

Par Daren King, Jocelyn Paquet, Noah Black et al.

### Table des matières

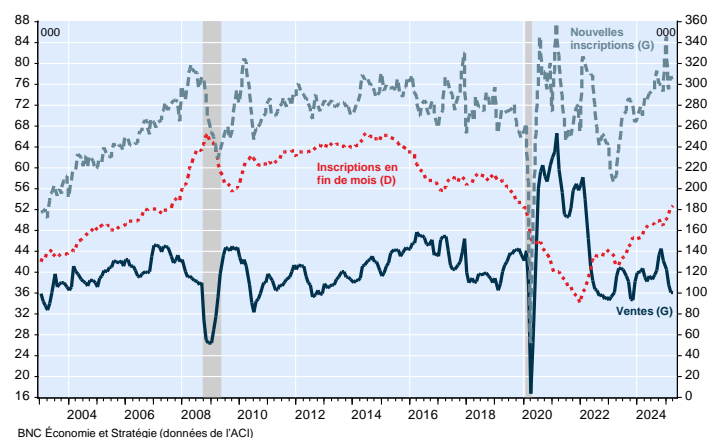
<b>Revue de la semaine</b> .....	<b>1</b>
Canada.....	1
États-Unis.....	3
Monde.....	7
<b>Ce que nous surveillerons la semaine prochaine</b> .....	<b>7</b>
Au Canada.....	7
Aux États-Unis.....	7
Ailleurs dans le monde.....	7
<b>Calendrier économique – Canada et É.-U.</b> .....	<b>8</b>
<b>Mise à jour hebdomadaire – Tableau 1</b> .....	<b>9</b>
<b>Mise à jour hebdomadaire – Tableau 2</b> .....	<b>10</b>

### Revue de la semaine

**Canada:** Les reventes de logements sont restées relativement inchangées (-0,1 %) entre mars et avril, après quatre mois de contraction. Par conséquent, le nombre de transactions était inférieur de 19 % au niveau de novembre dernier, inversant ainsi la reprise observée l'année dernière à la suite des baisses de taux d'intérêt de la banque centrale, et se situant globalement au niveau déprécié des ventes observé en 2022.

#### Canada: Ventes de logements et inscriptions

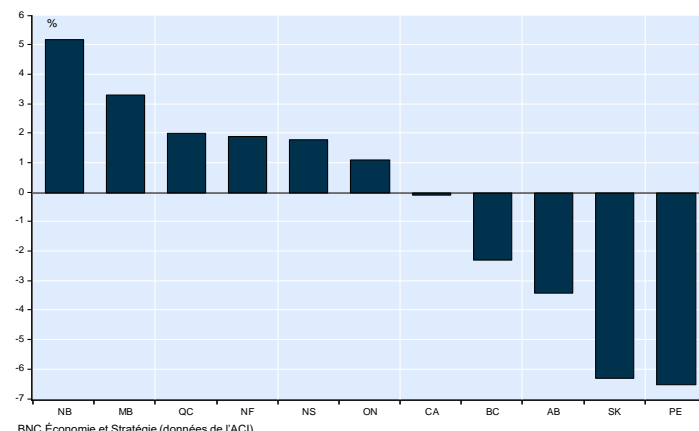
Désaisonnalisées. Dernière observation: avril 2025



Les ventes ont augmenté dans six des dix provinces du pays : le Nouveau-Brunswick (+5,2 %), le Manitoba (+3,3 %), le Québec (+2,0 %), Terre-Neuve (+1,9 %), la Nouvelle-Écosse (+1,8 %) et l'Ontario (+1,1 %). En revanche, les ventes ont reculé en Colombie-Britannique (-2,3 %), en Alberta (-3,4 %), en Saskatchewan (-6,3 %) et à l'Île-du-Prince-Édouard (-6,5 %). Il ne fait aucun doute que le conflit commercial qui se poursuit avec les États-Unis pèse sur la confiance des consommateurs et le marché immobilier dans tout le pays, les acheteurs potentiels attendant une meilleure visibilité économique avant d'agir.

#### Canada: Variation mensuelle des ventes de logements en avril

Variation mensuelle (%), données désaisonnalisées

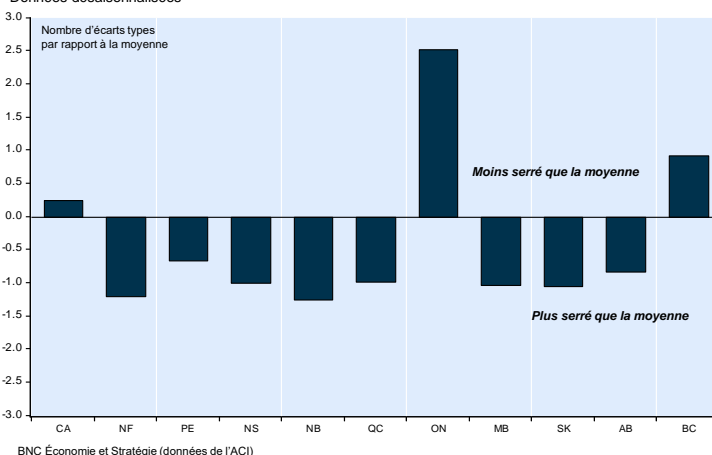


BNC Économie et Stratégie (données de l'ACI)

Du côté de l'offre, les nouvelles inscriptions ont diminué de 1,0 % entre mars et avril. Combinées au faible niveau des ventes, les inscriptions actives ont augmenté de 1,9 % au cours du mois, enregistrant ainsi leur quatrième hausse mensuelle consécutive malgré le nombre toujours élevé d'inscriptions annulées en avril. Dans l'ensemble, le nombre de mois d'inventaire (inscriptions actives par rapport aux ventes) a augmenté pour le cinquième mois consécutif, passant de 5,0 en mars à 5,1 en avril, son plus haut niveau depuis avril 2019 (excluant la Covid). Parallèlement, les conditions du marché se sont légèrement détendues au cours du mois, mais sont restées relativement équilibrées par rapport à la moyenne historique. Cette situation équilibrée à l'échelle nationale s'explique par des conditions particulièrement souples en Ontario et en Colombie-Britannique, tandis que les conditions dans toutes les autres provinces continuent d'indiquer un marché « favorable aux vendeurs ». Ces conditions plus souples ont eu une incidence sur les prix, l'indice des prix des maisons MLS ayant reculé de 1,2 % d'un mois à l'autre et de 3,6 % d'une année à l'autre.

#### Canada: Ratio des inscriptions aux ventes

Données désaisonnalisées



BNC Économie et Stratégie (données de l'ACI)

Sur une base annuelle, les ventes de maisons ont reculé de 9,8 % par rapport à avril 2024, atteignant ainsi leur plus bas niveau pour cette période de l'année depuis 2009. Les ventes ont diminué dans quatre des dix provinces : l'Ontario (-20,2 %), la Colombie-Britannique (-14,6 %), l'Alberta (-11,7 %) et la Saskatchewan (-10,6 %). En revanche, les

hausse les plus marquées ont été observées au Québec (+10,0 %), à Terre-Neuve (+7,4 %) et au Manitoba (+6,6 %). Pour les quatre premiers mois de 2025, les ventes cumulées de maisons ont diminué de 7,2 % par rapport à la même période en 2024.

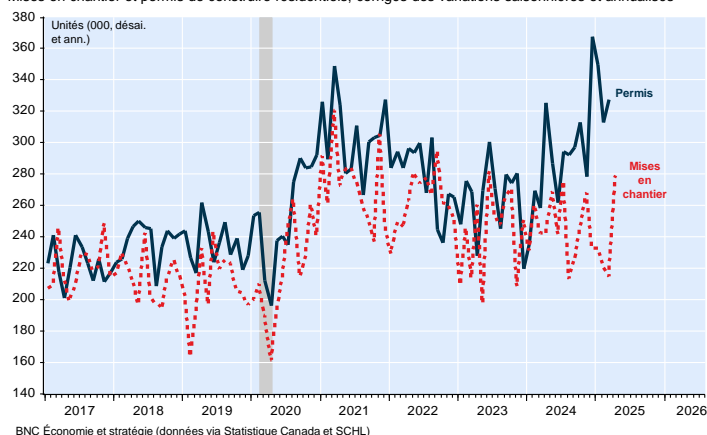
Le **nombre de permis de construire résidentiels** a augmenté de 4,6 % en mars (données désaisonnalisées et annualisées) pour atteindre 327,2K, soit la première hausse en trois mois après avoir atteint un niveau record en décembre. En conséquence, les permis ont dépassé de 25 % leur moyenne historique en mars. Cette augmentation est due à une hausse de 6,8 % dans le segment des logements collectifs, tandis que le segment des logements individuels a reculé de 5,3 %. Au niveau provincial, les permis ont augmenté en Colombie-Britannique (+31,4 % à 70,5K) et en Alberta (+5,6 % à 63,6K), tandis qu'ils ont diminué en Ontario (-4,0 % à 89,4K) et au Québec (-5,9 % à 66,4K). Compte tenu de la pénurie de logements au Canada, ce niveau élevé de permis de construire est une bonne nouvelle qui pourrait contribuer à soutenir les mises en chantier au cours des prochains mois.

