

Sommaire

Par Matthieu Arseneau et Jocelyn Paquet

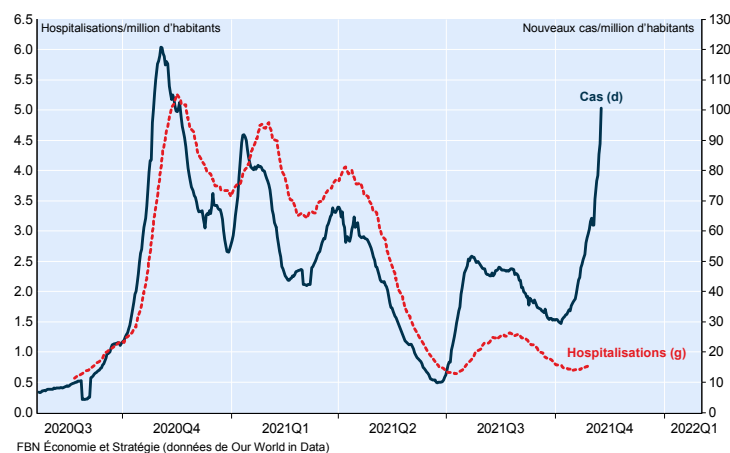
- La situation économique dans la zone euro n'a pas beaucoup évolué dans les dernières semaines. Nous nous attendons toujours à ce que l'augmentation marquée des prix de l'énergie vienne réduire le pouvoir d'achat des consommateurs pendant l'hiver et accroître les coûts de production des entreprises. À ces risques, nous devons maintenant ajouter ceux liés à la détérioration de la situation sanitaire, car le continent européen fait face à une énième recrudescence du nombre de nouvelles infections de COVID-19. Les nouvelles en provenance de la Chine sont également plutôt mitigées. Du côté positif, nous notons la baisse marquée des cours du charbon et la baisse des coûts de transport maritime. Malheureusement, il semble que ce dernier recul soit dû à un ralentissement de la production chinoise qui, d'une part, fait baisser la pression sur les infrastructures portuaires, mais risque également d'aggraver les problèmes déjà criants d'approvisionnement à l'échelle mondiale. Nous le mentionnions dans notre dernier rapport mensuel, la flambée des prix de l'électricité plus tôt cette année a contraint Beijing à imposer des coupures de courant temporaires. Cela a bien sûr eu des répercussions sur la production manufacturière. Maintenant que la situation énergétique s'améliore, c'est la COVID qui restreint l'activité des usines. À cela nous devons ajouter les déboires du secteur immobilier actuellement engagé dans un douloureux processus de désendettement. Tout n'est pas noir, cependant, pour l'économie chinoise. La demande internationale demeure extrêmement forte, ce qui devrait continuer de stimuler les exportations de l'Empire du Milieu. Après avoir révisé à la baisse notre scénario de croissance de l'économie mondiale le mois dernier pour refléter les impacts des problèmes d'approvisionnement et les effets du variant Delta, nous maintenons nos anticipations sans changement ce mois-ci. L'économie mondiale devrait croître de 5.5% cette année et de 4.0% l'an prochain. Nous considérons maintenant que les risques pour ce scénario sont orientés à la baisse.
- Comme ce fut le cas lors des dernières vagues de COVID-19, le rythme de croissance de la consommation aux États-Unis a brusquement ralenti. Cependant, le ralentissement n'était pas dû à la consommation de services – généralement plus sensible aux mesures de distanciation physique – mais aux dépenses sur des biens. Jusqu'à un certain point, ce déplacement de la demande vers le secteur des services était à prévoir dans un contexte de réouverture de l'économie. Cette tendance a toutefois été exacerbée par des problèmes d'approvisionnement de plus en plus graves, particulièrement dans le secteur automobile. Bien qu'il soit difficile de faire des pronostics quant au moment où les goulots d'étranglement disparaîtront, il semble probable que certaines contraintes de production perdureront au moins jusqu'à la seconde moitié de 2022. D'ici là, ce qui s'est produit dans le secteur automobile pourrait s'étendre à d'autres biens de consommation, ce qui serait particulièrement dommageable à l'aube de la période des fêtes. Malgré ce risque, nous gardons confiance de voir la croissance économique s'accélérer au dernier trimestre de l'année et demeurer robuste en 2022. Comme nous l'avons souvent mentionné par le passé, les ménages américains se trouvent actuellement en très bonne posture, ayant accumulé près de \$2,500 milliards en épargne excédentaire depuis le début de la crise. Leur valeur nette a également beaucoup augmenté grâce à la bonne performance des marchés boursiers et à l'appréciation du prix des maisons. L'effet de richesse engendré par cette hausse devrait continuer de stimuler la consommation de services, en supposant bien sûr que la situation épidémiologique demeure sous contrôle. Nous prévoyons une croissance de 4.1% au dernier trimestre de l'année et de 5.5% pour 2021 dans l'ensemble. Pour l'an prochain, nous anticipons une croissance solide de 3.4%.
- Contrairement à l'économie mondiale qui donne des signes d'essoufflement, l'économie canadienne se débrouille relativement bien en deuxième moitié d'année. Le marché du travail a opéré un redressement spectaculaire au cours des cinq derniers mois. Les effectifs du secteur privé ont augmenté de 618,000 personnes entre mai et octobre, soit le gain le plus important jamais enregistré si l'on exclut la période de réouverture après le confinement de l'année dernière. Plus des deux tiers des gains ont été réalisés dans les secteurs lourdement affectés pendant la pandémie. Le taux de chômage à seulement 1 point de pourcentage au-dessus de son niveau d'avant la pandémie et le taux d'activité qui est essentiellement rétabli laissent penser que les capacités excédentaires s'amenuisent rapidement. Nos perspectives de croissance demeurent essentiellement inchangées avec une croissance de 4.9% en 2021 et de 3.8% en 2022. L'envolée des prix des matériaux continuera d'avantager l'économie du Canada, mais les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et l'inflation qui en découle représentent un risque dans le contexte actuel. Cela dit, le redressement du marché du travail donne à penser que les ménages sont prêts à voler de leurs propres ailes, sans les aides gouvernementales extraordinaires. Le montant d'épargne excédentaire déjà accumulé par les ménages est substantiel (11.4% du PIB) et représente un coussin pour amortir le choc des hausses de prix sur le niveau de vie.

Monde : La Chine en perte de vitesse

Notre tour d'horizon de la situation économique mondiale commence ce mois-ci avec la zone euro, où la situation économique n'a pas beaucoup évolué dans les dernières semaines. Nous nous attendons toujours à ce que l'augmentation marquée des prix de l'énergie vienne réduire le pouvoir d'achat des consommateurs pendant l'hiver et accroître les coûts de production des entreprises. À ces risques, nous devons maintenant ajouter ceux liés à la détérioration de la situation sanitaire, car le continent européen fait face à une énième recrudescence du nombre de nouvelles infections de COVID-19. Bien que les taux de vaccination soient élevés dans la zone euro et que nous ne nous attendions pas ce que la vague actuelle entraîne des débordements dans les hôpitaux, nous devons tout de même prendre en considération la tendance des consommateurs à restreindre leur activité lorsque les risques de contamination augmentent, et ce même si les gouvernements se gardent d'imposer des mesures de distanciation sociale restrictives.

Europe : La COVID s'invite encore à la fête

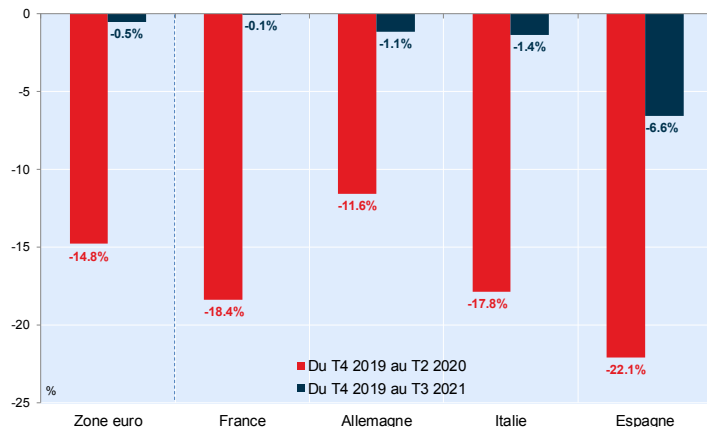
Nouveaux cas/hospitalisations quotidiens par million d'habitants, moyenne mobile sur 7 jours



Ainsi, après un solide rebond qui a fait suite au confinement, la croissance devrait ralentir dans la zone euro au T4 et au T1.

