prospectives rajustées – les taux d'intérêt resteront inchangés au moins jusqu'à la fin de l'année – et une nouvelle vague d'opérations de refinancement à long terme ciblé pour aider à stimuler la croissance du crédit. Le président de la BCE, Mario Draghi, a dit pendant sa conférence de presse que la probabilité d'une récession et d'un décrochage de l'inflation « reste très faible », mais il a reconnu que les risques penchent du côté de la baisse, en partie parce que les projections de la BCE ne reflètent pas une hausse des tarifs douaniers qui pourrait entrer en vigueur cette année. En d'autres termes, la banque centrale a laissé la porte ouverte à des mesures de stimulation supplémentaires au cas où elle serait forcée de revoir encore ses prévisions à la baisse.

Il ne faut pas sous-estimer la menace de tarifs douaniers additionnels au vu des déséquilibres commerciaux mondiaux persistants, qui sont une source d'irritation pour les politiciens américains. On se souviendra que le déficit commercial des États-

Unis a atteint un record de US\$621 milliards l'an dernier à cause d'un déficit du commerce de marchandises record de US\$878.7 milliards. Ayant arraché des concessions à la Chine et au Mexique dans les négociations les plus récentes, les États-Unis pourraient maintenant tourner leur courroux vers d'autres partenaires commerciaux avec lesquels ils ont un déficit commercial important. L'Allemagne et le Japon, qui représentaient l'an dernier près de 13% du déficit commercial de marchandises des États-Unis, semblent maintenant être dans le collimateur de l'administration Trump, qui menace d'invoquer l'article 232 de sa loi intitulée *Trade Expansion Act* pour imposer des droits de douane sur les importations de véhicules et de pièces automobiles pour des motifs de sécurité nationale. De telles mesures unilatérales de Washington non seulement perturberaient le commerce mondial, mais elles pourraient aussi faire basculer dans la récession les économies déjà affaiblies du Japon et de l'Allemagne.

### Monde : La BCE revisite une nouvelle fois ses prévisions à la baisse

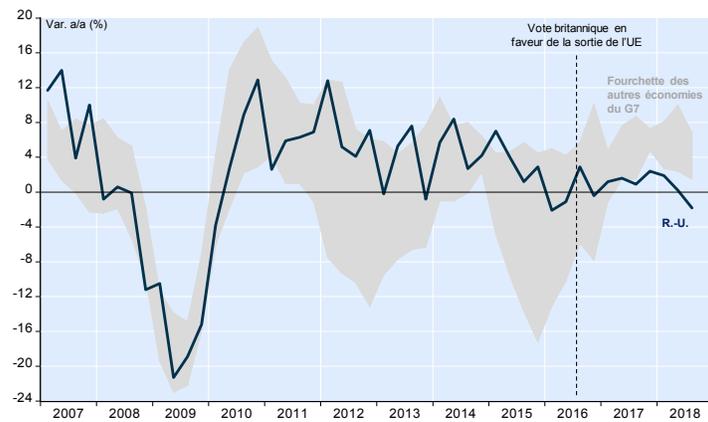
Les neuf dernières prévisions de la Banque centrale européenne pour le PIB réel de 2019 et le taux d'inflation



Les complications liées au Brexit pourraient aussi forcer la BCE à ouvrir davantage les vannes monétaires. Le rejet pur et simple par le Parlement britannique en janvier puis à nouveau en mars d'un accord péniblement négocié au cours des deux dernières années par la première ministre Theresa May et l'Union européenne a ouvert la porte à la possibilité d'un Brexit « dur » qui ferait sortir le Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière. Cette option ramènerait le Royaume-Uni aux règles de l'OMC avec l'imposition de droits de douane sur ses exportations – les tarifs à l'importation dans l'UE s'élèvent en moyenne à environ 3%, mais sont beaucoup plus importants pour des articles comme les denrées agricoles. Certes, la date de sortie de l'UE a maintenant été repoussée du 29 mars au 22 mai, mais c'est une maigre consolation étant donné qu'il n'y a toujours pas d'accord en vue alors que le Parlement britannique est profondément divisé sur la question. L'incertitude n'aide pas l'économie du Royaume-Uni comme en atteste sa récente contre-performance par rapport aux économies du G7 depuis le vote sur le Brexit en 2016. Les forces de la démondialisation ne nuisent pas seulement aux grandes puissances exportatrices comme la zone euro et le Japon, mais aussi aux marchés émergents.

#### Monde : Les incertitudes du Brexit ont nui aux investissements au R.-U.

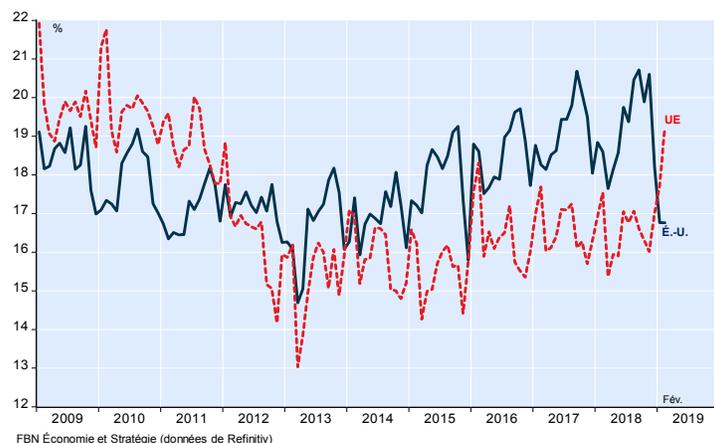
Investissement réel des entreprises : Royaume-Uni et autres économies du G7