**Les mises en chantier** ont bondi de 30,1 % (+64,4K) en avril pour atteindre 278,6K (données corrigées des variations saisonnières et annualisées), un chiffre bien supérieur à la prévision médiane des économistes qui tablaient sur 226,2K unités. La hausse mensuelle a été alimentée par l'augmentation des mises en chantier dans les zones urbaines (+57,1 K à 259,8K) et rurales (+7,3K à 18,8K). Dans les centres urbains, la progression a été observée tant dans le segment des logements collectifs (+54,6K à 214,5K) que dans celui des maisons individuelles (+2,5K à 45,3K). Les mises en chantier ont augmenté à Vancouver (+19,3K à 36,8K), à Toronto (+12,9K à 27,9K) et à Calgary (+7,9K à 36,3K), tandis qu'elles ont légèrement reculé à Montréal (-0,8K à 22,8K) entre mars et avril. Sur le plan régional, les mises en chantier ont augmenté en Ontario (+28,0K à 66,8K), en Colombie-Britannique (+22,0K à 53,2K), en Alberta (+10,3K à 63,4K), en Nouvelle-Écosse (+5,1K à 12,8K), au Québec (+1,7K à 59,9K), à l'Île-du-Prince-Édouard (+1,4K à 2,4K) et à Terre-Neuve (+1,1K à 2,3K), tandis qu'elles ont diminué au Nouveau-Brunswick (-2,6K à 3,8K), au Manitoba (-2,2K à 6,3K) et en Saskatchewan (-0,4K à 7,8K).

Après avoir connu un écart historique avec les permis de bâtir au cours des derniers mois, les mises en chantier ont finalement rebondi en avril, bien au-dessus des attentes consensuelles, marquant ainsi la première croissance en 2025. Cette progression a été alimentée par un rebond dans la plupart des provinces, les mises en chantier ayant presque doublé en Colombie-Britannique, à Terre-Neuve-et-Labrador, à l'Île-du-Prince-Édouard et en Nouvelle-Écosse, tandis que la construction a atteint des niveaux records en Alberta. Nous notons également une amélioration des mises en chantier en Ontario, malgré un rythme de construction particulièrement faible à Toronto.

### Canada: Les mises en chantier comblent partiellement l'écart avec les permis de construire

Mises en chantier et permis de construire résidentiels, corrigés des variations saisonnières et annualisés



Il ne fait aucun doute que l'incertitude entourant le différend commercial avec les États-Unis a ralenti l'activité dans le secteur de la construction neuve au premier trimestre. Bien que la situation reste incertaine, il semble que la récente désescalade ait permis aux constructeurs de reprendre confiance et de lancer certains projets qui avaient été mis en attente. Même si l'incertitude devrait persister au cours des prochains mois, les baisses du taux directeur de la Banque du Canada devraient contribuer à soutenir le marché immobilier dans les mois à venir, à condition que le marché du travail ne subisse pas trop de dommages.

**Les ventes manufacturières** ont reculé de 1,4 % en mars, un résultat supérieur de 5 points aux prévisions consensuelles qui tablaient sur une baisse mensuelle de 1,9 %. Parallèlement, le chiffre précédent (février) a été révisé à la baisse de 4 points, à -0,2 %. Cette baisse mensuelle est la plus importante depuis août 2024 et provient à la fois des biens non durables (-1,3 %) et des industries produisant des biens durables (-1,6 %). Au total, 13 des 21 sous-secteurs enregistrés ont affiché une baisse de leurs ventes en mars.

Dans le secteur des biens non durables, le recul a été tiré par les ventes de produits pétroliers et de charbon, qui ont baissé pour le deuxième mois consécutif. Cette baisse est toutefois attribuable à la baisse des prix, les ventes en dollars constants ayant augmenté de 1,0 % au cours de la même période. Dans le secteur des biens durables, les ventes de métaux de première transformation ont mené la baisse, reculant de 6,5 % en mars (7,4 % en termes réels). Cette baisse intervient après quatre mois consécutifs de hausse dans ce sous-secteur et s'explique en grande partie par des ventes inférieures à la normale pour la saison des métaux non ferreux, en particulier les produits en aluminium. Les ventes de produits liés à l'ameublement ont partiellement amorti le choc, avec une hausse de 11,9 % au cours du mois.

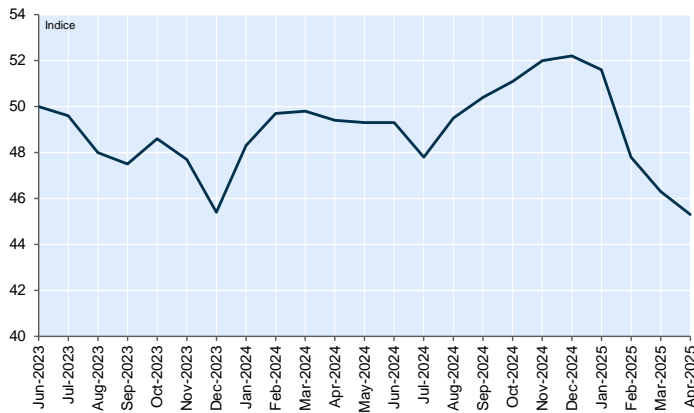
Au niveau provincial, huit provinces sur dix ont enregistré une baisse mensuelle, l'Ontario (-1,0 % à 31,8 milliards \$) et le Québec (-1,6 % à 18,7 milliards \$) en tête. En Ontario, les produits chimiques et les métaux de première transformation ont mené le recul, tandis qu'au Québec, le sous-secteur des métaux de première transformation et les ventes d'équipement de transport ont également contribué à la baisse. La baisse nationale a été partiellement compensée par les ventes soutenues au Manitoba (+2,9 % à 2,4 milliards \$) grâce à la hausse des ventes dans le sous-secteur du matériel de transport (+19,0 %).

En dollars constants, les ventes totales ont reculé de 1,1 % au cours du mois, tandis que les stocks ont diminué de 0,7 % après deux hausses mensuelles en début d'année. En conséquence, le ratio des stocks aux ventes a augmenté d'un point pour s'établir à 1,67. Le taux d'utilisation de la capacité de production non désaisonnalisé de l'ensemble des secteurs manufacturiers a augmenté de 3 points pour s'établir à 80,7 % en mars.

Compte tenu de l'exposition du secteur manufacturier aux droits de douane, nous suivrons de près ces données à l'avenir. Jusqu'en mars, les ventes ne s'étaient pas complètement effondrées, mais il existe néanmoins des signes évidents d'un environnement commercial instable. Pour l'avenir, nous ne sommes pas particulièrement optimistes quant à une reprise de l'activité. La semaine dernière, l'enquête sur la population active d'avril a révélé que l'emploi dans le secteur manufacturier avait reculé de 31K en avril, après une baisse de 7K le mois précédent (la plus forte baisse en deux mois depuis la pandémie). Cela suggère que les ventes en avril pourraient avoir été encore plus faibles. Le PMI manufacturier de S&P Global, qui a fortement baissé au Canada depuis l'entrée en fonction de Donald Trump, laisse également présager un affaiblissement supplémentaire. L'indice était entré en territoire expansionniste fin 2024, mais il se trouve désormais clairement en territoire de contraction.

**Le PMI manufacturier a fortement chuté depuis l'arrivée de Trump**

PMI manufacturier canadien

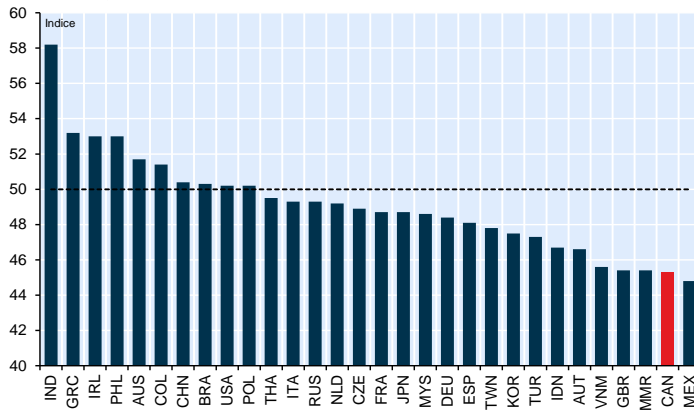


BNC Économie et stratégie (données via Refinitiv)

De plus, le résultat du Canada pour le mois d'avril était le deuxième plus faible parmi les pays couverts par S&P Global (devant seulement le Mexique). Bien qu'un rapport aussi ciblé ne soit pas susceptible d'influencer de manière significative la Banque du Canada, il s'agit d'un élément parmi d'autres, tant sur le plan économique que financier, qui ont contribué au ralentissement observé en 2025. Malgré les risques (modérés) d'inflation liés aux droits de douane, nous pensons que la Banque du Canada se concentrera davantage sur l'accumulation des signes de faiblesse économique et relancera son cycle d'assouplissement le mois prochain.

**Dans le contexte des tarifs douaniers, le Canada et le Mexique se classent au bas de l'échelle des PMI manufacturiers**

PMI manufacturier, avril 2025



BNC Économie et stratégie (données via Refinitiv)

**États-Unis:** L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,2 % en avril, soit un peu moins que la prévision médiane des économistes, qui tablaient sur une hausse de 0,3 %. Ce résultat fait suite à une baisse de 0,1 % le mois précédent.

