



## Sommaire

Par Matthieu Arseneau, Jocelyn Paquet et Daren King

- Après un premier trimestre relativement encourageant, la croissance a considérablement ralenti au deuxième trimestre en Chine, le PIB réel n'augmentant que de 0.7% en termes non annualisés. Malgré les mesures de relance annoncées par le gouvernement, les prix de l'immobilier ont continué à baisser au cours du trimestre, une situation qui a pesé lourd sur le moral des consommateurs à en juger par la faible augmentation des ventes au détail enregistrée en juin. Dans la zone euro, les dernières semaines ont été marquées par une augmentation de l'incertitude politique à la suite des élections législatives françaises. Même si ces dernières n'ont pas conduit à une victoire du Rassemblement national, elles ont tout de même abouti à une absence de majorité à l'Assemblée nationale, ce qui est historiquement associé à un certain immobilisme politique. Et si l'incertitude croissante ne rendra la Banque centrale européenne que plus encline à assouplir sa politique monétaire à l'avenir, il est peu probable que cela conduise à une croissance économique exceptionnelle dans un avenir rapproché, car les taux d'intérêt réels resteront probablement élevés pendant un certain temps encore. Nous nous attendons plutôt à ce que la croissance de la zone euro demeure inférieure à son potentiel à court et moyen terme. Combinée à une croissance relativement faible en Chine et au ralentissement prévu de l'activité économique aux États-Unis, cela se traduit dans notre scénario par une croissance mondiale plutôt mièvre en 2024 (3.0%) et en 2025 (2.8%).
- S'adressant aux médias à la suite de la dernière décision de politique monétaire du FOMC, le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a indiqué qu'à mesure que l'inflation se rapprocherait de l'objectif, la Fed accorderait progressivement plus d'attention au marché du travail pour déterminer le niveau approprié des taux directeurs. Bien qu'aucun détail supplémentaire n'ait été donné sur la manière dont la banque centrale envisage de pondérer les deux volets de son mandat à l'avenir, il était tout de même rassurant d'entendre que l'évolution récente de l'inflation offre désormais à la Fed une plus grande flexibilité pour réagir à toute faiblesse sur le marché du travail. Disposer d'une certaine flexibilité est certes une bonne chose, mais encore faut-il l'utiliser en cas de besoin. Ce qui soulève la question suivante : le marché du travail s'est-il suffisamment détendu pour justifier des baisses de taux? Nous pensons que c'est le cas, et probablement plus que la Fed ne semble prête à l'admettre. Si notre scénario prévoit quelques baisses de taux d'ici la fin de l'année, nous pensons que celles-ci ne suffiront pas à éviter un ralentissement économique significatif. La croissance devrait donc tomber au point mort au tournant de l'année 2025 avant d'accélérer à nouveau sous l'impulsion d'un assouplissement supplémentaire de la Fed. Cela se traduirait par une augmentation de 2.1% du PIB réel en 2024 et de seulement 1.0% en 2025.
- La Banque du Canada a commencé à réduire son taux directeur en juin et devra prendre une nouvelle décision à la fin du mois de juillet. Selon nous, ses récentes communications illustrent une volonté claire de réduire le degré de restriction de la politique monétaire. C'est à notre avis une bonne nouvelle, car il est grand temps pour la Banque du Canada de détourner son attention des données sur l'inflation et les salaires, qui réagissent avec un délai au contexte économique. Celui-ci se détériore rapidement comme en témoigne le taux de chômage qui a poursuivi sa tendance à la hausse, alors que les embauches ne parviennent pas à suivre le rythme de la croissance démographique. Quant à elle, l'enquête sur les perspectives des entreprises publiée en juillet confirme notre opinion selon laquelle la plupart des secteurs sont actuellement en sureffectif, ce qui n'est pas rassurant pour l'avenir. La proportion d'entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre est tombée à 15%, un niveau habituellement observé qu'en période de récession. En 2022, le taux de changement d'emploi avait atteint un niveau record contribuant à la poussée des salaires, mais cette époque est clairement révolue alors que celui-ci se situe désormais à un niveau comparable aux récessions passées. Il y a lieu de penser que les débouchés sont actuellement limités, mais aussi que les travailleurs préoccupés par les perspectives considèrent qu'il est plus sûr de rester chez leur employeur actuel. Alors que les taux d'intérêt restent extrêmement restrictifs, nous prévoyons encore 175 points de base de réduction des taux d'intérêt au cours des quatre prochains trimestres, tandis que la croissance économique devrait s'établir à 0.7 % en 2024, avec une légère accélération jusqu'à 1.2% en 2025. Cela se traduirait par un taux de chômage proche de 7.0 % à la fin de cette année.

## Table des matières

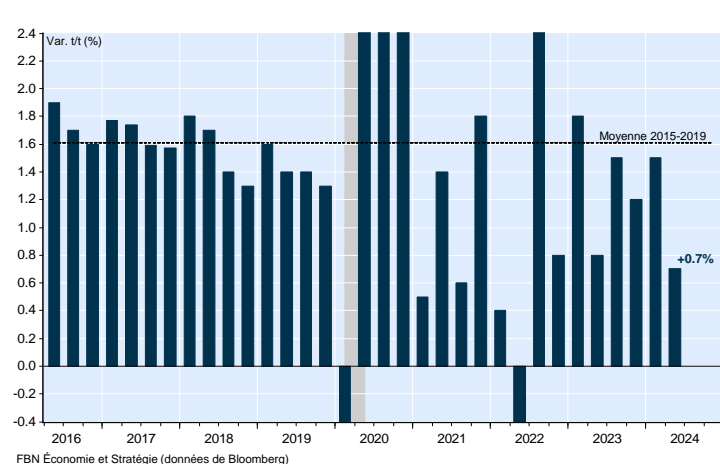
<b>Monde : Risques croissants pour l'économie chinoise</b> .....	<b>2</b>
<b>États-Unis : La Fed doit-elle s'inquiéter du ralentissement du marché du travail?</b> .....	<b>4</b>
<b>Canada : Grand temps pour la BdC de se détourner de l'inflation</b> .....	<b>8</b>
<b>États-Unis – Prévisions économiques</b> .....	<b>11</b>
<b>Canada – Prévisions économiques</b> .....	<b>12</b>
<b>Prévisions économiques provinciales</b> .....	<b>13</b>

## Monde : Risques croissants pour l'économie chinoise

Dire que l'économie chinoise a connu des hauts et des bas ces dernières années serait un euphémisme. Après avoir été terrassé par l'écllosion initiale de COVID-19, le PIB a rapidement rebondi, stimulé par la réorientation de la demande mondiale vers les biens (dont beaucoup sont produits en Chine) qui a coïncidé avec la réouverture graduelle des économies avancées. La période faste a ensuite été brièvement interrompue par l'abandon des règles sanitaires strictes qui a entraîné une importante vague d'infections dans la seconde économie mondiale. La morosité pandémique a subséquemment cédé la place aux « dépenses de revanche » des ménages et la croissance s'est dûment accélérée à la fin de 2022, avant de ralentir à nouveau en 2023, freinée par les déboires du marché immobilier.

Le rapport du PIB du deuxième trimestre s'inscrivait donc dans le prolongement du thème des dernières années dans la mesure où il révélait une croissance décevante après un chiffre plus élevé que prévu au premier trimestre. L'économie n'a en effet crû que de 0.7% en termes non annualisés au cours des trois mois terminés en juin, soit beaucoup moins que ce qui était la norme avant la pandémie.

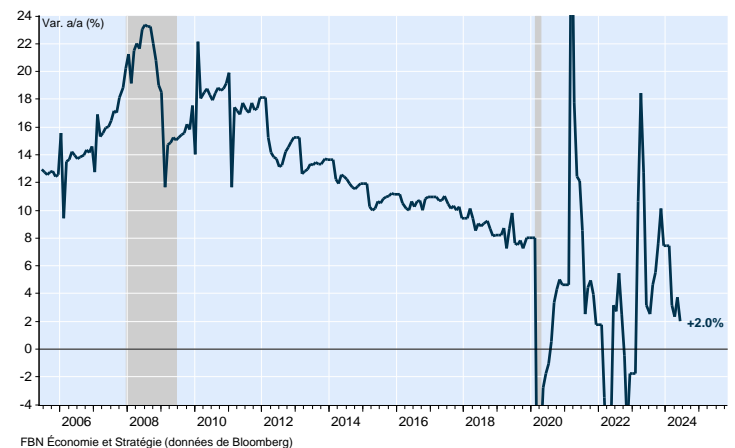
### Chine : La croissance a ralenti plus que prévu au T2...



La demande des consommateurs a été particulièrement décevante, les ventes au détail progressant au rythme le plus lent jamais enregistré en dehors de la période pandémique.

