

## Points saillants

- La déroute mondiale des marchés boursiers en octobre révèle que les investisseurs ne s'inquiètent pas seulement des économies émergentes. Ils semblent comprendre que l'escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine pourrait avoir des répercussions sur l'ensemble des chaînes d'approvisionnement mondiales, nuisant au volume des échanges internationaux et partant, à la croissance du PIB mondial. Les problèmes anciens de l'Europe refont également surface avec des incertitudes pour les perspectives économiques dues au Brexit et aux politiques populistes de l'Italie. La vigueur persistante du dollar américain n'aide pas non plus puisqu'elle augmente les risques de défaut sur des dettes en USD détenues dans le monde entier. Par conséquent, nous nous attendons à ce que la croissance mondiale ne soit pas supérieure à 3.7% cette année et l'an prochain.
- Après un trimestre solide de plus, l'économie américaine est en passe d'enregistrer sa plus forte croissance annuelle depuis des années. Le marché du travail tendu semble enfin faire monter les salaires, alimentant les craintes au sujet de l'inflation. Par conséquent, la Réserve fédérale s'en tiendra probablement à son approche de normalisation graduelle de la politique monétaire à court terme. Mais comme les effets des mesures de stimulation budgétaires devraient s'atténuer, la croissance du PIB américain et donc la cadence des tours de vis de la Fed devraient ralentir en 2019.
- L'économie canadienne est engagée sur la voie d'une croissance d'environ 2% cette année malgré un ralentissement prévu au troisième trimestre. La réduction de l'incertitude liée au commerce international grâce à l'AEUMC, les prévisions d'une accélération des salaires face aux pénuries de main-d'œuvre, la stabilisation du marché immobilier résidentiel et les indices généralement positifs des entreprises au sujet de l'investissement ont inspiré à la Banque du Canada une plus grande confiance dans les perspectives économiques, ce qui explique ses messages de plus en plus fermes. Nous continuons de prévoir trois hausses des taux d'intérêt de plus avant la fin de 2019, ce qui hisserait le taux de financement à un jour à la borne inférieure de la fourchette estimée du taux neutre de 2.50% à 3.50%.

Krishen Rangasamy  
514-879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2018	2019	2020	2019	2020
<b>États-Unis</b>					
PIB réel	2.9%	2.4%	2.0%	inch	inch
Inflation (IPC)	2.5%	2.3%	2.4%	inch	inch
Taux cible fonds fédéraux*	2.50%	3.00%	3.50%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	3.20%	3.50%	3.41%	inch	inch
<b>Canada</b>					
PIB réel	2.0%	2.0%	1.7%	+0.1 pp	+0.2 pp
Inflation (IPC)	2.3%	2.1%	2.4%	-0.1 pp	inch
Taux à un jour*	1.75%	2.50%	2.50%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.57%	3.10%	3.19%	inch	inch

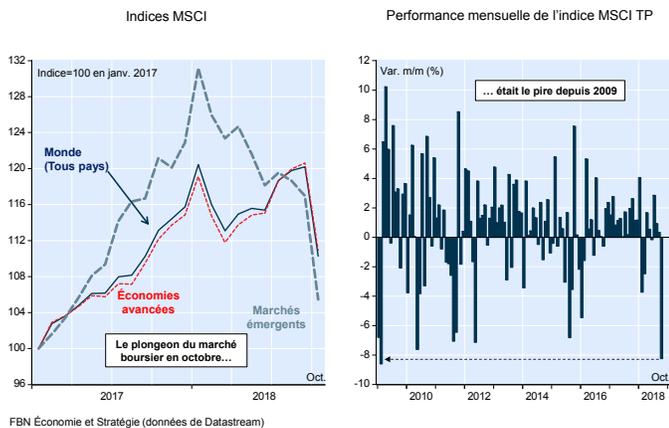
\* fin de période

## Monde : Octobre rouge

La déroute mondiale des marchés boursiers en octobre révèle que les investisseurs ne s'inquiètent pas seulement des économies émergentes. Ils semblent comprendre que l'escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine pourrait avoir des répercussions sur l'ensemble des chaînes d'approvisionnement mondiales, nuisant au volume des échanges internationaux et partant, à la croissance du PIB mondial. Les problèmes anciens de l'Europe refont également surface avec des incertitudes pour les perspectives économiques dues au Brexit et aux politiques populistes de l'Italie. La vigueur persistante du dollar américain n'aide pas non plus puisqu'elle augmente les risques de défaut sur des dettes en USD détenues dans le monde entier. Par conséquent, nous nous attendons à ce que la croissance mondiale ne soit pas supérieure à 3.7% cette année et l'an prochain.

Les craintes des investisseurs ne semblent plus limitées aux seules économies émergentes. Les marchés boursiers mondiaux ont enregistré leur pire performance depuis 2009, comme en atteste une baisse de 8% de l'indice MSCI Tous pays en octobre, où les indices des économies émergentes et avancées ont enregistré des chutes spectaculaires.

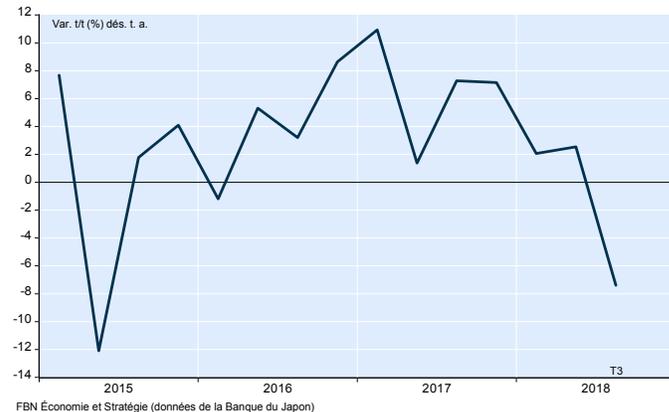
### Monde : Octobre rouge



Qu'est-ce qui explique cette déroute boursière? Les investisseurs ont pris bonne note de la perte d'élan de l'économie mondiale au troisième trimestre. Le PIB réel annualisé de la zone euro aurait augmenté d'à peine 0.8% au T3 (la pire performance depuis le deuxième trimestre de 2014) alors que les résultats du PIB du Japon (qui n'étaient pas encore disponibles au moment de rédiger ces notes) n'étaient probablement pas non plus spectaculaires, à en croire le ralentissement des exportations et l'essor des importations. De plus, l'escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine n'a pas aidé à apaiser les investisseurs qui craignent à juste titre les répercussions sur l'ensemble des chaînes d'approvisionnement mondiales. On se souviendra qu'environ la moitié des exportations annuelles de la Chine vers les États-Unis (soit US\$250 milliards) sera assujettie à des droits de douane de 25% à partir du début de 2019. Par conséquent, on craint une décélération des volumes du commerce mondial et donc une croissance plus faible du PIB de la planète.

