

Sommaire

Par Matthieu Arseneau et Jocelyn Paquet

- Après avoir fait d'importants progrès dans la lutte contre la COVID-19, la planète doit maintenant faire face à un nouvel ennemi : le variant Delta. Confrontés à cette nouvelle menace, certains investisseurs semblent remettre en question la possibilité d'une reprise vigoureuse de l'économie mondiale et se tournent à nouveau vers des valeurs refuges, notamment les obligations libellées en dollars américains. Les craintes des marchés pour l'économie mondiale sont-elles justifiées? Notre réponse à cette question varie en fonction du niveau d'immunité atteint dans chaque région. Dans les économies avancées, où les campagnes de vaccination progressent à grands pas, le variant Delta pourrait certes entraîner une hausse des nouveaux cas, mais sans toutefois induire une pression excessive sur les systèmes de santé. Sachant que le but premier des confinements dans les pays avancés a toujours été de limiter les débordements dans les hôpitaux et de réduire le nombre de décès – et non pas d'empêcher toute forme de propagation –, la situation actuelle demeure compatible avec une réouverture graduelle de l'économie. Dans les économies émergentes, les perspectives sont moins reluisantes. Le retard de la vaccination dans ces régions augmente le risque qu'un ou plusieurs pays subissent le même sort que l'Inde plus tôt cette année. Bien que les confinements généraux soient plutôt rares dans les pays émergents, le virus pourrait tout de même jouer les trouble-fête en forçant des confinements localisés. Malgré une augmentation de l'incertitude, nous avons laissé nos prévisions de croissance mondiale inchangées pour 2021 (6.0 %) et 2022 (4.5 %).
- La relance économique se poursuit à la vitesse grand V aux États-Unis. Après une expansion annualisée de 6.4% au premier trimestre de l'année, nous prévoyons que la croissance s'amplifiera davantage au T2 pour atteindre un rythme d'environ 10%. Comme ce fut le cas ces derniers mois, les dépenses des ménages devraient être le principal moteur de l'expansion. L'investissement des entreprises devrait lui aussi contribuer à la croissance. L'investissement résidentiel, de son côté, pourrait marquer une pause après plusieurs mois de croissance effrénée. Bien que nous estimions que le marché du travail est en meilleure posture que certaines données ne le laissent croire, il faudra encore du temps avant que les effets positifs de la réouverture ne se fassent pleinement sentir dans les données. Cela permettra à la Fed de maintenir une politique monétaire extrêmement accommodante au cours des prochains mois. En fait, si l'on se fie à la médiane des prévisions des membres du FOMC, le niveau des taux d'intérêt à court terme restera anormalement bas par rapport à l'écart de production, et ce, jusqu'à la fin de 2023. Dans ce contexte, l'économie américaine devrait maintenir sa performance supérieure à la normale. Nous prévoyons toujours une croissance du PIB réel de 6.9% cette année, suivie d'une expansion de 4.3% l'an prochain. À la fin de notre horizon de prévision (fin 2022), le niveau de production se situera donc à 2.1% au-dessus du potentiel, le deuxième plus grand écart enregistré depuis 1978. Pour cette raison, nous prévoyons que l'IPC de base restera confortablement au-dessus de 2% au moins jusqu'à la fin de 2022. D'ici là, l'inflation hormis les aliments et l'énergie pourrait culminer autour de 4.1% au premier trimestre 2022.
- Même si beaucoup s'interrogent sur les risques d'une éventuelle quatrième vague de COVID-19, les données récentes sur la pandémie au Canada sont fort encourageantes. La réponse des Canadiens à la campagne de vaccination a été très positive et la proportion de la population ayant reçu au moins une dose est l'une des plus élevées dans le monde. Les hospitalisations en forte baisse au cours des dernières semaines a permis un allègement des mesures sanitaires. Après un ralentissement de la croissance au T2 en raison des mesures sanitaires et des problèmes de production dans le secteur automobile dus aux pénuries de puces informatiques, nous continuons de prévoir des croissances impressionnantes au deuxième semestre avec la reprise des services à forte proximité physique. Ce mois-ci, nous maintenons notre prévision de croissance réelle à 6.0% en 2021. En termes nominaux, notre prévision de croissance demeure à 12.6%, du jamais vu en quarante ans. Les prix des produits forestiers ont connu un repli important, mais l'envolée des prix du gaz naturel fait en sorte que l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada atteint en juillet son plus haut niveau en 13 ans. Dans un tel contexte, le marché du travail est appelé à connaître un rapide redressement dans les prochains mois alors que les intentions d'embauche ainsi que les pénuries de main d'œuvre suggèrent une forte demande des employeurs.

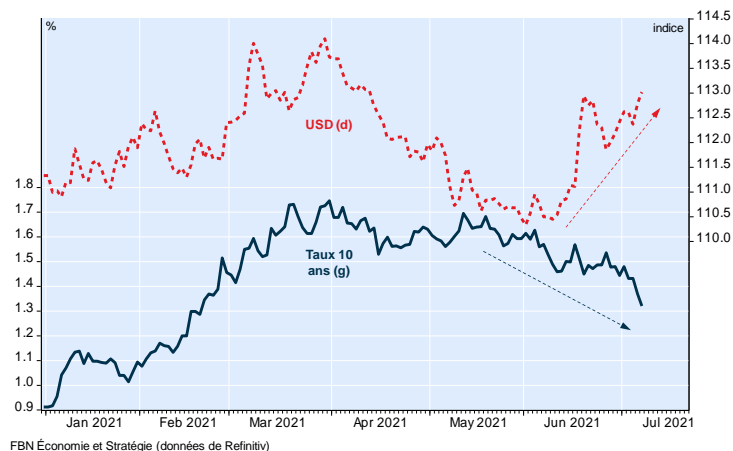
Monde : Vaccinés ou pas? Telle est la question

Après avoir fait d'importants progrès dans la lutte contre la COVID-19, la planète doit maintenant faire face à un nouvel ennemi : le variant Delta. Détectée pour la première fois en Inde à la fin de 2020, cette forme hautement contagieuse du virus a dévasté le sous-continent au printemps avant de se propager dans près d'une centaine de pays. Partout où il s'établit, ce nouveau variant tend à devenir la forme dominante du virus et, dans bien des cas, entraîne une recrudescence des infections. C'est le cas notamment au Royaume-Uni, en Espagne, en Russie, en Afrique du Sud, en Indonésie, en Thaïlande, au Bangladesh et en Malaisie.

Confrontés à cette nouvelle menace, certains investisseurs semblent remettre en question la possibilité d'une reprise vigoureuse de l'économie mondiale et se tournent à nouveau vers des valeurs refuges, notamment les obligations libellées en dollars américains. Après avoir atteint un sommet de 1.75% à la fin mars, les taux d'intérêt des obligations du Trésor de 10 ans ont dégringolé pour atteindre environ 1.30% au moment d'écrire ces lignes, leur plus bas niveau en près de cinq mois.

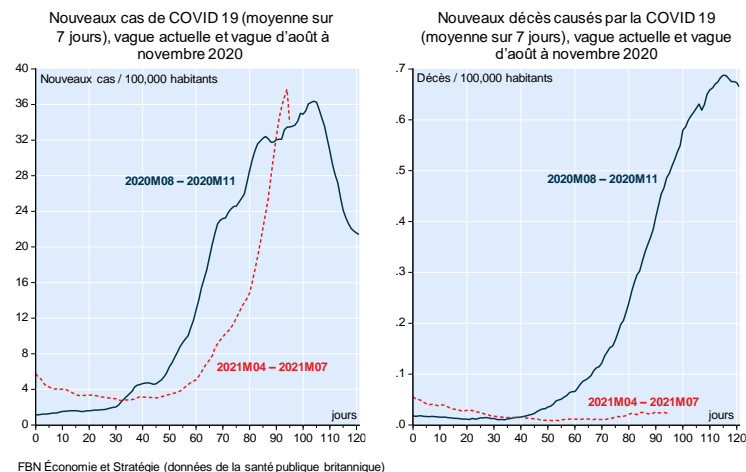
Monde : Le variant Delta ravive les craintes liées à la COVID-19

Dollar américain pondéré en fonction des échanges et taux des obligations du Trésor américain de 10 ans



Les craintes des marchés pour l'économie mondiale sont-elles justifiées? Notre réponse à cette question varie en fonction du niveau d'immunité atteint dans chaque région. Dans les économies avancées, où les campagnes de vaccination progressent à grands pas, le variant Delta pourrait certes entraîner une hausse des nouveaux cas, mais sans toutefois induire une pression excessive sur les systèmes de santé. Il ressort en effet des données que les vaccins ont considérablement affaibli le lien entre les infections et les hospitalisations/décès, et ce, même pour le variant Delta. L'exemple du Royaume-Uni illustre bien ce phénomène. Bien que les cas répertoriés dans le pays aient augmenté à un rythme similaire à celui de la deuxième vague, les décès demeurent plutôt rares et les hospitalisations représentent environ un dixième de ce qu'elles étaient lorsque le nombre d'infections a atteint un niveau aussi élevé pour la dernière fois.