### ... reflétant une demande faible des consommateurs

Ventes au détail

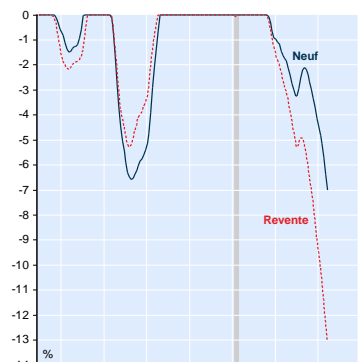
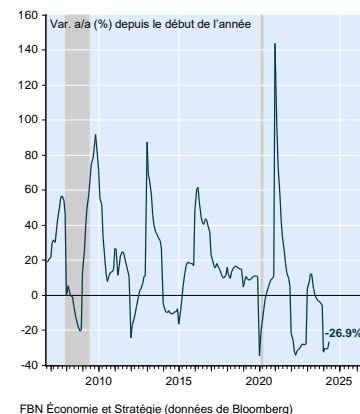


L'atonie des consommateurs est sans aucun doute liée aux difficultés du marché immobilier, dans lequel sont investis environ 70% du patrimoine des ménages chinois. Les plus récentes données faisaient en effet état d'une baisse d'environ 27% des ventes de propriétés résidentielles au cours des douze derniers mois, mais surtout d'un nouveau recul des prix, tant sur le marché du neuf que sur celui de la revente. Depuis leur pic, les prix ont baissé de 7% dans le premier segment, tandis qu'ils ont chuté de pas moins 13% dans le second. Ces données sont d'autant plus préoccupantes qu'elles arrivent après l'annonce de plusieurs mesures visant à soutenir le secteur résidentiel.

### Chine : Le sauvetage semble avoir échoué à ranimer le marché immobilier

Ventes de biens résidentiels

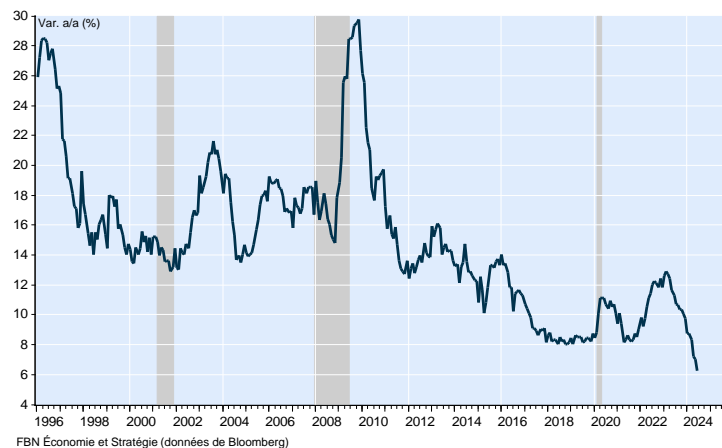
Indice des prix des immeubles résidentiels de 70 villes, baisse depuis le sommet précédent



Les efforts de relance des autorités dans d'autres secteurs de l'économie semblent également avoir eu une portée limitée, à en juger par la faible augmentation de la masse monétaire.

## Chine : La masse monétaire croît au rythme le plus lent à ce jour

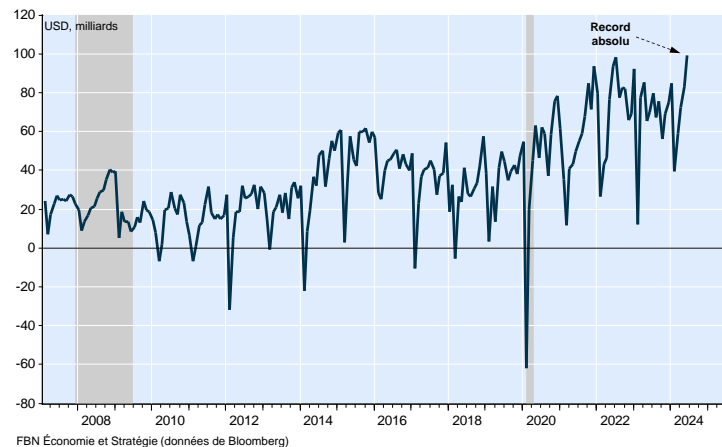
Agrégat M2 de la masse monétaire



Certaines initiatives ont tout de même donné des résultats. Les efforts du gouvernement central de stimuler la production de secteurs qu'il juge névralgiques (véhicules électriques, batteries, semi-conducteurs, etc.) par l'octroi de prêts subventionnés, par exemple, s'est traduite par une saine augmentation de la production industrielle (+5.3% a/a) et des exportations (+8.6%) en juin. Cette stratégie comporte toutefois des risques, car elle dépend du maintien d'une demande extérieure forte, ce qui, dans le contexte économique actuel, ne peut pas être tenu pour acquis. Plus inquiétante encore est la perspective de voir les mesures de relance fondées sur les exportations susciter des représailles de pays où les politiques protectionnistes gagnent en popularité. Washington a déjà annoncé des droits de douane de 100% sur les véhicules électriques chinois et il est peu probable qu'il voit d'un bon œil le fait que la balance commerciale de la Chine a atteint un nouveau record historique en juin.

## Chine : Le soutien aux exportations risque de susciter des représailles

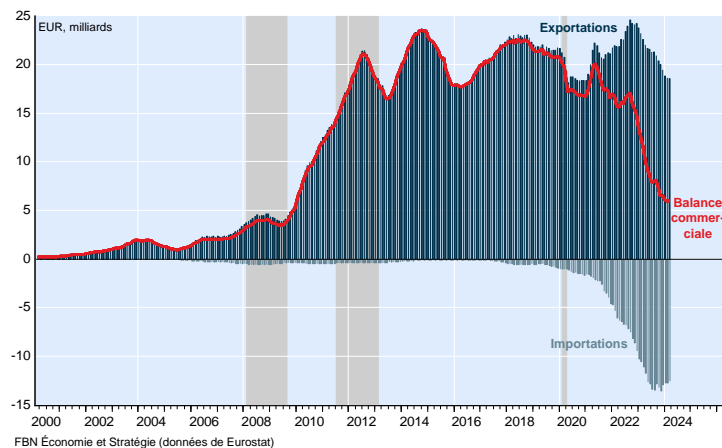
Balance commerciale



L'escalade ne se limite d'ailleurs pas aux seuls États-Unis. Le flot d'importations de voitures électriques chinoises a aussi suscité une réaction de la part de l'Union européenne, qui a imposé des droits de douane provisoires d'environ 40% sur ce type de véhicules dans le but de protéger les constructeurs locaux. D'autres mesures similaires sont à prévoir dans le futur.

## UE27 : Les voitures chinoises affluent sur le marché européen

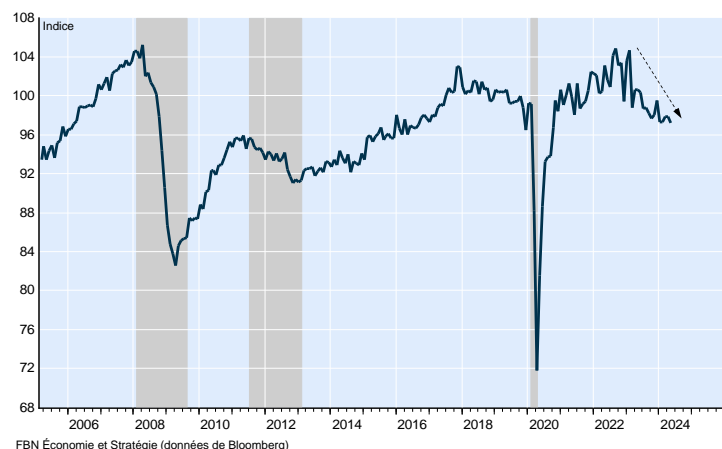
Balance commerciale avec la Chine : véhicules automobiles, somme mobile sur 12 mois



L'intensification des tensions commerciales entre la Chine et la zone euro n'est peut-être pas surprenante à un moment où la production industrielle de cette dernière région peine à trouver ses marques.

## Zone euro : Le secteur industriel dans une mauvaise passe

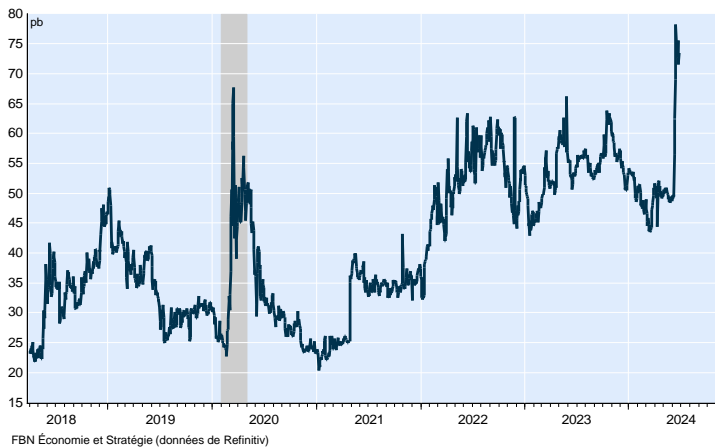
Production industrielle



Mais aussi payante que puisse être pour les politiciens la stratégie visant à imputer les difficultés économiques à une concurrence étrangère déloyale (réelle ou perçue), le fait est qu'une résurgence de l'incertitude politique risque de peser encore plus lourdement sur l'activité économique dans la zone euro. Cela, nous pouvons l'imputer à la tenue d'élections législatives anticipées en France qui, même si elles n'ont pas conduit à une victoire du Rassemblement national, ont tout de même abouti à une absence de majorité à l'Assemblée nationale, ce qui est historiquement associé à un certain immobilisme politique ([voir l'étude de notre collègue Angelo Katsoras](#)). La bonne performance du Nouveau Front populaire a également retenu l'attention des marchés, le programme politique de ce regroupement comprenant des mesures telles qu'une forte augmentation du salaire minimum, une réduction de l'âge de la retraite et une réintroduction de l'impôt sur le patrimoine. Voyant comment ces politiques, si elles étaient mises en œuvre, risqueraient de faire augmenter le déficit déjà très élevé de la France, il n'est peut-être pas surprenant de constater l'élargissement des écarts de crédit obligataires.