L'effet négatif n'est nulle part aussi apparent qu'en Chine dont l'économie ralentit vite alors que les tarifs douaniers américains pèsent sur environ la moitié de ses exportations. Ces dernières étaient en baisse de près de 21% en février sur une base de 12 mois en raison de la diminution des livraisons aux États-Unis. À tel point que la part des États-Unis dans les exportations de la Chine a chuté à moins de 17% pour la première fois depuis 2015. Résultat, la part de l'Union européenne dans les exportations de la Chine a bondi à plus de 19%, le niveau le plus élevé depuis 2011. Une telle croissance de l'exposition à une zone économique dont l'expansion se fait au rythme de l'escargot n'est pas favorable au commerce extérieur de la Chine. Pour compliquer les choses à Pékin, la demande intérieure est également faible. Les dépenses dans le commerce de détail pendant le congé du Nouvel An lunaire étaient, selon certains rapports, décevants. Elles ont augmenté au rythme le plus lent depuis 2011. Il reste à voir si la récente dose de stimulation budgétaire et monétaire – les dépenses d'infrastructures ont été accélérées alors que la Banque populaire de Chine a réduit les réserves obligatoires de plusieurs banques commerciales pour les encourager à prêter – sera suffisante pour permettre au gouvernement central d'atteindre son objectif de croissance du PIB de la Chine de 6.0-6.5% cette année.

#### Chine : Les tarifs douaniers américains commencent à faire mal

Part des exportations de la Chine destinées aux États-Unis et à l'Union européenne



### Perspectives mondiales

#### Prévisions

	2018	2019	2020
<b>Pays avancés</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>
États-Unis	2.9	2.3	1.9
Zone euro	1.8	1.3	1.4
Japon	0.9	0.9	0.4
R.-U.	1.4	1.4	1.5
Canada	1.8	1.6	1.8
Australie	3.2	2.6	2.6
Nouvelle-Zélande	3.1	2.6	2.6
Hong Kong	3.8	2.4	2.3
Corée	2.8	2.4	2.4
Taiwan	2.7	2.1	2.0
Singapour	2.9	2.5	2.4
<b>Asie émergente</b>	<b>6.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>
Chine	6.6	6.2	6.1
Inde	7.3	7.3	7.7
Indonésie	5.1	5.1	5.1
Malaisie	4.7	4.5	4.4
Philippines	6.5	6.2	6.1
Thaïlande	4.6	3.7	3.6
<b>Amérique latine</b>	<b>1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>
Mexique	2.1	1.7	1.9
Brésil	1.3	2.4	2.7
Argentine	-2.6	-1.1	2.5
Venezuela	-18.0	-16.1	-3.5
Colombie	2.8	3.3	3.3
<b>Europe de l'Est et CEI</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>
Russie	1.7	1.5	1.8
République Tchèque	3.1	2.7	2.6
Pologne	4.4	3.7	3.2
Turquie	3.5	-0.5	2.8
<b>M-O et Afrique du N.</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>3.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>
<b>Monde</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.5</b>

Source: FBN Économie et Stratégie

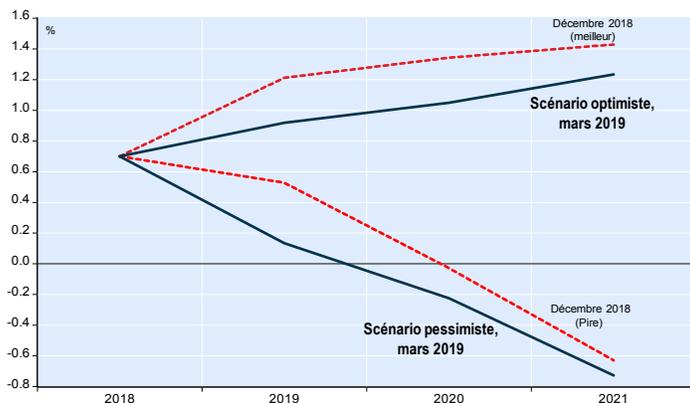
## États-Unis : Pas de hausse des taux d'intérêt cette année selon la Fed

*Le démarrage pénible de 2019 ne modifie pas nos perspectives pour l'économie américaine cette année. Pourquoi cet optimisme? Parce que c'est du déjà vu. Des accès de faiblesse liés à une paralysie de l'appareil gouvernemental dans le passé étaient suivis d'un solide rebond de la croissance du PIB au cours des trimestres subséquents. L'économie américaine devrait rebondir après le premier trimestre entraînée par la consommation et l'immobilier résidentiel qui profitent d'un marché du travail en ébullition et de la persistance de taux d'intérêt faibles, maintenant que la Fed s'est faite colombe. Les principaux risques pour les perspectives économiques par ailleurs positives sont cependant les tendances protectionnistes de Washington qui pourraient non seulement faire dérailler l'économie mondiale, mais aussi avoir des répercussions importantes sur le pays de l'oncle Sam lui-même.*

La Réserve fédérale américaine a finalement jeté l'éponge à sa réunion de mars. Confrontée à la possibilité d'une inversion de la courbe des rendements, la Fed a choisi de revenir sur son opinion antérieure selon laquelle une poursuite du resserrement de la politique monétaire était nécessaire. Après avoir prédit trois hausses de taux en 2019 (en septembre) puis deux (en décembre), la Fed dit maintenant qu'elle ne s'attend à aucune hausse de taux cette année. L'attitude de la Fed à l'égard de la réduction de son bilan a également changé fortement, étant passée du pilotage automatique (décembre dernier) à la décision par le comité d'arrêter la réduction de ses positions globales en titres à la fin de septembre 2019. Le changement de comportement de la Fed, passée de faucon à colombe en quelques mois, traduit ses préoccupations au sujet de l'économie mondiale (en particulier de la Chine et de l'Europe), mais aussi de l'économie intérieure. Elle a révisé à la baisse ses prévisions de croissance du PIB et d'inflation des États-Unis pour 2019.