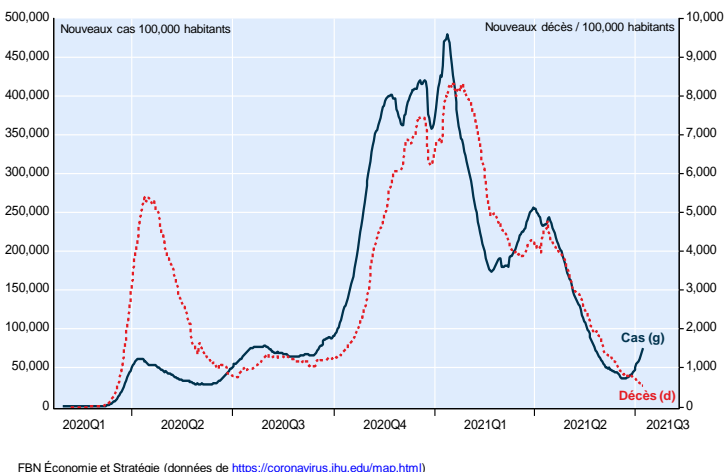
Royaume-Uni : Les vaccins affaiblissent le lien entre infections et décès



Sachant que le but premier des confinements dans les pays avancés a toujours été de limiter les débordements dans les hôpitaux et de réduire le nombre de décès – et non pas d'empêcher toute forme de propagation –, la situation actuelle demeure compatible avec une réouverture graduelle de l'économie. C'est sur ce cadre d'analyse que se base le gouvernement britannique pour poursuivre son déconfinement et nous nous attendons à ce que d'autres économies avancées réagissent de la même manière le cas échéant.

Économies avancées : La situation actuelle autorise une réouverture

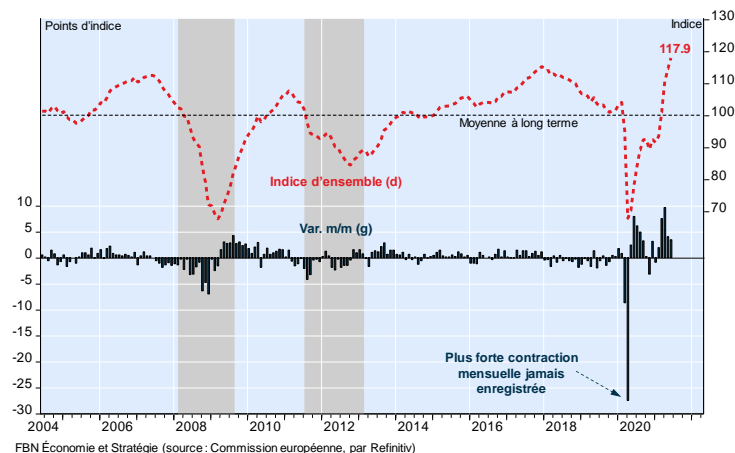
Nouveaux cas et nouveaux décès en Europe et en Amérique du Nord, moyenne mobile de 7 jours



Notre scénario tablant sur une relance solide dans les économies avancées demeure donc inchangé. Les perspectives dans la zone euro, notamment, semblent s'être grandement améliorées au cours des dernières semaines. Stimulé par l'accélération de la campagne de vaccination dans la zone de la monnaie unique, l'indicateur de sentiment économique de la Commission européenne a enregistré une nette amélioration en juin, progressant de 114.5 à 117.9. Ce résultat, non seulement supérieur aux attentes et au pic d'avant la récession pour cet indicateur (104.0 en février 2020), était aussi le deuxième meilleur score depuis qu'on a commencé à recueillir ces données, en 1985. L'ensemble des cinq sous-secteurs suivis ont enregistré des gains au cours du mois, y compris ceux ayant le plus souffert durant les confinements (services et commerce de détail).

Zone euro : L'indicateur de sentiment économique près d'un record

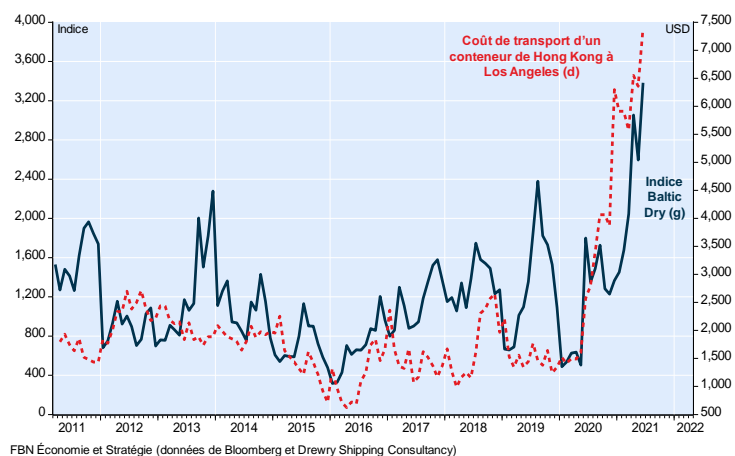
Indicateur de sentiment économique de la Commission européenne, dernière observation : juin 2021



Dans les économies émergentes, les perspectives sont moins reluisantes. Le retard de la vaccination dans ces régions augmente le risque qu'un ou plusieurs pays subissent le même sort que l'Inde plus tôt cette année. Bien que les confinements généraux soient plutôt rares dans les pays émergents (dans bien des cas, l'accès difficile aux marchés des capitaux rend impossible le financement des coûts associés à des fermetures généralisées), le virus pourrait tout de même jouer les trouble-fête en forçant des confinements localisés. Le cas du port de Yantian est un exemple probant. À la mi-mai, ce terminal maritime chinois a été forcé de suspendre ses activités pour endiguer une éclosion de COVID-19. Deux mois plus tard, les activités demeurent au ralenti. Bien que l'éclosion ait été somme toute bien contrôlée, elle a eu des répercussions importantes sur l'économie mondiale en contribuant à la hausse rapide des coûts de transport.

Monde : Petite éclosion, gros impacts

Indice Baltic Dry et coût de référence du transport d'un conteneur de 40 pi de Hong Kong à Los Angeles



Les événements de ce type menacent de réduire sporadiquement la capacité de production dans les économies émergentes à un moment où la demande étrangère explose. Le déséquilibre entre l'offre et la demande que cela engendre pourrait contribuer à maintenir une pression à la hausse sur les prix et forcer certaines banques centrales à resserrer leur politique monétaire plus rapidement qu'elle ne le souhaiterait. Les taux directeurs sont déjà

en hausse au Brésil, en Hongrie, au Mexique et en Russie (entre autres).

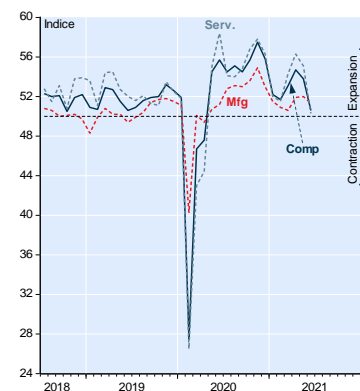
L'autre élément qui assombrit le tableau dans les économies émergentes est l'essoufflement de la reprise en Chine. Bien placée pour profiter de la forte demande internationale de marchandises, l'économie chinoise s'est rapidement remise du choc initial de la COVID-19. En fait, la Chine est la seule grande économie qui a pris de l'expansion en 2020. Cela dit, la deuxième économie mondiale semble maintenant en perte de vitesse. L'indice Citi des surprises économiques a chuté dans les dernières semaines et le dernier rapport PMI Caixin/Markit signalait une stagnation de la croissance dans le secteur privé.

Chine : La reprise s'essoufle

Indice Citi des surprises économiques



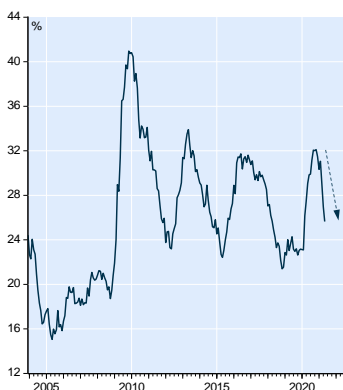
PMI Caixin/Markit



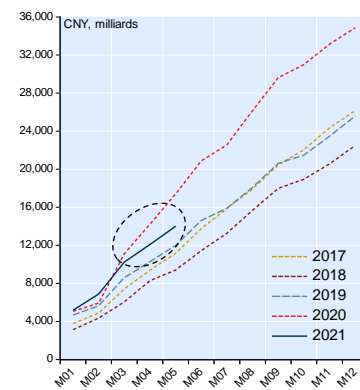
Une partie de ce ralentissement reflète le désir des autorités de resserrer le crédit. Plus tôt cette année, les banques d'État ont en effet reçu l'ordre de limiter leurs activités de prêt, particulièrement dans le secteur immobilier.