### Zone euro : Élections françaises, douche froide pour le marché obligataire

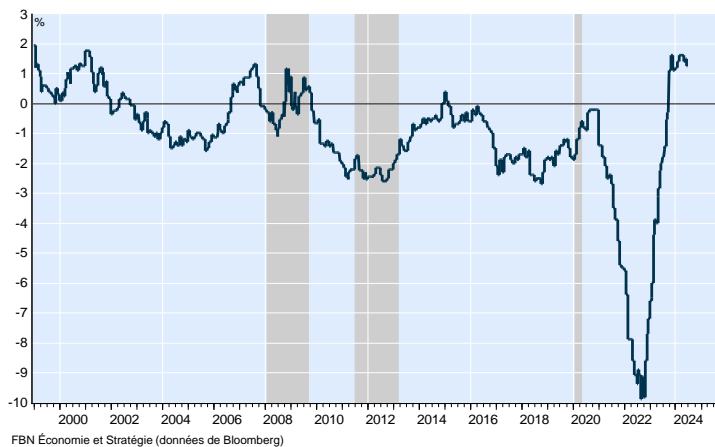
Écart entre les rendements des obligations d'État allemandes et françaises à 10 ans



Et si l'incertitude croissante ne rendra la Banque centrale européenne que plus encline à assouplir sa politique monétaire à l'avenir, il est peu probable que cela conduise à une croissance économique exceptionnelle dans un avenir rapproché, car les taux d'intérêt réels resteront probablement élevés pendant un certain temps encore. Nous nous attendons plutôt à ce que la croissance de la zone euro demeure inférieure à son potentiel à court et moyen terme.

### Zone euro : La politique monétaire restera restrictive malgré les baisses

Taux de la facilité de dépôt de la BCE moins inflation d'ensemble selon l'IPCH (taux directeurs réels)



Combinée à une croissance relativement faible en Chine et au ralentissement prévu de l'activité économique aux États-Unis (voir section suivante), cette mauvaise performance de la zone euro se traduit dans notre scénario par une croissance mondiale plutôt mièvre en 2024 (3.0%) et en 2025 (2.8%).

## Perspectives mondiales

	2023	2024	2025
<b>Économies avancées</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>
États-Unis	2.5	2.1	1.0
Zone euro	0.5	0.7	0.7
Japon	1.8	0.2	0.8
Royaume-Uni	0.1	0.7	0.8
Canada	1.2	0.7	1.2
Australie	2.0	1.4	1.8
Corée du Sud	1.4	2.6	2.0
<b>Économies émergentes</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>
Chine	5.2	4.7	4.5
Inde	6.3	7.3	6.5
Mexique	3.2	1.9	1.3
Brésil	2.9	2.1	2.0
Russie	3.6	2.8	1.5
<b>Monde</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>

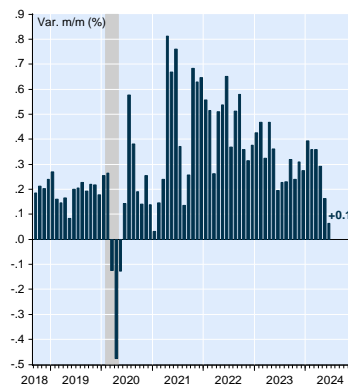
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

## États-Unis : La Fed doit-elle s'inquiéter du ralentissement du marché du travail?

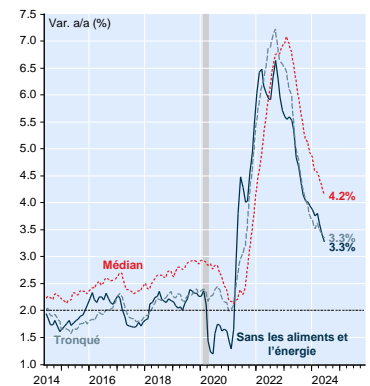
S'adressant aux médias à la suite de la dernière décision de politique monétaire du FOMC, le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a indiqué qu'à mesure que l'inflation se rapprocherait de l'objectif, la Fed accorderait progressivement plus d'attention au marché du travail pour déterminer le niveau approprié des taux directeurs. Bien qu'aucun détail supplémentaire n'ait été donné sur la manière dont la banque centrale envisage de pondérer les deux volets de son mandat à l'avenir, il était tout de même rassurant d'entendre que l'évolution récente de l'inflation offre désormais à la Fed une plus grande flexibilité pour réagir à toute faiblesse sur le marché du travail. Il est vrai que les pressions sur les prix se sont considérablement relâchées ces derniers mois, l'IPC de base ayant même enregistré sa plus faible progression mensuelle en trois ans et demi en juin (+0.06%). Cela faisait suite à un autre bon résultat le mois précédent (+0.16%).

### États-Unis : La baisse de l'inflation de base offre plus de latitude à la Fed

Indice des prix à la consommation sans les aliments et l'énergie



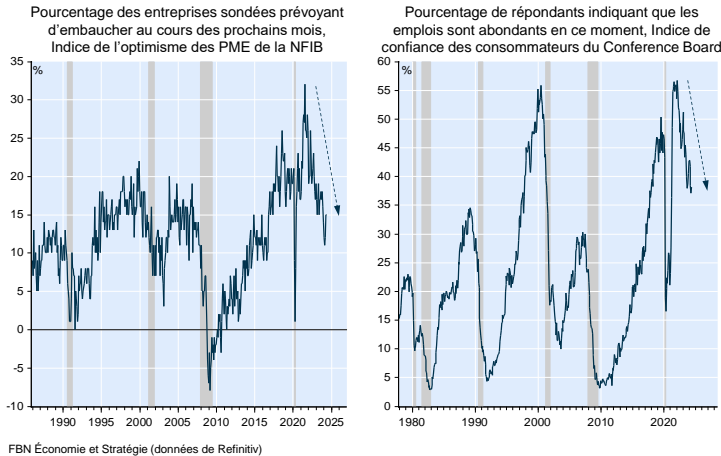
Indice des prix à la consommation



Disposer d'une certaine flexibilité est certes une bonne chose, mais encore faut-il l'utiliser en cas de besoin. Ce qui soulève la question suivante : le marché du travail s'est-il suffisamment détendu pour justifier des baisses de taux? Répondre à cette question n'est pas aussi facile qu'il y paraît dans un contexte où les données économiques envoient des messages quelque peu contradictoires. Du côté des indicateurs basés sur des données subjectives, le message est clair :

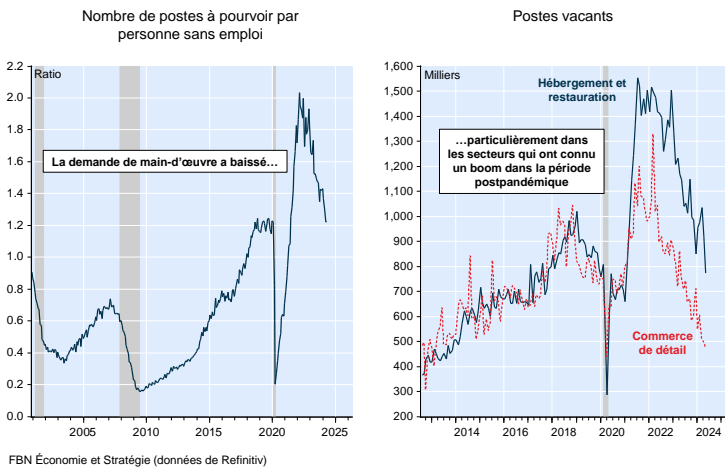
la demande de main-d'œuvre a beaucoup ralenti. Qu'il s'agisse des petites entreprises interrogées par la NFIB ou des consommateurs sondés par le Conference Board, tous semblent en effet s'accorder sur le fait que le marché du travail est non seulement moins vigoureux qu'il y a quelques mois, mais aussi plus faible qu'il ne l'était avant la pandémie.