### États-Unis : La Fed diminue ses prévisions de croissance

Écart de production d'après les estimations du CBO du potentiel et des dernières projections du PIB de la Fed



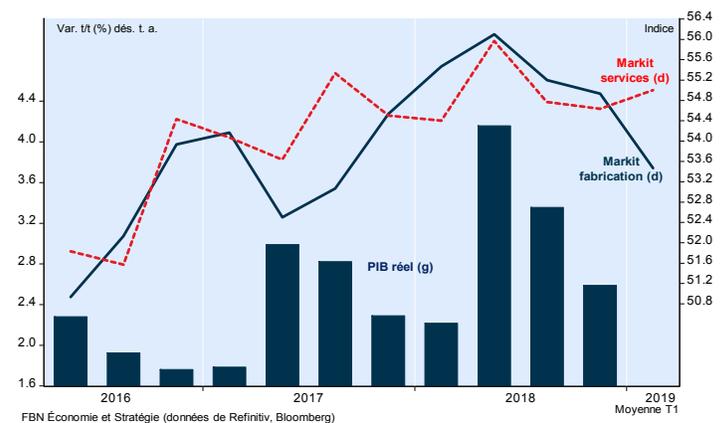
FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale, Congressional Budget Office)

Qu'est-ce qui a précipité la révision à la baisse des prévisions de la Fed? Les données du PIB du premier trimestre ne sont pas encore disponibles, mais il y a de fortes chances qu'elles ne soient pas réjouissantes. Les rapports mensuels jusque-là laissent entrevoir que le secteur de la fabrication a rétrogradé d'un cran au T1, malgré une certaine compensation de la part des services. La

paralysie de l'administration fédérale en janvier semble avoir pesé sur l'économie; le Congressional Budget Office estime qu'elle a rogné environ un demi-point de pourcentage de la croissance du PIB au T1. L'accumulation de stocks au deuxième semestre de l'an dernier n'a pas aidé non plus la production au T1. Mais malgré le début d'année difficile, nous laissons notre prévision de croissance du PIB américain en 2019 inchangée à 2.3%, par anticipation d'un solide rebond au cours des prochains trimestres.

### Décélération attendue au T1

PIB réel et indices Markit des directeurs des achats



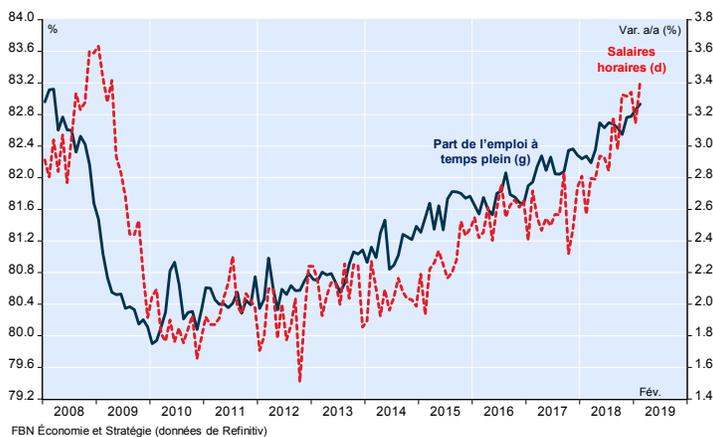
Pourquoi cet optimisme? Parce que c'est du déjà vu. La faiblesse reliée à la paralysie de l'appareil gouvernemental dans le passé avait été suivie par un puissant rebond de la croissance du PIB réel américain dans les trimestres subséquents: p. ex. T2 1996 (+6.8%) et T2 2014 (+5.1%). Mais surtout, le moteur principal de l'économie américaine, à savoir la consommation, est relativement en bonne forme. Certes, les dépenses dans le commerce de détail ont souffert un peu à la fin de 2018 et au début de 2019. Mais c'était en réaction à une baisse temporaire de la confiance des consommateurs après la chute des marchés boursiers du T4 et devant le chaos politique à Washington. La confiance revient maintenant selon les enquêtes du Conference Board et de l'Université du Michigan, ce qui est de bon augure pour les dépenses de consommation au T2. Les bilans des ménages sont aussi sains après le désendettement qui a suivi la grande récession. La valeur nette des ménages s'est élevée à US\$104,000 milliards à la fin de l'an dernier. Si bien que le ratio de la dette à la valeur nette était proche du niveau le plus bas depuis 34 ans à la fin de 2018. De la même manière, les obligations financières en pourcentage du revenu disponible – un ratio de flux, par opposition au ratio des paramètres de stock mentionné précédemment – sont aussi faibles si l'on en juge par les normes historiques.

Le marché du travail vigoureux entretient la confiance des ménages et donc leurs dépenses. Certes, les statistiques de février étaient ambiguës, l'enquête auprès des ménages solide contrastant avec une enquête auprès des établissements calamiteuse. Mais la faiblesse révélée par la deuxième, bien que décevante, n'est pas inhabituelle dans une phase d'expansion (p. ex. mai 2016 et septembre 2017) – dans les deux cas, il s'est produit un puissant rebond dans les mois qui ont suivi. Nous nous attendons

donc à un regain en mars/avril. Mais surtout, même l'enquête désespérante de février avait un côté positif avec la poursuite des gains de l'emploi temporaire. Pourquoi est-ce important? Parce que cette variable est un indicateur avancé et, en atteignant un record en février, il laisse entrevoir une poursuite de l'expansion économique à court terme. En outre, alors que la création d'emplois dans l'enquête auprès des ménages penche plutôt du côté des emplois à temps plein (généralement mieux rémunérés que ceux à temps partiel), personne ne devrait être surpris de ce que l'inflation des salaires se ranime à nouveau – on se souvient que les salaires horaires étaient en hausse de 3.4% d'une année à l'autre en février, soit le chiffre le plus élevé depuis avril 2009.