Zone euro : Rebond solide... ralentissement à venir

Variations du PIB réel depuis le T4 2019



Les nouvelles en provenance de la Chine sont également plutôt mitigées. Du côté positif, nous notons la baisse marquée des cours du charbon après la décision du gouvernement central d'autoriser une augmentation de la production locale. Ce recul devrait se traduire par une baisse du prix de l'électricité, ce qui est favorable pour les ménages et les entreprises. (Rappelons que 50% à 60% de l'électricité en Chine sont produits par des centrales au charbon.) Malgré cette baisse, les prix restent supérieurs à leur niveau du début de l'année, ce qui pourrait continuer d'exercer une pression sur les marges des entreprises les plus énergivores.

Chine : Recul spectaculaire des cours du charbon

Prix du premier contrat à terme de charbon



La baisse des coûts de transport est un autre élément qui, de prime abord, pourrait laisser croire que l'économie chinoise prend du mieux. Après l'engorgement de plusieurs ports chinois provoqué par un puissant rebond de la demande de biens des économies avancées, il serait normal de penser que le ralentissement actuel des prix soit dû à une baisse de la demande extérieure, à des améliorations logistiques ou à une augmentation de la capacité dans le secteur du transport.

Monde : Le coût du transport en baisse... pour les mauvaises raisons

Indice Baltic Dry des coûts du transport maritime



Malheureusement, il semble plutôt que ce recul soit dû à un ralentissement de la production chinoise qui, d'une part, fait baisser la pression sur les infrastructures portuaires, mais risque également

d'aggraver les problèmes déjà criants d'approvisionnement à l'échelle mondiale. Nous le mentionnions dans notre dernier rapport mensuel, la flambée des prix de l'électricité a contraint Beijing à imposer des coupures de courant temporaires. Cela a bien sûr eu des répercussions sur la production manufacturière. Maintenant que la situation énergétique s'améliore, c'est la COVID qui restreint l'activité des usines. Le pays fait en effet face à une vague d'éclotions liée au variant Delta et, puisque la Chine est l'un des derniers territoires au monde à s'accrocher à une politique de tolérance zéro face au virus (une politique d'ailleurs renforcée à l'approche des Jeux olympiques), celle-ci a entraîné l'imposition de mesures de distanciation extrêmement sévères qui ont perturbé le secteur industriel.

À cela nous devons ajouter les déboires du secteur immobilier actuellement engagé dans un douloureux processus de désendettement qui a poussé plusieurs promoteurs d'importance au bord de la faillite. Bien qu'Evergrande ait finalement payé les intérêts dus sur ses obligations libellées en dollar U.S. *in extremis*, la situation demeure très précaire comme en fait foi l'explosion des taux sur le marché de la dette à haut rendement. Le fait que le secteur résidentiel et ses fournisseurs représentent environ 1/5^e du PIB chinois n'a rien de rassurant pour les investisseurs.

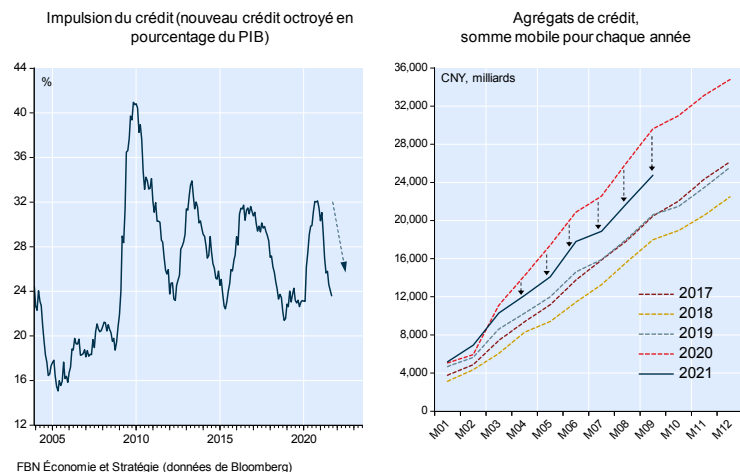
Chine : Les problèmes du secteur immobilier effrayent les investisseurs

Rendement des obligations d'entreprises chinoises à haut rendement libellées en USD



Les participants au marché sont peut-être aussi un peu pris de court par la réaction des autorités. Par le passé, lorsque l'économie ralentissait comme elle le fait aujourd'hui, Beijing avait l'habitude d'ouvrir les vannes du crédit. Mais cette fois, le gouvernement semble plus hésitant à recourir à cette option. L'impulsion du crédit ne montre toujours pas de signes de rebond et les agrégats de crédit restent loin en deçà de leurs niveaux de l'an dernier. Dans ce contexte, plusieurs observateurs se demandent si le rééquilibrage de l'économie chinoise longuement souhaité par les autorités, mais toujours reporté (d'une croissance basée sur la construction et la production manufacturière vers une économie de consommation), ne pourrait pas finalement être mis en branle. Bien qu'un tel rééquilibrage soit souhaitable à long terme, il entraînerait invariablement des bouleversements majeurs dans l'immédiat, ne serait-ce que par un ralentissement important de la construction résidentielle.

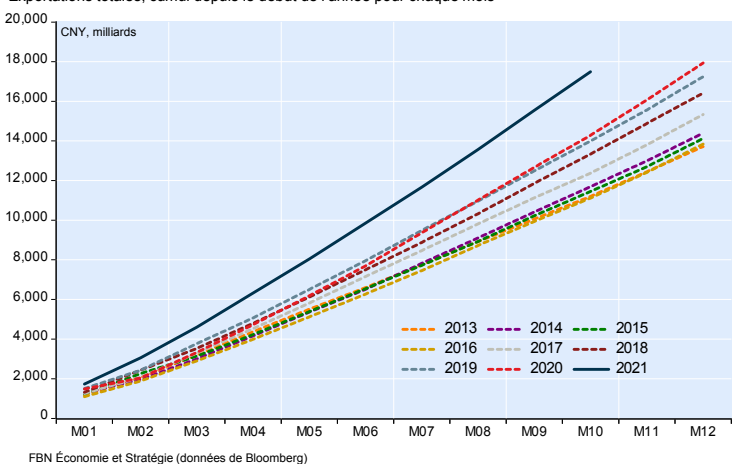
Chine : Beijing réticent à ouvrir les vannes du crédit



Tout n'est pas noir, cependant, pour l'économie chinoise. Comme nous le mentionnions plus tôt, la demande internationale demeure extrêmement forte, ce qui devrait continuer de stimuler les exportations de l'Empire du Milieu.

Chine : L'économie soutenue par la demande extérieure

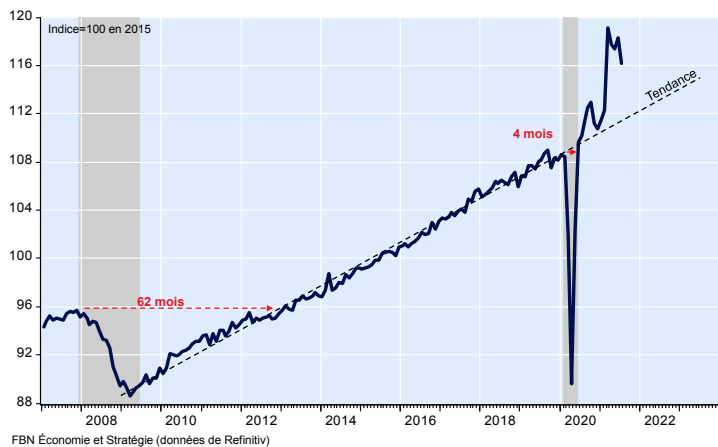
Exportations totales, cumul depuis le début de l'année pour chaque mois



En fait, les volumes des ventes au détail dans les 38 pays membres de l'OCDE demeurent bien au-dessus de leur tendance d'avant la pandémie, signe de la force des consommateurs dans les économies avancées. Nous notons qu'il a fallu pas moins de 62 mois pour que cet indicateur se rétablisse pleinement après la récession de 2008-2009. Cette fois, le délai n'a été que de 4 mois.

OCDE : Les ventes au détail loin au dessus de la tendance d'avant-crise

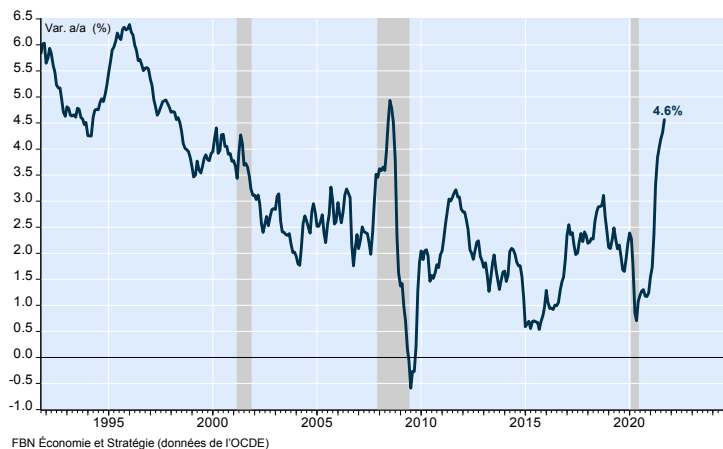
Volume de ventes au détail



Ce brusque sursaut de la consommation n'a toutefois pas eu que des effets positifs. Au contraire, l'excédent de demande a entraîné une hausse rapide de l'inflation, phénomène qui pourrait forcer les banques centrales à resserrer leur politique monétaire.