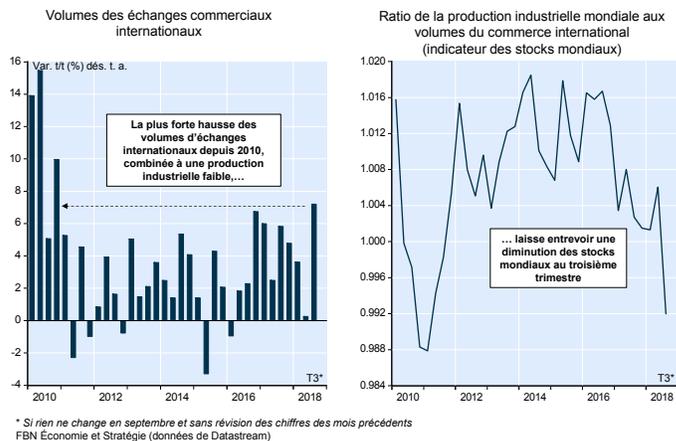
### Monde : Les exportations japonaises se sont effondrées au T3

Exportations réelles du Japon



Certes, les données les plus récentes du CPB ne semblent pas alarmantes à première vue. Les volumes du commerce mondial ont atteint un record absolu en août et étaient en bonne voie pour croître au T3 au rythme le plus rapide depuis 2010. Cela, combiné à la décélération de la production industrielle, laisse entrevoir une diminution des stocks mondiaux au troisième trimestre. Mais si cette conjonction est positive pour la production future et donc la croissance économique, nous ne sablons pas encore la champagne. Les premiers résultats du T4 ne pointent pas vers un rebond rapide de la production industrielle. Dans la zone euro, par exemple, les indices éclair des directeurs des achats révèlent que la perte d'élan observée au T3 s'est prolongée ce trimestre, l'indice PMI de la fabrication étant descendu au plus bas depuis 26 mois en octobre. En d'autres termes, les exportateurs limitent peut-être leur production et liquident des stocks avant un ralentissement du commerce international qu'ils anticipent du fait de la situation américano-chinoise.

### Monde : La plus forte hausse des volumes depuis 2010

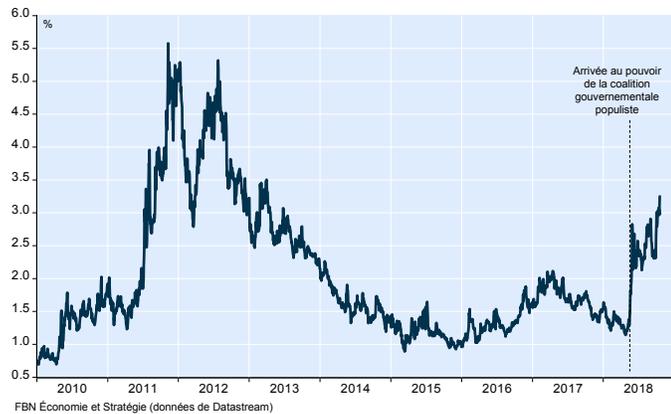


Les problèmes intérieurs anciens de l'Europe refont également surface avec les incertitudes entourant les perspectives économiques attribuables au Brexit et aux politiques populistes italiennes. Le dernier budget de l'Italie, qui prévoit une

augmentation du déficit à 2.4% du PIB (trois fois plus que celui proposé par le gouvernement précédent), a été rejeté par la Commission européenne qui a demandé un plan révisé d'ici la mi-novembre. Si l'Italie ne se plie pas à cette exigence, Bruxelles pourrait invoquer une « procédure de déficit excessif » qui ouvrirait la porte à des sanctions, y compris des amendes, en 2019. Les investisseurs n'attendent pas jusque-là et ont délaissé les obligations italiennes, en faisant monter les taux. On ne sait pas encore jusqu'où les taux italiens devront grimper pour que Rome révisé son programme populiste. Mais entre-temps, il ne faudrait pas sous-estimer le risque d'une propagation à d'autres titres souverains européens, considérant ce qui s'est produit en 2011-2012 dans la foulée de crise des dettes grecques.

## Monde : L'attitude budgétaire de l'Italie sous la loupe

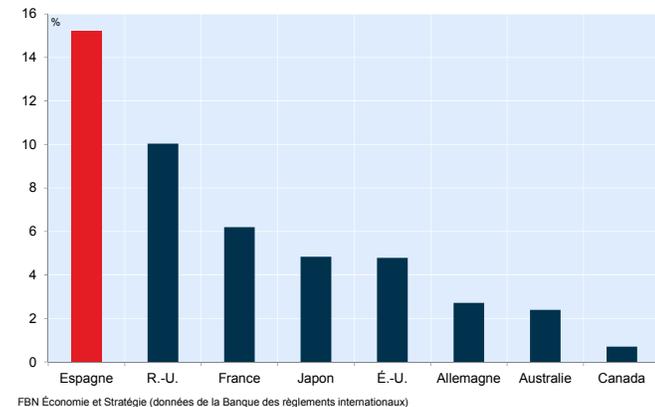
Écart entre le rendement des obligations d'État italiennes et allemandes de 10 ans



Un ralentissement des marchés émergents est une autre menace qui plane sur la zone euro. Il pourrait infliger des pertes au secteur bancaire européen qui est déjà fragile. Les banques espagnoles, par exemple, détiennent d'importantes créances sur les marchés émergents représentant plus de 15% de leurs actifs.

## Monde : Les banques espagnoles sont le plus exposées aux MÉ

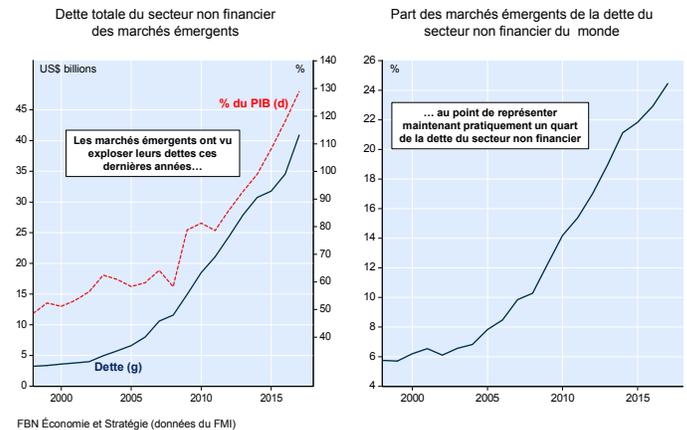
Créances sur des emprunteurs des marchés émergents en proportion de l'actif des banques à la fin du T2 2018



De fait, les marchés émergents ont rarement paru plus vulnérables qu'en ce moment. L'effondrement des marchés boursiers et les fortes dépréciations des monnaies coïncident avec la décélération des flux de capitaux vers leurs économies cette année. La confiance des investisseurs étrangers a

assurément été ébranlée par le protectionnisme commercial de Washington (qui fait planer des doutes sur la croissance des économies émergentes axées sur les exportations) ainsi que par le resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale qui augmente le coût des emprunts à l'échelle mondiale (par la hausse des rendements obligataires) et dynamise d'autant le dollar américain. Pour les économies émergentes, cela représente un double revers puisqu'elles ont non seulement vu grimper leurs dettes à des niveaux records, mais qu'à cela se sont ajoutées des émissions massives d'obligations de sociétés libellées en USD. Selon la Banque des règlements internationaux, les dettes en USD d'emprunteurs non bancaires sur les marchés émergents représentaient US\$3,700 milliards à la fin du deuxième trimestre, soit 11% du PIB des pays émergents.