Chine : Les autorités resserrent les cordons de la bourse

Impulsion de crédit (nouveau crédit octroyé en pourcentage du PIB)



Agrégats de crédit, somme mobile pour chaque année

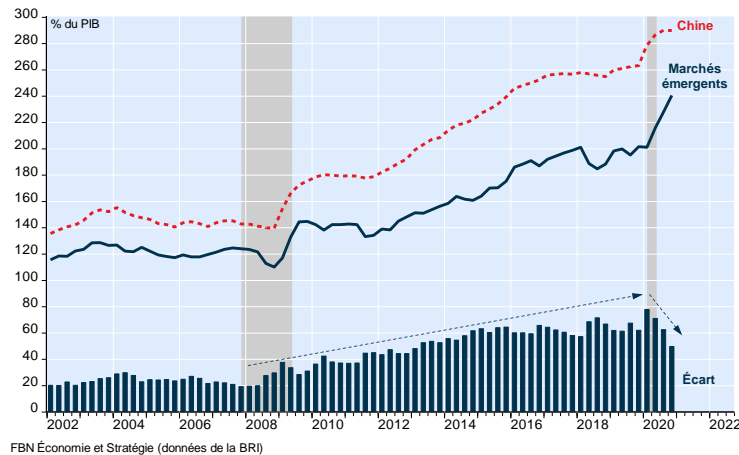


Il est vrai que les niveaux d'endettement dans la deuxième économie mondiale sont élevés. La Banque des règlements internationaux (BRI) estime le total du crédit consenti au secteur non financier à environ 290% du PIB, soit beaucoup plus que la moyenne des marchés

émérgents. Un resserrement de ce côté pourrait donc assurer une croissance plus pérenne.

Chine : Les autorités resserrent les cordons de la bourse (2^e partie)

Crédit consenti au secteur non financier, en pourcentage du PIB



La Chine, cependant, semble réticente à sacrifier la reprise économique à l'autel du désendettement. Prenant acte d'un ralentissement de la croissance, les autorités ont annoncé le 12 juin que les réserves obligatoires des banques seraient réduites de 50 points de base, une mesure qui injectera environ \$150 milliards de liquidités dans l'économie. Compte tenu de ces nouvelles mesures, nous avons laissé notre prévision de croissance 2021 pour la Chine inchangée à 8,5%. Notre prévision de croissance mondiale est également inchangée à 6,0 %.

Perspectives mondiales

	2020	2021	2022
Économies avancées	-4.8	5.5	4.1
États-Unis	-3.5	6.9	4.3
Zone euro	-6.6	4.6	4.5
Japon	-4.7	2.6	2.4
Royaume-Uni	-10.1	6.5	5.3
Canada	-5.3	6.0	4.0
Australie	-3.2	5.0	3.1
Corée du Sud	-1.1	4.1	3.2
Économies émergentes	-2.5	6.4	4.8
Chine	2.3	8.5	5.5
Inde	-7.3	8.0	7.0
Mexique	-8.3	5.5	3.1
Brésil	-4.1	4.5	2.5
Russie	-3.0	3.5	3.0
Monde	-3.5	6.0	4.5

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

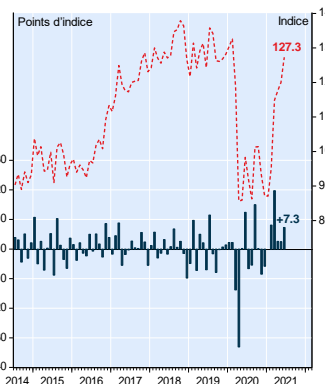
États-Unis : Pleins gaz!

La relance économique se poursuit à la vitesse grand V aux États-Unis. Après une expansion annualisée de 6,4% au premier trimestre de l'année, nous prévoyons que la croissance s'amplifiera davantage au T2 pour atteindre un rythme d'environ 10%. Comme ce

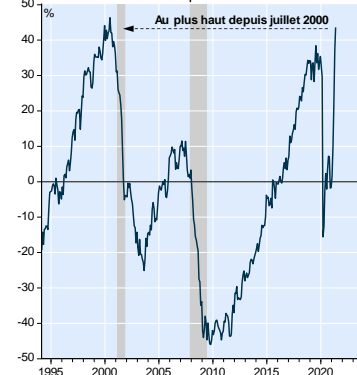
fut le cas ces derniers mois, les dépenses des ménages devraient être le principal moteur de l'expansion. Nous notons que la confiance des consommateurs était de retour à son niveau d'avant la pandémie en juin, l'optimisme quant aux perspectives d'emploi ayant atteint son plus haut niveau depuis l'an 2000.

La confiance se raffermi grâce aux perspectives favorables pour l'emploi

Indice de la confiance des consommateurs du Conference Board



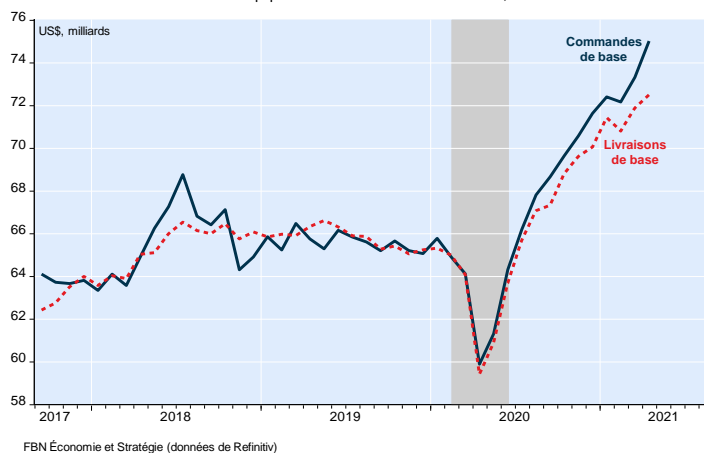
Différentiel de la main-d'œuvre = proportion des répondeurs qui estiment que l'emploi est abondant - proportion de ceux qui jugent que les offres d'emploi sont rares



L'investissement des entreprises devrait lui aussi contribuer à la croissance globale, si l'on se fie aux plus récentes données sur les commandes/livraisons de biens d'équipement non militaires hormis les avions. Celles-ci dépassent largement leur niveau d'avant la crise et ont continué de croître à un rythme solide au deuxième trimestre de l'année.

Vif rebond des investissements des entreprises après le creux de la COVID

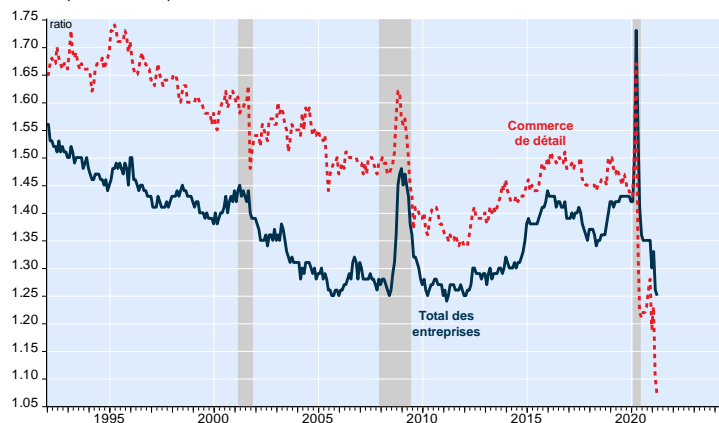
Commandes et livraisons de biens d'équipement non militaires hors avions, dernière observation : mai 2021



La variation des stocks est un autre élément à surveiller sur un horizon de court à moyen terme. En effet, les stocks sont anormalement bas à l'heure actuelle, les entreprises ayant dû faire face à des problèmes d'approvisionnement de toutes sortes (pénurie de composants électroniques, prix des matières premières élevés, problèmes de transport) dans le contexte d'un rebond marqué de la demande. La nécessité de regarnir les stocks devrait soutenir la croissance au deuxième semestre.