OCDE : L'inflation force les banques centrales à resserrer leur politique

Indice des prix à la consommation



Ce processus est déjà bien entamé dans certaines économies émergentes et se propage maintenant aux économies développées. Dans un contexte où la dette a fortement augmenté, les grands argentiers du monde devront manœuvrer avec prudence et tenter de diminuer la pression sur les prix sans ralentir la production économique outre mesure.

Après avoir révisé à la baisse notre scénario de croissance de l'économie mondiale le mois dernier pour refléter les impacts des problèmes d'approvisionnement et les effets du variant Delta, nous maintenons nos anticipations sans changement ce mois-ci. L'économie mondiale devrait croître de 5.5% cette année et de 4.0% l'an prochain. Nous considérons maintenant que les risques pour ce scénario sont orientés à la baisse.

Perspectives mondiales

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------------|-------------|------------|------------|
| Économies avancées | -4.5 | 4.9 | 3.3 |
| États-Unis | -3.4 | 5.5 | 3.4 |
| Zone euro | -6.3 | 4.7 | 3.5 |
| Japon | -4.6 | 2.4 | 2.2 |
| Royaume-Uni | -9.8 | 6.6 | 4.0 |
| Canada | -5.3 | 4.9 | 3.8 |
| Australie | -2.5 | 3.7 | 3.1 |
| Corée du Sud | -0.9 | 3.8 | 2.5 |
| Économies émergentes | -2.1 | 6.0 | 4.5 |
| Chine | 2.3 | 7.8 | 5.0 |
| Inde | -7.3 | 9.0 | 7.5 |
| Mexique | -8.3 | 6.0 | 3.0 |
| Brésil | -4.1 | 5.0 | 1.4 |
| Russie | -3.0 | 4.5 | 2.7 |
| Monde | -3.1 | 5.5 | 4.0 |

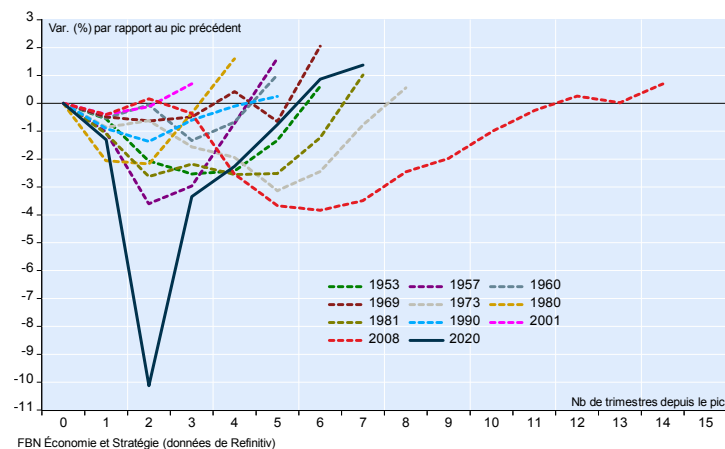
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Rééquilibrage après la pandémie sur fond de pénuries

À première vue, les données publiées à la fin du mois d'octobre par le Bureau of Economic Analysis laissent penser que les impacts économiques du variant Delta sur l'économie américaine ont été plus importants que prévu au T3. Le PIB réel n'a crû que de 2.0% en termes annualisés au cours du trimestre, une cadence inférieure à la prévision médiane des économistes (+2.6%) et la plus faible depuis le début de la reprise. Cette augmentation a tout de même hissé la production économique à 1.4% au-dessus du niveau d'avant la crise. Le PIB a donc recouvré ses pertes deux fois plus rapidement que lors de la dernière récession.

É.-U. : La production économique excède de 1.4% le pic d'avant la crise

PIB réel, pourcentage de variation par rapport au pic précédent



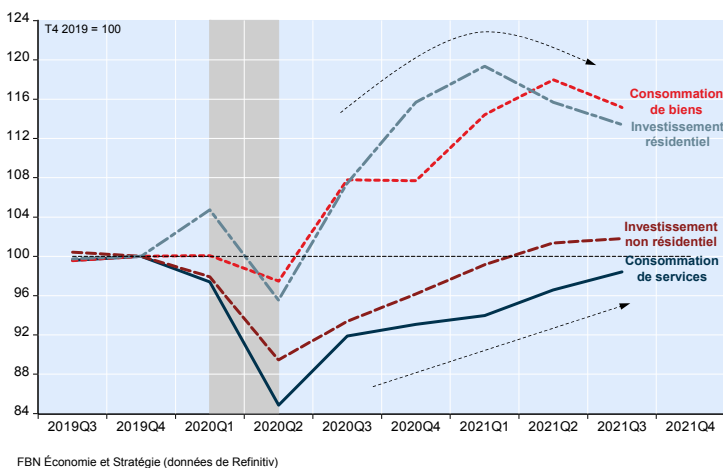
Comme ce fut le cas lors des dernières vagues d'infections, le rythme de croissance de la consommation a brusquement ralenti, passant de 12.0% au T2 à seulement 1.6% au T3. Cela dit, les dépenses dans le secteur des services – généralement plus sensibles aux mesures de

distanciation sociale - n'étaient pas responsables de ce ralentissement. Au contraire, la consommation dans ce segment a crû de 7.9% en rythme annualisé, s'établissant à 1.6% seulement en dessous du niveau d'avant la pandémie. Le recul des dépenses s'expliquait plutôt par un repli marqué dans le secteur des biens (-9.2% t/t en rythme annualisé), un phénomène contraire à ce qui avait été observé lors des précédents pics épidémiologiques.

Jusqu'à un certain point, ce déplacement de la demande vers le secteur des services était à prévoir dans un contexte de rééquilibrage de l'économie. La pandémie ayant favorisé certaines composantes du PIB (consommation de biens et investissement résidentiel) par rapport à d'autres (consommation de services), une inversion de tendance était anticipée à mesure que la situation sanitaire s'améliorait. De fait, le recul du secteur des services a été accompagné par une temporisation de l'investissement résidentiel qui avait connu un essor fulgurant dans les premiers mois de la reprise.

É.-U. : Début d'un rééquilibrage de l'économie?

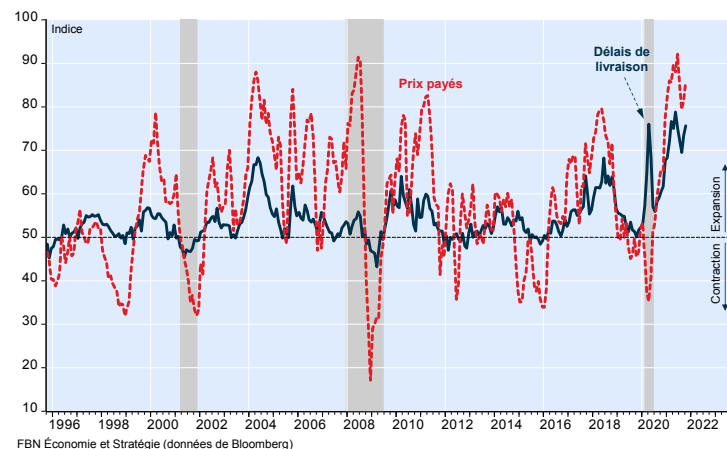
Composantes du PIB réel



Cette tendance a toutefois été exacerbée par des problèmes d'approvisionnement de plus en plus graves. C'est que les délais de livraison dans le secteur manufacturier ont continué de s'allonger à un rythme quasi record en octobre. L'excès de demande dans le secteur s'est aussi traduit par une hausse marquée du prix des intrants. Tentant de maintenir leurs marges bénéficiaires, les usines n'ont eu d'autre choix que d'augmenter leur prix. L'indice des prix à la production des biens a en effet bondi de 11.8% sur un an, le plus depuis le début des années 1980.