## Monde : Endettement élevé des marchés émergents



Le ralentissement économique persistant multiplierait probablement les défaillances, augmentant d'autant les risques d'une nouvelle crise financière. On remarquera que les banques des économies émergentes voient déjà augmenter la proportion des prêts non productifs.

## Monde : Les mauvaises créances se multiplient sur les MÉ

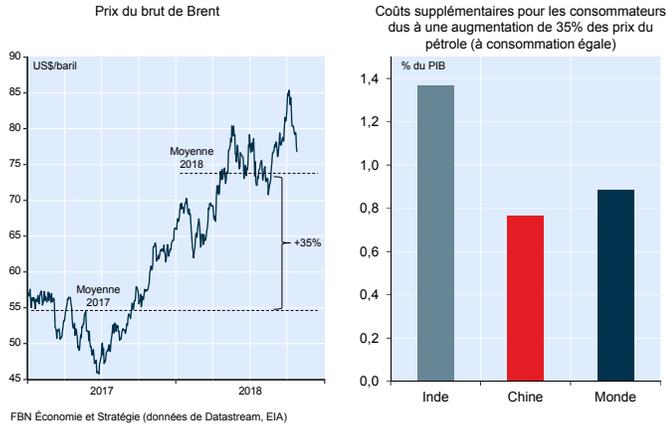
Prêts non productifs bruts des banques en proportion des prêts totaux



La hausse des prix du pétrole est un problème de plus pour les économies émergentes. Même si ces prix se maintenaient aux niveaux actuels jusqu'à la fin de l'année, le cours du brut de Brent atteindrait en moyenne environ US\$74 le baril en 2018, soit 35% de plus que la moyenne de l'an dernier. Les coûts

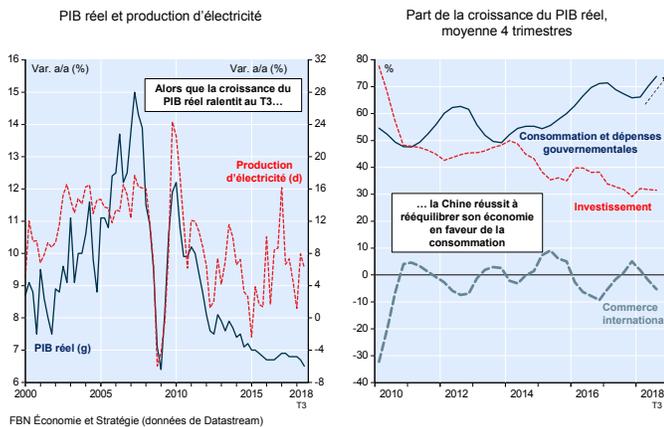
supplémentaires associés pour les consommateurs des marchés émergents sont importants, représentant près de 1.4% du PIB de l'Inde et 0.8% du PIB de la Chine.

## Monde : La hausse des prix du pétrole freine la croissance



Cela explique en partie la décélération de la deuxième économie du monde. On se souviendra que la croissance du PIB réel de la Chine est en passe de ralentir autour de 6.5% cette année après une décélération plus forte que prévu au T3. La croissance a effectivement ralenti au cours de ce trimestre à 6.5% d'une année à l'autre, soit le plus bas niveau depuis la récession mondiale de 2009.

## Monde : La croissance de la Chine a ralenti au T3



Mais il ne faudrait pas sous-estimer la puissance des mesures de stimulation budgétaires et monétaires, particulièrement dans une économie à planification centrale comme celle de la Chine. Les mesures de stimulation budgétaires aident à doper la croissance, mais aussi à rééquilibrer l'économie au détriment des exportations, ce qui réduit quelque peu la vulnérabilité de la Chine à une poursuite de l'escalade de la guerre commerciale avec les États-Unis. La diminution des réserves obligatoires des banques annoncée par la Banque populaire de Chine devrait aussi stimuler le crédit et soutenir la croissance. Par conséquent, alors que la croissance du PIB de la Chine continuera de ralentir pour s'établir à des niveaux plus durables, nous nous attendons toujours à ce qu'elle reste au-dessus de 6% au cours des deux prochaines années.

## Perspectives mondiales

### Prévisions

	2018	2019	2020
<b>Pays avancés</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>
États-Unis	2.9	2.4	2.0
Zone euro	2.0	1.9	1.7
Japon	1.1	0.9	0.3
R.-U.	1.4	1.5	1.5
Canada	2.0	2.0	1.7
Australie	3.2	2.8	2.7
Nouvelle-Zélande	3.1	3.0	3.1
Hong Kong	3.8	2.9	3.0
Corée	2.8	2.6	2.8
Taiwan	2.7	2.4	2.3
Singapour	2.9	2.5	2.7
<b>Asie émergente</b>	<b>6.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.3</b>
Chine	6.6	6.2	6.2
Inde	7.3	7.4	7.7
Indonésie	5.1	5.1	5.2
Malaisie	4.7	4.6	4.8
Philippines	6.5	6.6	6.6
Thaïlande	4.6	3.9	3.7
<b>Amérique latine</b>	<b>1.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>
Mexique	2.2	2.5	2.7
Brésil	1.4	2.4	2.3
Argentine	-2.6	-1.6	2.2
Venezuela	-18.0	-5.0	-2.0
Colombie	2.8	3.6	3.7
<b>Europe de l'Est et CEI</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>
Russie	1.7	1.8	1.8
République Tchèque	3.1	3.0	2.5
Pologne	4.4	3.5	3.0
Turquie	3.5	0.4	2.6
<b>M-O et Afrique du N.</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>3.1</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.9</b>
<b>Monde</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>

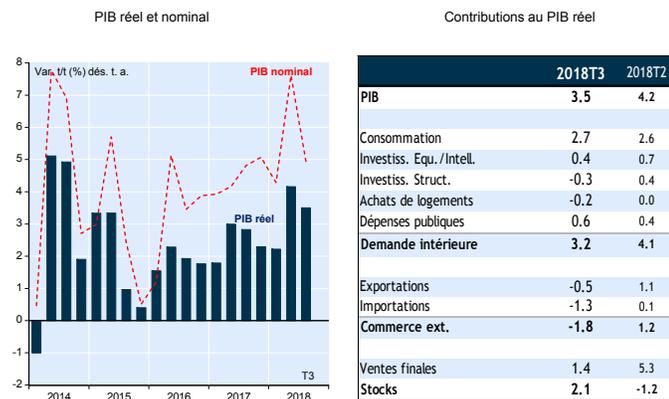
Source: FBN Économie et Stratégie

## États-Unis : Les salaires montent

Après un trimestre solide de plus, l'économie américaine est en passe d'enregistrer sa plus forte croissance annuelle depuis des années. Le marché du travail tendu semble enfin faire monter les salaires, alimentant les craintes au sujet de l'inflation. Par conséquent, la Réserve fédérale s'en tiendra probablement à son approche de normalisation graduelle de la politique monétaire à court terme. Mais comme les effets des mesures de stimulation budgétaires devraient s'atténuer, la croissance du PIB américain et donc la cadence des tours de vis de la Fed devraient ralentir en 2019.