**É.-U. : Les sondages signalent une baisse de la demande de main-d'œuvre**



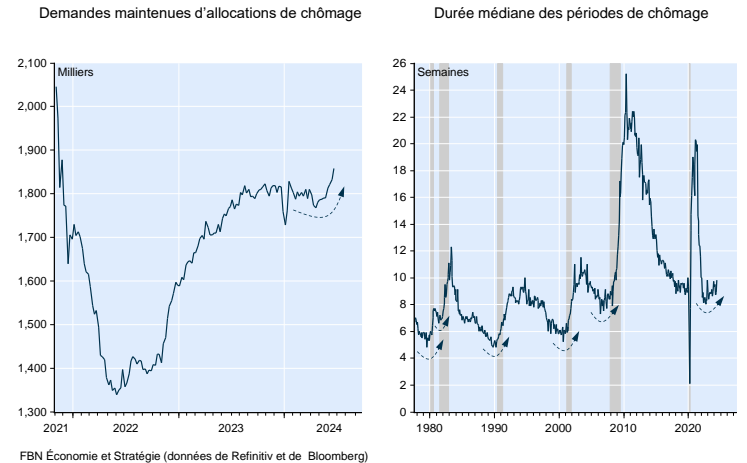
Même son de cloche du côté du rapport JOLTS, qui affiche un recul important du nombre de postes à pourvoir dans les derniers mois, particulièrement dans les secteurs qui avaient connu un essor dans la période postpandémique.

**É.-U. : Le rapport JOLTS laisse aussi entrevoir un ralentissement**



Comme on pourrait s'y attendre, la baisse de la demande de main-d'œuvre fait que les travailleurs licenciés ont de plus en plus de mal à trouver un nouvel emploi. C'est du moins ce que laisse penser l'augmentation des renouvellements d'allocations de chômage et l'allongement de la durée médiane des périodes de chômage.

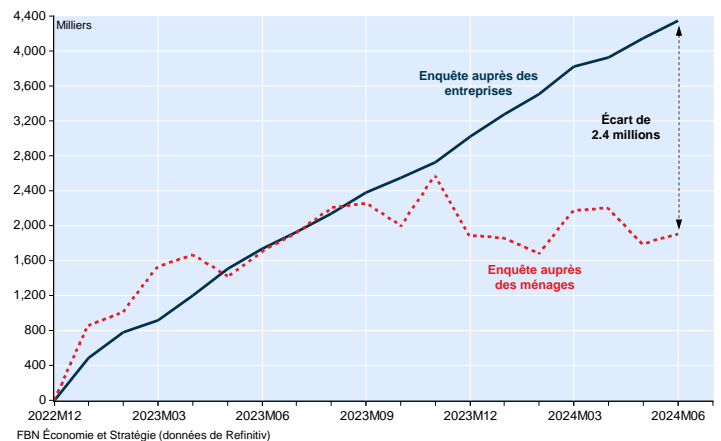
**É.-U. : Les salariés licenciés ont plus de mal à trouver un nouvel emploi**



Cette tournure des événements ne semble toutefois pas inquiéter la Fed outre mesure. Peut-être la banque centrale trouve-t-elle un réconfort dans le fait que les effectifs salariés non agricoles continuent d'augmenter à un rythme soutenu. Nous espérons que ce n'est pas le cas, car il y a de bonnes raisons de penser que la croissance de l'emploi telle qu'elle est rapportée dans l'enquête auprès des entreprises a été surestimée ces derniers temps. Cette hypothèse se fonde en partie sur le fait que d'autres rapports – notamment l'enquête auprès des ménages – ont fait état de gains d'emplois beaucoup moins solides au cours des derniers mois.

**É.-U. : L'enquête auprès des entreprises est-elle trop optimiste?**

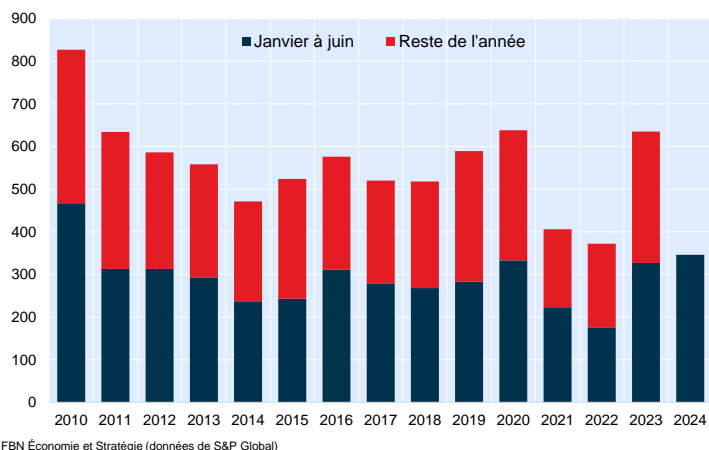
Gains d'emplois depuis décembre 2022



Cette divergence découle en partie de la nature rétrograde du modèle naissance/décès utilisé dans l'enquête auprès des établissements pour estimer la création nette d'entreprises. Historiquement, ce modèle n'a pas réussi à refléter en temps utile les augmentations du nombre de faillites d'entreprises liées à des hausses de taux d'intérêt et a donc eu tendance à surestimer la création d'emplois en fin de cycle économique. Une telle surestimation pourrait avoir lieu en ce moment, alors que les taux d'intérêt élevés pèsent de plus en plus lourd sur les entreprises.

### É.-U. : Les pertes d'emplois liés à des faillites sous-estimées?

Déclaration de faillites d'entreprises

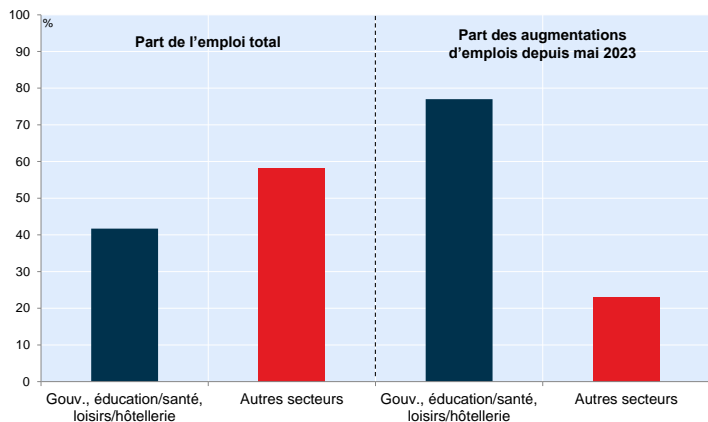


FBN Économie et Stratégie (données de S&P Global)

Même en faisant abstraction de ces spécificités méthodologiques, il serait difficile de nier que l'enquête auprès des entreprises donne des signes de faiblesse. Parmi ceux-ci, on notera le fait que la création d'emplois a été concentrée dans un petit nombre de secteurs ces derniers mois. Alors qu'ils représentent environ 42% de l'emploi total, les secteurs de l'hébergement et des loisirs, de la santé et de l'éducation ainsi que les administrations publiques ont en effet été à l'origine de 77% des gains d'emplois depuis mai de l'année dernière.

### É.-U. : La création d'emplois dépend de quelques secteurs seulement

Part de l'emploi/gains d'emplois dus à l'administration publique, à l'éducation/santé et aux loisirs/hôtellerie

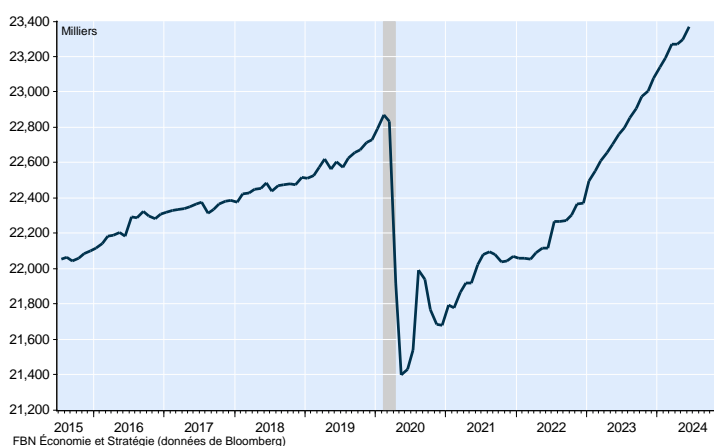


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

L'augmentation dans cette dernière catégorie a été particulièrement impressionnante, mais elle ne devrait pas être considérée comme un signe de vigueur, l'emploi dans les administrations publiques étant de nature plutôt acyclique.