Les prix dans le secteur de l'énergie ont augmenté de 0,7 %, les hausses des services de gaz (+3,7 %) et d'électricité (+0,8 %) n'ayant été que partiellement compensées par les baisses du mazout (-1,3 %) et de l'essence (-1,3 %). Le coût des denrées alimentaires a reculé de 0,1 %, sous l'effet d'une baisse de 0,4 % dans le segment « alimentation à domicile ».

L'IPC de base, qui exclut les produits alimentaires et l'énergie, a augmenté de 0,2 %. Ce chiffre est également inférieur d'un dixième aux prévisions consensuelles. Le prix des biens de base a légèrement augmenté de 0,1 % au cours du mois, grâce aux hausses enregistrées par les produits médicaux (+0,4 %) et les produits du tabac (+0,3 %). En revanche, des baisses de prix ont été observées dans les catégories des voitures

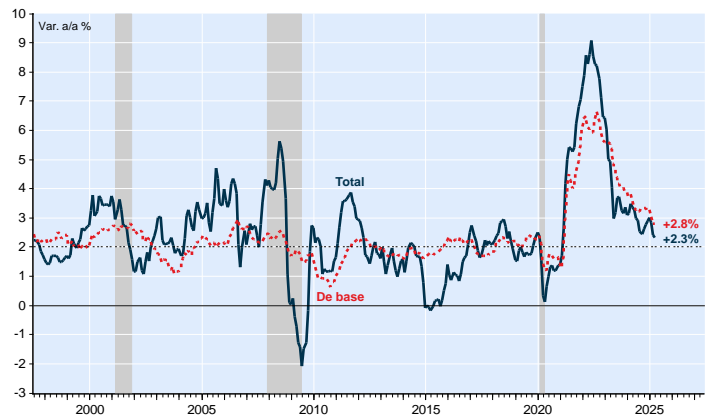
d'occasion (-0,5 %) et des vêtements (-0,2 %). L'indice qui suit le prix des véhicules neufs est resté inchangé.

Les prix dans le segment des services hors énergie ont augmenté de 0,3 % malgré une nouvelle baisse importante dans le segment des tarifs aériens (-2,8 %). Cette évolution s'explique par des hausses dans les catégories suivantes : logement (+0,3 %), services médicaux (+0,5 %), entretien des véhicules automobiles (+0,7 %) et assurance automobile (+0,6 %).

En glissement annuel, l'inflation globale s'est établie à 2,3 %, son plus bas niveau depuis 50 mois, en baisse par rapport aux 2,4 % du mois précédent et légèrement en deçà des prévisions consensuelles. L'indice de base sur 12 mois est quant à lui resté inchangé à 2,8 %, son plus bas niveau depuis quatre ans, un résultat conforme à la prévision médiane des économistes.

**É.-U.: L'inflation globale au plus bas depuis 50 mois en avril**

Indice des prix à la consommation



BNC Économie et stratégie (données via Bloomberg)

L'inflation globale a été plus faible que prévu en avril et a même atteint son plus bas niveau en 50 mois sur une base annuelle. Cela s'explique en partie par une baisse des prix des denrées alimentaires, elle-même due à une chute de pas moins de 12,7 % du prix des œufs. Rappelons que les prix des œufs avaient fortement augmenté ces derniers mois en raison d'une épidémie de grippe aviaire qui a durement touché les populations de poulets aux États-Unis.

Après une baisse significative le mois précédent, les prix de l'énergie ont rebondi, sous l'effet de la hausse des prix du gaz naturel et de l'électricité.

L'inflation de base a été conforme aux attentes consensuelles, mais de justesse, puisque l'indice hors alimentation et énergie a augmenté de 0,24 % à la deuxième décimale. Une fois de plus, la baisse dans la catégorie des billets d'avion a pesé sur le résultat. Après trois baisses mensuelles consécutives, les prix dans cette catégorie affichent désormais une baisse de 7,9 % en glissement annuel, la plus forte depuis 16 mois. Le recul de 0,5 % des prix des voitures d'occasion a également pesé sur l'inflation de base. Ce résultat est quelque peu surprenant étant donné que les autres indices des prix des voitures ont augmenté au cours du mois. Par exemple, l'indice Manheim, qui tend à être assez bien corrélé à l'IPC des voitures d'occasion, a enregistré une hausse de 2,8 % des prix des voitures d'occasion en avril, ce qui semble plus conforme à la forte augmentation des ventes de voitures ces dernières semaines en raison des craintes liées aux droits de douane. Comme ces deux indicateurs ont tendance à converger à moyen terme, il ne serait pas surprenant de voir les prix des voitures d'occasion rebondir dans l'IPC au cours des prochains mois.

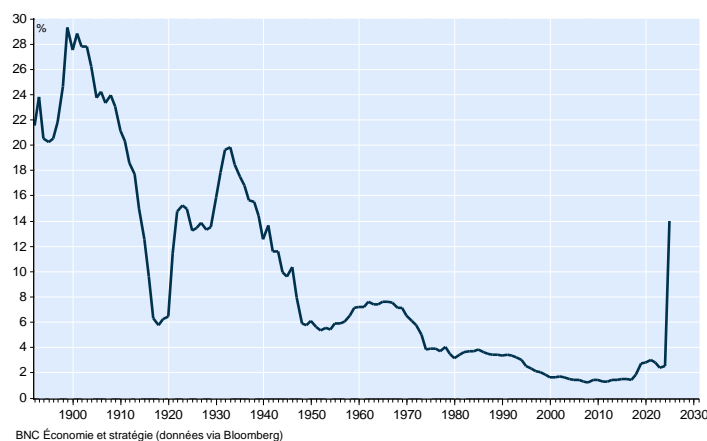
Le coût des services de base a augmenté à un rythme soutenu en avril, grâce en partie à une hausse de 0,3 % dans la catégorie du logement. Les loyers (+0,4 %) ont quant à eux enregistré leur plus forte hausse en huit mois. Le prix des services hors logement (+0,21 %), un bon indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes, a effacé une

partie des pertes enregistrées en mars (-0,24 %), mais est tout de même tombé à 2,7 %, son plus bas niveau en 49 mois, en glissement annuel.

Si les données de l'IPC pour avril sont encourageantes, un retour durable à l'objectif de la banque centrale n'est toutefois pas garanti. En effet, plusieurs nouvelles mesures prises par l'administration Trump sont susceptibles de raviver les pressions sur les prix. Citons par exemple l'expulsion des migrants (ou, de manière moins alarmante, la réduction de l'immigration), qui devrait réduire l'offre de main-d'œuvre à bas salaire. Mais c'est la politique commerciale qui suscite le plus d'inquiétudes, compte tenu de son potentiel à inverser les progrès réalisés sur le front de l'inflation des biens. Malgré la désescalade de cette semaine, les droits de douane moyens imposés sur les importations américaines devraient encore augmenter considérablement cette année, ce qui risque d'accroître les coûts de production de plusieurs usines.

### É.-U.: Un mur de tarifs douaniers... même après la désescalade

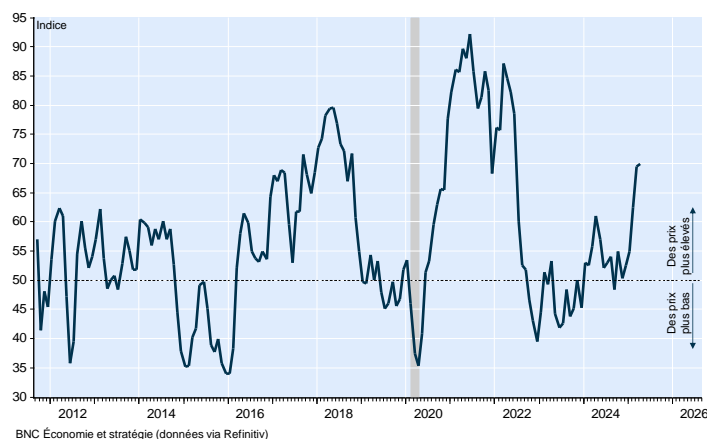
Droits de douane en pourcentage des importations totales



Dès le mois d'avril, les directeurs d'usine ayant répondu à l'enquête ISM ont signalé la hausse la plus généralisée des prix payés depuis trois ans. Il reste à voir si ces hausses seront répercutées sur les consommateurs.

### É.-U.: Davantage d'inflation des biens en perspective ?

Prix payés, enquête ISM sur l'industrie manufacturière



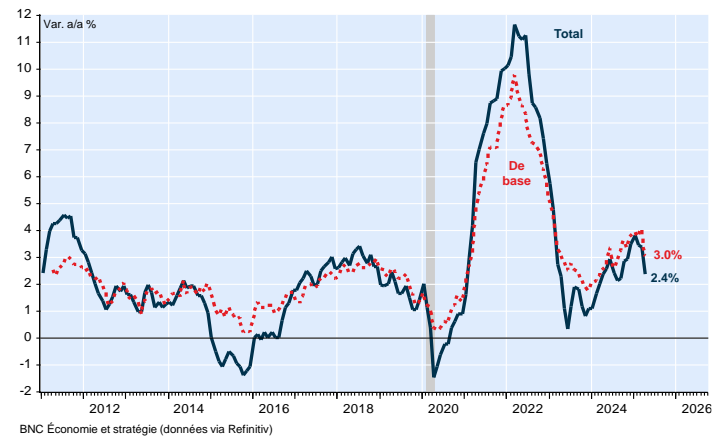
L'indice des prix à la production a reculé de 0,5 % entre mars et avril, un résultat inférieur aux prévisions consensuelles qui tablaient sur une hausse de 0,2 %. Ce recul fait suite à une stagnation le mois précédent (révisée à la hausse depuis une baisse de 0,4 %). L'indice de base, qui exclut les produits alimentaires et l'énergie, a reculé de 0,4 %, sous les prévisions consensuelles qui tablaient sur une hausse de 0,3 %. L'IPP des biens est resté stable en avril. Les prix des produits alimentaires ont reculé de 1 % au cours du mois, après une baisse de 2,1 % en mars, tandis que ceux de l'énergie ont reculé de 0,4 % en avril, après une

baisse de 3,8 % en mars. L'indice des services a reculé de 0,7 % au cours du mois, sous l'effet d'une baisse de 1,6 % de la composante commerce et de 0,4 % de la composante transport/entreposage.