Avec une croissance annualisée de 3.5% au T3, l'expansion du PIB réel américain a réussi à dépasser nettement le potentiel estimé de l'économie à son sixième trimestre de suite. Si le commerce extérieur a, comme prévu, freiné la croissance par la hausse des importations et une baisse des exportations, la demande intérieure a largement compensé. Ainsi, les dépenses de consommation ont de nouveau été fortes au cours du trimestre, alors que les dépenses d'administrations publiques ont accéléré, les deux postes ayant largement contrebalancé l'effet ralentisseur de l'investissement résidentiel. Les stocks ont aussi contribué à la croissance économique au troisième trimestre grâce aux importations, ce qui pourrait limiter la production dans le quatrième trimestre. Notre prévision de croissance du PIB de 2.9% pour cette année reste inchangée.

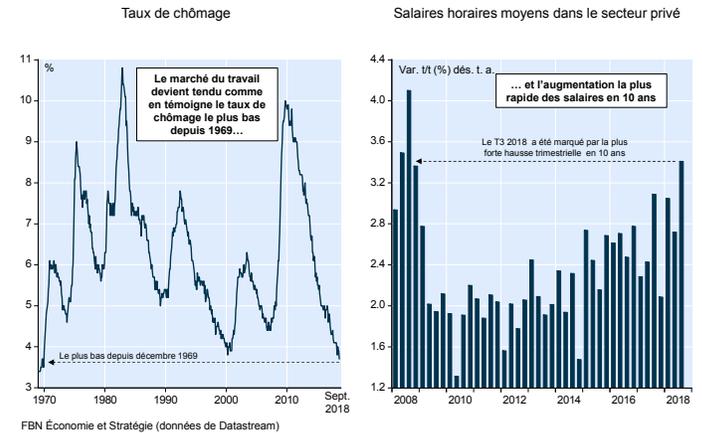
### La croissance économique de nouveau solide au troisième trimestre



FBN Économie et Stratégie (données du Bureau of Economic Analysis)

Le bond de la production au T3 a, on ne s'en étonnera pas, stimulé le marché du travail. Les effectifs salariés non agricoles ont augmenté de plus d'un demi-million au T3. Et ce, malgré la décélération liée aux événements climatiques de septembre – l'absentéisme dû à l'ouragan Florence et aux intempéries était le pire depuis des mois. La diminution des ressources inutilisées sur le marché du travail se traduit par un taux de chômage d'à peine 3.7%, le plus bas depuis décembre 1969. De plus, si les salaires horaires moyens avaient relativement peu évolué d'une année à l'autre, en hausse de 2.8% en septembre, ils semblent prendre de l'élan. Sur une base trimestrielle, c.-à-d. la tendance la plus récente révèle que les salaires ont accéléré au rythme de 3.4% en chiffres annualisés au T3, plus que jamais depuis 10 ans.

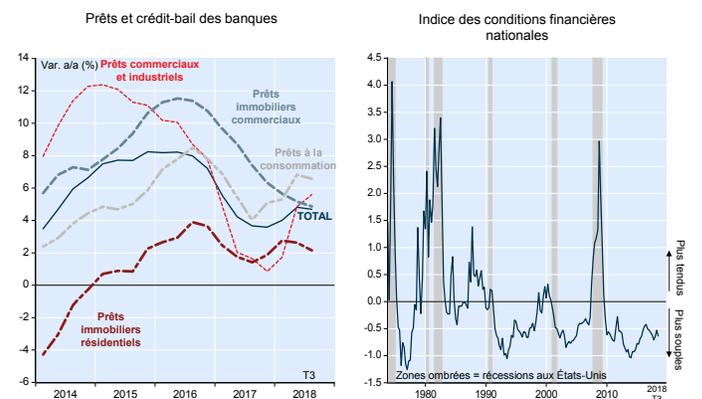
### La plus forte augmentation des salaires en 10 ans



Avec la pression exercée sur les marges, ce ne sera qu'une question de temps avant que les entreprises ne commencent à répercuter ces hausses de coût sur les consommateurs. Les tensions inflationnistes vont probablement s'intensifier à court ou à moyen terme. À noter que le déflateur des dépenses personnelles de consommation (PCE), l'indicateur de l'inflation préféré de la Réserve fédérale, se situait déjà au niveau cible de 2% au troisième trimestre, soit le plus haut niveau depuis 2012. Par conséquent, la Fed va probablement maintenir son approche de normalisation graduelle de la politique monétaire à court et moyen termes.

Les hausses des taux d'intérêt de la Fed étrangleront-elles l'économie américaine? Probablement pas. Notre optimisme repose sur la conviction que la Fed choisira de faire preuve de retenue et de ne pas bouleverser les marchés du crédit américains qui fonctionnent bien et qui, malgré les hausses de taux d'intérêt précédentes, restent florissants. La croissance des prêts immobiliers (à la fois résidentiels et commerciaux) se ramollit, mais ce recul est largement compensé par une expansion plus forte des prêts commerciaux et industriels. Cette dernière est de bon augure pour l'investissement des entreprises et donc pour la croissance économique.

### Les conditions financières toujours propices à la croissance

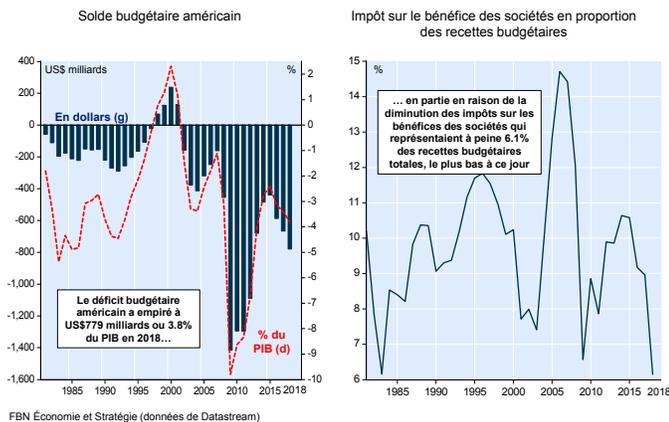


FBN Économie et Stratégie (données de Federal Reserve, Chicago Fed)

Nous doutons que la Fed puisse hausser les taux aussi énergiquement que le laisse penser son graphique à points. On se souviendra que la projection médiane du FOMC de septembre indique une ou plusieurs hausses de taux avant la fin de l'année suivie de trois hausses en 2019. Nous nous attendons également à une hausse additionnelle des taux d'intérêt par la Fed avant la fin de 2018. Mais comme nous ne sommes pas aussi optimistes qu'elle pour la croissance du PIB américain en 2019, nous ne retenons que deux augmentations des taux pour l'an prochain, c.-à-d. une de moins que le FOMC. La croissance du PIB américain devrait rester supérieure au potentiel l'an prochain, mais nous pressentons une forte décélération par rapport au rythme de cette année avec la dissipation de l'effet des mesures de stimulation budgétaires. Bien sûr, le Congrès pourrait voter une nouvelle vague de réductions d'impôt — M. Trump a récemment lancé l'idée d'une réduction de 10% pour la classe moyenne —, ce qui nous amènerait à réviser nos prévisions de croissance pour 2019. Mais vu la détérioration de la situation budgétaire, nous doutons sérieusement que de nouvelles réductions d'impôt soient votées.