É.-U. : Les usines frappées par les problèmes d'approvisionnement

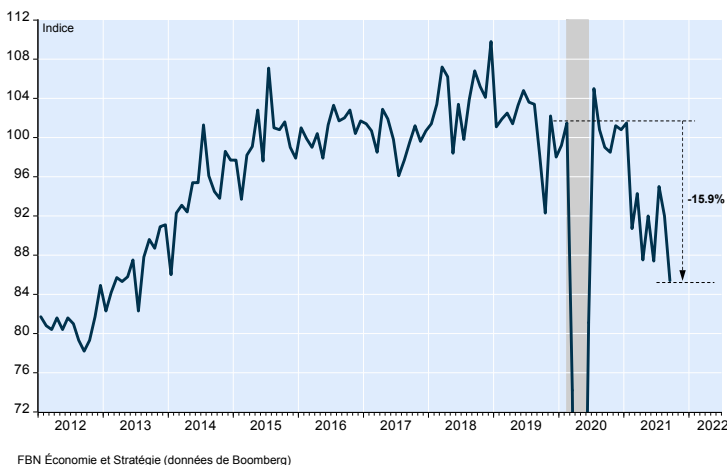
Indice ISM manufacturier. Dernière observation : octobre 2021



Le secteur le plus durement touché a été celui de l'automobile. Faute de puces informatiques, la production y a reculé dans 5 des 8 derniers mois et demeure 15.9% plus basse qu'en février 2020.

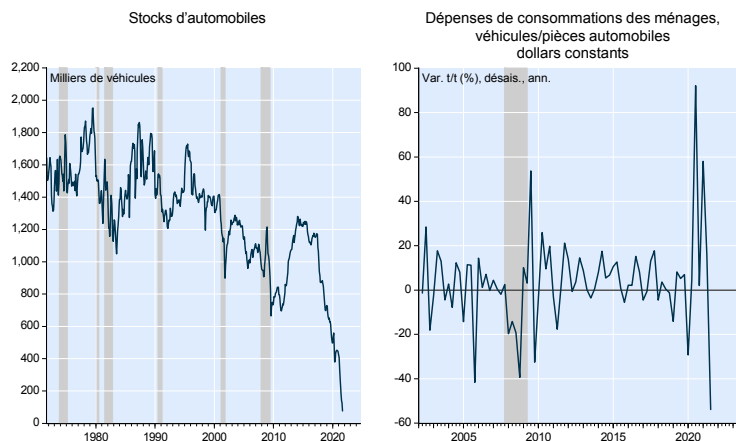
É.-U. : L'impact des pénuries de microprocesseurs se fait sentir (1)

Production de véhicules et de pièces automobiles



Le ralentissement des usines, jumelé à un bond des ventes un peu plus tôt cette année, a fait fondre les stocks des concessionnaires. Résultat? Les dépenses dans le secteur automobile se sont effondrées au troisième trimestre (-53.9% t/t en termes annualisés) et le segment des biens durables (duquel font partie les véhicules) a soustrait pas moins de 2.7 points de pourcentage à la croissance.

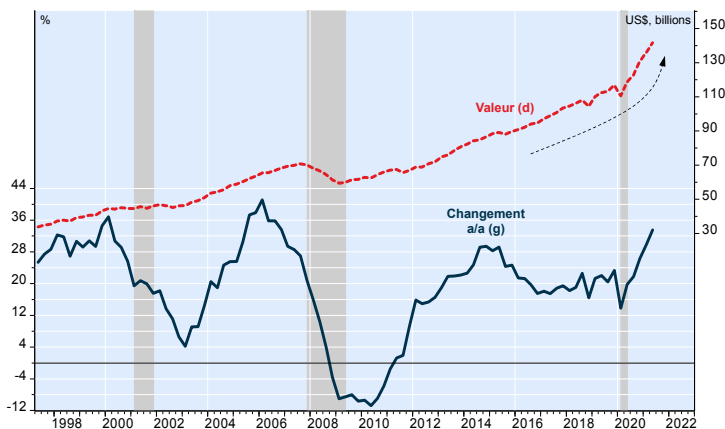
É.-U. : L'impact des pénuries de microprocesseurs se fait sentir (2)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

É.-U. : Les ménages en très bonne posture

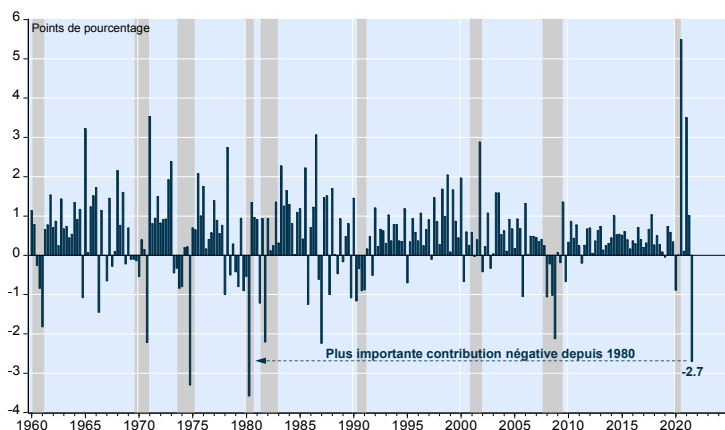
Valeur nette des ménages



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

É.-U. : L'impact des pénuries de microprocesseurs se fait sentir (3)

Dépenses de consommation des ménages, biens durables, contribution à la croissance du PIB réel



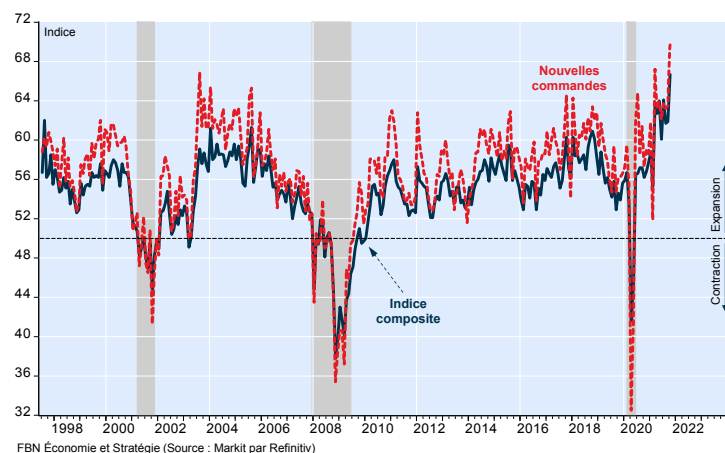
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Bien qu'il soit difficile de faire des pronostics quant au moment où les goulots d'étranglement disparaîtront, il semble probable que certaines contraintes de production perdureront au moins jusqu'à la seconde moitié de 2022. D'ici là, ce qui s'est produit dans le secteur automobile pourrait s'étendre à d'autres biens de consommation, ce qui serait particulièrement dommageable à l'aube de la période des fêtes. Malgré ce risque, nous gardons confiance de voir la croissance économique s'accélérer au dernier trimestre de l'année et demeurer robuste en 2022. Comme nous l'avons souvent mentionné par le passé, les ménages américains se trouvent actuellement en très bonne posture, ayant accumulé près de \$2,500 milliards en épargne excédentaire depuis le début de la crise. Leur valeur nette a également beaucoup augmenté grâce à la bonne performance des marchés boursiers et à l'appréciation du prix des maisons.

L'effet de richesse engendré par cette hausse devrait continuer de stimuler la consommation de services, en supposant bien sûr que la situation épidémiologique demeure sous contrôle. À tout le moins, les indicateurs économiques récents nous permettent d'être optimistes. Le rapport ISM non manufacturier d'octobre, par exemple, révélait la plus forte expansion des entreprises productrices de services depuis qu'on a commencé à compiler les données, en 1997. Le sous-indice des nouvelles commandes se trouvait aussi à un sommet historique, signe que l'activité devrait se maintenir à un niveau très élevé pendant au moins quelques mois encore.

É.-U. : La COVID-19 ralentie, le secteur des services prend du galon

Indice ISM non-manufacturier. Dernière observation : octobre 2021



FBN Économie et Stratégie (Source : Markit par Refinitiv)

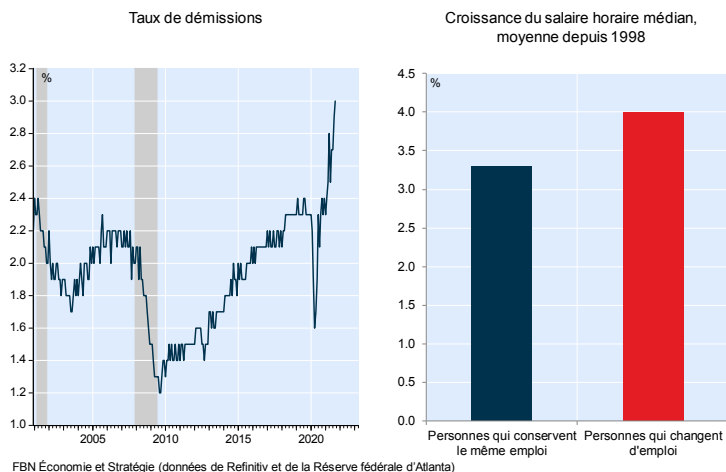
Les données de l'emploi d'octobre abondaient dans le même sens. Le Bureau of Labor Statistics rapportait en effet un gain de 423,000 emplois dans le secteur des services au dixième mois de l'année. En excluant la période de réouverture ayant immédiatement suivi le confinement, il s'agit du meilleur gain jamais enregistré pour un mois d'octobre.