Sur une base annuelle, l'IPP global a augmenté de 2,4 %, son plus faible résultat en sept mois et inférieur à l'estimation consensuelle de 2,5 %. L'IPP de base a augmenté de 3,1 % entre avril 2024 et avril 2025, un résultat conforme à la prévision médiane des économistes.

### É.-U.: Les prix à la production plus faibles que prévu en avril

Indice des prix à la production



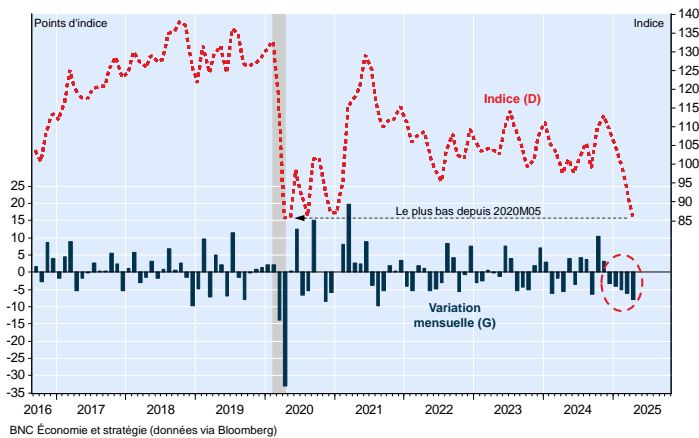
Après avoir augmenté de 1,7 % le mois précédent, les **ventes au détail** ont légèrement progressé de 0,1 % en avril, un résultat globalement conforme aux prévisions médianes des économistes (+0,0 %). Les ventes de véhicules automobiles et de pièces détachées (-0,1 %) n'ont pas eu d'incidence notable sur le chiffre global, puisqu'elles sont restées pratiquement inchangées au cours du mois. Hors automobiles, les dépenses ont également augmenté de 0,1 %, les hausses enregistrées dans les restaurants/bars (+1,2 %), les matériaux de construction (+0,8 %) et l'ameublement (+0,3 %) ayant été presque entièrement compensées par les baisses dans les articles de sport (-2,5 %), les articles divers (-2,1 %) et les stations-service (-0,5 %). Au total, les ventes ont augmenté dans seulement 5 des 13 catégories étudiées. Les ventes de base (c'est-à-dire les ventes hors services de restauration, concessionnaires automobiles, matériaux de construction et stations-service), qui sont utilisées pour calculer le PIB, ont reculé de 0,2 % au lieu d'augmenter de 0,3 % comme le prévoyait le consensus.

Les ventes au détail en avril ont été globalement conformes aux attentes du consensus. Après avoir enregistré leur plus forte croissance en près de deux ans, les dépenses chez les concessionnaires automobiles sont restées élevées, les acheteurs cherchant à se protéger contre d'éventuelles hausses de prix liées à l'imposition de droits de douane. Les ventes des stations-service ont reculé, mais cela s'explique probablement par la baisse des prix à la pompe (rappelons que le rapport sur les ventes au détail ne tient pas compte des variations de prix). Ailleurs, le rapport est mitigé. Les dépenses dans les restaurants et les bars, seule catégorie de services incluse, ont connu un deuxième mois consécutif de forte progression, avec une hausse de 4,3 % depuis février. Mais sur les 10 catégories restantes, seules 4 ont affiché une hausse en avril, ce qui suggère que les consommateurs américains deviennent un peu plus prudents. La baisse des ventes de base est un autre aspect décevant du rapport.

À l'avenir, nous prévoyons un ralentissement de la consommation des ménages. La confiance des consommateurs a fortement baissé ces derniers mois, les ménages craignant que les politiques de l'administration Trump pèsent sur leurs perspectives d'emploi.

### É.-U.: L'optimisme post-électoral s'estompe rapidement

Indice de confiance des consommateurs du Conference Board

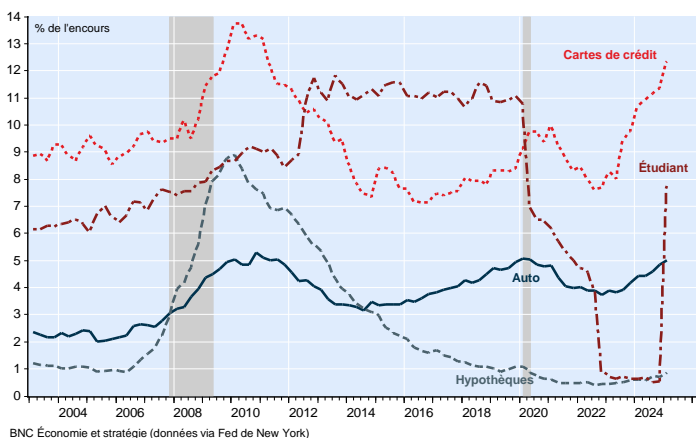


Mais même si le marché du travail reste résilient, les ménages pourraient être confrontés à d'autres défis dans les mois à venir, notamment un endettement de plus en plus difficile à gérer. Les données publiées en début de semaine par la Fed de New York montrent que 12,3 % des prêts sur cartes de crédit étaient en situation de défaut de paiement grave au premier trimestre, soit la proportion la plus élevée depuis le premier trimestre 2011. Le taux de chômage s'élevait alors à 9,0 % aux États-Unis, contre 4,2 % aujourd'hui. La situation n'était guère meilleure du côté des prêts automobiles, le taux de défaillance grave atteignant également son plus haut niveau depuis plusieurs années.

La reprise du recouvrement des prêts étudiants est un autre facteur susceptible d'influencer la croissance de la consommation dans les mois à venir, l'amnistie accordée par le président Biden ayant expiré à la fin de 2024. Le ministère de l'Éducation a recommencé à signaler les impayés aux agences de crédit, ce qui pourrait faire baisser la cote de crédit de nombreux emprunteurs dans les mois à venir. Sans oublier que l'administration Trump a annoncé qu'elle confisquerait les remboursements d'impôts et les prestations de sécurité sociale des personnes en retard de paiement à la fin de l'été. Rappelons que près de 8 % de la dette étudiante totale était en souffrance depuis plus de 90 jours au premier trimestre.

### É.-U.: Les consommateurs ont plus de mal à rembourser leurs dettes

Pourcentage de prêts en situation de retard grave (90+ jours de retard)



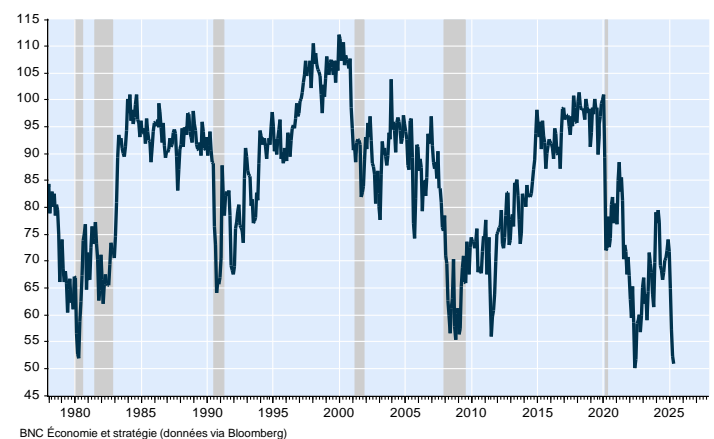
D'autres facteurs plus techniques pourraient contribuer à affaiblir la consommation de biens, notamment un retour à des conditions de demande plus normales dans le secteur automobile. Les droits de douane imposés à ce segment par Washington menacent de faire grimper le prix des voitures vendues aux États-Unis. Cela pourrait avoir incité les acheteurs à se décider plus tôt. Les consommateurs ont probablement aussi décidé d'anticiper leurs achats de voitures

électriques et hybrides, sachant que le président Trump prévoit de supprimer les subventions accordées à ces véhicules. Mais tout comme ces facteurs spécifiques ont pu contribuer à stimuler les ventes de voitures au premier trimestre, ils pourraient également peser sur celles-ci au deuxième et au troisième trimestre. Cela n'empêchera probablement pas les dépenses de biens de continuer à augmenter en 2025, mais les hausses devraient être moins importantes que celles auxquelles nous étions habitués ces derniers temps.