On remarquera que le déficit du budget américain a augmenté une troisième année de suite, atteignant US\$779 milliards soit près de 4% du PIB de l'exercice 2018 (terminé en septembre). Alors que les dépenses ont augmenté de 3.2% (comme l'année précédente), les recettes budgétaires n'ont crû que de 0.4% soit un point de pourcentage de moins que l'augmentation de l'année précédente. La décélération des recettes est attribuable aux réductions d'impôt, particulièrement celles accordées aux sociétés. Les recettes de l'impôt sur le bénéfice des entreprises ont baissé à US\$205 milliards, soit seulement 6.1% du total des recettes budgétaires, le plus bas niveau à ce jour. Selon le Congressional Budget Office qui est non-partisan, même en l'absence d'une récession, sur la base de la loi actuelle, le déficit budgétaire américain devrait dépasser les 5% du PIB en 2022, ce qui est clairement un rythme insoutenable.

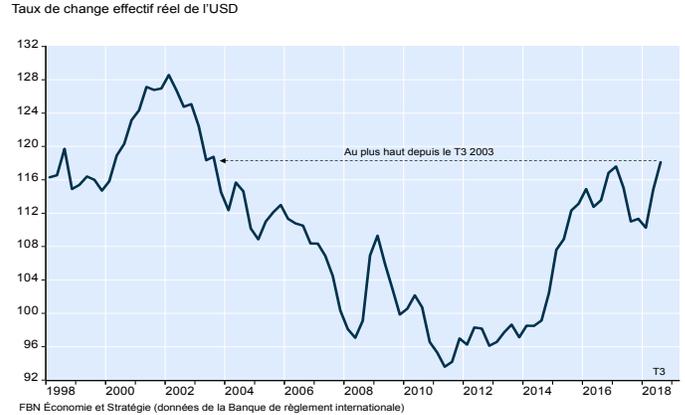
## Le déficit budgétaire s'élargit



L'appréciation du dollar américain est une autre raison qui nous rend moins optimistes que la Fed au sujet de la croissance de 2019 et donc du rythme du resserrement monétaire aux États-Unis. La combinaison d'une appréciation nominale du dollar et de l'augmentation de l'inflation depuis le début de l'année a poussé le billet vert à un sommet inégalé depuis 15 ans en termes effectifs réels. Cette diminution de sa compétitivité relative finira par causer du tort aux exportateurs américains. Et ce, avant même de prendre en considération les dommages

infligés par la guerre commerciale de la Maison-Blanche avec la Chine.

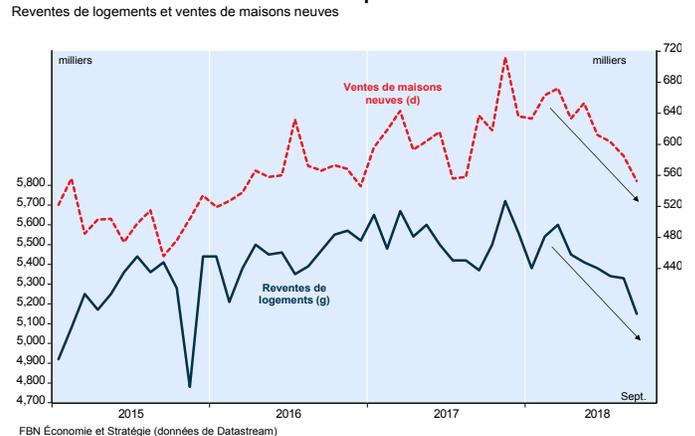
## Le dollar américain est le moins concurrentiel en 15 ans



La Fed pourrait aussi sous-estimer la sensibilité de l'économie à une hausse des taux d'intérêt. Les dépenses de consommation ne fléchiront probablement pas du fait des hausses de taux d'intérêt — après le désendettement opéré pendant la grande récession, les bilans des ménages sont généralement sains —, mais l'investissement des entreprises pourrait en pâtir si l'augmentation du loyer de l'argent entraîne une panne de la croissance des prêts commerciaux et industriels. En outre, les entreprises fortement endettées qui ont peut-être abusé de l'émission d'obligations ces dernières années, auront plus de mal à renouveler les dettes parvenues à échéance.

Le marché immobilier résidentiel fragile justifie aussi une approche plus lente de la Fed. Les ventes de logements et les mises en chantier résidentielles ont été faibles cette année, coïncidant avec la hausse des taux d'intérêt. Il n'est donc pas étonnant que le taux de propriétaires reste inférieur aux niveaux d'avant la récession pour tous les groupes démographiques.

## Le marché immobilier résidentiel à la peine cette année



Tout bien compté, malgré ses propos empreints de fermeté, la Fed maintiendra probablement les taux d'intérêt en dessous de ce qu'elle considère comme le taux neutre pendant un certain temps, suffisamment à notre avis pour permettre à la croissance du PIB réel américain de rester au-dessus de 2% l'année prochaine.

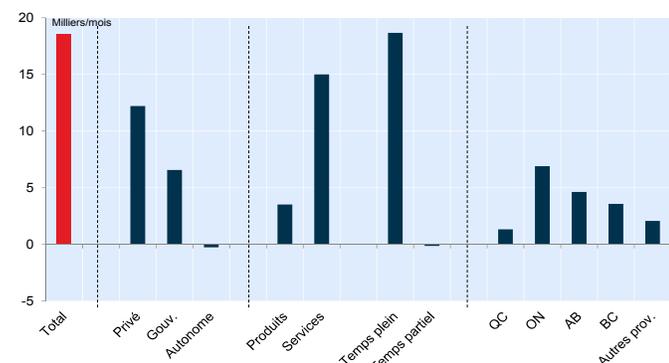
## Canada : Pénurie d'effectifs

L'économie canadienne est engagée sur la voie d'une croissance d'environ 2% cette année malgré un ralentissement prévu au troisième trimestre. La réduction de l'incertitude liée au commerce international grâce à l'AEUMC, les prévisions d'une accélération des salaires face aux pénuries de main-d'œuvre, la stabilisation du marché immobilier résidentiel et les indices généralement positifs des entreprises au sujet de l'investissement ont inspiré à la Banque du Canada une plus grande confiance dans les perspectives économiques, ce qui explique ses messages de plus en plus fermes. Nous continuons de prévoir trois hausses des taux d'intérêt de plus avant la fin de 2019, ce qui hisserait le taux de financement à un jour à la borne inférieure de la fourchette estimée du taux neutre de 2.50% à 3.50%.

Après un deuxième trimestre torride, la croissance économique du Canada est probablement revenue à des niveaux plus durables au T3. Les résultats mensuels du PIB de juillet et d'août laissent en effet entrevoir un rythme de croissance trimestriel légèrement inférieur à 2% en chiffres annualisés, pas loin du potentiel estimé de l'économie. La solide croissance de la production au cours de la dernière année a été bénéfique pour le marché du travail, et ce n'est pas étonnant. Selon l'Enquête sur la population active, le Canada a créé 19K emplois par mois en moyenne au cours des 12 derniers mois, dont les deux tiers dans le secteur privé. Le fait que la totalité de la création d'emplois concernait des postes à temps plein est également positif.