États-Unis : Les stocks proches d'un creux historique

Stocks exprimés en multiple des ventes

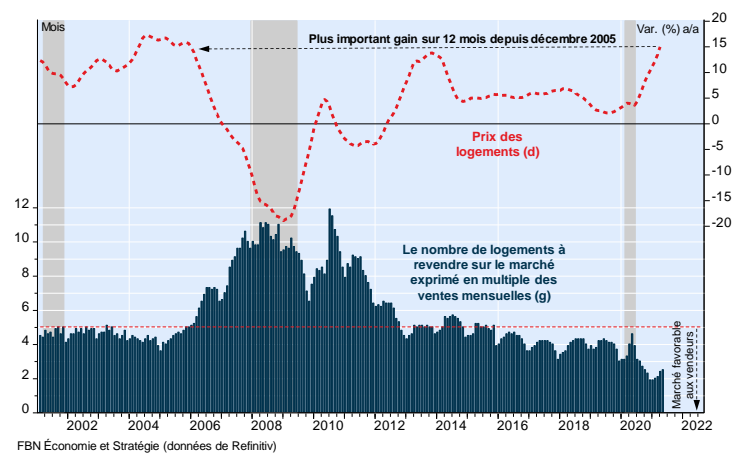


FBN Économie et Stratégie (données de Fred St. Louis)

L'investissement résidentiel, de son côté, pourrait marquer une pause après plusieurs mois de croissance effrénée. Notons que cette temporisation serait due non pas à une perte d'intérêt de la part des acheteurs potentiels, mais plutôt à une hausse importante des prix de vente. D'après l'indice S&P CoreLogic Case-Shiller sur 20 villes, les prix des logements étaient en hausse de 14.9% a/a en avril, la plus importante augmentation enregistrée depuis décembre 2005. La faiblesse de l'offre était en partie responsable de cette augmentation; le nombre de logements disponibles sur le marché correspondant était équivalent à 2.5 mois de ventes seulement en mai. (D'après la National Association of Realtors, un ratio inférieur à 5 dénote un marché tendu.)

États-Unis : Plus forte hausse des prix des logements depuis 2005

Indice national des prix des logements S&P CoreLogic sur 20 villes et ratio des biens à revendre aux ventes

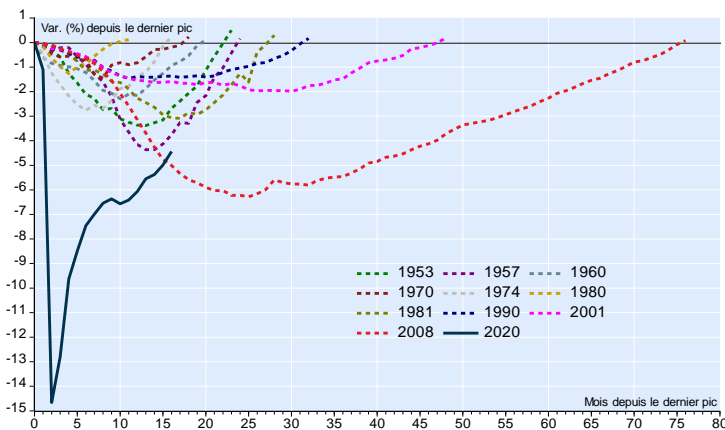


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La seule véritable ombre au tableau est la situation du marché du travail. Bien que l'enquête auprès des entreprises ait signalé une augmentation de 850K des effectifs salariés non agricoles en juin, l'emploi total demeurerait à 4.4% en dessous de son niveau d'avant la crise.

La reprise du marché du travail a encore du chemin à parcourir

Effectifs salariés non agricoles, variations (%) par rapport au dernier pic

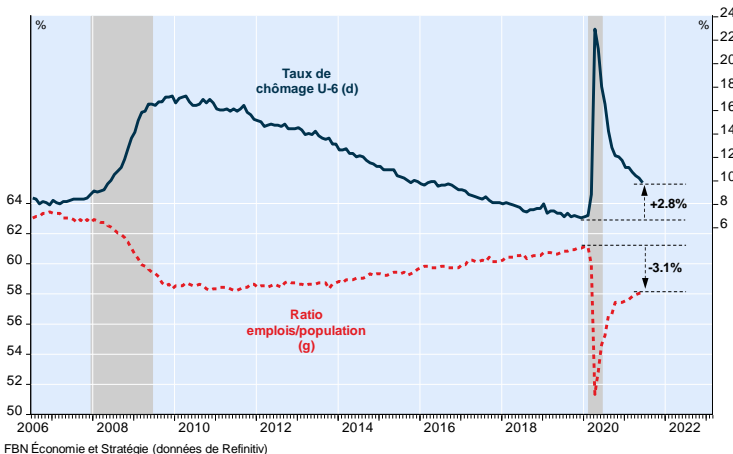


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'enquête auprès des ménages, pendant ce temps, signalait un recul de 183K dans le segment des emplois à temps plein, statistique pour le moins décevante. Le taux de chômage a augmenté d'un dixième de point au cours du mois (à 5.9%), mais demeurait en baisse marquée par rapport à son pic pandémique (14.8%). Il est important de noter que la tendance à la baisse de cet indicateur demeure accentuée par la diminution du taux de participation. Si le taux d'activité avait été le même en juin qu'avant la pandémie, le taux de chômage aurait été plus près de 8.5%. Pour avoir une meilleure idée de l'écart à combler sur le marché de l'emploi, mieux vaut se fier à d'autres mesures telles que le taux de chômage U-6 ou le ratio emploi-population. Ces deux indicateurs restent assez éloignés de leurs niveaux d'avant la crise, quoique le taux U-6 soit passé de 10.2% en mai à 9.8% en juin.

Le taux de chômage sous-estime les capacités inutilisées du marché

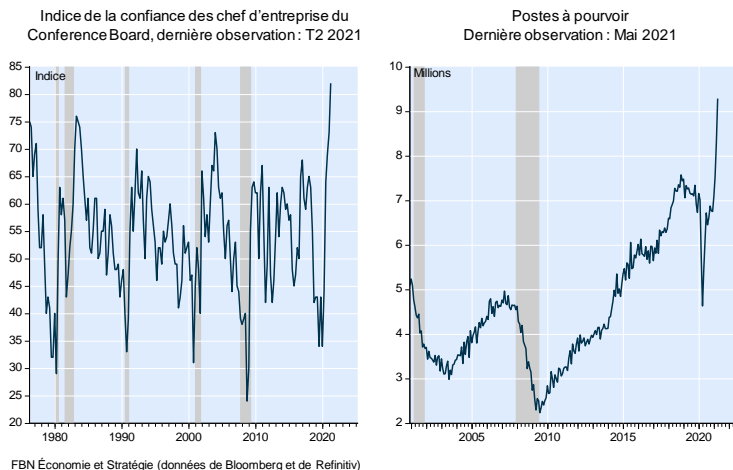
Taux de chômage



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La lenteur du rebond du marché du travail ne nous inquiète pas outre mesure. Comme nous l'avons expliqué à maintes reprises déjà, le déficit d'emplois n'est pas causé par un manque de demande de la part des employeurs; la confiance des chefs d'entreprise a atteint un niveau record au T2 où les postes à pourvoir n'ont jamais été aussi abondants.

La faible reprise de l'emploi due à l'offre, et non à une demande faible



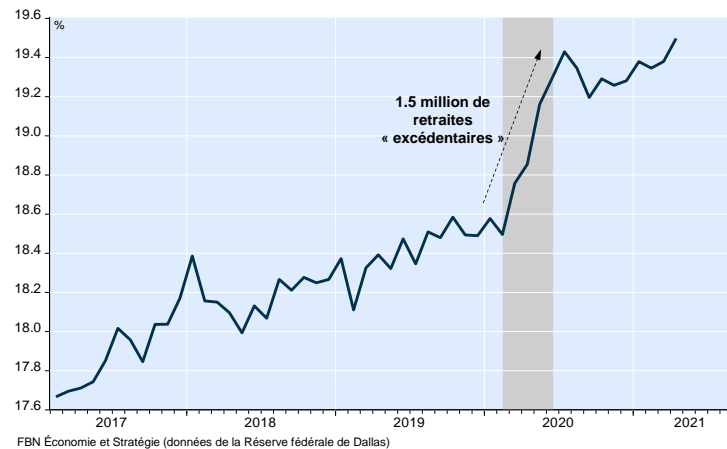
Les entreprises américaines semblent plutôt avoir du mal à attirer des candidats, et ce, même dans un contexte où 6.8 millions de travailleurs n'ont toujours pas retrouvé d'emploi après avoir perdu leur gagne-pain au début de la crise. Une multitude de facteurs expliquent ce phénomène :

- la peur résiduelle du virus;
- la fermeture des écoles et de services de garde qui force les parents à rester à la maison pour s'occuper des enfants;
- le décalage entre les compétences les plus recherchées à l'heure actuelle et celles des personnes qui ont perdu leur emploi pendant la pandémie;
- les bonifications de l'assurance chômage octroyées par Washington.

À ces éléments, nous devons ajouter l'augmentation marquée du nombre de départs à la retraite dans les derniers mois. Nombre de ces départs avaient été retardés à la fin du cycle précédent – n'oubliez pas que les travailleurs se faisaient de plus en plus rares avant la COVID-19, réalité qui avait encouragé les entreprises à retenir leurs effectifs plus âgés. Avec l'éclatement de la pandémie, beaucoup de travailleurs qui avaient décidé de prolonger leur carrière semblent avoir jugé que le jeu n'en valait plus la chandelle. D'autres ont démissionné pour prendre soin d'un proche malade ou encore pour profiter au maximum de la période qui suivra la pandémie. Quelle que soit la raison du départ, la Réserve fédérale de Dallas estime à environ 1.5 million le nombre de retraites « excédentaires » depuis le début de la crise.