L'estimation préliminaire de l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan a reculé de 52,2 en avril à 50,8 en mai, un résultat inférieur aux prévisions consensuelles qui tablaient sur 53,4 et le deuxième plus bas niveau jamais enregistré. Il s'agit de la cinquième contraction mensuelle consécutive de la confiance des consommateurs, en réaction à la guerre commerciale actuelle. Le sous-indice évaluant les conditions économiques actuelles a reculé de 59,8 à 57,6, tandis que celui mesurant les attentes a fondu de 47,3 à 46,5.

### É.-U.: Le moral des consommateurs est proche d'un creux historique

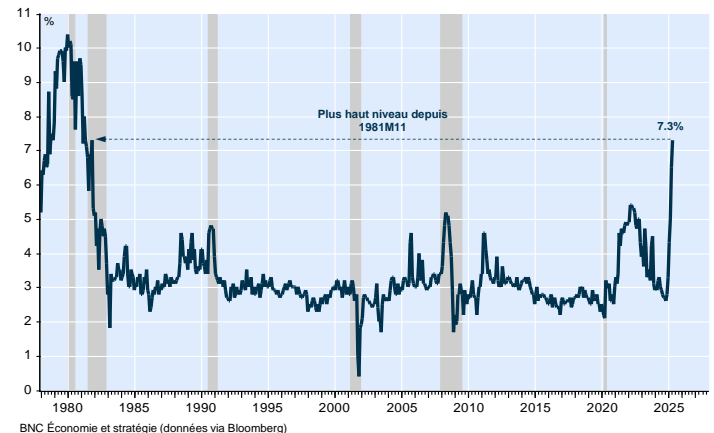
Indice de confiance, enquête sur la confiance des consommateurs de l'Université du Michigan



Alors que les consommateurs anticipent l'impact des droits de douane sur les prix, les prévisions d'inflation à un an ont de nouveau bondi ce mois-ci, passant de 6,5 % en avril à 7,3 % en mai, leur plus haut niveau depuis 1981, un chiffre qui complique la tâche de la banque centrale dans sa lutte contre l'inflation et laisse présager un risque de stagflation pour l'économie américaine. Les anticipations d'inflation à long terme ont également bondi au cours du mois, passant de 4,4 % en avril à 4,6 % en mai, leur plus haut niveau depuis 1990.

### É.-U.: La menace des droits de douane se reflète dans les attentes d'inflation

Attentes des consommateurs en matière d'inflation à 12 mois, enquête sur la confiance des consommateurs de l'Université du Michigan

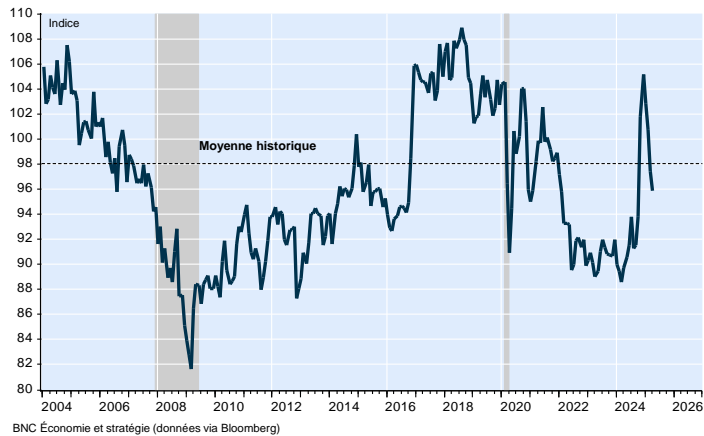


L'indice de confiance des petites entreprises NFIB a reculé pour le quatrième mois consécutif, passant de 97,4 en mars à 95,8 en avril, un résultat légèrement supérieur aux prévisions consensuelles qui tablaient

sur 95,0. L'indice reste donc légèrement inférieur à sa moyenne à long terme (98) pour le deuxième mois consécutif, la guerre commerciale pesant sur la confiance des petites entreprises.

#### É.-U.: L'optimisme des petites entreprises sous la moyenne historique

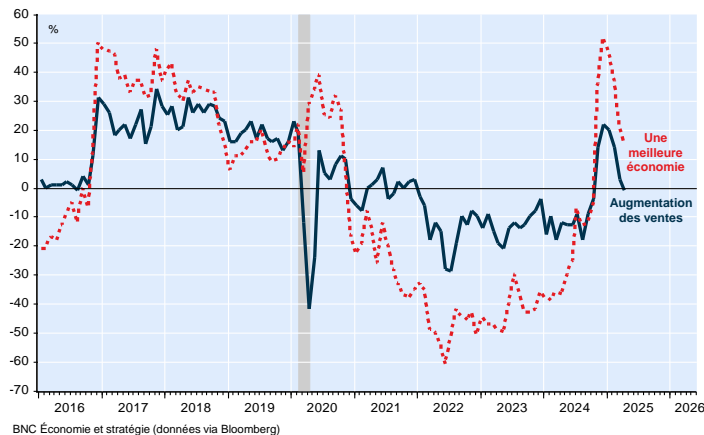
Indice d'optimisme des petites entreprises NFIB



Le pourcentage net d'entreprises prévoyant une amélioration de la situation économique a de nouveau baissé ce mois-ci, passant de 21 % en mars à 15 % en avril. La guerre commerciale actuelle a également eu un impact sur les prévisions de ventes, la proportion nette d'entreprises prévoyant une augmentation de leurs ventes passant de 3 % à -1 %, tandis que la proportion nette d'entreprises prévoyant d'augmenter leurs dépenses d'investissement a reculé de 21 % en mars à 18 % en avril, soit une quatrième baisse en cinq mois.

#### É.-U.: La guerre commerciale pèse sur les petites entreprises

Proportion nette d'entreprises prévoyant une augmentation des ventes et une amélioration de l'économie



Malgré le contexte actuel, l'indice d'incertitude de la NFIB a reculé de 96 à 92 en avril, tout en restant à un niveau élevé. Autre élément positif, les intentions d'embauche ont légèrement augmenté, passant de 12 % à 13 % au cours du mois, ce qui constitue la première amélioration en quatre mois. En ce qui concerne l'inflation, 25 % des entreprises ont déclaré avoir augmenté leurs prix de vente en avril, une proportion inférieure à celle enregistrée le mois précédent (26 %).

La **production industrielle** est restée stable en avril, en deçà des estimations consensuelles qui tablaient sur une hausse de 0,1 %. La production manufacturière a reculé de 0,4 %, en grande partie en raison d'une baisse de 1,9 % dans le segment des véhicules automobiles et des pièces détachées. Hors automobiles, la production industrielle a augmenté de 0,1 %. La production des services publics a progressé de 3,3 %, tandis que celle du secteur minier a reculé de 0,3 %.

**Le taux d'utilisation des capacités** dans le secteur industriel a légèrement reculé, passant de 77,8 % en mars à 77,7 % en avril. Dans le secteur manufacturier, il a baissé de 77,2 % à 76,8 %.

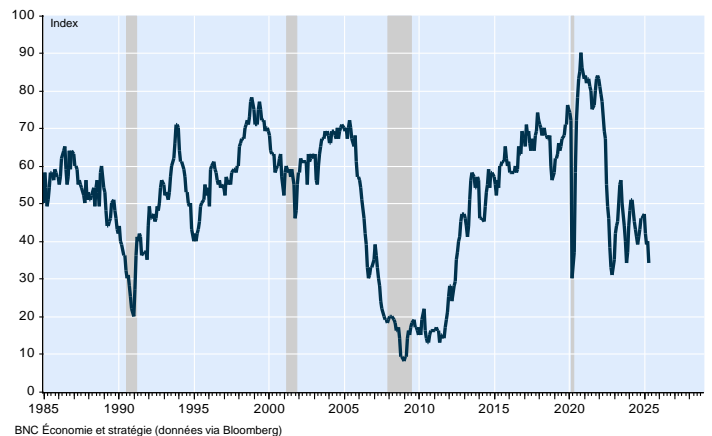
Les **mises en chantier** ont augmenté de 1,6 % en avril pour atteindre 1,361K (chiffre désaisonnalisé et annualisé), un résultat largement conforme aux prévisions consensuelles. Les mises en chantier dans le segment multifamilial ont augmenté à 420K, ce qui a plus que compensé la baisse de 2,1 % des mises en chantier de logements individuels au cours du mois. Les achèvements de logements au cours du mois ont été inférieurs de 5,9 % à l'estimation révisée de mars, en grande partie en raison du ralentissement des achèvements de logements individuels.

Les **permis de construire** ont quant à eux reculé de 1,481K en mars à 1,412K en avril, soit une baisse de 4,7 %. Les autorisations pour les logements individuels se sont établies à 922K en avril, soit 5,1 % de moins que le chiffre révisé de mars, tandis que les autorisations pour les logements collectifs ont atteint 431K au cours du mois.

L'**indice NAHB du marché immobilier** a chuté de 40 en avril à 34 en mai, un résultat bien inférieur aux prévisions consensuelles (40) et le niveau le plus bas enregistré par cet indice depuis novembre 2023. Cette détérioration a été causée par la baisse des indicateurs actuels des ventes de maisons individuelles (de 45 à 37), tandis que l'indice des ventes futures de maisons individuelles (de 43 à 42) et le trafic des acheteurs potentiels (de 25 à 23) ont légèrement diminué.