Compte tenu de ces signes encourageants, nous prévoyons une croissance de 4.1% au dernier trimestre de l'année et de 5.5% pour 2021 dans l'ensemble. Pour l'an prochain, nous anticipons une croissance solide de 3.4%. Les risques pour ce scénario demeurent

toutefois orientés à la baisse. Outre une recrudescence de cas de COVID, trois écueils potentiels retiennent notre attention :

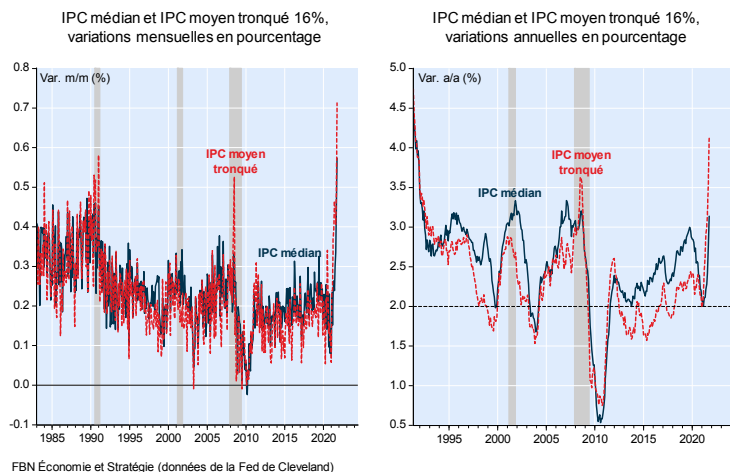
- 1) La possibilité que la crise de la COVID ait altéré de manière permanente la structure du marché du travail. Cela signifierait que les pénuries de main-d'œuvre actuelles ne se résorberont pas et continueront de réduire la capacité de production de l'économie américaine;
- 2) Le risque que, confrontées à un manque de travailleurs et à une inflation plus importante que prévu, les entreprises américaines soient dans l'obligation de hausser les salaires à un rythme plus rapide que ce que nous avons observé au cours du dernier cycle économique. Cela pourrait venir renforcer/pérenniser les pressions haussières sur les prix. Les travailleurs semblent déjà prendre avantage de la situation sur le marché du travail et quittent leur emploi à un rythme record. Rappelons que les données historiques montrent que le salaire des personnes qui changent d'emploi tend à augmenter plus rapidement que la moyenne.

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



- 3) Le risque que les éléments nommés en 1) et en 2) forcent la Réserve fédérale à resserrer sa politique monétaire plus vite que ce qui est anticipé présentement. La banque centrale est déjà sous pression alors que l'inflation de base semble s'accroître/devenir plus diffuse. En effet, l'IPC médian et l'IPC moyen tronqué, deux mesures publiées par la Fed de Cleveland qui excluent les éléments les plus volatils chaque mois, ont crû respectivement de 0.6% et 0.7% en octobre. Dans les deux cas, l'augmentation était la plus forte observée depuis que ces données ont commencé à être collectées en 1983. Sur 12 mois, l'IPC médian s'est établi à un niveau inégalé depuis 13 ans de 3.1%, alors que l'IPC moyen tronqué a enregistré 4.1%, et se trouvait ainsi au plus haut depuis 1991. À n'en pas douter, les convictions de la Fed concernant la nature « transitoire » de l'inflation seront mises à l'épreuve dans les prochains mois.

États-Unis: L'inflation de base continue de s'accroître

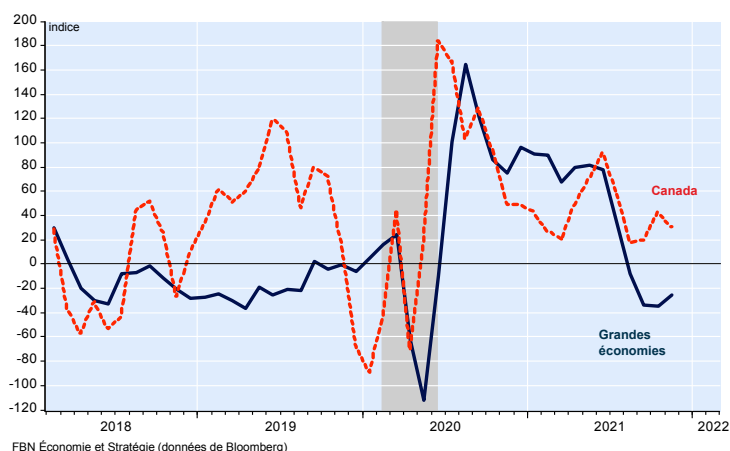


Canada : Un verre presque plein

Contrairement à l'économie mondiale qui donne des signes d'essoufflement, l'économie canadienne se débrouille relativement bien en deuxième moitié d'année. À l'inverse de ce qu'on observe dans les principales économies, l'indice des surprises économiques Citigroup demeure confortablement au-dessus de 0, indiquant des performances supérieures aux attentes des économistes. L'indice est positif depuis 19 mois, du jamais vu depuis que ces données sont compilées (2003). Le niveau des hospitalisations liées à la COVID-19 demeure gérable dans la majorité des provinces, ce qui a permis de maintenir l'allègement des mesures sanitaires.

Canada : Les surprises économiques restent positives

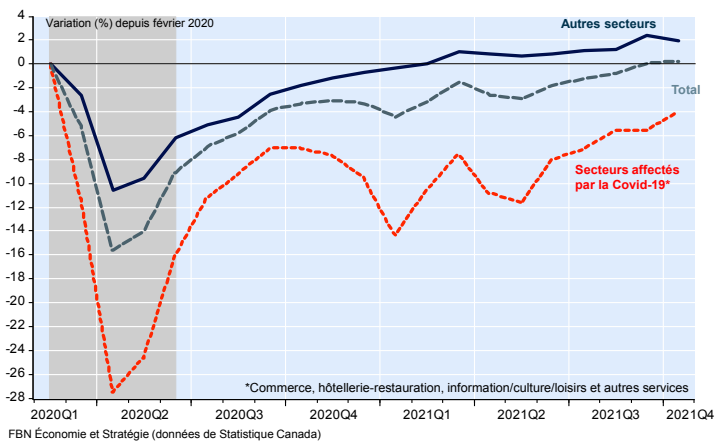
Indice CITI des surprises économiques



Le marché du travail a opéré un redressement spectaculaire au cours des cinq derniers mois. Les effectifs du secteur privé ont augmenté de 618,000 personnes entre mai et octobre, soit le gain le plus important jamais enregistré si l'on exclut la période de réouverture après le confinement de l'année dernière. Plus des deux tiers des gains ont été réalisés dans les secteurs lourdement affectés durant la pandémie (graphique).

Canada : Les secteurs les plus affectés par la COVID-19 se relèvent

Emploi

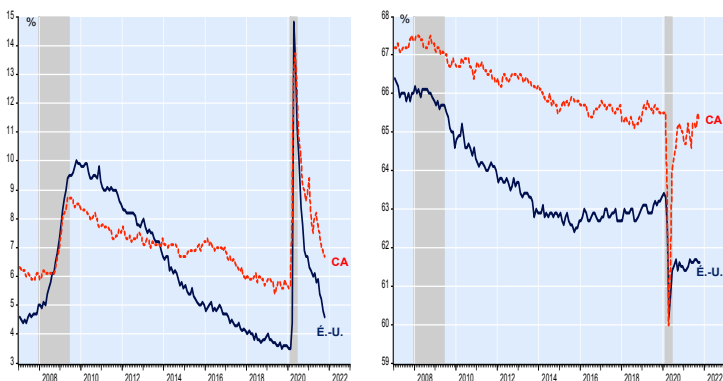


En octobre, le taux de chômage a diminué de deux dixièmes, à 6.7%, soit seulement 1 point de pourcentage au-dessus de son niveau d'avant la pandémie. Il arrive que le taux de chômage soit trompeur en période de difficultés économiques. En effet, il peut à l'occasion masquer le fait qu'une partie des travailleurs a quitté temporairement la population active et surestimer l'amélioration de la situation. Mais ce n'est pas le cas actuellement au Canada, comme en témoigne le taux d'activité qui est essentiellement revenu à son niveau d'avant la crise, contrairement aux États-Unis.