### Canada: Forte création d'emplois

Emplois créés au cours des 12 derniers mois selon l'Enquête sur la population active (Oct. 2017-Sept. 2018)

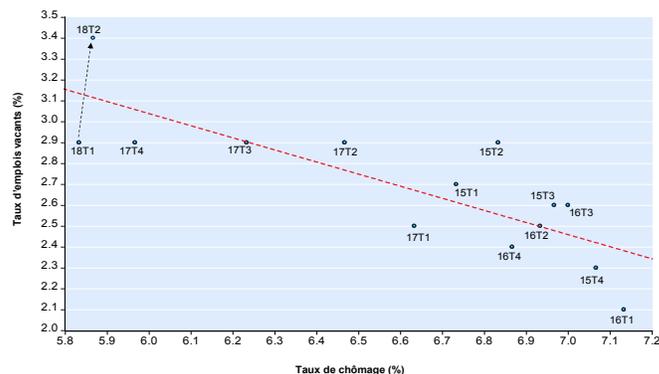


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Le marché du travail est si tendu que les employeurs ont de plus en plus de mal à trouver des travailleurs qualifiés. Le taux d'emplois vacants — le nombre de postes à pourvoir en proportion de la somme de tous les emplois occupés et vacants — a bondi au deuxième trimestre à 3.4%, le plus haut niveau à ce jour. Et ce, malgré un taux de chômage qui n'a pas beaucoup bougé. Cela indique habituellement que le marché du travail devient moins efficient avec une aggravation du problème d'inadéquation des compétences. La plus récente Enquête sur les perspectives des entreprises (EPE) de la Banque du Canada fournit une preuve de plus que le marché du travail est étrié. La proportion de répondants aux prises avec des pénuries de main-d'œuvre a de nouveau augmenté, le bilan des

opinions sur l'intensité des pénuries de main-d'œuvre ayant grimpé au plus haut depuis 12 ans.

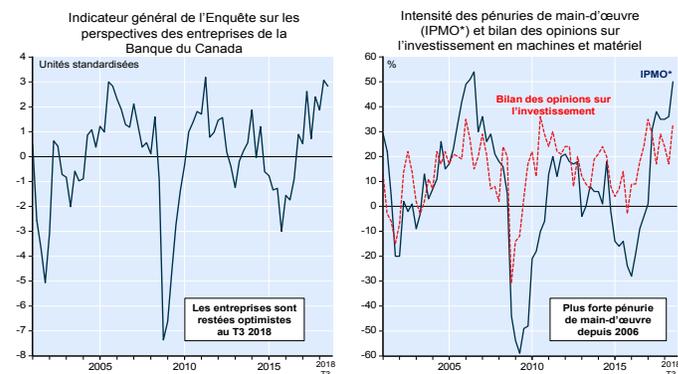
### Canada: Le problème de l'inadéquation des compétences s'aggrave-t-il? Taux d'emplois vacants et taux de chômage



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

L'EPE était largement positive, les entreprises exprimant leur optimisme comme en témoigne l'indicateur global de l'enquête qui se maintient près des niveaux les plus hauts de tous les temps. Une plus forte proportion d'entreprises comparativement à l'enquête de l'été dernier s'attendent à ce que la croissance des ventes augmente au cours de la prochaine année grâce en partie à l'optimisme pour l'expansion des exportations face à la forte demande américaine. Les entreprises étaient disposées à augmenter l'investissement en machines et matériel; l'indice correspondant a augmenté au niveau le plus haut en six trimestres. On notera que l'enquête a été effectuée avant la conclusion de l'AEUMC et l'annonce du projet massif de LNG Canada en Colombie-Britannique. Les résultats largement positifs ne témoignent donc probablement pas de tout l'enthousiasme actuel des entreprises canadiennes.

### Canada: La plus forte pénurie de main-d'œuvre depuis 2006



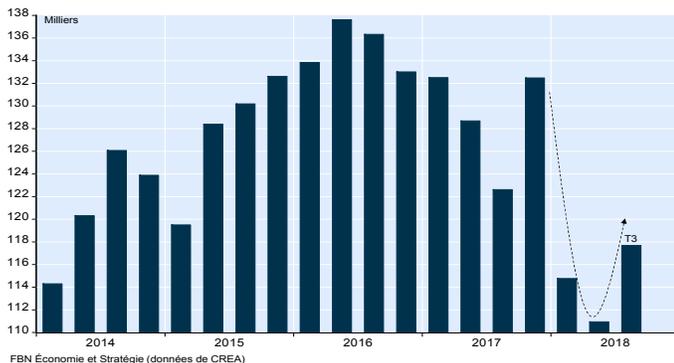
\*IPMO = Entreprises (%) signalant des pénuries de M.-O. plus intenses moins entreprises (%) voyant des pénuries moins intenses  
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Mais, tout n'est pas rose pour le Canada. L'augmentation des intentions d'investissement ne s'applique peut-être pas au secteur pétrolier qui continue de subir le contrecoup des faibles prix. Les prix du pétrole Western Canada Select restent en effet au plus bas, écrasés par des stocks records, ce qui est le résultat d'un manque de capacité de transport (c.-à-d. manque

de pipelines et de wagons-citernes) et d'une production pétrolière record. Par conséquent, à moins que la capacité de transport n'augmente au cours des prochains mois, les producteurs de pétrole albertains pourraient vouloir réduire leur production.

L'économie par ailleurs en effervescence, doublée de pressions à la hausse sur les salaires et donc de l'inflation (en raison de la pénurie de main-d'œuvre), de la réduction des incertitudes reliées au commerce international (grâce à l'AEUMC), d'une stabilisation du marché immobilier résidentiel et d'indices positifs des entreprises sur leurs projets d'investissement et d'embauche ont convaincu la Banque du Canada d'adopter un ton plus ferme en octobre. Non seulement la banque centrale a haussé le taux de financement à un jour d'un quart de point à 1.75% (ce à quoi les marchés s'attendaient), mais elle a aussi abandonné toute référence à des hausses de taux « graduelles » futures. Cela pourrait impliquer une trajectoire de resserrement de la politique monétaire plus rapide que celle prévue précédemment. La Bdc s'est cependant ménagé la possibilité de ralentir le rythme au besoin, en disant qu'elle continuera de surveiller à la fois la situation intérieure (sensibilité aux hausses de taux) et mondiale (évolution sur le front du commerce international) en raison de leurs incidences sur les perspectives d'inflation.

**Canada: Le marché immobilier résidentiel se stabilise**  
Reventes de logements, désaisonnalisées



Nous prévoyons toujours trois hausses des taux d'intérêt de 25 points de base chacun avant la fin de 2019, ce qui porterait alors le taux de financement à un jour à la borne inférieure de la fourchette de 2.50% à 3.50% des taux neutres. Bien entendu, si la politique budgétaire devenait plus stimulante, nous serions prêts à ajuster ces prévisions.