#### É.-U.: Les constructeurs d'habitations restent prudents

Indice de confiance des constructeurs de maisons NAHB



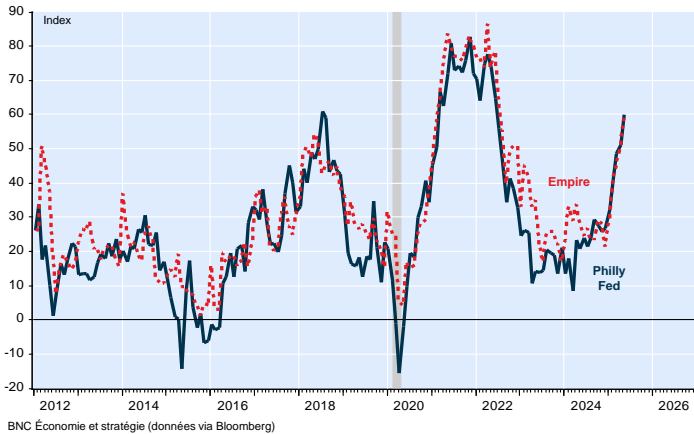
L'**indice Empire State de l'activité manufacturière**, qui mesure les conditions générales des entreprises, s'est détérioré, passant de -8,1 en avril à -9,2, un résultat inférieur aux prévisions consensuelles (-8,0). Du côté positif, les sous-indices des livraisons (de -2,9 à 3,5) et des nouvelles commandes (de -8,8 à 7,0) sont revenus en territoire positif. Si l'indicateur du nombre d'employés s'est détérioré (de -2,6 à -5,1), restant en territoire négatif pour le sixième mois consécutif, le sous-indice de la semaine de travail moyenne s'est amélioré (de -9,1 à -3,4). Malgré la faiblesse de la demande, les pressions inflationnistes ont continué de s'accroître, l'indice des prix payés passant de 50,8 à 59,0, son plus haut niveau depuis juillet 2022. Bien sûr, la politique commerciale de Washington a joué un rôle à cet égard, plusieurs entreprises ayant été contraintes d'avancer leurs achats pour éviter les droits de douane, ce qui a exercé une pression sur les chaînes d'approvisionnement. Les prévisions des entreprises pour les six prochains mois se sont améliorées, passant de -7,4 à -2,0, mais sont restées en territoire négatif.

L'indice **Philly Fed** des perspectives du secteur manufacturier est passé de -26,4 en avril à -4,0, un niveau bien supérieur au consensus qui tablaient sur -11,0, mais toujours compatible avec une contraction de l'activité manufacturière (<0). Le sous-indice des nouvelles commandes est repassé en territoire expansionniste (de -34,2 à 7,5), mais celui des livraisons s'est enfoncé davantage en territoire de contraction (de -9,1 à

-13,0). Le sous-indice du nombre d'employés s'est également amélioré, passant de 0,2 à 16,5. À l'instar de l'enquête Empire, le rapport de la Fed de Philadelphie a signalé une intensification de l'inflation des prix des intrants, l'indicateur correspondant passant de 51,0 à 59,8, son plus haut niveau depuis juin 2022. Enfin, l'indice suivant l'activité commerciale future a bondi de 6,9 à 47,2, dépassant sa moyenne à long terme (34) pour la première fois en quatre mois.

### É.-U.: La pression sur les prix s'intensifie dans le secteur manufacturier

Sous-indice des prix payés, enquête Empire State et de la Fed de Philadelphie sur le secteur manufacturier



Les **demandes initiales d'allocations chômage** sont restées stables à 229K pour la semaine du 10 mai. Les demandes continues, quant à elles, ont augmenté de 1,872K à 1,881K.

**Monde:** Le **Japon** a enregistré une baisse annualisée de 0,7 % de son PIB réel au premier trimestre de l'année, inférieure aux prévisions consensuelles de -0,3 %. Le PIB a été largement pénalisé par une hausse des importations (+12,1 %) et un ralentissement de la croissance de la consommation des ménages (+0,1 %). La consommation des ménages a été soutenue par les biens semi-durables (+12,7 %) et les services (+1,6 %), mais partiellement neutralisée par les biens durables (-6 % en glissement annuel) et les biens non durables (-2,0 %). La croissance du PIB plus faible que prévu rendra plus difficile pour la Banque du Japon de poursuivre la normalisation des taux d'intérêt, après une hausse du taux directeur à 0,5 % en janvier, son plus haut niveau en 17 ans. Sur 12 mois, le PIB a progressé de 1,7 %.

## Ce que nous surveillerons la semaine prochaine

**Au Canada,** Au Canada, le point saillant de la semaine sera la publication du rapport sur l'**IPC** d'avril. L'abolition de la taxe sur le carbone pourrait avoir eu un impact disproportionné au cours du mois, entraînant une baisse significative des prix de l'essence. En conséquence, l'inflation globale pourrait avoir reculé de 0,2 % sur une base mensuelle non désaisonnalisée. Si nos prévisions se confirment, le taux d'inflation annuel pourrait tomber à seulement 1,6 %, son plus bas niveau en sept mois. Les mesures de base privilégiées par la Banque du Canada pourraient être moins encourageantes, l'IPC-tronq devant passer de 2,8 % à 2,9 % et l'IPC-med rester inchangé à 2,9 %. Le rapport sur les **ventes au détail** de mars sera également suivi de près. Les consommateurs se sont précipités chez les concessionnaires automobiles au cours du mois pour acheter des véhicules avant l'entrée en vigueur des droits de douane. Cela devrait entraîner une forte hausse des ventes d'automobiles et, par extension, une augmentation des ventes au détail globales. Cependant, dans le contexte actuel d'incertitude et compte tenu de la baisse significative de la confiance des consommateurs ces derniers mois, nous pensons que cette ruée s'est faite au détriment d'autres catégories de dépenses. Les ventes hors

automobiles pourraient même avoir légèrement reculé au cours du mois, en partie en raison d'une baisse importante des dépenses dans les stations-service. Nous suivrons également de près la publication du **Baromètre des affaires de la FCEI** pour le mois de mai.

		Précédent	Prévisions BNC
<b>MAR:</b>	IPC (avril, var. a/a)	2.3%	1.6%
	IPC-médian (avril, var. a/a)	2.9%	2.9%
	IPC-tronqué (avril, var. a/a)	2.8%	2.9%
<b>VEN:</b>	Ventes au détail (mars, var.m/m)	-0.4%	0.8%
	hors pièces et véhicules automobiles (mars, var. m/m)	0.5%	-0.2%

**Aux États-Unis,** une mise à jour du marché immobilier sera également fournie avec la publication des données sur les **ventes de logements existants et neufs** pour le mois d'avril. Si les premières ont pu bénéficier de la baisse des taux hypothécaires et atteindre 4,225K (chiffre désaisonnalisé et annualisé), les secondes pourraient avoir reculé à 700K après une hausse exceptionnelle le mois précédent. La publication de l'indice **Composite PMI de S&P Global** donnera quelques indications sur la situation du secteur privé en mai. Plusieurs **représentants de la Fed** seront invités à prendre la parole lors de la 29<sup>e</sup> conférence annuelle sur les marchés financiers en Floride, notamment Raphael Bostic (lundi et mardi), Philip Jefferson (lundi), John Williams (lundi), Lorie Logan (lundi), Alberto Musalem (mardi) et Beth Hammack (mardi). John Williams prononcera également un discours à la Fed de New York jeudi.

		Précédent	Prévisions BNC
<b>JEU:</b>	Ventes de maisons neuves (avril, nombre d'unités annualisé)	724K	700K
<b>VEN:</b>	Reventes de maisons (avril, nombre d'unités annualisé)	4,020K	4,225K

**Ailleurs dans le monde,** les **indices composites PMI de S&P Global** pour le mois de mai seront publiés dans la zone euro et au Japon. Le rapport sur l'**IPC** du Japon pour le mois d'avril sera également publié.



## Calendrier économique – Canada et É.-U.

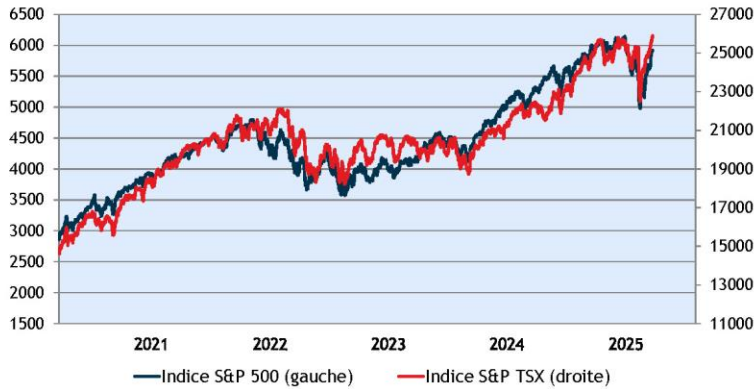
Données économiques et événements de marché								Annonces bénéfiques			
Heure	Pays	Donnée	Période	Précédent	Estimé du consensus	FBN	Compagnie	Heure	Trim.	BPS Cons.	
<b>Lundi</b> 19 mai											
<b>Mardi</b> 20 mai								Home Depot Inc/The Bef-mkt Q1 26 3.59 Keysight Technologies Inc Aft-mkt Q2 25 1.65 Palo Alto Networks Inc Aft-mkt Q3 25 0.77			
<b>Mercredi</b> 21 mai								Medtronic PLC 06:45 Q4 25 1.58 Lowe's Cos Inc Bef-mkt Q1 26 2.88 Target Corp Bef-mkt Q1 26 1.68 TJX Cos Inc/The 09:30 Q1 26 0.91  AT&T Inc Bef-mkt Q1 25 0.52 Chipotle Mexican Grill Inc 16:10 Q1 25 0.28			
<b>Jeudi</b> 22 mai								Toronto-Dominion Bank/The 06:00 Q2 25 1.78 Lightspeed Commerce Inc Bef-mkt Q4 25 0.11 Analog Devices Inc 07:00 Q2 25 1.70 Williams-Sonoma Inc Bef-mkt Q1 26 1.74 Ralph Lauren Corp 08:00 Q4 25 2.02 Copart Inc 16:00 Q3 25 0.41 Ross Stores Inc 16:00 Q1 26 1.43 Workday Inc Aft-mkt Q1 26 2.01 Deckers Outdoor Corp Aft-mkt Q4 25 0.57 Intuit Inc Aft-mkt Q3 25 10.94 Autodesk Inc Aft-mkt Q1 26 2.15			
<b>Vendredi</b> 23 mai											