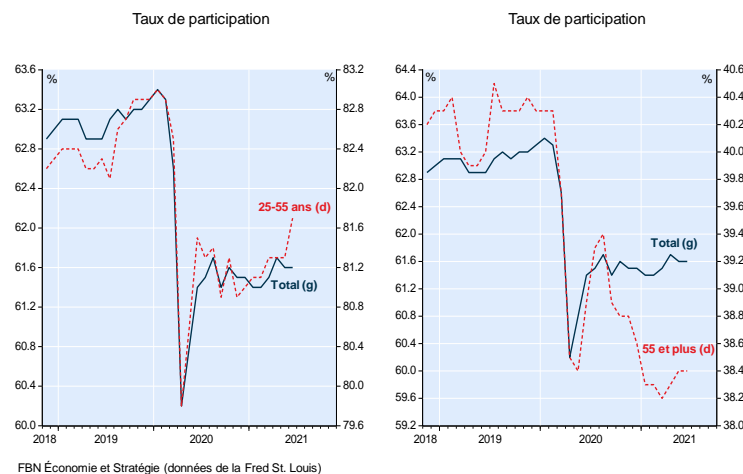
États-Unis : Une augmentation marquée des départs à la retraite

Pourcentage de la population se décrivant comme retraitée



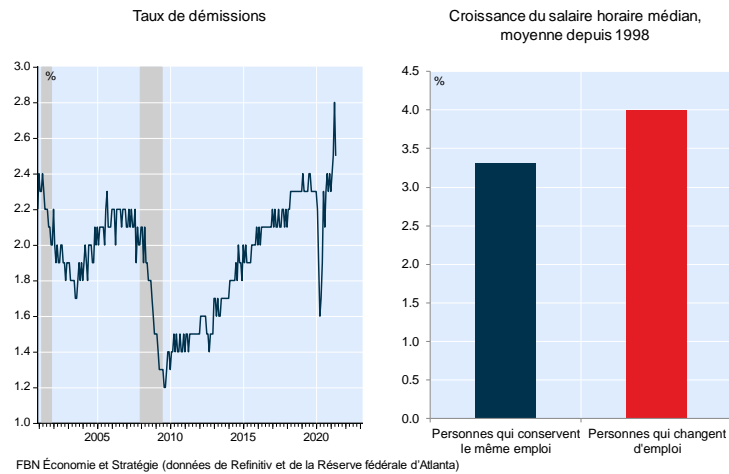
Les données sur le taux de participation semblent confirmer ces constatations; le taux d'activité des 55 ans et plus a rebondi beaucoup moins fortement que celui du reste de la population depuis le début de la réouverture.

États-Unis : Le taux de participation des personnes plus âgées baisse



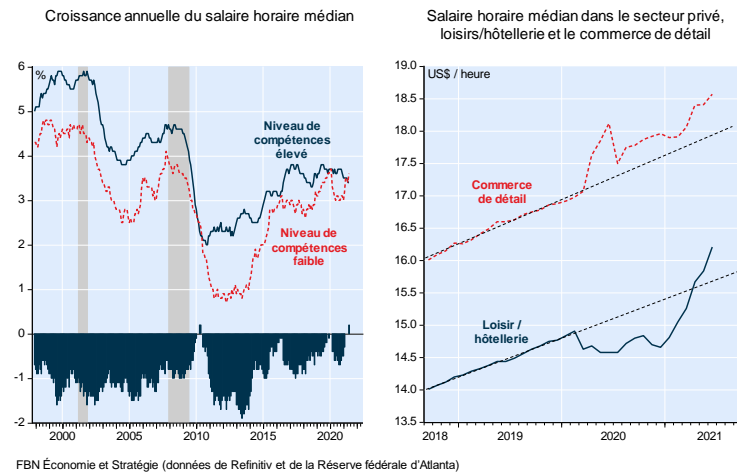
Tous ces facteurs combinés laissent croire que les États-Unis sont beaucoup plus proches du plein emploi qu'il n'y paraît, ce qui laisse beaucoup plus de flexibilité et de pouvoir de négociation aux personnes actuellement à l'emploi. Ayant confiance dans leurs perspectives d'emploi, celles-ci n'hésitent maintenant plus à démissionner. Le taux de démissions a atteint en avril le plus haut niveau depuis qu'on a commencé à compiler les données, en 2000. Sachant que le salaire des personnes qui changent d'emploi tend à augmenter plus rapidement que la moyenne, cette tendance pourrait avoir un impact positif sur le revenu des ménages.

États-Unis : Les travailleurs avantagés par la pénurie de main-d'œuvre



Les augmentations de salaire commencent en effet à apparaître dans les données, pour les emplois hautement qualifiés comme pour les emplois peu qualifiés.

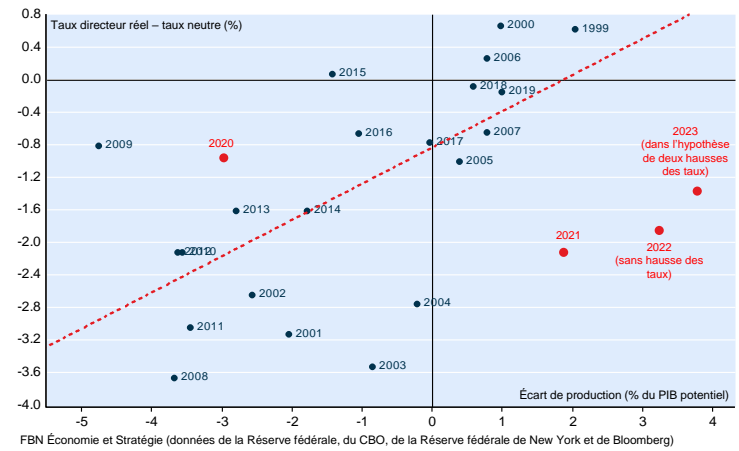
Les secteurs exigeant peu de compétences bénéficient de la réouverture



Bien que nous estimions que le marché du travail est en meilleure posture que certaines données ne le laissent croire, il faudra encore du temps avant que les effets positifs de la réouverture ne se fassent pleinement sentir dans les données. Cela permettra à la Fed de maintenir une politique monétaire extrêmement accommodante au cours des prochains mois. En fait, si l'on se fie à la médiane des prévisions des membres du FOMC, le niveau des taux d'intérêt à court terme restera anormalement bas par rapport à l'écart de production, et ce, jusqu'à la fin de 2023.

États-Unis : La politique monétaire restera accommodante

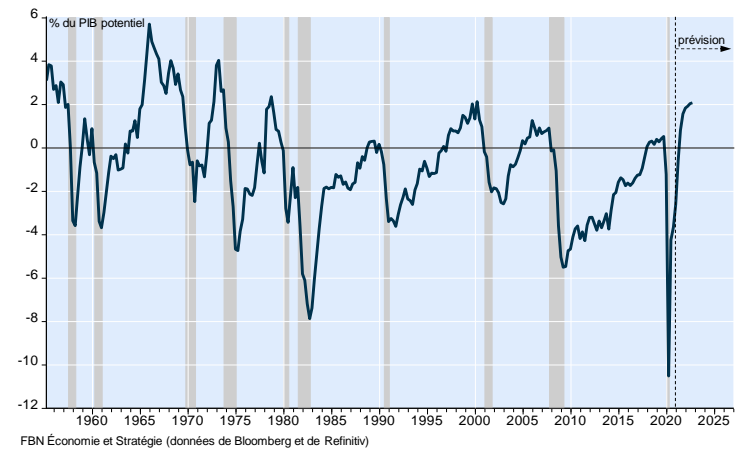
Écart de production et taux directeur réel à la fin de l'année – taux neutre



Dans ce contexte, l'économie américaine devrait maintenir sa performance supérieure à la normale. Nous prévoyons toujours une croissance du PIB réel de 6.9% cette année, suivie d'une expansion de 4.3% l'an prochain. À la fin de notre horizon de prévision (fin 2022), le niveau de production se situera donc à 2.1% au-dessus du potentiel, le deuxième plus grand écart enregistré depuis 1978.

É.-U. : Deuxième écart de production le plus élevé depuis 1978 à venir?

Écart entre le PIB réel (réalisé + prévision FBN) et le PIB potentiel tel qu'estimé par le CBO



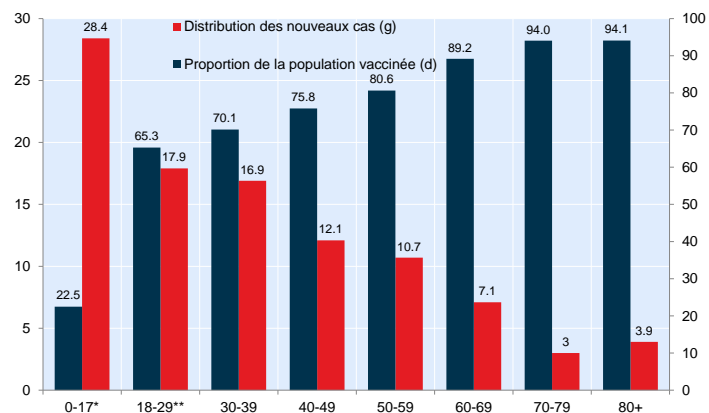
Un écart aussi large ne semble pas cohérent avec un retour de l'inflation à la cible de 2%. Pour cette raison, nous prévoyons que l'IPC de base restera confortablement au-dessus de 2% au moins jusqu'à la fin de 2022. D'ici là, l'inflation hormis les aliments et l'énergie pourrait culminer autour de 4.1% au premier trimestre 2022.