### É.-U. : Vague d'embauche dans le secteur public ≠ signe de vigueur

Emploi dans le secteur public

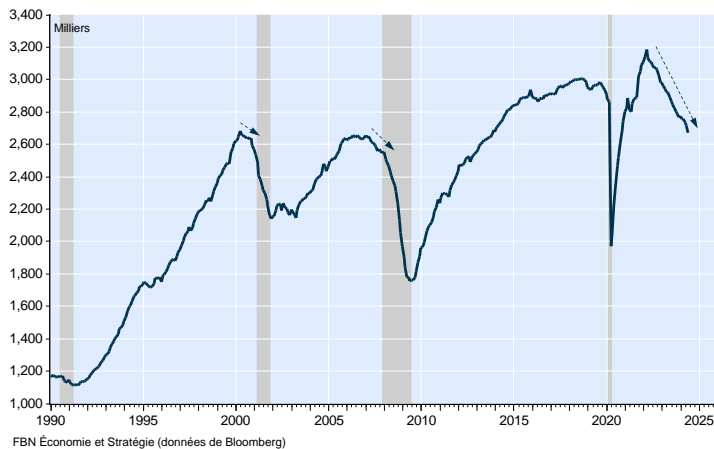


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

L'emploi de main-d'œuvre temporaire est un autre indicateur de l'enquête auprès des entreprises qui suggère que le marché du travail n'est peut-être pas aussi solide qu'il le paraît. Historiquement, les employeurs ont eu tendance à cesser de faire appel à de la main-d'œuvre temporaire avant de passer à des licenciements plus coûteux de salariés permanents, ce qui explique pourquoi l'emploi d'intérimaires commence généralement à baisser quelques mois avant une récession. Or, c'est ce qui est en train de se produire actuellement.

### É.-U. : L'emploi d'intérimaires continue de tendre à la baisse

Emploi dans les services de main-d'œuvre temporaire

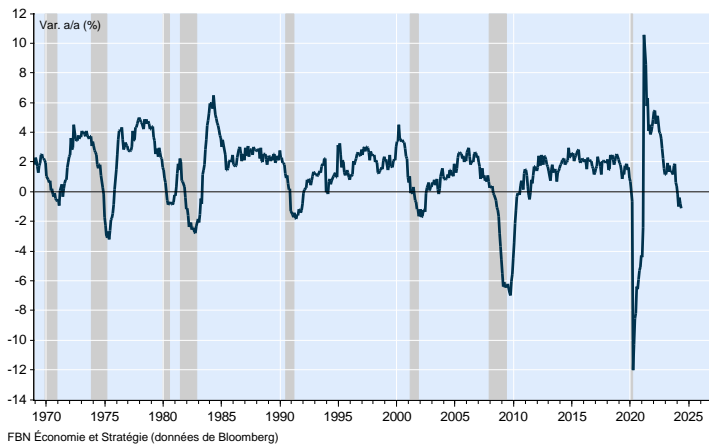


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Loins d'être des mauvaises nouvelles isolées, ces données sont au contraire renforcées par les statistiques peu reluisantes émanant de l'enquête auprès des ménages. Nous avons déjà mentionné la création d'emplois beaucoup plus timide signalée dans cette enquête, mais nous pourrions également souligner le recul des emplois à temps plein...

### É.-U. : Contraction de l'emploi à temps plein

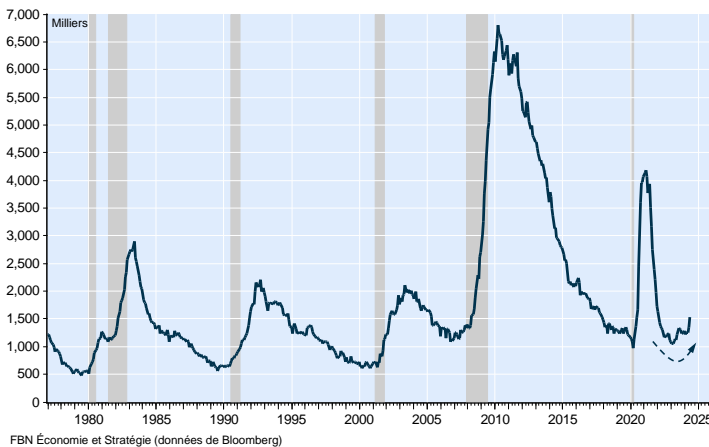
Emploi à temps plein



...ou l'augmentation du nombre de personnes au chômage depuis 27 semaines ou plus, deux indicateurs qui ont de bons antécédents comme marqueurs coïncidents des récessions.

### É.-U. : Certains indicateurs coïncidents de récession clignotent au rouge

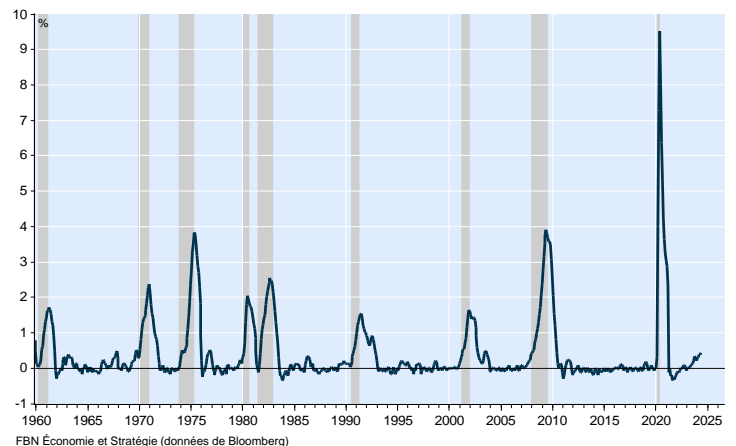
Nombre de personnes au chômage depuis 27 semaines ou plus, enquête auprès des ménages



Mais surtout, ce qui a été le plus préoccupant dans l'enquête auprès des ménages, c'est l'augmentation constante du taux de chômage, qui a atteint 4.1% en juin, son plus haut niveau depuis 31 mois. Et si d'aucuns affirmaient que ce taux reste faible par rapport aux normes historiques, ce serait oublier qu'une augmentation de 0.5 point de pourcentage de la moyenne mobile du taux de chômage sur trois mois par rapport au minimum des douze mois précédents (règle de Sahm) s'est toujours soldée par une récession, et ce *quel que soit le niveau de départ du taux de chômage*. Nous n'avons pas encore tout à fait atteint ce niveau – la moyenne mobile du taux de chômage sur 3 mois est en hausse de 0.43% par rapport à son plus bas niveau des 12 derniers mois –, mais nous nous en rapprochons dangereusement vite.

### É.-U. : La règle de Sahm a failli être déclenchée en juin

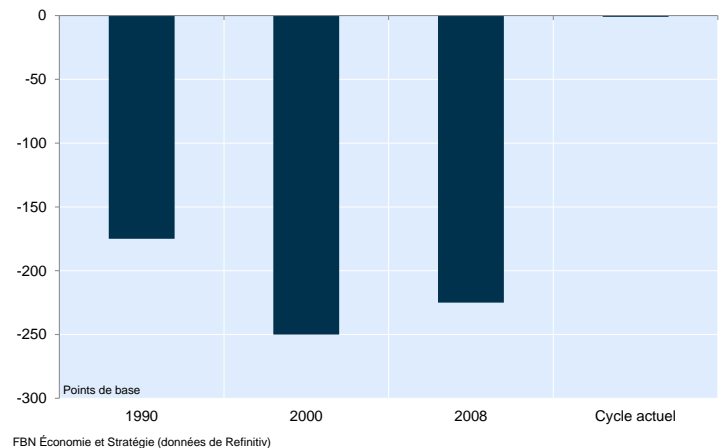
Moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage par rapport au creux des 12 derniers mois



Cela ne signifie pas qu'il est déjà trop tard pour éviter une récession, mais simplement qu'il est grand temps que la Fed commence à assouplir sa politique monétaire si elle veut éviter que le ralentissement actuel ne se transforme en quelque chose de plus grave. Car, du point de vue du marché du travail, les premières baisses de taux du cycle actuel interviendront probablement beaucoup plus tard que ce ne fut le cas dans les épisodes précédents. Rappelons qu'en 1990, 2000 et 2008, la Fed avait assoupli sa politique monétaire de plus de 200 points de base en réponse à une augmentation du taux de chômage de 0.7% par rapport à son creux comme celle que nous venons de vivre... et l'économie avait tout de même basculé en récession chaque fois.

### É.-U. : La Fed joue-t-elle avec le feu?

Baisses de taux par la Fed en réponse à une augmentation de 0.7% du taux de chômage depuis le creux



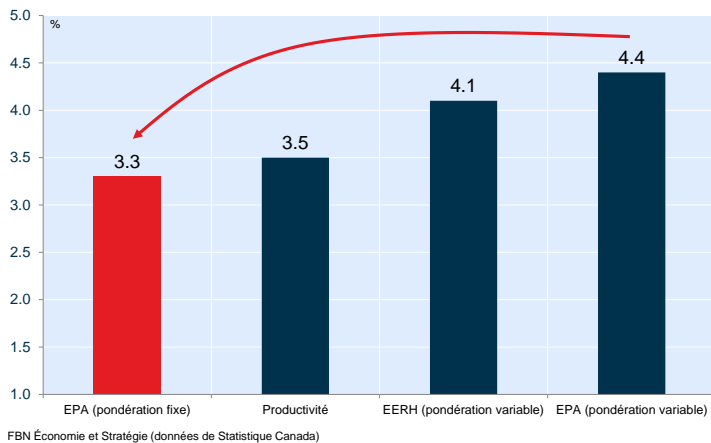
Il est donc minuit moins une pour la Fed, qui se doit maintenant d'assouplir rapidement sa politique monétaire. Notre scénario de base est qu'elle abaissera effectivement les taux directeurs dans les mois à venir, mais que cela ne suffira pas à éviter un ralentissement économique. Selon nous, la croissance économique devrait tomber au point mort au tournant de l'année 2025 avant d'accélérer à nouveau sous l'impulsion d'un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire. Cela se traduirait par une augmentation de 2.1% du PIB réel en 2024 et de seulement 1.0% en 2025.