### L'inflation des salaires reprend alors que l'emploi à temps plein explose

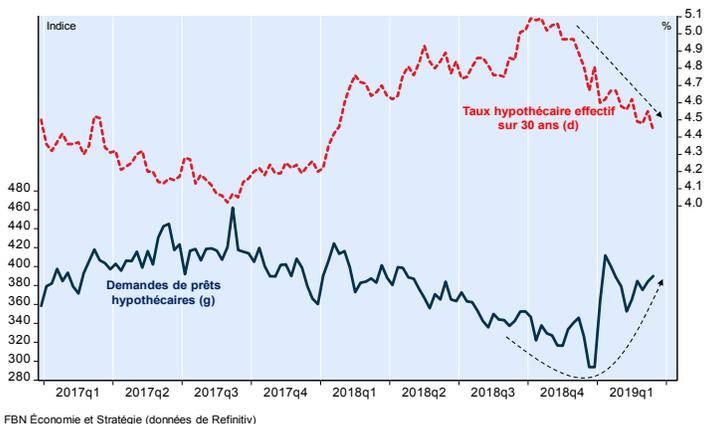
Part de l'emploi à temps plein et salaires horaires



Le marché du travail en ébullition plus la persistance de taux d'intérêt bas devraient permettre une reprise de la vente des maisons cette année après une année 2018 difficile. Les indications de la Fed selon lesquelles la politique monétaire marquera une pause d'une certaine durée ont provoqué une forte chute des taux d'intérêt à long terme. Cela devrait stimuler les demandes de prêts hypothécaires et donc l'activité de la revente.

### Le marché immobilier résidentiel peut rebondir

Demandes de prêts hypothécaires et taux hypothécaire classique effectif sur 30 ans

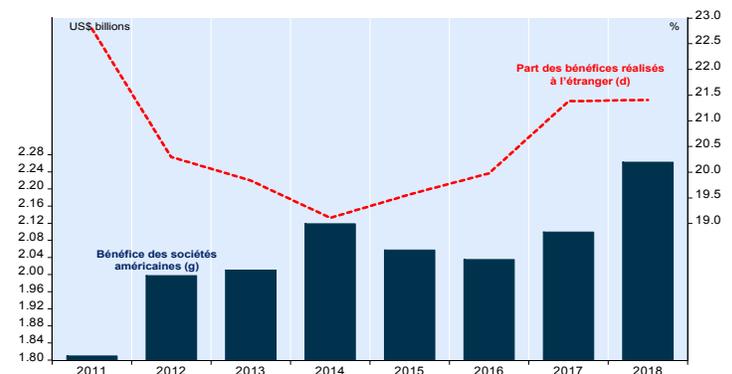


Alors que l'investissement résidentiel a un potentiel de hausse, les perspectives sont moins claires pour l'investissement non résidentiel des entreprises. Il est peu probable que celui-ci retrouve son rythme de croissance de l'an dernier en 2019 à la lumière de la dissipation

des effets des incitations fiscales comme l'exonération du rapatriement des bénéfices et les réductions de l'impôt des sociétés. Mais même dans ce cas, l'investissement des entreprises pourrait profiter d'un certain soutien des bénéfices. Les bénéfices des entreprises provenant de la production courante, c.-à-d. les bénéfices ajustés en fonction de l'évaluation des stocks et de la consommation de capital, ont en effet progressé de 7.8% en 2018, ce qui représente la plus forte hausse en six ans. Cette augmentation était principalement motivée par la composante « reste du monde » (+7.9%) qui a de nouveau dépassé les bénéfices aux États-Unis (+7.8%). Cela a permis à cette composante d'augmenter sa part des bénéfices totaux des États-Unis à 21.4%, un record depuis 7 ans. Un tel accroissement de la dépendance des bénéfices des sociétés américaines de leurs activités à l'étranger fait ressortir comment les tendances protectionnistes de Washington pourraient non seulement faire dérailler l'économie mondiale, mais aussi avoir de sérieuses répercussions au pays de l'oncle Sam lui-même.

### Une part importante des bénéfices provient de l'étranger

Bénéfices des sociétés et part des bénéfices réalisés à l'étranger, par année

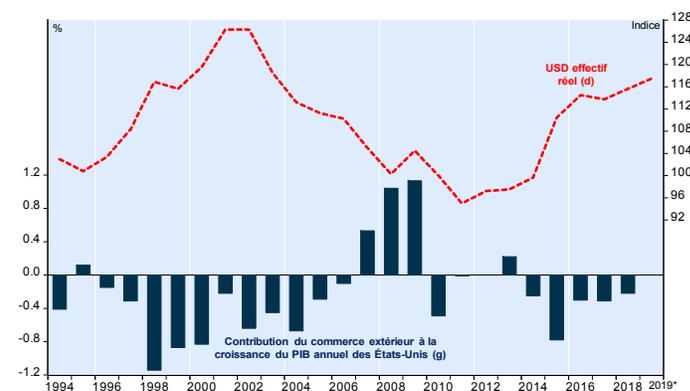


FBN Économie et Stratégie (données du BEA)

Tout bien compté, si les politiciens ne mettent pas des bâtons dans les roues avec des politiques préjudiciables, la demande intérieure devrait propulser l'économie américaine en avant. Cela devrait, comme au cours des cinq dernières années, compenser largement l'effet ralentisseur attendu du commerce international (en raison de la vigueur du dollar américain), maintenant la croissance du PIB en 2019 bien au-dessus du potentiel pendant une année de plus.

### La vigueur du dollar américain nuit au commerce extérieur

USD effectif réel et contribution du commerce extérieur à la croissance annuelle du PIB des États-Unis



\* Moyenne de l'USD effectif réel en 2019 basée sur les données de janvier et février  
FBN Économie et Stratégie (données du BEA, Banque des règlements internationaux)