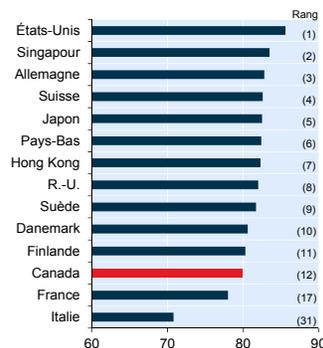
Le gouvernement fédéral a déjà offert quelques cadeaux avec l'annonce de sa tarification de la pollution au carbone. Comme l'Ontario, le Nouveau-Brunswick, le Manitoba et la Saskatchewan n'ont pas de plan de lutte contre le réchauffement climatique jugé acceptable par Ottawa, ces provinces seront assujetties à une taxe fédérale sur le carburant et un système de tarification basé sur la production pour les industries qui sont de grandes émettrices de GES à partir de 2019. Les ménages dans ces provinces seront indemnisés, quelque CA\$2 milliards doivent leur être distribués. Cela représente environ 0.1% du PIB, mais l'effet sur la croissance sera probablement beaucoup plus faible si, comme nous le prévoyons, les consommateurs mettent une partie de ces fonds à l'épargne en prévision de l'augmentation des factures de combustible et de carburant ultérieure. Nous ne

modifions donc pas notre prévision de croissance sur la base de cette annonce — c'est plutôt le projet de LNG Canada en Colombie-Britannique qui nous a incités à relever légèrement nos prévisions de croissance du PIB pour 2019 et 2020 à 2.0% et 1.7% respectivement. Mais il est toujours possible qu'Ottawa annonce d'autres largesses en prévision des élections fédérales de 2019. Par conséquent, l'Énoncé économique de l'automne du gouvernement fédéral sera suivi de très près le 21 novembre. Les entreprises canadiennes aspireront elles aussi à de nouvelles mesures d'Ottawa visant à les mettre sur un pied d'égalité avec les entreprises américaines déjà avantagées avant les récentes réductions d'impôt accordées par le Congrès qui ont encore creusé l'écart.

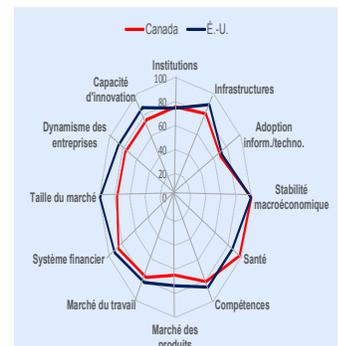
On se souviendra que le Canada n'est classé qu'au 12<sup>e</sup> rang du dernier Rapport sur la compétitivité mondiale, en recul de deux rangs par rapport au classement mondial de l'an dernier. Selon le Forum économique mondial, l'écart de compétitivité avec les États-Unis s'est encore creusé en 2018. Le gouvernement fédéral ne peut pas changer grand-chose à la taille du marché (ce qui confère un vaste avantage aux États-Unis), mais il peut influencer sur l'écart de compétitivité avec les États-Unis par d'autres moyens. Par exemple, Ottawa pourrait aider à réduire l'écart de la capacité d'innovation en augmentant l'investissement en recherche et développement ou en courtisant plus activement des travailleurs étrangers hautement qualifiés. Les inefficacités sur les marchés des produits pourraient être contrées par un abaissement des barrières commerciales, notamment celles qui entravent les échanges interprovinciaux. Le marché du travail pourrait aussi avoir besoin d'un coup de main face aux inefficacités observées, c.-à-d. pénuries de main-d'œuvre et inadéquation des compétences. Par exemple, en facilitant la formation en cours d'emploi et en reconnaissant les qualifications professionnelles étrangères, il pourrait être possible de mieux intégrer les jeunes et les immigrants dans le marché du travail. Les dépenses d'infrastructures doivent aussi augmenter nettement puisque le Canada ne s'est classé qu'au 25<sup>e</sup> rang mondial sur ce plan.

**Canada: Dérapage du classement de la compétitivité**

Indice de la compétitivité mondiale\* pour 2018



Indice 2018 pour les États-Unis et le Canada pour chacun des piliers de la compétitivité



\*L'indice mesure la compétitivité nationale en fonction de la moyenne des 12 piliers de la compétitivité  
FBN Économie et Stratégie (données du Forum économique mondial « Rapport sur la compétitivité mondiale 2018 »)

Par conséquent, alors que notre prévision de la croissance du PIB pour 2019 est à 2.0%, nous reconnaissons des risques à la hausse si Ottawa adoptait un programme de stimulation budgétaire plus important que prévu. Les risques à la baisse, notamment la détérioration des perspectives économiques mondiales et la chute des prix des produits de base, ne doivent pas non plus être sous-estimés.

## États-Unis Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2018	T4/T4 2019	2020
Produit intérieur brut (\$2012 constants)	1.6	2.2	2.9	2.4	2.0	3.1	2.1	2.0
Dépenses personnelles	2.7	2.5	2.7	2.4	2.0	2.7	2.0	2.0
Construction résidentielle	6.5	3.3	(0.1)	0.5	2.4	(2.2)	2.0	2.2
Investissements des entreprises	0.5	5.3	6.5	2.4	1.5	5.7	2.0	1.7
Dépenses publiques	1.4	(0.1)	1.8	2.4	1.6	2.6	2.0	1.2
Exportations	(0.1)	3.0	4.3	1.7	0.9	3.5	1.0	1.0
Importations	1.9	4.6	4.5	2.2	1.1	3.3	1.2	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	23.4	22.5	30.0	48.8	46.8	50.0	48.0	46.0
Demande intérieure	2.3	2.5	2.9	2.3	1.9	2.9	2.0	1.9
Revenu réel disponible	1.7	2.6	2.8	1.8	1.7	2.8	1.7	1.7
Emploi	1.7	1.3	1.5	1.1	1.0	1.5	1.0	0.9
Taux de chômage	4.9	4.4	3.9	3.6	3.5	3.8	3.6	3.5
Taux d'inflation	1.3	2.1	2.5	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
Bénéfices avant impôts	(1.1)	3.2	7.5	5.9	4.1	8.1	4.5	3.7
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(587.0)	(666.0)	(779.0)	(981.0)	(1,020.0)	...	...	...
Compte courant (milliards \$)	(432.9)	(449.1)	(434.4)	(436.8)	(437.0)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	<i>actuel</i>					2018	2019	2020
	30-10-18	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019			
Taux cible fonds fédéraux	2.25	2.50	2.50	2.75	3.00	2.50	3.00	3.50
Bons du Trésor 3 mois	2.29	2.41	2.44	2.71	2.93	2.41	2.93	3.43
Obligations fédérales								
2 ans	2.84	2.91	2.96	3.05	3.20	2.91	3.27	3.31
5 ans	2.94	3.03	3.06	3.16	3.25	3.03	3.37	3.27
10 ans	3.12	3.20	3.25	3.33	3.42	3.20	3.50	3.41
30 ans	3.36	3.39	3.41	3.47	3.55	3.39	3.62	3.51
Taux de change								
US\$/Euro	1.14	1.16	1.19	1.21	1.22	1.16	1.23	1.25
YEN/\$US	113	113	114	115	115	113	113	111

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.2	4.2	3.5	2.4	1.9	2.3	1.9	2.1
IPC (var. a/a %)	2.3	2.6	2.6	2.4	2.1	2.3	2.4	2.4
IPC de base (var. a/a %)	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6
Taux de chômage (%)	4.1	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6