Canada : Un nouvel élan

Même si beaucoup s'interrogent sur les risques d'une éventuelle quatrième vague de COVID-19, les données récentes sur la pandémie au Canada sont fort encourageantes. La réponse des Canadiens à la campagne de vaccination a été très positive et la proportion de la population ayant reçu au moins une dose est l'une des plus élevées dans le monde. Le nombre de cas quotidiens est le plus bas en 10 mois et ceux-ci sont concentrés chez les jeunes, dont les taux de vaccination sont moins élevés (le vaccin n'est pas autorisé pour les moins de 12 ans).

Canada : Population vaccinée et distribution des cas hebdomadaires

Nouveaux cas hebdomadaires et population ayant reçu au moins une dose du vaccin, par âge (au 3 juillet)

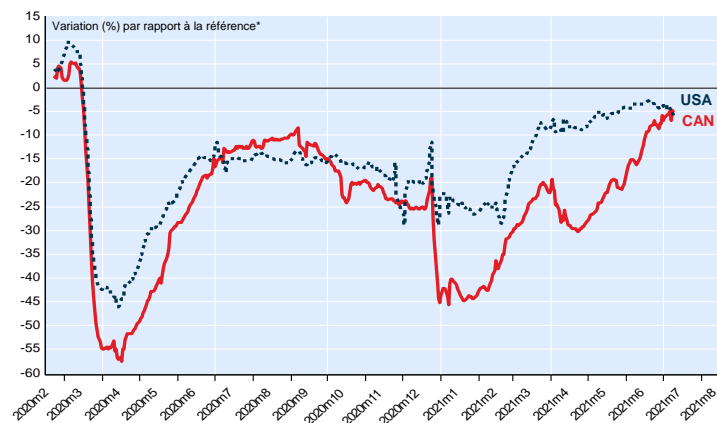


*0-17 pour les doses de vaccin, 0-19 pour les cas **18-29 pour les doses de vaccin, 20-29 pour les cas
FBN Économie et Stratégie (données de Agence de Santé Publique du Canada, Statistique Canada)

Puisque les jeunes ont moins tendance à développer des complications sévères de la maladie, les hospitalisations sont également en forte baisse au cours des dernières semaines ce qui a permis un allègement des mesures sanitaires. Ce faisant, l'indice de mobilité Google pour les commerces et les loisirs a gagné du terrain tout au long du deuxième trimestre, affichant au moment d'écrire ces lignes, son niveau le plus élevé depuis le début de la pandémie. Il est désormais similaire à celui observé aux États-Unis.

Canada et États-Unis : Indice de retour à la normale

Données de mobilité Google pour les commerces et loisirs, 7 jours mobiles



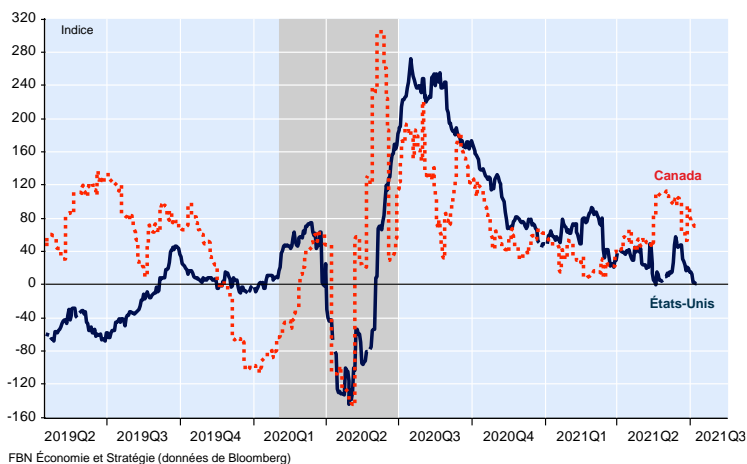
*La référence est la valeur médiane du jour de la semaine correspondant au jour actuel dans la période du 3 janvier au 6 février 2020
FBN Économie et Stratégie (données de Google)

Même si la croissance économique n'aura pas été aussi spectaculaire qu'aux États-Unis au deuxième trimestre en raison des mesures sanitaires plus restrictives, l'économie canadienne a

continué de surprendre. En effet, contrairement à ce qu'on observe outre-frontière, l'indice de surprises économiques Citigroup demeure confortablement au-dessus de 0, indiquant des performances supérieures aux attentes des économistes. L'indice demeure en territoire positif depuis 427 jours, du jamais vu depuis qu'on a commencé à compiler ces données, en 1998.

Canada : Les données continuent de surprendre positivement

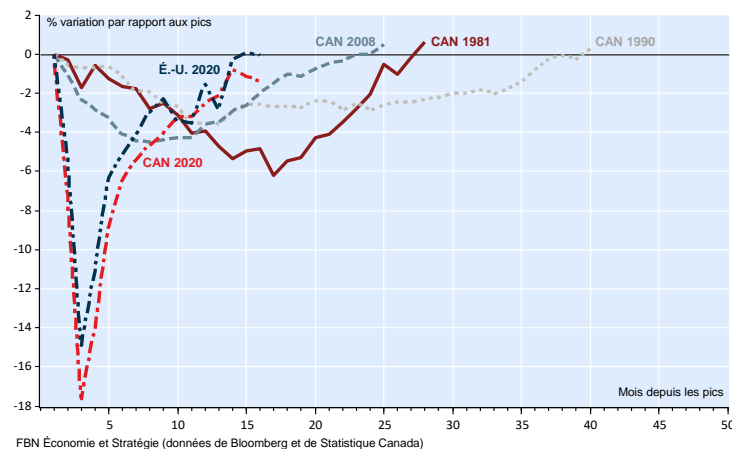
Indices de surprises économiques de Citigroup



Le PIB en avril a certes enregistré une baisse de 0.3%, sa première en 11 mois, mais la contraction a été bien moindre que la prévision de -0.8% qui faisait consensus parmi les économistes. L'estimation préliminaire de Statistique Canada n'indique pas d'hécatombe en mai non plus; la contraction devrait être de la même ampleur. En avril, la production totale se situait à 1.2% seulement du niveau d'avant la pandémie. Ce sont les secteurs les plus affectés par les mesures de distanciation sociale qui continuaient de présenter le retard le plus considérable, ce qui n'est pas étonnant. Le secteur des arts/spectacles/loisirs demeurait à 53% en dessous du niveau de février 2020 et celui de l'hébergement/services de restauration était encore en baisse de 36%.

Canada : Perspective historique du PIB pendant les récessions

PIB réel, variation (%) depuis les pics (incluant les estimations préliminaires)

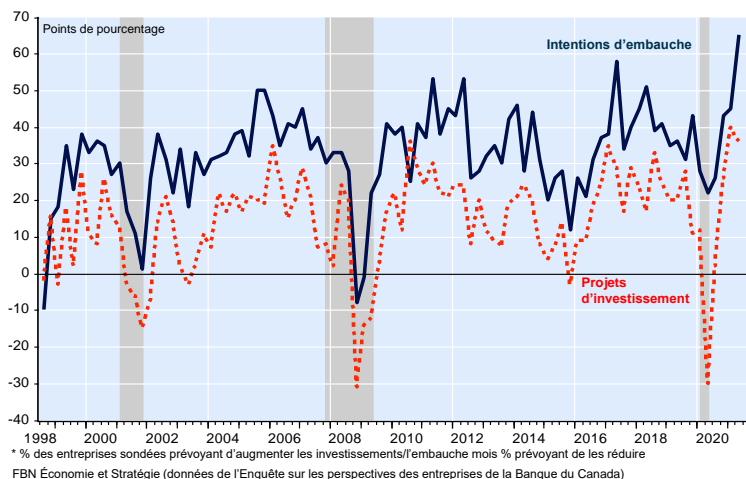


Mais ces secteurs d'activité sont appelés à rebondir au cours des prochains mois avec leur réouverture. La dernière Enquête sur la population active nous en a donné un avant-goût avec un gain spectaculaire de 231K emplois qui a balayé d'un seul coup les pertes

associées à la troisième vague de la pandémie. L'hébergement et les services de restauration ainsi que le commerce sont à l'origine de la grande majorité des gains enregistrés en juin. Et cette vague d'embauches devrait se poursuivre si l'on en croit l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada qui indiquait un niveau record d'intentions d'embauche.