## Canada : Pourquoi tant de pessimisme?

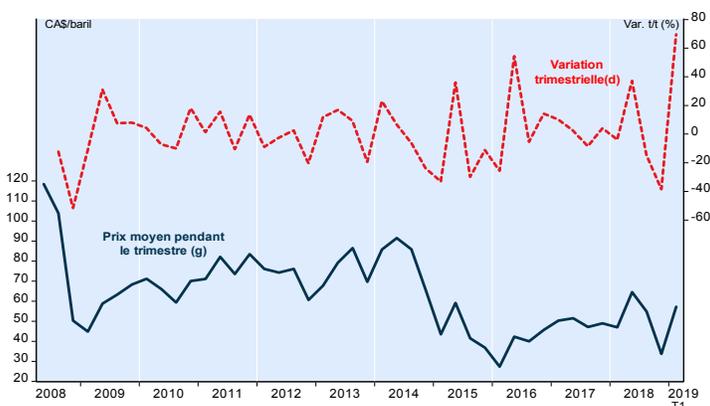
*Les rumeurs d'une récession canadienne imminente sont prématurées à notre avis. Tout en reconnaissant les nombreuses forces négatives auxquelles doit faire face le Canada, nous avons été encouragés par des événements récents, dont l'essor de l'emploi et la hausse des prix du pétrole premier trimestre. Nous continuons de nous attendre à un deuxième trimestre vigoureux à mesure que la production pétrolière retournera à la normale après ses réductions réglementaires antérieures et que les exportations augmenteront de concert avec le renforcement de la croissance américaine au cours de ce trimestre. Des dépenses additionnelles prévues dans le budget fédéral de mars devraient aider à soutenir la croissance au deuxième semestre de l'année. Tout bien compté, nous gardons confiance dans notre prévision supérieure au consensus d'une croissance du PIB canadien de 1.6% en 2019.*

Il est difficile de trouver la moindre manchette positive au sujet de l'économie du Canada actuellement. Les rumeurs d'une récession imminente et l'effondrement du dollar canadien qui s'ensuit abondent dans les médias. Cette vague de pessimisme est à mettre sur le compte de résultats du PIB au T4 plus faibles que prévu dans la foulée desquels nombre d'analystes ont nettement révisé leurs prévisions de la croissance du PIB 2019 à la baisse. Nous aussi, nous avons revu notre prévision à la baisse, mais seulement d'un dixième, à 1.6%. Tout en reconnaissant les nombreux facteurs négatifs auxquels se heurte le Canada, nous avons été encouragés par des événements récents qui nous conduisent à croire que, après le passage à vide des T4 2018 et T1 2019, l'économie rebondira au deuxième trimestre au diapason d'un rebond américain. L'investissement des entreprises a été laminé par les faibles prix des matières premières l'an dernier, et en particulier au T4, mais il y a des raisons d'espérer pour cette année.

De fait, la combinaison d'une hausse des prix mondiaux du pétrole et de la réduction des différentiels de prix avec le pétrole américain a été une aubaine pour les producteurs canadiens. Le prix du brut Western Canada Select a bondi de près de 70% (non annualisé) au premier trimestre de 2019, soit la plus forte hausse trimestrielle en 10 ans au moins. Les prix peuvent encore augmenter compte tenu des réductions de production annoncées par l'Arabie saoudite et la Russie et de l'instabilité politique qui continue au Venezuela.

### Puissant rebond des prix du pétrole

Prix du brut Western Canada Select

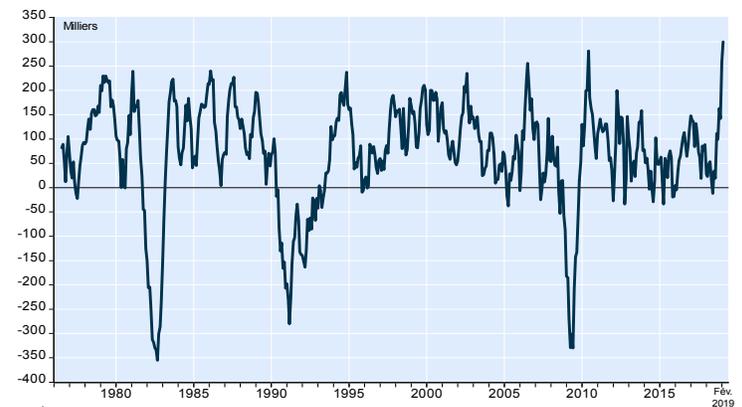


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cela, doublé des contrats récemment signés par le gouvernement de l'Alberta avec des sociétés ferroviaires pour expédier davantage de pétrole aux États-Unis par rail est de bon augure pour l'investissement dans le secteur pétrolier. Même en dehors du secteur de l'énergie, les sociétés du secteur privé ont des intentions d'investissement largement positives. D'après une enquête de Statistique Canada, la croissance de l'investissement dans le secteur privé pourrait dépasser celui du secteur public en 2019. Un marché du travail florissant nous indique aussi que les craintes d'une récession sont exagérées. L'Enquête sur la population active a de nouveau dépassé les attentes avec une augmentation de 56K en février. Mais ce qui est encore plus encourageant que les hausses d'ensemble impressionnantes, c'est que les créations d'emplois concernaient en grande partie le secteur privé et des postes à temps plein, qui eux contribuent à faire monter les salaires. À noter qu'au cours de la période de septembre 2018 à février 2019, le Canada a créé 300K emplois dans le secteur privé, soit la plus forte hausse en six mois enregistrée à ce jour. Le fait que ces emplois aient été créés dans le groupe d'âge de 25 à 54 ans – le ratio emploi/population a atteint un record absolu à 83.4% en février pour cette catégorie démographique cruciale – est positif pour les dépenses des ménages en biens durables.