Canada : Le taux d'activité s'est entièrement rétabli chez nous

Taux de chômage

Taux d'activité



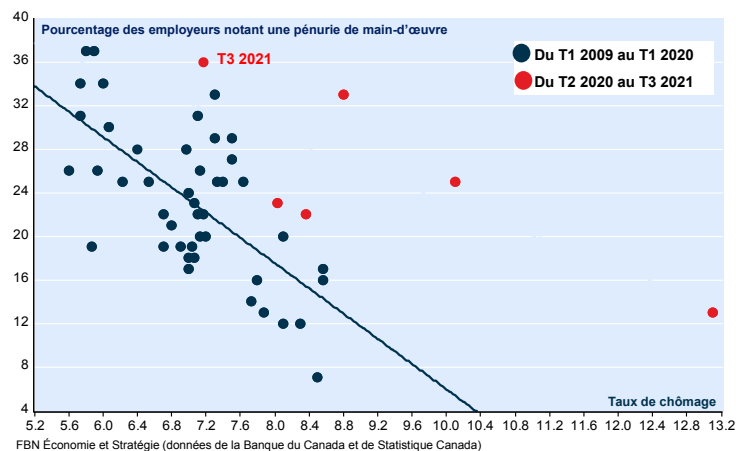
Alors que nous considérons que le verre est presque plein, la Banque du Canada semble plutôt voir le verre à moitié vide dans son évaluation du marché du travail. Dans son Rapport sur la politique monétaire d'octobre, la Banque reconnaît certes l'amélioration rapide des derniers mois, mais elle s'inquiète du degré de divergence entre les indicateurs quant à l'avancement de la reprise du marché du travail, signe, selon elle, que ce marché doit encore s'améliorer avant d'être complètement rétabli. La banque centrale identifie des poches de faiblesse en surveillant pas moins de 39 indicateurs qu'elle inclut dans son nouvel indicateur du marché du travail présenté dans un document de recherche du personnel ([lien](#)). Cette étude indique que les mesures traditionnelles du marché du travail peuvent « masquer la présence de capacités excédentaires étant donné la faiblesse du marché du travail chez certains groupes durement

touchés ». Elle dit que ce tableau exhaustif de la situation actuelle pourrait « contribuer à atténuer les risques qui pèsent sur l'inflation en raison du maintien prolongé des taux directeurs à de bas niveaux ». Autrement dit, la banque centrale présuppose une capacité excédentaire qui va au-delà de celle qu'indiquent les indicateurs plus traditionnels.

Or, différents indicateurs de pénurie de main-d'œuvre disent plutôt le contraire, dont celui de la Banque du Canada publié dans l'Enquête sur les perspectives des entreprises. Au troisième trimestre, 36% des grandes entreprises sondées disaient faire face à des pénuries de main-d'œuvre. La dernière fois que telles proportions ont été observées remonte à 2018, quand le taux de chômage se situait en dessous de 6%. Il y a lieu de penser que les programmes extraordinaires d'aide aux revenus ont contribué à cette anomalie. Mais il y a plus que cela. Il se peut qu'il y ait un certain décalage entre les types d'emplois offerts par les entreprises et le profil des travailleurs restés sur la touche. Il faudra peut-être un certain temps pour que l'appariement se produise et d'ici là il faut s'attendre à des pressions salariales/inflationnistes accrues.

Canada : Pénuries aiguës de main-d'œuvre malgré le taux de chômage

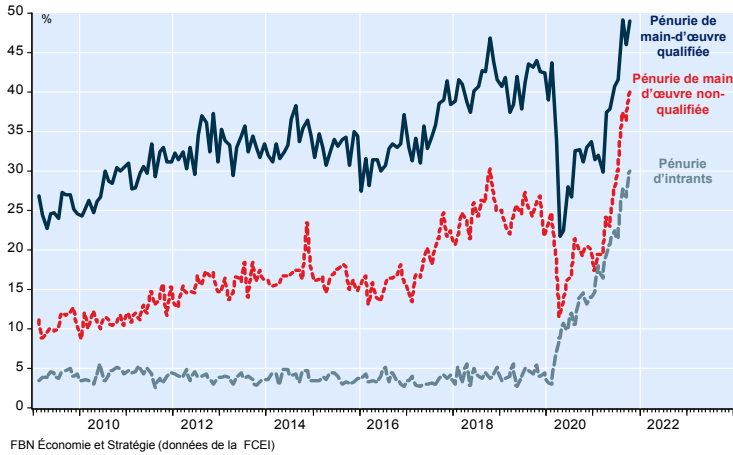
Indicateur de la pénurie de main-d'œuvre et taux de chômage



Les données de la FCEI indiquent des pénuries de main-d'œuvre encore plus aiguës dans les petites et moyennes entreprises. En octobre, pas moins de 49% des PME ont déclaré que le manque de main-d'œuvre qualifiée était un facteur limitant la production, contre 40% pour les travailleurs non qualifiés. Ces deux indicateurs sont à leur plus haut niveau enregistré à ce jour depuis 2009.

La pénurie de main-d'œuvre est très aiguë pour les PME

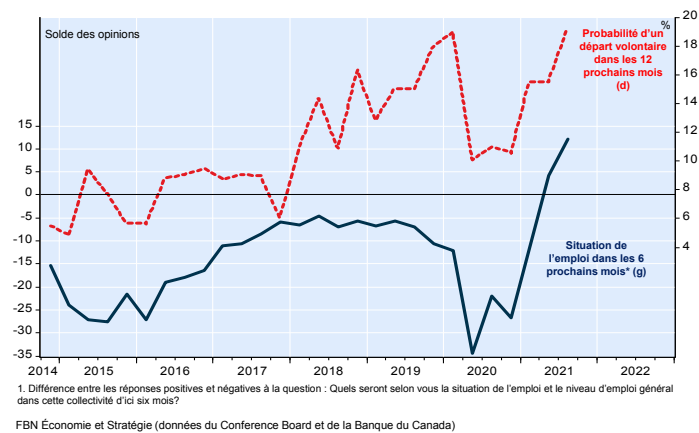
Facteurs limitant les ventes, Septembre 2021 et moyenne historique



Les travailleurs semblent bien conscients de la forte demande de main-d'œuvre. L'une des questions de l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board porte sur les anticipations concernant le marché du travail. Or, l'optimisme pour les 6 prochains mois atteint un niveau inégalé au T3 (données compilées depuis 2002). Qui plus est, les travailleurs semblent avoir la bougeotte. En effet, la proportion de salariés qui envisagent de quitter délibérément leur emploi au cours des 12 prochains mois atteint des sommets. Cette guerre pour attirer/garder des talents pourrait se traduire par des pressions salariales soutenues d'autant plus que les travailleurs voudront probablement voir compenser les pertes de pouvoir d'achat survenues ces derniers mois (c.-à-d. forte augmentation de l'inflation).

Canada : Les salariés bien conscients de l'état du marché du travail

Attentes du marché du travail¹ et rotation des effectifs

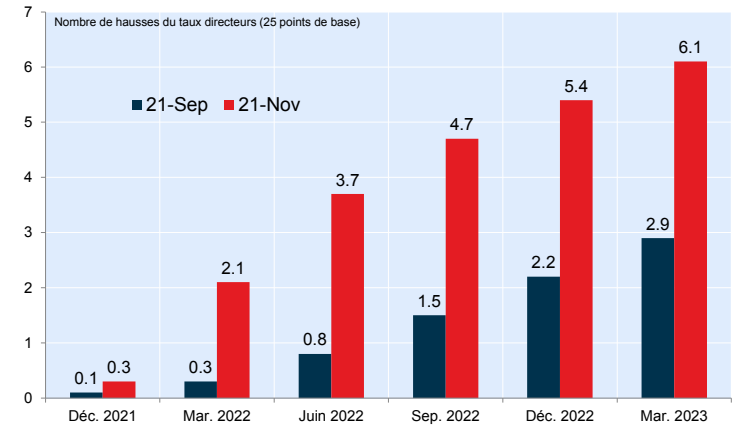


Cela signifie-t-il que la Banque est sur le point de normaliser sa politique monétaire à la vitesse grand V comme semblent le penser les investisseurs qui anticipent pas moins de 6 hausses des taux d'intérêt d'ici début 2023, à partir de janvier. D'abord, comme expliqué préalablement, la Banque ne partage pas notre opinion au sujet du marché du travail ce qui l'incitera à la prudence quant au relèvement des taux (nous entrevoyons 100 points de base de hausse d'ici la fin de 2022). Ensuite, comme le montre le *Mensuel obligatoire* de ce mois-ci, elle a placé la barre haut pour les prévisions de croissance économique et d'inflation à court terme ce

qui pourrait lui permettre de ne pas avoir à devancer de nouveau le moment de ses premières hausses de taux, comme le croit le marché.