## Canada Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2018	T4/T4 2019	2020
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	1.4	3.0	2.0	2.0	1.7	2.0	2.0	1.6
Dépenses personnelles	2.4	3.5	2.2	2.1	1.3	2.1	2.0	1.0
Construction résidentielle	3.3	2.9	(0.5)	(1.5)	(1.9)	(2.9)	(2.0)	(1.8)
Investissements des entreprises	(9.4)	2.8	6.9	3.6	3.5	5.6	3.4	3.2
Dépenses publiques	2.7	2.6	2.7	2.0	1.7	2.0	2.0	1.5
Exportations	1.0	1.1	3.2	4.6	3.1	6.0	3.2	3.5
Importations	(1.0)	3.6	3.1	2.4	2.1	1.9	2.7	2.0
Variation des stocks (millions \$)	978	13,921	6,116	-454	-53	-842	-1,024	83
Demande intérieure	1.1	3.0	2.7	2.0	1.4	2.0	1.9	1.1
Revenu réel disponible	1.3	3.7	1.9	1.5	1.5	1.0	1.5	1.5
Emploi	0.7	1.9	1.2	1.0	0.7	0.8	0.8	0.7
Taux de chômage	7.0	6.3	5.9	5.7	5.7	5.8	5.7	5.7
Taux d'inflation	1.4	1.6	2.3	2.1	2.4	2.0	2.5	2.3
Bénéfices avant impôts	(1.9)	19.9	4.5	6.0	4.2	6.5	5.0	3.5
Compte courant (milliards, \$)	(65.4)	(63.3)	(62.1)	(48.5)	(37.3)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	<i>actuel</i> 30-10-18	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019	2018	2019	2020
Taux à un jour	1.75	1.75	2.00	2.25	2.50	1.75	2.50	2.50
Bons du Trésor 3M	1.74	1.91	2.11	2.40	2.46	1.91	2.44	2.43
Obligations fédérales								
2 ans	2.30	2.36	2.41	2.54	2.59	2.36	2.60	2.74
5 ans	2.40	2.48	2.51	2.70	2.79	2.48	2.80	2.90
10 ans	2.45	2.57	2.62	2.96	3.03	2.57	3.10	3.19
30 ans	2.50	2.60	2.65	2.99	3.06	2.60	3.13	3.24
Taux de change								
CAD par USD	1.31	1.27	1.25	1.25	1.27	1.27	1.28	1.32
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	66	72	73	71	70	72	69	68

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2018 publié	T2 2018 publié	T3 2018 prévision	T4 2018 prévision	T1 2019 prévision	T2 2019 prévision	T3 2019 prévision	T4 2019 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.4	2.9	1.7	2.0	1.9	2.2	1.6	2.2
IPC (var. a/a %)	2.1	2.3	2.7	2.0	1.6	2.1	2.1	2.5
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.8	2.1	1.8	1.4	1.8	1.8	2.4
Taux de chômage (%)	5.8	5.9	5.9	5.8	5.8	5.7	5.7	5.7

## Prévisions économiques provinciales

	2016	2017e	2018p	2019p	2020p	2016	2017e	2018p	2019p	2020p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.9	2.1	0.6	3.0	1.2	2.6	8.6	7.4	4.8	2.2
Île-du-Prince-Édouard	2.3	3.2	2.5	2.0	1.1	4.0	5.4	4.6	4.7	4.0
Nouvelle-Écosse	0.8	1.2	1.0	1.0	0.8	2.8	2.8	3.9	3.7	3.2
Nouveau-Brunswick	1.2	1.9	1.2	1.3	1.1	3.6	5.4	4.9	3.7	3.6
Québec	1.4	3.0	2.4	1.7	1.3	2.7	5.1	4.1	3.3	3.3
Ontario	2.6	2.7	2.2	1.8	1.6	4.3	4.5	3.7	3.7	3.9
Manitoba	2.2	2.8	1.6	1.5	1.0	2.3	4.9	4.1	3.6	3.2
Saskatchewan	-0.5	2.9	1.3	2.5	1.6	-4.0	6.4	6.1	3.9	3.4
Alberta	-3.7	4.9	2.2	2.1	1.8	-4.9	7.1	4.8	4.0	3.2
Colombie-Britannique	3.5	3.9	2.3	2.6	2.5	4.8	6.3	5.4	4.5	4.9
Canada	1.4	3.0	2.0	2.0	1.7	2.0	5.4	4.1	3.9	3.5
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.4	-3.7	0.5	-1.6	-1.6	13.4	14.8	14.5	14.6	14.9
Île-du-Prince-Édouard	-2.2	3.0	3.0	1.7	0.6	10.7	9.8	9.9	9.3	9.3
Nouvelle-Écosse	-0.4	0.7	1.4	0.2	0.2	8.3	8.4	7.7	7.7	7.2
Nouveau-Brunswick	-0.1	0.4	0.4	0.7	0.4	9.5	8.1	8.1	7.7	6.9
Québec	0.9	2.2	0.9	0.7	0.6	7.1	6.1	5.5	5.4	5.4
Ontario	1.1	1.8	1.5	1.3	0.9	6.5	6.0	5.7	5.4	5.4
Manitoba	-0.5	1.6	0.7	0.5	0.4	6.1	5.4	5.8	5.8	6.2
Saskatchewan	-0.9	-0.1	0.1	0.5	0.6	6.3	6.3	6.1	5.8	5.8
Alberta	-1.6	1.0	1.9	1.0	0.9	8.1	7.8	6.7	6.3	6.3
Colombie-Britannique	3.1	3.7	0.8	1.0	0.9	6.0	5.1	4.7	4.6	4.6
Canada	0.7	1.9	1.2	1.0	0.7	7.0	6.3	5.9	5.7	5.7
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.4	1.4	1.6	1.3	1.3	2.7	2.3	1.7	1.9	2.2
Île-du-Prince-Édouard	0.6	0.9	0.9	0.6	0.6	1.2	1.8	2.5	2.1	2.4
Nouvelle-Écosse	3.8	4.0	5.3	3.4	3.5	1.2	1.1	2.3	2.5	2.4
Nouveau-Brunswick	1.8	2.3	2.0	1.6	1.7	2.2	2.3	2.2	2.0	2.3
Québec	38.9	46.5	44.2	37.5	35.0	0.7	1.1	1.8	1.9	2.4
Ontario	75.0	79.0	77.9	68.6	70.0	1.8	1.7	2.5	2.2	2.4
Manitoba	5.3	7.5	7.9	5.0	5.5	1.3	1.6	2.5	2.1	2.3
Saskatchewan	4.8	4.9	3.5	4.0	4.4	1.1	1.7	2.5	2.0	2.2
Alberta	24.5	29.5	27.6	24.0	25.0	1.1	1.5	2.5	2.1	2.4
Colombie-Britannique	41.8	43.7	40.6	35.0	36.0	1.8	2.1	2.5	2.2	2.4
Canada	197.9	219.7	211.5	181.0	183.0	1.4	1.6	2.3	2.1	2.4

e: estimé

p: prévision

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

## Économie et Stratégie

**Bureau Montréal**  
514 879-2529

**Stéfane Marion**

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

**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 leur être distribué 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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

## Résidents des États-Unis

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.