Source: Bloomberg

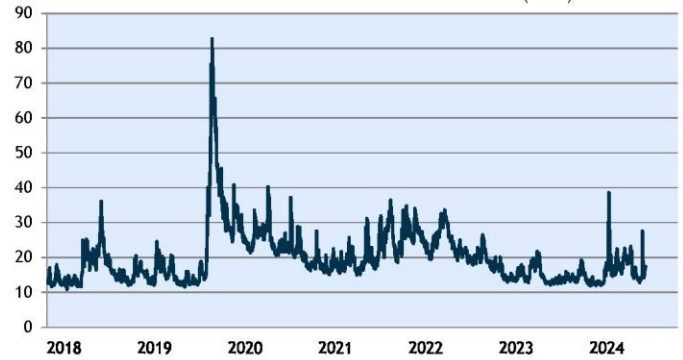


## Mise à jour hebdomadaire – Tableau 1

Indices boursiers nord-américains



Indice de volatilité CBOE SPX (VIX)



### Indices Boursiers

Performances totales (en C\$ / en devise locale)

Haut/Bas sur 10 ans

	Niveau	Performances totales (en C\$ / en devise locale)					Haut/Bas sur 10 ans		
		1 semaine	1 mois	3 mois	Cette année	1 an	5 ans (ann.)	Haut (date)	Bas (date)
<b>Canada</b>									
S&P/TSX	25897.5	2.6%	7.8%	2.4%	5.8%	19.7%	15.5%	25897.5 (15 mai 2025)	11228.5 (23 mars 2020)
<b>États-Unis</b>									
S&P 500	5916.9	5.3% / 4.5%	10.4% / 9.8%	-4.1% / -2.9%	-1.6% / 1.1%	16.0% / 13.0%	17.3% / 17.4%	6144.2 (19 févr. 2025)	1829.1 (11 févr. 2016)
Dow Jones	42322.8	3.1% / 2.4%	5.6% / 4.9%	-5.8% / -4.6%	-2.7% / 0.0%	10.8% / 8.0%	14.4% / 14.6%	45014.0 (4 déc. 2024)	15660.2 (11 févr. 2016)
Nasdaq	19112.3	7.4% / 6.7%	14.4% / 13.7%	-5.5% / -4.4%	-3.5% / -0.8%	18.0% / 15.0%	17.0% / 17.1%	20173.9 (16 déc. 2024)	4266.8 (11 févr. 2016)
<b>Monde</b>									
Euro Stoxx 50	5412.1	2.7% / 2.8%	9.8% / 10.5%	5.5% / 0.3%	18.6% / 12.8%	16.0% / 9.6%	18.6% / 18.0%	5540.7 (3 mars 2025)	2385.8 (18 mars 2020)
FTSE100	8633.8	1.9% / 1.5%	6.2% / 5.2%	4.5% / 0.5%	11.0% / 7.5%	14.6% / 6.3%	14.3% / 12.4%	8871.3 (3 mars 2025)	4993.9 (23 mars 2020)
TOPIX	2739.0	1.6% / 1.5%	7.3% / 9.0%	3.5% / 0.4%	4.3% / -0.5%	12.4% / 2.8%	9.2% / 16.2%	2929.2 (11 juil. 2024)	1196.3 (12 févr. 2016)
CSI 300	3907.2	2.5% / 1.5%	6.2% / 4.1%	-1.1% / -0.6%	-1.8% / -0.3%	14.4% / 11.3%	2.0% / 2.4%	5807.7 (10 févr. 2021)	2853.8 (28 janv. 2016)
MSCI Monde	876.4	4.4% / 3.7%	10.1% / 9.4%	-1.4% / -0.2%	2.2% / 5.0%	15.6% / 12.6%	15.1% / 15.3%	887.7 (18 févr. 2025)	353.4 (11 févr. 2016)
MSCI Marchés émerg.	1173.5	4.3% / 3.6%	10.6% / 9.9%	3.9% / 5.2%	7.3% / 10.2%	14.4% / 11.4%	8.4% / 8.5%	1444.9 (17 févr. 2021)	688.5 (21 janv. 2016)
MSCI EAFE	2547.3	2.2% / 1.5%	8.2% / 7.6%	4.5% / 5.8%	11.5% / 14.6%	13.6% / 10.6%	13.1% / 13.2%	2547.3 (15 mai 2025)	1354.3 (23 mars 2020)

### Indices obligataires canadiens

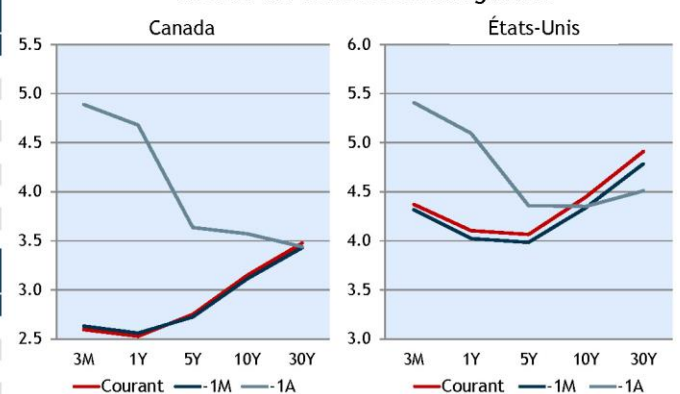
Performances totales

	1 semaine	1 mois	Cette année	1 an	5 ans (ann.)
<b>Indices Refinitiv</b>					
Univers complet	0.6%	0.4%	1.3%	6.5%	-0.4%
Univers long terme	1.0%	0.5%	-0.3%	5.0%	-3.2%
Univers moyen terme	0.5%	0.3%	2.3%	8.0%	0.3%
Univers court terme	0.3%	0.4%	1.9%	6.8%	1.8%
Univers fédéral	0.4%	0.0%	1.4%	5.8%	-1.1%
Univers provincial	0.7%	0.4%	0.7%	6.1%	-1.2%
Univers corporatif	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

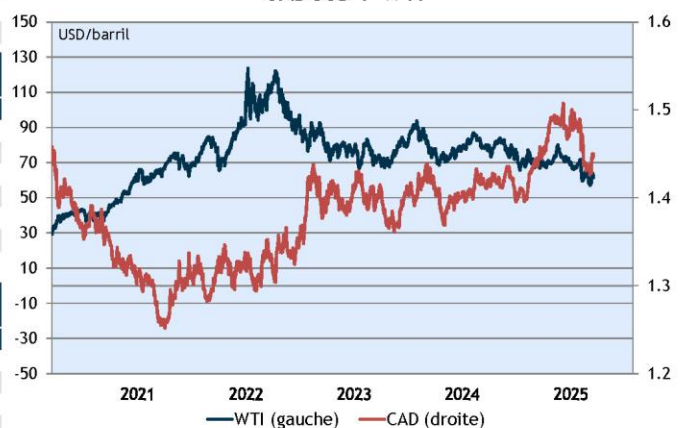
### Courbe de rendement obligataire

	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	30 ans
<b>Canada</b>	<u>2.60%</u>	<u>2.53%</u>	<u>2.75%</u>	<u>3.15%</u>	<u>3.48%</u>
Chg. 1 sem. (pbs)	-4	-6	-6	-6	-3
Chg. 1 mois (pbs)	-4	-3	+2	+4	+5
Chg. 1 an (pbs)	-230	-215	-89	-42	+4
<b>États-Unis</b>	<u>4.37%</u>	<u>4.10%</u>	<u>4.07%</u>	<u>4.45%</u>	<u>4.91%</u>
Chg. 1 sem. (pbs)	+4	+2	+7	+6	+6
Chg. 1 mois (pbs)	+6	+8	+8	+11	+13
Chg. 1 an (pbs)	-104	-99	-29	+10	+40