## Canada : Grand temps pour la BdC de cesser de focaliser sur l'inflation

La Banque du Canada a commencé à réduire son taux directeur en juin et devra prendre une nouvelle décision à la fin du mois de juillet. Nos stratégies en taux d'intérêt ([lien](#)) ne doutent pas qu'elle fera de même lors de la prochaine réunion. À quoi servirait-il d'avoir baissé le taux directeur de 25 points de base seulement si l'on ne pensait pas qu'il est nécessaire de les baisser de façon plus substantielle dans un avenir proche? Mais plus important encore à nos yeux, le gouverneur Tiff Macklem a rappelé dans un [discours](#) en juin que les salaires, encore trop vigoureux, reflètent la situation de l'emploi avec un certain décalage. Mais il ne s'est pas limité à cela. Il a également mis l'accent sur une nouvelle mesure des salaires qui évolue actuellement à un rythme plus modéré que les autres mesures habituellement suivies par la banque centrale. Ce nouvel indice, qui utilise les données de l'enquête sur la population active, mais en fixant les pondérations selon plusieurs caractéristiques, a évolué à un rythme annualisé de 3.3% seulement au cours des six derniers mois, contre 4.4% pour l'indice habituel tiré de la même enquête. À notre avis, l'affirmation du gouverneur illustre une volonté claire de réduire le degré de restriction de la politique monétaire. C'est une bonne nouvelle.

### Canada : M. Macklem met l'accent sur une nouvelle mesure des salaires

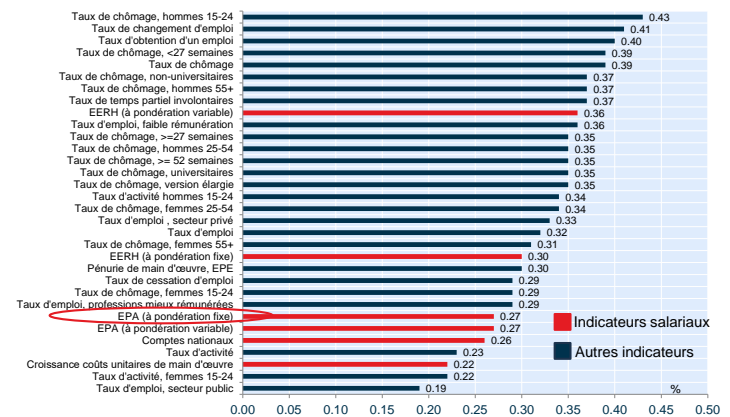
Variation sur six mois annualisée de différentes mesures de salaire



Nous ne sommes pas en désaccord avec l'argument du gouverneur selon lequel un indice à pondération fixe a le mérite de ne pas prendre en compte le mouvement des travailleurs vers des emplois mieux rémunérés et plus productifs. Malgré les hausses de salaire qu'ils peuvent entraîner, ces mouvements ne devraient théoriquement pas générer d'inflation dans l'économie. Voilà pour la théorie, mais qu'en est-il sur le plan empirique? Nous avons été surpris de constater que, selon une note analytique des employés de la banque centrale publiée en avril dernier ([lien](#)), l'impact de cette mesure salariale à pondération fixe sur l'inflation de base se situe au 26<sup>e</sup> rang des 32 indicateurs du marché du travail identifiés par la BdC comme étant significatifs. Nous notons également que son incidence sur l'inflation est assez similaire à celle de la mesure à pondération variable (27<sup>e</sup> rang) et que d'autres mesures salariales auraient un impact plus important sur l'inflation de base que celle-ci.

### Canada : Incidence limitée sur l'inflation de la nouvelle mesure?

Incidence d'une hausse d'un écart-type des mesures des variables sur l'IPC tronqué

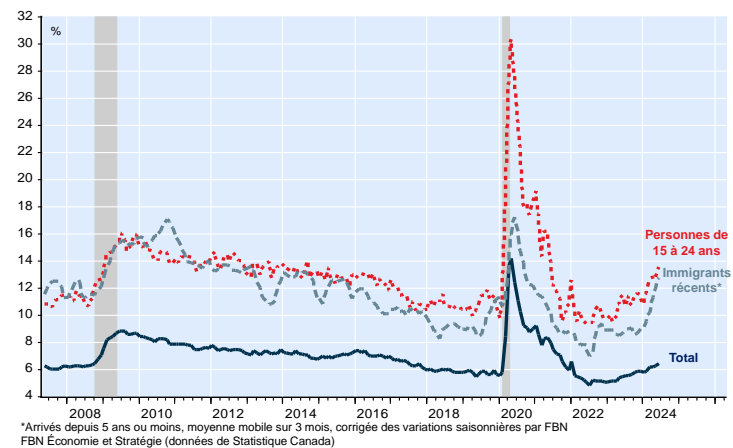


Source: Banque du Canada

Selon la même étude, le taux de chômage bien connu est l'une des variables du marché du travail qui a le plus d'impact sur l'inflation de base, celui des hommes âgés de 15 à 24 ans arrivant en tête de liste. En juin, le taux de chômage du pays a augmenté de deux dixièmes pour atteindre 6.4%, poursuivant sa tendance à la hausse alors que la création d'emplois n'a pas réussi à suivre le rythme de la croissance démographique. Depuis son plus bas niveau historique de juillet 2022, le taux de chômage a ainsi augmenté de 1.6%, soit la plus forte hausse jamais observée en dehors d'une récession. Pour les hommes âgés de 15 à 24 ans, la hausse a été de 5 points, là encore la plus forte jamais observée en dehors d'une récession. Le taux de chômage des 15-24 ans est désormais le plus élevé depuis dix ans, hors pandémie.

### Hausse plus marquée du chômage chez les immigrants et les jeunes

Taux de chômage

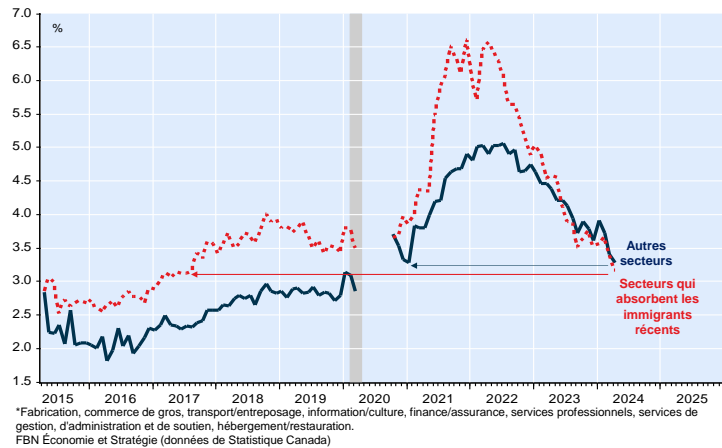


Mais une autre catégorie de population qui tente d'entrer sur le marché du travail pour la première fois semble également éprouver des difficultés sur ce marché morose : les immigrants récents. Pour eux, l'augmentation du taux de chômage depuis le creux de 2022 (+5.8 points de pourcentage) est déjà équivalente à celle enregistrée lors de la crise financière mondiale de 2008-2009. La situation de cette population ne devrait pas s'améliorer, car le taux d'emplois vacants dans les secteurs qui ont tendance à absorber davantage de nouveaux arrivants est passé de 6.6% en 2022 à 3.2% seulement en avril dernier, soit le niveau le plus bas depuis 2017. Dans les autres secteurs, le nombre de postes vacants reste supérieur aux niveaux d'avant la pandémie. Selon l'horloge démographique de Statistique Canada, la croissance de la population est restée démesurée au deuxième trimestre. Une telle vigueur, si elle se poursuit, nous inquiète quant aux conditions économiques qui attendent les nouveaux arrivants dans les mois à venir.