### Le secteur privé crée des emplois plus vite que jamais

Création d'emplois dans le secteur privé, cumulative sur 6 mois



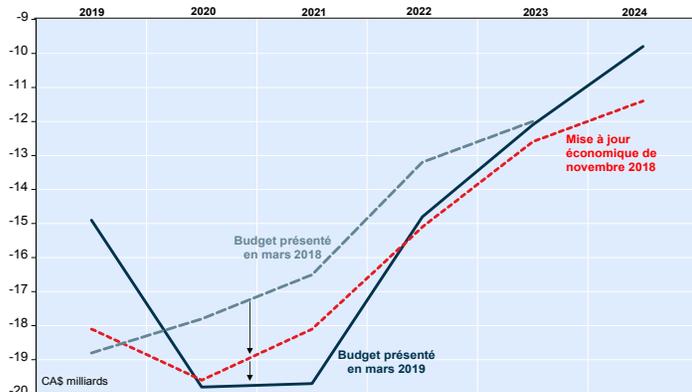
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Les dépenses publiques réduisent aussi les probabilités d'une récession cette année. Alors qu'en novembre le gouvernement fédéral a annoncé une série de mesures comprenant l'incitatif à l'investissement accéléré pour aider les sociétés, il a choisi dans son budget du mois de mars de diriger son aide essentiellement vers les ménages, avec un œil sur les élections fédérales prochaines. De nouvelles initiatives représentant \$26.7 milliards sur les cinq prochaines années (environ 0.2% du PIB par an) aideront toute une gamme d'électeurs potentiels, notamment les acheteurs d'une première maison (par le biais d'une propriété partagée avec la SCHL qui aidera à faire baisser les paiements hypothécaires), les retraités (avec la bonification du supplément de revenu garanti) et les travailleurs cherchant à perfectionner leurs compétences (aide pour les coûts de formation). Ottawa a aussi préparé le terrain pour un programme d'assurance-médicaments national. Tout bien compté, les nouvelles mesures se traduiront par des déficits budgétaires d'environ CA\$20 milliards pendant chacune des deux

prochaines années, ce qui est pire que ce qui avait été estimé dans la mise à jour de novembre dernier, et ce, malgré un meilleur point de départ – on se rappellera que les recettes fiscales de l'exercice 2019 étaient meilleures que prévu. Mais ce déficit (moins de 1% du PIB) ne devrait pas nécessairement compromettre la note AAA du Canada, surtout si l'on considère que le ratio dette/PIB devrait baisser davantage sur l'horizon de prévision.

### L'augmentation des dépenses publiques creusera les déficits budgétaires

Projections du solde budgétaire fédéral pour chaque fin d'exercice (comprend CA\$3 milliards d'ajustement-risque)

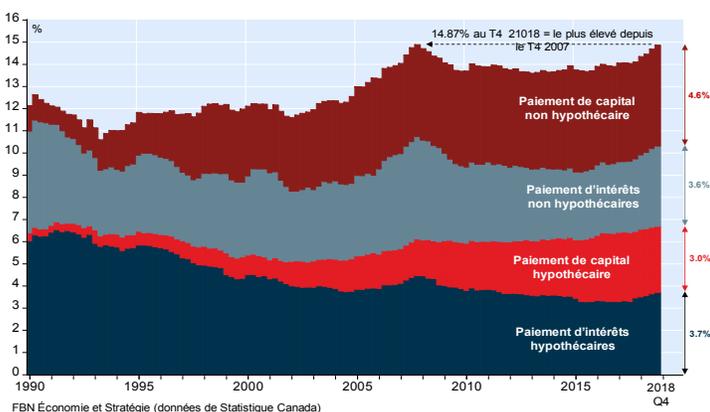


FBN Économie et Stratégie (données du ministère des Finances)

Alors que le budget répond aux problèmes que rencontrent les acheteurs potentiels d'un premier logement, il n'aide pas les ménages qui sont déjà aux prises avec des dettes élevées et avec les conséquences des hausses de taux d'intérêt antérieures. Les nouveaux programmes soutiendront l'économie, mais réduiront aussi la probabilité que le Banque du Canada diminue les taux, ce qui aurait pu soulager les ménages endettés. On se rappellera que le fardeau du service de la dette des ménages au T4 a atteint le deuxième niveau le plus élevé à ce jour, à 14.9% des revenus disponibles. Les paiements hypothécaires en eux-mêmes représentent 6.7% des revenus disponibles, soit le niveau le plus élevé depuis le début des années 1990 quand le marché immobilier résidentiel canadien a amorcé un important ralentissement.

### Le fardeau du service de la dette au deuxième rang le plus élevé à ce jour

Service de la dette en pourcentage du revenu disponible des ménages



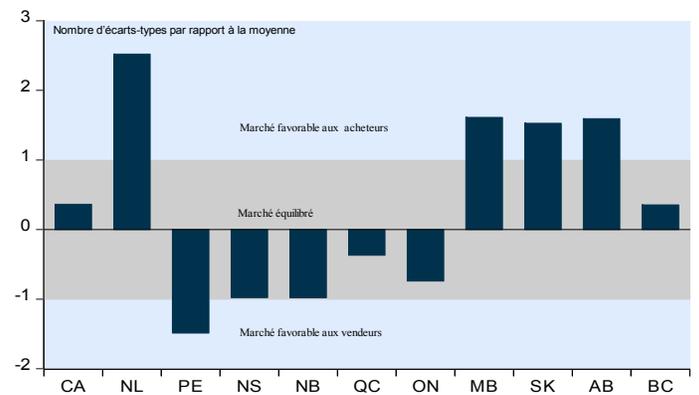
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Nous ne nous attendons pas à un ralentissement similaire du secteur immobilier résidentiel, mais nous soupçonnons que les augmentations de prix des logements continueront de ralentir à la lumière des problèmes d'abordabilité. Après un bref répit en janvier,

la revente de maisons et d'appartements a de nouveau baissé en février dans la plupart des provinces. Les prix de revente mesurés par l'Indice composite du prix de maison Teranet-Banque Nationale continuent de chuter à l'échelle nationale, mais pas trop abruptement puisque la faiblesse dans certaines provinces est compensée par un regain de vigueur. Par exemple, les provinces pétrolières qui ont été éprouvées par la faiblesse des prix des matières premières ont toutes des marchés favorables aux acheteurs alors que le marché immobilier résidentiel en Colombie-Britannique, en Ontario et au Québec reste équilibré. Tout bien considéré, après une augmentation de près de 4% des prix des maisons à la revente l'an dernier, nous nous attendons à une plus faible inflation des prix immobiliers résidentiels.