Canada : Des perspectives spectaculairement optimistes en juin

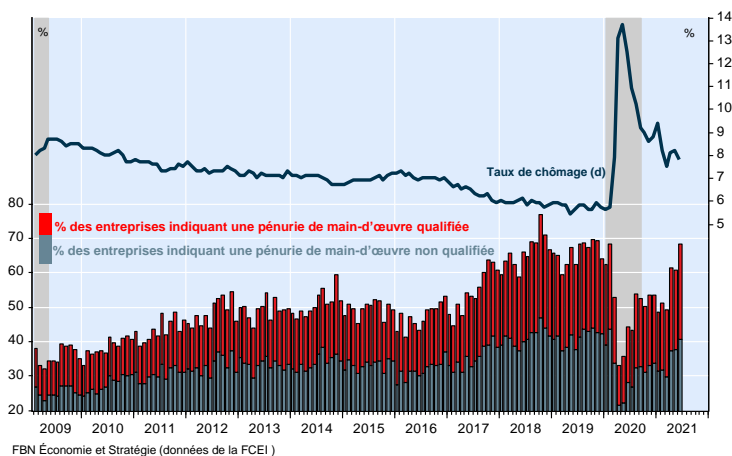
Projets d'investissement et intentions d'embauche (solde des attentes*)



Même son de cloche du côté des PME qui notaient en juin des pénuries de main-d'œuvre aussi aiguës qu'avant la pandémie. En effet, 41% d'entre elles s'inquiètent de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et 27% de la pénurie de main-d'œuvre non qualifiée. Pourquoi une telle situation alors que le taux de chômage est supérieur d'environ deux points de pourcentage à son niveau d'avant la crise? Il s'avère qu'environ 800K travailleurs bénéficiaient encore en juin du programme d'aide au revenu (PCRE). La générosité de ce programme diminuera nettement en août (de 500\$ par semaine à 300\$) ce qui pourrait encourager des travailleurs à réintégrer le marché du travail et en réduire les tensions.

Canada : La fin de la PCRE devrait accélérer la reprise de l'emploi

Indicateur de pénurie de main-d'œuvre basé sur les données de la FCEI et taux de chômage



Pendant ce temps, les pressions inflationnistes augmentent. Sur une base annuelle, la moyenne des trois mesures d'inflation de base progressait en mai à son rythme le plus élevé en plus d'une décennie. Mais c'est surtout l'élan récent qui fait sourciller. De fait, nos répliques maison de l'IPC médian et de l'IPC tronqué dépassent la fourchette

cible de 1.0-3.0% de la banque centrale dernièrement, affichant des taux annualisés sur 3 mois de 3.1% et 3.5% respectivement. Il y a certes des goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement qui causent des hausses de prix de biens spécifiques (pénurie de semi-conducteurs), mais il y a lieu de penser que les pressions salariales jouent également un rôle dans l'accélération des prix dans le panier de consommation des ménages.

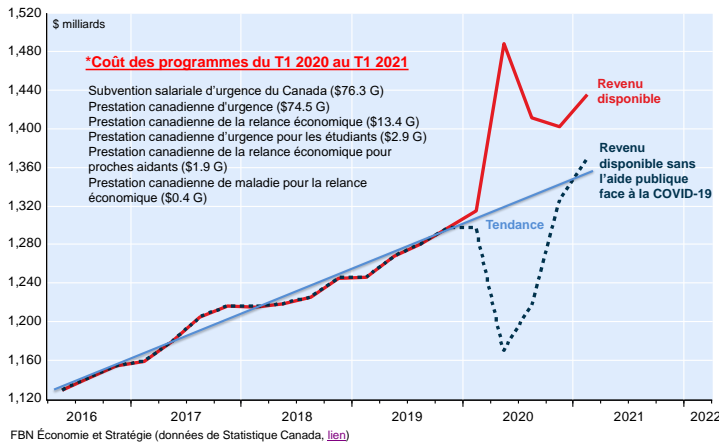
Canada : Les mesures de base sont au plus haut depuis 2009

Indice des prix à la consommation



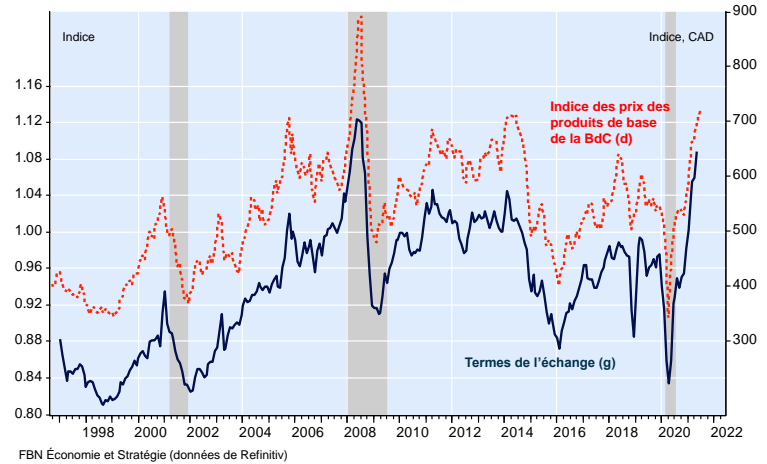
Certains prétendent que ce phénomène est transitoire et que la fin des programmes d'aide au revenu extraordinaire atténuera les pressions inflationnistes. La Subvention salariale d'urgence du Canada ainsi que la Prestation canadienne de la relance économique (PCRE) doivent expirer après septembre. L'économie pourra-t-elle voler de ses propres ailes une fois que les programmes seront résiliés? Les données sur les comptes économiques publiées au début de juin indiquent de manière persuasive qu'un scénario de précipice financier pourra être évité. Le revenu disponible excluant les programmes gouvernementaux reliés à la pandémie de COVID-19 avait déjà renoué avec sa tendance historique à la fin du T1. À l'avenir, l'assouplissement des mesures sanitaires devrait entraîner une augmentation substantielle de l'emploi cet été et maintenir le revenu disponible sur une voie ascendante. Cela, conjugué à l'épargne excédentaire de 9.5% déjà accumulée par les ménages, signifie que la consommation s'appuiera sur des bases solides au cours des prochains trimestres. Dans le rapport sur la politique monétaire de juillet, la Banque du Canada envisage dans son scénario de base que 20% de l'épargne serait dépensé. Il y a une possibilité que la Banque pêche par excès de prudence étant donné que leur enquête sur les attentes des consommateurs indique que les ménages entendent dépenser pas moins de 35% de l'épargne supplémentaire sur un horizon de 18 mois à peine.

Canada : La fin de l'aide gouvernementale menace-t-elle la croissance? Revenu disponible et revenu disponible sans l'aide publique face à la COVID-19 (annualisé)*



Ce mois-ci, nous maintenons notre prévision de croissance réelle à 6,0% en 2021. Après un ralentissement de la croissance au T2 en raison des mesures sanitaires et des problèmes de production dans le secteur automobile dus aux pénuries de puces informatiques, on continue de prévoir des croissances impressionnantes avec la reprise des services à forte proximité physique par la suite. En termes nominaux, notre prévision de croissance demeure à 12,6%, du jamais vu en quarante ans. Les prix des produits forestiers ont connu un repli important, mais l'envolée des prix du gaz naturel fait en sorte que l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada atteint en juillet son plus haut niveau en 13 ans.

Canada : Les prix des matières premières au plus haut en 13 ans Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada et termes de l'échange



États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2018	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	3.0	2.2	(3.5)	6.9	4.3	(2.4)	7.4	2.6
Dépenses personnelles	2.7	2.4	(3.9)	8.7	5.0	(2.7)	9.5	3.0
Construction résidentielle	(0.6)	(1.7)	6.1	13.1	(1.7)	14.3	3.6	(3.8)
Investissements des entreprises	6.9	2.9	(4.0)	8.2	2.5	(1.4)	7.0	1.2
Dépenses publiques	1.8	2.3	1.1	1.5	1.4	(0.5)	2.7	2.0
Exportations	3.0	(0.1)	(12.9)	4.9	5.9	(10.9)	4.8	4.5
Importations	4.1	1.1	(9.3)	12.5	2.8	(0.6)	5.9	1.4
Variation des stocks (milliards \$)	53.4	48.5	(77.4)	(26.5)	85.0	62.1	50.0	85.0
Demande intérieure	3.0	2.3	(2.7)	7.5	3.7	(1.5)	7.7	2.3
Revenu réel disponible	3.6	2.2	6.0	3.9	(2.1)	3.9	1.7	2.0
Emploi des salariés	1.6	1.3	(5.7)	2.6	3.3	(6.0)	4.0	2.5
Taux de chômage	3.9	3.7	8.1	5.5	4.2	6.8	4.8	3.8
Taux d'inflation	2.4	1.8	1.3	4.1	2.9	1.2	4.9	2.7
Bénéfices avant impôts	6.1	0.3	(5.8)	13.9	6.1	(0.7)	8.0	5.0
Compte courant (milliards \$)	(438.2)	(472.1)	(616.1)	(666.6)	(647.8)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2020	2021	2022
	09/07/21	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022			
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Bons du Trésor 3 mois	0.06	0.05	0.10	0.10	0.15	0.09	0.10	0.15
Obligations fédérales								
2 ans	0.23	0.30	0.45	0.55	0.65	0.13	0.45	0.90
5 ans	0.79	1.00	1.20	1.30	1.40	0.36	1.20	1.60
10 ans	1.37	1.55	1.80	1.90	1.95	0.93	1.80	2.15
30 ans	1.99	2.10	2.20	2.30	2.40	1.65	2.20	2.50
Taux de change								
US\$/Euro	1.19	1.22	1.21	1.21	1.20	1.22	1.21	1.19
YEN/\$US	110	109	108	109	109	103	108	108