### Canada : Un marché du travail difficile pour les nouveaux arrivants

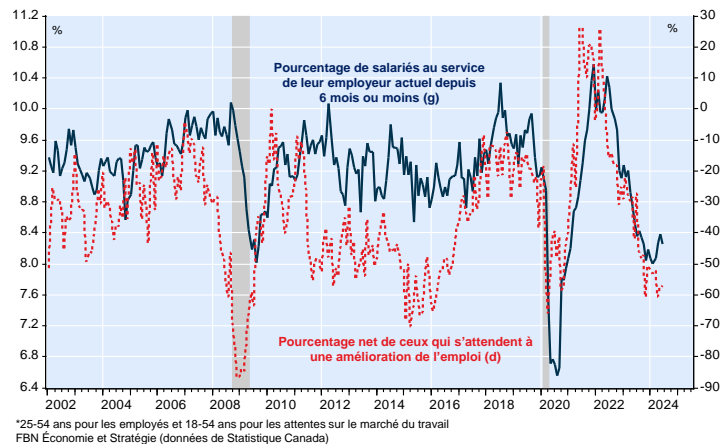
Taux d'emplois vacants



Et qu'en est-il du taux de changement d'emploi, qui est la deuxième variable la plus importante influençant l'inflation selon l'étude de la Banque du Canada? Lorsque le marché de l'emploi est en surchauffe, les travailleurs ont la bougeotte et ont tendance à changer d'employeur, maximisant ainsi leur pouvoir de négociation. En 2022, le taux de changement d'emploi de la cohorte principale des travailleurs avait atteint un niveau record contribuant à la poussée des salaires, mais cette époque est clairement révolue. En effet, le taux de travailleurs qui sont au service de leur employeur actuel depuis moins de six mois a atteint des niveaux qui n'ont été observés que lors des dernières récessions. Il y a lieu de penser que les débouchés sont actuellement limités, mais aussi que les travailleurs préoccupés par les perspectives considèrent qu'il est plus sûr de rester chez leur employeur actuel.

### Les travailleurs réticents à changer d'emploi et manque de débouchés?

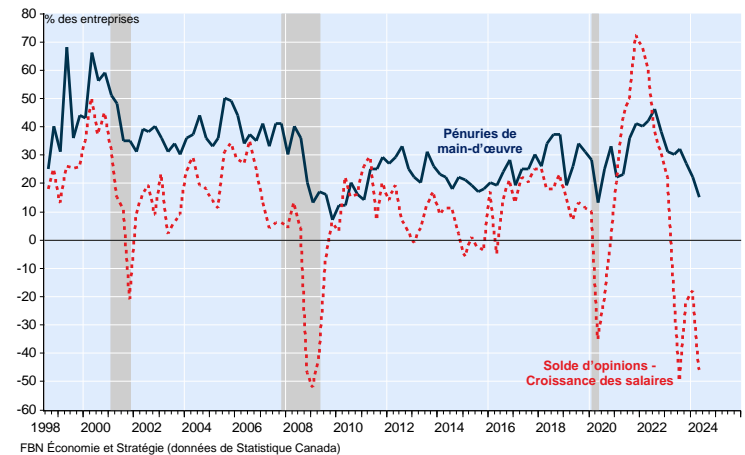
Pourcentage des 25 à 54 ans chez un employeur depuis moins de 6 mois et attentes sur le marché du travail\*



Malheureusement, ces craintes sont fondées, si l'on en croit l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada publiée en juillet. La proportion d'entreprises faisant état de pénuries de main-d'œuvre est tombée à 15%, niveau qui n'est atteint qu'en période de récession. De plus, le nombre d'entreprises prévoyant des augmentations salariales inférieures à celles de l'année dernière dépasse largement le nombre de celles prévoyant le contraire, ce qui est une bonne nouvelle pour l'inflation, mais pas pour la consommation.

### Canada : Les pénuries de main-d'œuvre, une histoire du passé

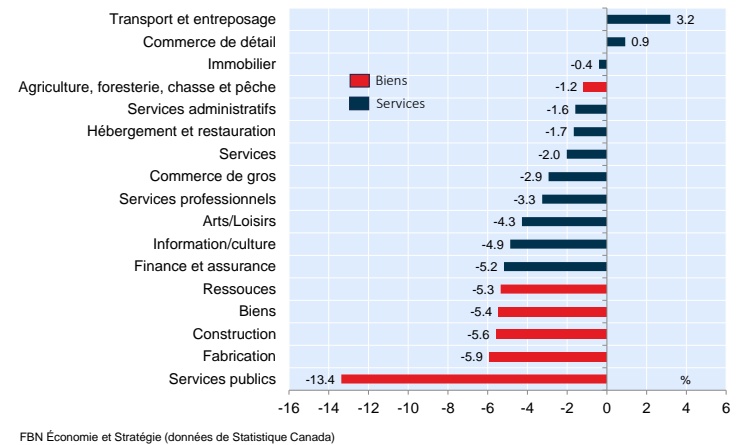
% dénotant des pénuries de main-d'œuvre et % net anticipant une hausse de la croissance des salaires



Ce pouls des entreprises corrobore l'évaluation que nous avons faite au cours des derniers mois, à savoir que les entreprises sont en sureffectif, ce qui nous fait craindre une nouvelle hausse du taux de chômage au cours du second semestre. En effet, la forte baisse de la production par travailleur depuis le début des hausses de taux d'intérêt en 2022 pourrait refléter un tel phénomène. Nous constatons que la grande majorité des secteurs sont dans cette situation, ce qui n'est pas de bon augure pour les embauches dans les mois à venir.

### Canada : Une majorité de secteurs auraient trop de salariés?

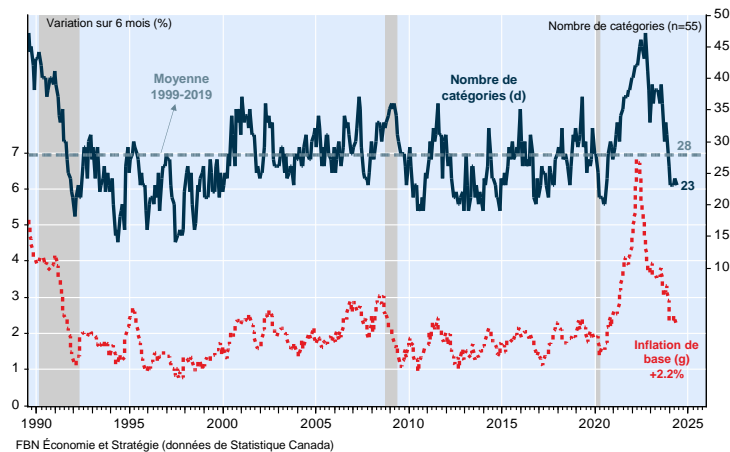
Production par employé (variation en pourcentage du T3 2022 au T1 2024)



Pour toutes ces raisons, nous ne prêtons pas beaucoup d'attention à l'accélération de l'inflation de base en mai et juin par rapport aux quatre mois précédents. Nous maintenons que le problème d'inflation généralisée au Canada est résolu. Au cours des six derniers mois, l'inflation sous-jacente n'a atteint que 2.2%, soit à peine plus que l'objectif de la banque centrale, tandis qu'un très petit nombre de composantes augmentent à des taux supérieurs à l'objectif (seulement 23 sur 55). Sur une période de 12 mois, si l'on retire la composante des intérêts hypothécaires, dont la hausse est largement imputable à la BdC elle-même, l'inflation annuelle n'est que de 1.9%, contre 2.7% pour l'ensemble du panier.

### Canada : Le problème d'inflation généralisée est résolu

Var. sur 6 mois de l'IPC tronqué et de l'IPC médian (moyenne) et catégories (n=55) qui ont augmenté + de 2 %



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

C'est pourquoi nous pensons que la Banque du Canada doit se détourner des données sur l'inflation et les salaires, qui sont des indicateurs à retardement et agir en fonction de l'évolution du contexte économique des derniers mois. Avec des taux d'intérêt extrêmement restrictifs, l'économie et le marché du travail se sont considérablement refroidis et risquent de se détériorer encore dans les mois à venir. Nous anticipons une baisse supplémentaire des taux d'intérêt de 175 points de base au cours des quatre prochains trimestres, tandis que la croissance économique devrait s'établir à 0.7% en 2024, avec une légère accélération à 1.2% en 2025. Cela se traduirait par un taux de chômage proche de 7.0% à la fin de cette année.