Canada : Une forte augmentation des taux directeurs est attendue

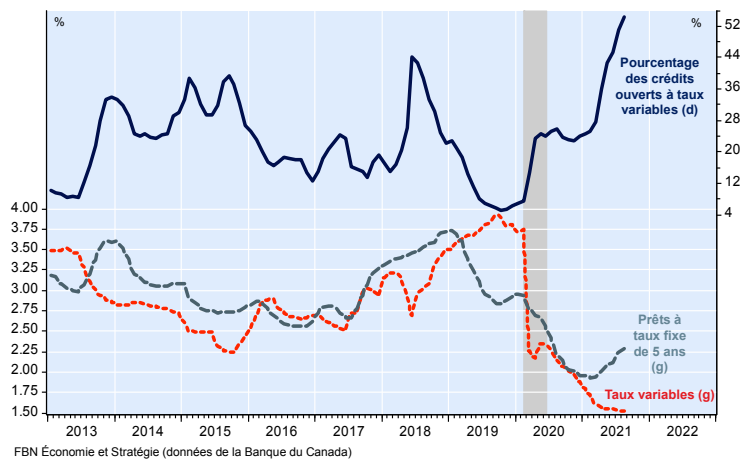
Nombre de hausses du taux directeurs attendues (cumulatives) selon le marché des acceptations bancaires



Enfin, nous sommes d'avis que la banque centrale évitera un relèvement trop rapide du taux directeur de peur de provoquer un atterrissage brutal du marché immobilier. La diminution des taux d'intérêt pendant la pandémie a joué un rôle prépondérant dans l'envolée des prix des maisons qui a bondi de 23% depuis l'écllosion de la COVID-19. Selon nos calculs, la baisse du taux d'intérêt hypothécaire 5 ans (fixe) de février 2020 à août 2021 a augmenté le pouvoir d'achat des acheteurs d'une première maison de 8%. Quant à elle, la baisse du taux variable représente une hausse du pouvoir d'achat de 28%. Nous constatons que 54% des nouveaux prêts hypothécaires consentis par les banques (nouveaux achats, renouvellements et refinancements) étaient à taux variable en août dernier, soit un niveau record et bien au-dessus du 11% observé en moyenne en 2019. Cela révèle que le marché immobilier est, dans le contexte actuel, particulièrement sensible à un relèvement du taux directeur.

Canada : Engouement pour les prêts hypothécaires à taux variables

Taux fixes de 5 ans et taux variables des crédits ouverts et proportion des prêts à taux variables



Ce mois-ci, nous abaissons légèrement notre estimation de la croissance en 2021 de 5.0% à 4.9%, nos prévisions pour le troisième trimestre passant de 4.0% à 3.5% en rythme annualisé. Cela demeure bien au-dessus du niveau de 1.9% qu'indiquent les estimations du PIB

aux prix de base (calculé mensuellement). Il se trouve que cet indicateur du PIB (par industrie) utilise une méthodologie différente de celle de la série trimestrielle clé (basée sur les dépenses). Les deux séries ne sont pas toujours en phase l'une avec l'autre. En fait, le PIB aux prix de base (c'est-à-dire la série mensuelle) a surestimé la croissance trimestrielle basée sur les dépenses au cours des deux derniers trimestres. Notre analyse des composantes de la demande laisse entrevoir un renversement ce trimestre-ci. Qui plus est, les heures travaillées qui ont fait un bond de 6.8% tranchent avec une croissance de seulement 1.9%.

Pour 2022, notre prévision demeure à 3.8%. L'envolée des prix des matériaux continuera d'avantager l'économie du Canada, mais les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et l'inflation qui en découle représentent un risque dans le contexte actuel. Le redressement du marché du travail et la hausse des revenus qui s'ensuit donnent à croire que les ménages sont prêts à voler de leurs propres ailes, sans les aides gouvernementales extraordinaires. Le montant d'épargne excédentaire déjà accumulé par les ménages est substantiel (11.4% du PIB) et représente un coussin pour amortir le choc des hausses de prix sur le niveau de vie.

États-Unis Scénario économique

| (Variation annuelle en %)* | | | | | | T4/T4 | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Produit intérieur brut (\$constants, 2012) | 2.3 | (3.4) | 5.5 | 3.4 | 2.5 | 4.8 | 3.0 | 2.3 |
| Dépenses personnelles | 2.2 | (3.8) | 8.0 | 3.5 | 2.4 | 7.4 | 2.6 | 2.2 |
| Construction résidentielle | (0.9) | 6.8 | 9.3 | (0.6) | 1.0 | (1.2) | 1.0 | 1.0 |
| Investissements des entreprises | 4.3 | (5.3) | 7.6 | 3.1 | 1.8 | 7.3 | 1.9 | 2.3 |
| Dépenses publiques | 2.2 | 2.5 | 0.8 | 1.6 | 2.4 | 1.3 | 2.0 | 2.5 |
| Exportations | (0.1) | (13.6) | 3.6 | 3.1 | 3.2 | 0.7 | 4.5 | 2.2 |
| Importations | 1.2 | (8.9) | 13.4 | 2.5 | 1.4 | 6.8 | 0.6 | 2.0 |
| Variation des stocks (milliards \$) | 75.1 | (42.3) | (102.4) | 81.3 | 50.0 | (75.0) | 175.0 | 25.0 |
| Demande intérieure | 2.4 | (2.5) | 6.7 | 3.0 | 2.3 | 5.9 | 2.3 | 2.2 |
| Revenu réel disponible | 2.3 | 6.2 | 1.9 | (2.6) | 2.4 | (0.1) | 1.5 | 2.9 |
| Emploi des salariés | 1.3 | (5.7) | 2.7 | 3.0 | 1.9 | 4.3 | 1.9 | 2.0 |
| Taux de chômage | 3.7 | 8.1 | 5.5 | 4.5 | 4.1 | 4.7 | 4.3 | 4.0 |
| Taux d'inflation | 1.8 | 1.3 | 4.6 | 4.5 | 2.7 | 6.5 | 2.9 | 3.1 |
| Bénéfices avant impôts | 2.7 | (5.2) | 19.6 | 4.4 | 2.6 | 11.2 | 5.5 | 1.4 |
| Compte courant (milliards \$) | (472.1) | (616.1) | (727.1) | (770.5) | (710.0) | ... | ... | ... |

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

| | actuel | | | | | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|------|------|------|
| | 11/11/21 | T4 2021 | T1 2022 | T2 2022 | T3 2022 | | | |
| Taux cible fonds fédéraux | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.50 | 0.25 | 0.75 | 1.75 |
| Bons du Trésor 3 mois | 0.05 | 0.10 | 0.15 | 0.20 | 0.40 | 0.10 | 0.65 | 1.65 |
| Obligations fédérales | | | | | | | | |
| 2 ans | 0.51 | 0.80 | 1.00 | 1.15 | 1.40 | 0.80 | 1.70 | 2.15 |
| 5 ans | 1.23 | 1.45 | 1.60 | 1.70 | 1.85 | 1.45 | 2.00 | 2.30 |
| 10 ans | 1.56 | 1.70 | 1.85 | 2.00 | 2.10 | 1.70 | 2.20 | 2.40 |
| 30 ans | 1.92 | 2.05 | 2.15 | 2.25 | 2.35 | 2.05 | 2.45 | 2.55 |
| Taux de change | | | | | | | | |
| US\$/Euro | 1.15 | 1.15 | 1.16 | 1.18 | 1.17 | 1.15 | 1.16 | 1.15 |
| YEN/\$US | 114 | 114 | 113 | 113 | 113 | 114 | 112 | 109 |

** fin de période

Dynamique trimestrielle

| | T1 2021 publié | T2 2021 publié | T3 2021 publié | T4 2021 publié | T1 2022 publié | T2 2022 publié | T3 2022 prévision | T4 2022 prévision |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------------|----------------------|
| PIB réel (var. t/t %, désaisonn.) | 6.3 | 6.7 | 2.0 | 4.1 | 3.7 | 2.7 | 2.9 | 2.8 |
| IPC (var. a/a %) | 1.9 | 4.8 | 5.3 | 6.5 | 6.5 | 4.9 | 3.9 | 2.8 |
| IPC de base (var. a/a %) | 1.4 | 3.7 | 4.1 | 4.8 | 5.2 | 3.8 | 3.1 | 2.9 |
| Taux de chômage (%) | 6.2 | 5.9 | 5.1 | 4.7 | 4.7 | 4.5 | 4.4 | 4.3 |