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(5.0)	(31.4)	33.4	4.3	6.4	10.3	7.8	5.2
IPC (var. a/a %)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.9	4.8	5.0	4.9
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	3.7	4.0	4.0
Taux de chômage (%)	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.8	5.4	4.8

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2018	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.4	1.9	(5.3)	6.0	4.0	(3.1)	5.0	3.0
Dépenses personnelles	2.5	1.6	(6.0)	4.8	5.9	(4.4)	4.7	5.2
Construction résidentielle	(1.7)	(0.2)	4.1	19.7	(4.9)	14.5	4.4	(4.3)
Investissements des entreprises	3.1	1.1	(13.6)	1.3	6.0	(13.9)	6.3	4.8
Dépenses publiques	3.2	1.7	0.4	5.7	2.0	2.4	4.0	1.5
Exportations	3.7	1.3	(10.0)	3.1	4.3	(7.4)	1.8	4.7
Importations	3.4	0.4	(11.2)	6.0	4.7	(5.9)	2.5	5.1
Variation des stocks (millions \$)	15,486	18,766	(15,937)	3,634	13,068	(287)	14,000	12,513
Demande intérieure	2.5	1.4	(4.3)	6.0	3.7	(2.0)	4.6	3.2
Revenu réel disponible	1.5	2.2	9.5	(0.0)	(0.6)	7.4	(0.5)	1.1
Emploi	1.6	2.2	(5.1)	4.4	2.8	(2.9)	3.1	2.0
Taux de chômage	5.9	5.7	9.6	7.6	6.3	8.8	6.6	6.1
Taux d'inflation	2.3	1.9	0.7	2.9	2.5	0.8	3.2	2.2
Bénéfices avant impôts	3.8	0.6	(4.0)	33.4	2.2	9.4	16.8	4.0
Compte courant (milliards, \$)	(52.2)	(47.4)	(40.1)	5.0	(38.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel							
	09/07/21	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	2020	2021	2022
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75
Bons du Trésor 3M	0.14	0.15	0.20	0.20	0.25	0.07	0.20	0.70
Obligations fédérales								
2 ans	0.50	0.50	0.60	0.70	0.80	0.20	0.60	1.10
5 ans	0.94	1.05	1.25	1.40	1.50	0.39	1.25	1.80
10 ans	1.33	1.45	1.70	1.80	1.90	0.68	1.70	2.10
30 ans	1.82	1.90	2.00	2.10	2.20	1.21	2.00	2.30
Taux de change								
CAD par USD	1.25	1.20	1.21	1.21	1.22	1.27	1.21	1.23
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	75	72	75	70	67	48	75	65

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021
	publié	publié	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(7.9)	(38.0)	41.7	9.3	5.6	2.4	6.3	5.8
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	0.8	1.4	3.3	3.4	3.2
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	1.1	1.0	2.0	2.4	2.3
Taux de chômage (%)	6.4	13.1	10.1	8.8	8.4	8.0	7.3	6.6

Prévisions économiques provinciales

2018	2019	2020p	2021p	2022p
------	------	-------	-------	-------

2018	2019	2020p	2021p	2022p
------	------	-------	-------	-------

PIB réel (croissance en %)				
----------------------------	--	--	--	--

PIB nominal (croissance en %)				
-------------------------------	--	--	--	--

Terre-Neuve-et-Labrador
Île-du-Prince-Édouard
Nouvelle-Écosse
Nouveau-Brunswick
Québec
Ontario
Manitoba
Saskatchewan
Alberta
Colombie-Britannique
Canada

-3.5	4.0	-5.3	3.9	2.6
2.5	5.1	-3.0	4.5	4.0
1.9	2.4	-3.2	5.0	3.3
0.5	1.2	-3.7	4.6	3.0
2.9	2.7	-5.3	6.5	4.1
2.8	2.1	-5.0	6.1	4.3
1.5	0.6	-4.8	5.1	3.5
1.2	-0.7	-5.2	5.4	3.5
1.9	0.1	-8.2	6.4	4.0
2.7	2.7	-3.8	6.1	4.2
2.4	1.9	-5.3	6.0	4.0

0.8	4.1	-8.3	17.6	3.9
3.6	7.0	-1.0	8.2	5.0
3.6	3.8	-1.9	8.1	4.6
3.6	3.0	-1.9	9.7	4.7
5.4	4.3	-4.1	11.4	5.1
4.1	3.8	-4.8	10.0	5.2
2.5	1.0	-4.0	11.1	4.8
3.2	0.1	-9.2	18.9	3.7
3.4	2.7	-11.6	22.4	5.0
4.9	4.4	-2.3	11.5	5.6
4.2	3.6	-4.6	12.6	5.2

Emploi (croissance en %)				
--------------------------	--	--	--	--

Taux de chômage (%)				
---------------------	--	--	--	--

Terre-Neuve-et-Labrador
Île-du-Prince-Édouard
Nouvelle-Écosse
Nouveau-Brunswick
Québec
Ontario
Manitoba
Saskatchewan
Alberta
Colombie-Britannique
Canada

0.5	1.3	-5.9	3.5	0.4
4.2	3.4	-3.2	4.0	2.2
1.9	2.3	-4.7	5.4	1.6
0.6	0.7	-2.6	3.0	1.2
1.5	2.0	-4.8	4.4	3.0
1.7	2.8	-4.7	4.3	3.0
1.1	1.0	-3.7	3.7	2.0
0.6	1.7	-4.6	3.7	2.3
1.9	0.6	-6.5	4.6	3.3
1.4	2.9	-6.5	5.4	2.9
1.6	2.2	-5.1	4.4	2.8

14.1	12.3	14.2	12.8	12.2
9.4	8.6	10.6	8.5	7.9
7.7	7.3	9.8	8.2	7.7
8.0	8.2	10.1	8.7	8.5
5.5	5.2	8.9	6.5	5.6
5.7	5.6	9.6	8.2	6.4
6.0	5.4	8.0	7.0	5.5
6.2	5.5	8.4	6.1	5.6
6.7	7.0	11.5	9.0	7.7
4.8	4.7	9.0	6.7	5.6
5.9	5.7	9.6	7.6	6.3

Mises en chantier de logements (000)				
--------------------------------------	--	--	--	--

IPC (Croissance en %)				
-----------------------	--	--	--	--

Terre-Neuve-et-Labrador
Île-du-Prince-Édouard
Nouvelle-Écosse
Nouveau-Brunswick
Québec
Ontario
Manitoba
Saskatchewan
Alberta
Colombie-Britannique
Canada

1.1	0.9	0.8	1.3	0.8
1.1	1.5	1.2	1.1	1.0
4.8	4.7	4.9	5.0	4.2
2.3	2.9	3.5	4.0	2.8
46.9	48.0	54.1	70.0	56.0
78.7	69.0	81.3	95.5	81.7
7.4	6.9	7.3	7.3	6.3
3.6	2.4	3.1	5.2	3.6
26.1	27.3	24.0	30.5	27.0
40.9	44.9	37.7	41.5	36.6
212.8	208.7	217.8	261.4	220.0

1.7	1.0	0.2	2.8	2.5
2.3	1.2	0.0	3.2	2.5
2.2	1.6	0.3	3.2	2.5
2.2	1.7	0.2	3.0	2.5
1.7	2.1	0.8	3.0	2.5
2.4	1.9	0.6	3.0	2.5
2.5	2.3	0.5	2.6	2.5
2.3	1.7	0.6	2.6	2.5
2.5	1.7	1.1	2.6	2.5
2.7	2.3	0.8	2.8	2.5
2.3	1.9	0.7	2.9	2.5

e: estimé

p: prévision

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



Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

David Djavidi

Économiste stagiaire
david.djavidi@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste stagiaire
alexandra.ducharme@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

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

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Alpa Atha

Économiste, Revenu fixe
alpa.atha@bnc.ca

Général

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

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

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

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

Résidents du Canada

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

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

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

Résidents des États-Unis

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

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

Résidents de HK

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

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

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

Droits d'auteur

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