## États-Unis – Prévisions économiques

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	5.8	1.9	2.5	2.1	1.0	3.1	1.1	1.4
Dépenses personnelles	8.4	2.5	2.2	2.0	1.1	2.7	1.4	1.3
Construction résidentielle	10.7	(9.0)	(10.6)	5.1	0.9	0.4	4.3	1.2
Investissements des entreprises	5.9	5.2	4.5	2.9	0.2	4.6	1.7	0.6
Dépenses publiques	(0.3)	(0.9)	4.1	3.1	2.0	4.6	2.1	2.0
Exportations	6.3	7.0	2.6	0.7	(0.4)	1.8	(0.5)	0.5
Importations	14.5	8.6	(1.7)	3.0	0.5	(0.1)	3.1	0.5
Variation des stocks (milliards \$)	12.5	128.1	43.7	37.2	18.8	54.9	20.0	30.0
Demande intérieure	6.6	1.7	2.3	2.4	1.1	3.2	1.7	1.3
Revenu réel disponible	3.2	(6.0)	4.1	1.3	1.4	3.8	1.3	1.8
Emploi des salariés	2.9	4.3	2.3	1.4	(0.8)	1.9	0.7	(0.3)
Taux de chômage	5.4	3.6	3.6	4.1	4.7	3.7	4.5	4.7
Taux d'inflation	4.7	8.0	4.1	2.9	2.3	3.2	2.3	2.3
Bénéfices avant impôts	22.6	9.8	1.5	1.7	1.0	5.1	(3.8)	4.1
Compte courant (milliards \$)	(970.3)	(1,012.1)	(905.4)	(958.9)	(920.0)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

### Scénario financier\*\*

	actuel					2023	2024	2025
	16/07/24	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024			
Taux cible fonds fédéraux	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	5.50	5.00	3.50
Bons du Trésor 3 mois	5.20	5.23	5.30	5.00	4.60	5.20	4.60	3.35
Obligations fédérales								
2 ans	4.43	4.59	4.75	4.50	4.30	4.23	4.30	3.45
5 ans	4.09	4.21	4.50	4.15	4.00	3.84	4.00	3.55
10 ans	4.17	4.20	4.45	4.20	4.10	3.88	4.10	3.80
30 ans	4.38	4.34	4.65	4.40	4.30	4.03	4.30	4.05
Taux de change								
US\$/Euro	1.09	1.08	1.07	1.06	1.04	1.10	1.04	1.09
YEN/\$US	159	151	161	157	153	141	153	142

\*\* fin de période

### Dynamique trimestrielle

	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025
	publié	publié	publié	publié	publié	publié	publié	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	4.9	3.4	1.4	1.6	0.9	0.4	0.3	1.4
IPC (var. a/a %)	3.6	3.2	3.2	3.2	2.7	2.3	2.1	2.2
IPC de base (var. a/a %)	4.4	4.0	3.8	3.4	3.3	3.0	2.6	2.3
Taux de chômage (%)	3.7	3.7	3.8	4.0	4.2	4.5	4.7	4.8

Financière Banque Nationale

## Canada – Prévisions économiques

### Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	5.3	3.8	1.2	0.7	1.2	1.0	0.8	1.9
Dépenses personnelles	5.2	5.1	1.7	1.7	1.1	1.7	1.3	1.6
Construction résidentielle	14.6	(12.1)	(10.3)	1.1	2.4	(3.1)	0.8	3.6
Investissements des entreprises	8.7	4.0	(0.8)	(3.6)	0.3	(3.9)	(0.2)	1.4
Dépenses publiques	4.6	3.3	2.1	1.7	1.9	1.7	2.3	1.8
Exportations	2.7	3.2	5.4	0.4	1.4	4.5	(0.1)	2.5
Importations	8.1	7.6	0.9	0.8	1.7	2.1	0.4	2.5
Variation des stocks (millions \$)	4,425	55,290	38,900	27,952	27,327	39,514	25,952	28,452
Demande intérieure	6.1	2.8	0.5	1.3	1.4	0.8	1.4	1.8
Revenu réel disponible	0.5	(0.1)	1.9	2.8	1.3	2.2	1.7	1.5
Emploi	5.0	4.0	2.4	1.7	0.9	2.3	1.3	1.0
Taux de chômage	7.5	5.3	5.4	6.4	6.8	5.8	6.9	6.7
Taux d'inflation	3.4	6.8	3.9	2.5	2.2	3.2	2.2	2.0
Bénéfices avant impôts	33.2	14.7	(17.4)	(3.5)	2.4	(9.1)	(7.5)	5.3
Compte courant (milliards, \$)	0.4	(10.3)	(21.0)	(24.0)	(19.6)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

### Scénario financier\*\*

	actuel							
	16/07/24	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023	2024	2025
Taux à un jour	4.75	5.00	5.00	4.50	4.00	5.00	4.00	3.00
Taux préférentiel	6.75	7.00	7.00	6.50	6.00	7.00	6.00	5.00
Bons du Trésor 3M	4.54	5.01	4.80	4.25	3.75	5.05	3.75	2.95
Obligations fédérales								
2 ans	3.78	4.19	4.10	3.70	3.40	3.89	3.40	2.95
5 ans	3.32	3.54	3.60	3.30	3.15	3.17	3.15	3.00
10 ans	3.35	3.47	3.60	3.35	3.20	3.11	3.20	3.05
30 ans	3.34	3.36	3.50	3.30	3.20	3.03	3.20	3.15
Taux de change								
CAD par USD	1.37	1.35	1.37	1.40	1.42	1.32	1.42	1.36
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	81	83	82	77	75	72	75	80

\*\* fin de période

### Dynamique trimestrielle

	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
	publié	publié	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	3.4	0.7	(0.3)	0.1	1.7	1.4	(0.3)	0.3
IPC (var. a/a %)	5.2	3.5	3.7	3.2	2.8	2.7	2.2	2.2
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	4.8	4.0	3.4	3.4	2.9	2.8	2.5	2.4
Taux de chômage (%)	5.1	5.3	5.5	5.8	5.9	6.2	6.5	6.9

Financière Banque Nationale

## Prévisions économiques provinciales

	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2021	2022	2023p	2024p	2025p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.0	-1.7	-2.5	1.5	2.3	18.5	6.8	-3.1	3.4	3.6
Île-du-Prince-Édouard	8.4	2.9	2.2	3.0	3.0	14.9	9.3	4.8	5.5	5.4
Nouvelle-Écosse	5.9	2.9	1.3	0.6	1.0	10.0	7.1	3.4	2.6	2.9
Nouveau-Brunswick	5.3	1.1	1.3	0.5	0.8	10.9	7.4	3.5	2.7	2.8
Québec	6.7	2.5	0.2	0.5	1.0	11.6	8.4	3.7	3.2	3.2
Ontario	5.4	3.9	1.4	0.9	1.1	9.8	9.2	4.3	3.3	2.9
Manitoba	1.3	3.3	1.3	0.5	1.2	9.2	8.6	3.7	2.6	3.1
Saskatchewan	-0.7	6.0	1.6	0.6	1.4	13.9	29.2	1.7	1.7	3.0
Alberta	4.6	5.0	1.5	1.0	1.7	24.9	22.0	-0.8	4.4	3.4
Colombie-Britannique	7.1	3.8	1.6	0.5	1.1	15.8	11.0	2.2	2.8	2.9
Canada	5.3	3.8	1.2	0.7	1.2	13.4	11.8	2.8	3.2	3.0
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	3.6	4.3	1.7	3.0	0.7	13.1	11.2	9.9	10.0	10.0
Île-du-Prince-Édouard	4.2	5.3	5.7	3.4	1.7	9.9	7.5	7.4	8.0	8.2
Nouvelle-Écosse	5.6	3.6	2.7	3.3	1.0	8.6	6.6	6.4	6.7	7.1
Nouveau-Brunswick	3.2	2.7	3.4	2.8	0.9	9.1	7.2	6.6	7.9	8.1
Québec	4.4	3.1	2.3	0.5	0.7	6.1	4.3	4.4	5.5	6.2
Ontario	5.2	4.6	2.4	1.4	0.9	8.1	5.6	5.7	6.9	7.4
Manitoba	3.7	3.2	2.5	2.5	1.1	6.4	4.5	4.8	5.2	4.9
Saskatchewan	2.6	3.5	1.8	1.8	1.1	6.5	4.7	4.8	4.7	5.2
Alberta	5.5	5.2	3.6	2.7	1.3	8.5	5.8	5.9	7.0	7.6
Colombie-Britannique	6.2	3.1	1.6	2.3	0.9	6.5	4.6	5.2	5.4	5.6
Canada	5.0	4.0	2.4	1.7	0.9	7.5	5.3	5.4	6.4	6.8
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	1.5	1.0	1.6	1.4	3.7	6.4	3.3	2.2	2.1
Île-du-Prince-Édouard	1.2	1.0	0.9	1.2	1.3	5.1	8.9	2.9	2.0	2.2
Nouvelle-Écosse	6.0	5.6	7.2	9.0	7.4	4.1	7.5	4.0	2.4	2.1
Nouveau-Brunswick	3.9	4.7	4.9	5.2	4.8	3.8	7.3	3.5	2.0	2.1
Québec	69.4	58.2	39.5	47.5	51.5	3.8	6.7	4.5	2.6	2.2
Ontario	100.4	96.1	90.0	81.0	94.5	3.5	6.8	3.8	2.4	2.2
Manitoba	8.0	8.1	7.1	6.5	8.2	3.2	7.9	3.6	1.6	2.4
Saskatchewan	4.3	4.2	4.6	4.4	5.0	2.6	6.6	3.9	1.6	2.2
Alberta	31.9	36.4	35.9	42.0	43.5	3.2	6.5	3.3	2.4	2.0
Colombie-Britannique	47.6	46.7	50.6	47.5	53.5	2.8	6.9	4.0	2.4	2.1
Canada	273.8	262.5	241.7	245.9	271.1	3.4	6.8	3.9	2.5	2.2

e: estimé

p: prévision

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



**Inscrivez-vous à nos publications : [FBN.EconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:FBN.EconomieetStrategie@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. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

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