### Le marché immobilier est équilibré au niveau national

Ratio des biens immobiliers inscrits à vendre aux biens vendus en février 2019, corrigé des effets saisonniers

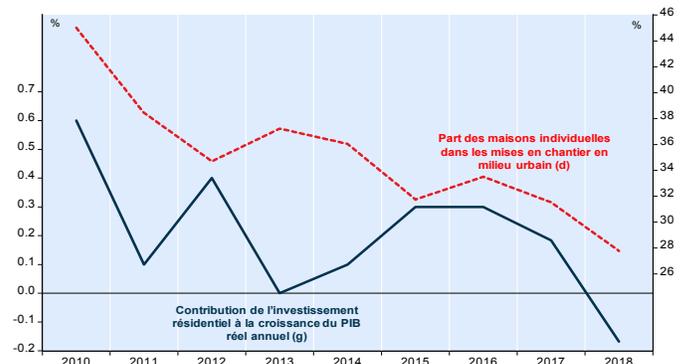


FBN Économie et Stratégie (données de l'ACI)

Comme nous l'avons montré dans les dernières éditions de cette publication, le ralentissement de l'immobilier résidentiel pèsera sur la croissance de la consommation (avec la dissipation des effets de richesse) et la construction résidentielle, qui continuera de pencher davantage vers le logement collectif abordable. La contribution de cette dernière catégorie au PIB est moins élevée (par unité construite) que celle des maisons unifamiliales, si bien qu'on peut s'attendre à ce que le secteur de l'immobilier contribue de moins en moins à la croissance du PIB du Canada à l'avenir. Nous nous attendons toujours à ce que le commerce international compense, grâce à l'ouverture de nouveaux marchés, le ralentissement attendu de la demande intérieure, permettant au PIB du Canada de croître près du potentiel estimé cette année et l'an prochain.

### Baisse de la contribution de l'immobilier résidentiel à la croissance du PIB

Apport de l'investissement résidentiel à la croissance du PIB réel et part des maisons individuelles dans les mises en chantier en milieu urbain



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

## États-Unis Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	1.6	2.2	2.9	2.3	1.9	3.0	1.9	2.0
Dépenses personnelles	2.7	2.5	2.6	2.4	1.9	2.6	1.9	2.0
Construction résidentielle	6.5	3.3	(0.3)	0.0	1.6	(3.3)	2.2	1.5
Investissements des entreprises	0.5	5.3	6.9	3.0	1.5	7.0	1.7	1.7
Dépenses publiques	1.4	(0.1)	1.5	1.0	1.6	1.5	1.4	1.2
Exportations	(0.1)	3.0	4.0	2.2	1.1	2.3	2.5	1.0
Importations	1.9	4.6	4.5	1.4	1.1	3.4	0.5	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	23.4	22.5	45.0	38.8	23.9	96.8	31.3	20.9
Demande intérieure	2.3	2.5	2.9	2.1	1.8	2.7	1.8	1.8
Revenu réel disponible	1.7	2.6	2.9	2.3	1.7	3.3	1.7	1.7
Emploi des salariés	1.8	1.6	1.7	1.6	1.1	1.8	1.3	0.9
Taux de chômage	4.9	4.4	3.9	3.7	3.5	3.8	3.6	3.5
Taux d'inflation	1.3	2.1	2.4	1.8	2.1	2.2	2.0	1.9
Bénéfices avant impôts	(1.1)	3.2	7.8	5.0	4.1	7.4	4.5	3.7
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(587.0)	(666.0)	(779.0)	(897.0)	(903.0)	...	...	...
Compte courant (milliards \$)	(432.9)	(449.1)	(488.5)	(549.3)	(549.5)	...	...	...

\* *Sauf indication contraire.*

## Scénario financier\*\*

	<i>actuel</i>							
	29-03-19	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	2018	2019	2020
Taux cible fonds fédéraux	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75
Bons du Trésor 3 mois	2.35	2.43	2.43	2.43	2.61	2.40	2.43	2.86
Obligations fédérales								
2 ans	2.27	2.17	2.47	2.57	2.66	2.48	2.57	2.77
5 ans	2.23	2.19	2.43	2.55	2.66	2.51	2.55	2.86
10 ans	2.41	2.44	2.64	2.71	2.79	2.69	2.71	3.01
30 ans	2.81	2.87	3.06	3.12	3.19	3.02	3.12	3.37
Taux de change								
US\$/Euro	1.12	1.13	1.15	1.17	1.16	1.14	1.17	1.16
YEN/\$US	111	112	114	115	113	110	115	110

\*\* *fin de période*

## Dynamique trimestrielle

	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020
	<i>publié</i>	<i>publié</i>	<i>publié</i>	<i>prévision</i>	<i>prévision</i>	<i>prévision</i>	<i>prévision</i>	<i>prévision</i>
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	4.2	3.4	2.2	1.2	2.9	1.9	1.6	1.8
IPC (var. a/a %)	2.7	2.6	2.2	1.6	1.7	1.9	2.0	2.3
IPC de base (var. a/a %)	2.2	2.2	2.2	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
Taux de chômage (%)	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6

## Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	1.1	3.0	1.8	1.6	1.8	1.6	1.9	1.7
Dépenses personnelles	2.1	3.6	2.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.0
Construction résidentielle	3.5	2.4	(2.3)	(1.8)	(1.4)	(7.5)	1.7	(1.8)
Investissements des entreprises	(9.9)	2.5	1.7	1.4	4.1	(4.3)	7.1	3.2
Dépenses publiques	1.2	2.7	2.7	1.7	1.7	0.9	2.5	1.2
Exportations	1.3	1.1	3.3	3.0	3.3	4.5	2.7	3.9
Importations	(0.0)	4.2	2.9	1.4	2.0	(0.1)	3.2	2.0
Variation des stocks (millions \$)	2,291	17,582	13,873	9,526	5,142	13,422	7,022	3,815
Demande intérieure	0.6	3.1	1.9	1.2	1.4	0.2	2.2	1.1
Revenu réel disponible	(0.7)	3.4	1.8	1.4	1.6	0.3	1.7	1.5
Emploi	0.7	1.9	1.3	1.3	0.7	1.2	1.0	0.7
Taux de chômage	7.0	6.3	5.8	5.8	5.7	5.6	5.7	5.7
Taux d'inflation	1.4	1.6	2.3	1.8	2.0	2.0	2.1	2.1
Bénéfices avant impôts	6.4	20.1	0.5	(0.1)	4.3	(5.8)	9.1	3.5
Compte courant (milliards, \$)	(64.9)	(60.1)	(58.7)	(56.9)	(48.9)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel					2018	2019	2020
	29-03-19	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020			
Taux à un jour	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00
Bons du Trésor 3M	1.67	1.68	1.68	1.68	1.71	1.64	1.68	2.13
Obligations fédérales								
2 ans	1.49	1.48	1.60	1.71	1.71	1.86	1.71	2.02
5 ans	1.52	1.47	1.57	1.67	1.73	1.89	1.67	2.04
10 ans	1.62	1.62	1.74	1.86	1.94	1.96	1.86	2.16
30 ans	1.89	1.92	2.03	2.14	2.21	2.19	2.14	2.39
Taux de change								
CAD par USD	1.34	1.32	1.29	1.30	1.32	1.37	1.30	1.34
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	60	62	65	63	61	45	63	58