### Courbe de rendement obligataire



### CADUSD / WTI



### Devises

	Courant	Il y a 1 sem.	Il y a 1 mois	Au 1er janvier	Il y a 1 an
USDCAD	1.400	1.390	1.391	1.438	1.363
US cents par C\$	0.715	0.720	0.719	0.695	0.734
EURCAD	1.566	1.567	1.576	1.489	1.480
EURUSD	1.119	1.128	1.133	1.036	1.086
USDJPY	145.8	145.0	142.7	157.2	155.3
GBPUSD	1.328	1.331	1.325	1.252	1.265
USDCNY	7.213	7.236	7.314	7.299	7.220

### Commodités

	Courant	Il y a 1 sem.	Il y a 1 mois	Au 1er janvier	Il y a 1 an
Pét - WTI (\$/barril)	61.62	59.91	61.33	71.72	78.63
Pét - Brent (\$/barril)	63.81	62.00	67.57	76.53	82.30
Or (\$/oz)	3209.50	3358.35	3219.26	2625.35	2380.75
Indice CRB métaux	773.9	773.9	773.9	773.9	773.9

## Mise à jour hebdomadaire – Tableau 2

Emploi				
	Taux de chômage		Variation de l'emploi	
	Courant	Il y a 12 mois	Plus récent	Moy. 12 mois
<b>Canada</b>	6.9%	6.2%	7.4K	22.4K
Ontario	7.8%	6.8%	-34.6K	6.4K
Québec	6.0%	5.1%	18.3K	7.4K
Colombie-Britannique	6.2%	5.0%	6.0K	1.2K
Alberta	7.1%	7.2%	15.0K	4.3K
États-Unis	4.2%	3.9%	177.0K	156.8K
Zone euro	6.2%	6.5%	---	---
Japon	2.5%	2.6%	-80.0K	37.5K

Inflation				
	A/A		A/A	
	Plus récent	3 mois ann.	Il y a 6 mois	Il y a 1 an
<b>Canada</b>				
CPI d'ensemble	2.3%	3.2%	1.6%	2.9%
Moyenne des mesures de base	2.7%	---	2.4%	2.6%
<b>États-Unis</b>				
PCE d'ensemble	2.3%	3.1%	2.1%	2.8%
PCE de base	2.6%	3.5%	2.7%	3.0%
<b>Zone euro</b>				
CPI d'ensemble	2.2%	---	2.0%	2.4%
CPI de base	2.7%	---	2.7%	2.7%
<b>Japon</b>				
CPI d'ensemble	3.6%	2.6%	2.5%	2.7%
CPI de base	3.2%	2.2%	2.4%	2.6%

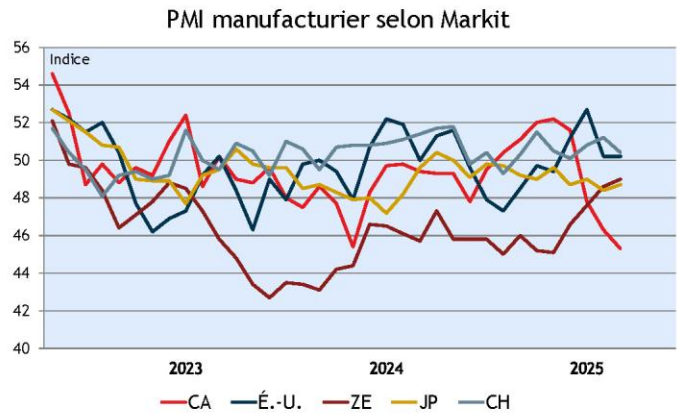
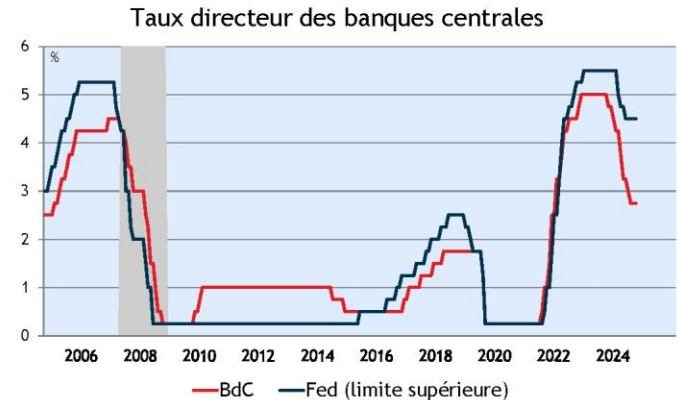
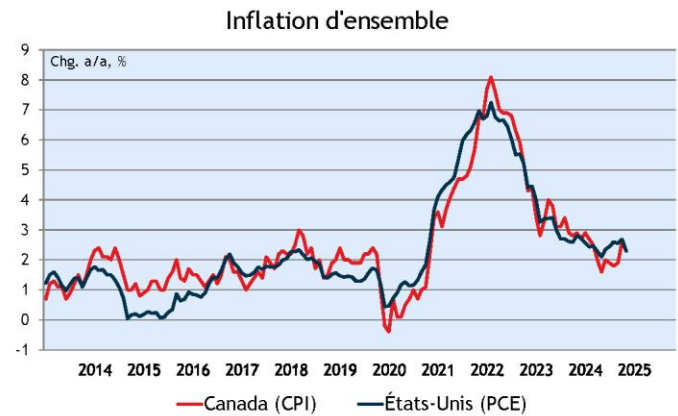
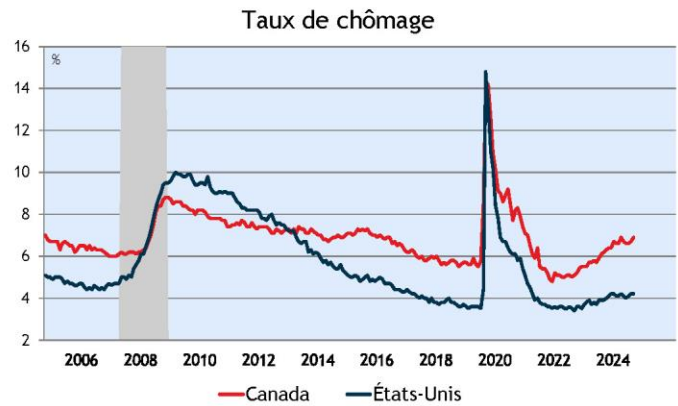
Marché Immobilier				
	Prix médian	Paiement hyp. %	Prix des	Mises en chantier
	d'une maison	du revenu disp. / il y a 12 mois	maisons chg. A/A	Moy. 3 mois / Moy. 10 ans
<b>Canada</b>	\$780,258	63.4% / 66.1%	2.8%	238.1K / 229.5K
Toronto	\$1,187,646	86.8% / 91.3%	-0.2%	20.4K / 39.8K
Vancouver	\$1,252,361	99.7% / 102.5%	2.6%	23.8K / 26.4K
Montréal	\$509,957	43.9% / 46.2%	8.1%	19.3K / 23.2K
Calgary	\$574,734	43.0% / 40.3%	7.1%	31.7K / 14.8K
États-Unis	---	---	3.9%	1396.7K / 1348.6K

Secteur manufacturier				
Indices Refinitiv	PMI manufacturier selon Markit		Production industrielle	
	Plus récent	Tendance 6 mois	Chg 3 mois ann	Chg 12 mois
Canada	45.3	▼	5.2%	1.0%
États-Unis	50.2	▲	2.6%	1.5%
Zone euro	49.0	▲	20.0%	3.9%
Japon	48.7	▼	5.7%	1.0%
Chine	50.4	▲	---	---

Politique monétaire				
	Taux directeur	Il y a 12 mois	Tendance	Prochain meet.
Banque du Canada	2.75%	5.00%	▼	6/04/25
Réserve Fédérale (limite sup.)	4.50%	5.50%	▼	6/18/25

Croissance du PIB				
	T/T ann		A/A	
	Plus récent	Précédent	Plus récent	Il y a 6 mois
Canada	2.6% (T4)	2.2% (T3)	2.4%	1.9%
États-Unis	-0.3% (T1)	2.5% (T4)	2.1%	2.5%
Zone euro	1.3% (T1)	1.0% (T4)	1.2%	1.2%
Japon	-0.7% (T1)	2.4% (T4)	1.6%	1.4%

Contributions à la croissance du PIB réel - Canada				
	T4 2024	T3 2024	T2 2024	T1 2024
<b>PIB</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>
Consommation	3.0	2.2	0.5	1.9
Invest. des entreprises	0.7	-0.8	1.1	0.1
Secteur sans but lucratif	0.0	0.1	0.0	0.1
Invest. résidentiels	1.2	0.5	-0.7	-0.6
Secteur public	0.6	1.3	1.1	1.6
<b>Demande int. finale</b>	<b>5.5</b>	<b>3.2</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>
Exportations	2.3	-0.3	-2.3	0.4
Importations	-1.7	0.4	1.0	-0.1
<b>Commerce international</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.3</b>
Stocks	-3.2	-1.3	2.0	-1.8
Écart statistique	-0.2	0.2	0.0	0.2





**Abonnez-vous à nos publications : [BNCeconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCeconomieetStrategie@bnc.ca) – Pour nous joindre : 514 879-2529**

## Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), 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 de l'UE

En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par BNC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. BNC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par BNC Paris S.A. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

## Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« BNCFI ») 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 BNCFI.

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 BNC Financial Markets Asia Limited (« BNCFMA »), 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 BNCFMA 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 BNCFMA 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 BNCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par BNCFMA 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 SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

## Droits d'auteur

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