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T2 2018 publié	T3 2018 publié	T4 2018 publié	T1 2019 prévision	T2 2019 prévision	T3 2019 prévision	T4 2019 prévision	T1 2020 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.6	2.0	0.4	1.1	2.9	1.7	1.9	1.5
IPC (var. a/a %)	2.3	2.7	2.0	1.6	1.8	1.7	2.1	2.0
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	2.1	2.0	1.9	2.0	1.7	2.0	1.7
Taux de chômage (%)	5.9	5.9	5.6	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7

Financière Banque Nationale

## Prévisions économiques provinciales

	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2016	2017	2018p	2019p	2020p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.8	0.9	0.0	2.9	1.2	1.8	4.3	5.5	2.8	3.4
Île-du-Prince-Édouard	1.8	3.5	2.4	2.5	1.1	4.5	4.8	4.4	4.6	3.7
Nouvelle-Écosse	1.5	1.5	0.8	0.8	1.0	2.2	2.9	3.0	2.7	3.2
Nouveau-Brunswick	1.4	1.8	1.1	1.0	1.1	3.6	4.3	4.2	2.5	2.9
Québec	1.4	2.8	2.1	1.8	1.3	2.8	5.0	4.2	3.7	3.1
Ontario	2.3	2.8	2.2	1.7	1.6	4.4	4.1	3.5	3.4	3.6
Manitoba	1.6	3.2	1.1	1.7	1.0	2.3	5.4	2.4	3.6	3.0
Saskatchewan	-0.4	2.2	0.8	1.5	1.6	-4.8	4.8	3.9	2.9	3.3
Alberta	-4.2	4.4	2.1	1.5	2.5	-6.8	10.0	4.0	2.0	3.8
Colombie-Britannique	3.2	3.8	2.2	2.2	2.6	6.0	6.9	3.7	4.4	4.1
Canada	1.1	3.0	1.8	1.6	1.8	1.9	5.6	3.6	3.5	3.3
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.4	-3.7	0.4	3.0	-0.8	13.4	14.8	13.9	11.7	11.9
Île-du-Prince-Édouard	-2.2	3.0	3.0	1.0	1.0	10.7	9.8	9.4	9.2	8.9
Nouvelle-Écosse	-0.4	0.7	1.5	1.5	0.3	8.3	8.4	7.6	7.7	7.9
Nouveau-Brunswick	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	9.5	8.1	8.0	8.1	7.8
Québec	0.9	2.2	0.9	0.8	0.6	7.1	6.1	5.4	5.5	5.3
Ontario	1.1	1.8	1.6	1.3	0.8	6.5	6.0	5.6	5.7	5.7
Manitoba	-0.5	1.6	0.6	1.5	0.7	6.1	5.4	6.0	5.6	5.6
Saskatchewan	-0.9	-0.1	0.4	1.0	0.6	6.3	6.3	6.1	5.8	5.6
Alberta	-1.6	1.0	1.9	1.5	0.8	8.1	7.8	6.6	6.3	6.1
Colombie-Britannique	3.1	3.7	1.1	1.6	1.0	6.0	5.1	4.7	4.6	4.7
Canada	0.7	1.9	1.3	1.3	0.7	7.0	6.3	5.8	5.8	5.7
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.4	1.4	1.1	0.9	0.9	2.7	2.3	1.6	1.5	2.0
Île-du-Prince-Édouard	0.6	0.9	1.1	0.8	0.7	1.2	1.8	2.3	1.3	2.0
Nouvelle-Écosse	3.8	4.0	4.8	4.0	3.6	1.2	1.1	2.2	1.8	2.1
Nouveau-Brunswick	1.8	2.3	2.3	1.6	1.5	2.2	2.3	2.1	1.6	1.9
Québec	38.9	46.5	46.9	42.5	40.0	0.7	1.0	1.7	1.5	2.0
Ontario	75.0	79.0	78.7	68.6	65.0	1.8	1.7	2.4	1.7	2.0
Manitoba	5.3	7.5	7.4	6.0	5.5	1.3	1.6	2.5	2.1	1.9
Saskatchewan	4.8	4.9	3.6	3.5	3.5	1.1	1.7	2.3	1.9	2.0
Alberta	24.5	29.5	26.1	26.0	25.0	1.1	1.6	2.4	1.7	1.9
Colombie-Britannique	41.8	43.7	40.9	37.0	36.0	1.8	2.1	2.7	2.2	2.0
Canada	197.9	219.7	212.8	190.9	181.7	1.4	1.6	2.3	1.8	2.0

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

#### Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Krishen Rangasamy

Économiste principal  
krishen.rangasamy@bnc.ca

#### Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

#### Marc Pinsonneault

Économiste principal  
marc.pinsonneault@bnc.ca

#### Kyle Dahms

Économiste  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

Économiste  
jocelyn.paquet@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

Analyste géopolitique  
angelo.katsoras@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

DG RF, Chef Recherche et stratégie,  
Dette publique  
warren.lovely@bnc.ca

### Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

**Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.**

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

### Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

### Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN 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 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

### Résidents des États-Unis

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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.