Canada Scénario économique

| (Variation annuelle en %)* | | | | | | T4/T4 | | |
|--|--------|----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Produit intérieur brut (\$constants, 2012) | 1.9 | (5.3) | 4.9 | 3.8 | 2.2 | 3.2 | 3.6 | 1.7 |
| Dépenses personnelles | 1.6 | (6.0) | 4.0 | 4.2 | 2.7 | 3.1 | 4.2 | 1.8 |
| Construction résidentielle | (0.2) | 4.1 | 16.0 | (5.9) | (4.0) | (0.6) | (3.5) | (4.0) |
| Investissements des entreprises | 1.1 | (13.6) | (0.9) | 5.4 | 3.4 | 2.8 | 5.5 | 2.4 |
| Dépenses publiques | 1.7 | 0.4 | 5.6 | 2.1 | 1.2 | 3.8 | 1.7 | 1.0 |
| Exportations | 1.3 | (10.0) | 2.5 | 6.1 | 5.6 | 1.7 | 6.7 | 5.0 |
| Importations | 0.4 | (11.2) | 6.3 | 4.3 | 4.6 | 2.3 | 5.1 | 4.5 |
| Variation des stocks (millions \$) | 18,766 | (15,937) | 2,629 | 14,475 | 19,848 | 7,000 | 12,900 | 23,404 |
| Demande intérieure | 1.4 | (4.3) | 5.0 | 2.7 | 1.6 | 2.9 | 2.8 | 1.0 |
| Revenu réel disponible | 2.2 | 9.5 | 0.8 | (1.1) | 1.4 | 0.4 | 0.5 | 1.5 |
| Emploi | 2.2 | (5.1) | 4.6 | 3.1 | 1.5 | 3.6 | 2.1 | 1.2 |
| Taux de chômage | 5.7 | 9.6 | 7.6 | 6.3 | 6.1 | 6.7 | 6.2 | 6.1 |
| Taux d'inflation | 1.9 | 0.7 | 3.3 | 3.4 | 2.3 | 4.5 | 2.4 | 2.4 |
| Bénéfices avant impôts | 0.6 | (4.0) | 42.2 | 8.4 | 0.8 | 31.9 | 3.4 | 0.3 |
| Compte courant (milliards, \$) | (47.4) | (40.1) | 11.0 | (22.0) | (28.0) | ... | ... | ... |

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

| | actuel | | | | | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|------|------|------|
| | 11/11/21 | T4 2021 | T1 2022 | T2 2022 | T3 2022 | | | |
| Taux à un jour | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.75 | 1.00 | 0.25 | 1.25 | 1.75 |
| Taux préférentiel | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.75 | 3.00 | 2.25 | 3.25 | 3.75 |
| Bons du Trésor 3M | 0.13 | 0.20 | 0.30 | 0.75 | 0.95 | 0.20 | 1.15 | 1.70 |
| Obligations fédérales | | | | | | | | |
| 2 ans | 1.00 | 1.05 | 1.20 | 1.55 | 1.70 | 1.05 | 1.80 | 2.00 |
| 5 ans | 1.48 | 1.50 | 1.60 | 1.85 | 1.95 | 1.50 | 2.00 | 2.15 |
| 10 ans | 1.70 | 1.75 | 1.85 | 1.95 | 2.05 | 1.75 | 2.10 | 2.25 |
| 30 ans | 2.01 | 2.00 | 2.15 | 2.25 | 2.35 | 2.00 | 2.40 | 2.40 |
| Taux de change | | | | | | | | |
| CAD par USD | 1.26 | 1.25 | 1.22 | 1.20 | 1.22 | 1.25 | 1.24 | 1.26 |
| Prix du pétrole (WTI), \$U.S. | 82 | 82 | 85 | 80 | 75 | 82 | 75 | 70 |

** fin de période

Dynamique trimestrielle

| | T1 2021 | T2 2021 | T3 2021 | T4 2021 | T1 2022 | T2 2022 | T3 2022 | T4 2022 |
|--|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | publié | publié | prévision | prévision | prévision | prévision | prévision | prévision |
| PIB réel (var. t/t %, désaisonn.) | 5.5 | (1.1) | 3.5 | 5.2 | 4.9 | 4.1 | 2.6 | 2.8 |
| IPC (var. a/a %) | 1.4 | 3.4 | 4.1 | 4.5 | 4.4 | 3.9 | 3.0 | 2.4 |
| IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %) | 1.0 | 2.1 | 3.0 | 3.0 | 3.1 | 2.8 | 2.3 | 2.3 |
| Taux de chômage (%) | 8.4 | 8.0 | 7.2 | 6.7 | 6.5 | 6.4 | 6.3 | 6.2 |

Prévisions économiques provinciales

| | 2019 | 2020 | 2021p | 2022p | 2023p | 2019 | 2020 | 2021p | 2022p | 2023p |
|-------------------------|---|-------|-------|-------|-------|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | PIB réel (croissance en %) | | | | | PIB nominal (croissance en %) | | | | |
| Terre-Neuve-et-Labrador | 3.3 | -5.4 | 3.2 | 2.6 | 1.5 | 2.3 | -10.7 | 12.5 | 6.8 | 2.1 |
| Île-du-Prince-Édouard | 4.7 | -1.7 | 3.3 | 3.8 | 2.4 | 6.6 | 0.9 | 7.0 | 4.8 | 3.4 |
| Nouvelle-Écosse | 3.0 | -2.5 | 3.6 | 3.3 | 1.8 | 3.7 | 0.7 | 6.1 | 4.5 | 3.1 |
| Nouveau-Brunswick | 1.3 | -3.2 | 3.4 | 3.0 | 1.6 | 2.4 | -1.3 | 8.5 | 4.6 | 2.7 |
| Québec | 2.8 | -5.5 | 6.4 | 3.0 | 2.0 | 4.7 | -2.4 | 11.2 | 4.3 | 3.2 |
| Ontario | 2.0 | -5.1 | 4.3 | 4.2 | 2.3 | 3.7 | -2.8 | 10.7 | 5.4 | 3.3 |
| Manitoba | 0.4 | -4.6 | 4.2 | 3.4 | 2.1 | 0.7 | -1.4 | 11.1 | 5.6 | 3.3 |
| Saskatchewan | -1.1 | -4.9 | 4.6 | 3.9 | 2.3 | -0.4 | -6.6 | 15.4 | 10.9 | 2.0 |
| Alberta | -0.1 | -7.9 | 5.3 | 4.3 | 2.5 | 1.5 | -16.1 | 19.8 | 9.3 | 2.9 |
| Colombie-Britannique | 3.1 | -3.4 | 5.2 | 4.0 | 2.4 | 4.6 | -0.5 | 11.4 | 4.7 | 3.4 |
| Canada | 1.9 | -5.3 | 4.9 | 3.8 | 2.2 | 3.6 | -4.6 | 12.2 | 5.8 | 3.1 |
| | Emploi (croissance en %) | | | | | Taux de chômage (%) | | | | |
| Terre-Neuve-et-Labrador | 1.3 | -5.9 | 2.4 | 1.3 | 0.5 | 12.3 | 14.2 | 13.3 | 12.9 | 12.5 |
| Île-du-Prince-Édouard | 3.4 | -3.2 | 3.1 | 2.2 | 2.0 | 8.6 | 10.6 | 9.6 | 9.4 | 8.9 |
| Nouvelle-Écosse | 2.3 | -4.7 | 5.3 | 2.0 | 1.5 | 7.3 | 9.8 | 8.3 | 7.5 | 7.0 |
| Nouveau-Brunswick | 0.7 | -2.6 | 2.6 | 1.3 | 0.5 | 8.2 | 10.1 | 9.0 | 8.7 | 8.3 |
| Québec | 2.0 | -4.8 | 4.0 | 2.9 | 1.5 | 5.2 | 8.9 | 6.3 | 5.2 | 5.2 |
| Ontario | 2.8 | -4.7 | 4.7 | 3.7 | 1.5 | 5.6 | 9.6 | 8.1 | 6.2 | 5.8 |
| Manitoba | 1.0 | -3.7 | 3.4 | 2.0 | 1.0 | 5.4 | 8.0 | 6.4 | 5.7 | 5.7 |
| Saskatchewan | 1.7 | -4.6 | 2.6 | 1.8 | 1.1 | 5.5 | 8.4 | 6.7 | 6.5 | 6.5 |
| Alberta | 0.6 | -6.5 | 5.0 | 3.2 | 1.2 | 7.0 | 11.5 | 8.7 | 7.5 | 7.9 |
| Colombie-Britannique | 2.9 | -6.5 | 6.5 | 3.1 | 1.8 | 4.7 | 9.0 | 6.5 | 5.1 | 4.8 |
| Canada | 2.2 | -5.1 | 4.6 | 3.1 | 1.5 | 5.7 | 9.6 | 7.6 | 6.3 | 6.1 |
| | Mises en chantier de logements (000) | | | | | IPC (Croissance en %) | | | | |
| Terre-Neuve-et-Labrador | 0.9 | 0.8 | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 0.2 | 3.7 | 3.3 | 2.3 |
| Île-du-Prince-Édouard | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.2 | 0.0 | 4.6 | 3.6 | 2.3 |
| Nouvelle-Écosse | 4.7 | 4.9 | 4.7 | 4.2 | 4.1 | 1.6 | 0.3 | 3.9 | 3.5 | 2.2 |
| Nouveau-Brunswick | 2.9 | 3.5 | 3.7 | 2.8 | 2.7 | 1.7 | 0.2 | 3.6 | 3.3 | 2.4 |
| Québec | 48.0 | 54.1 | 71.5 | 56.0 | 55.0 | 2.1 | 0.8 | 3.7 | 3.4 | 2.3 |
| Ontario | 69.0 | 81.3 | 101.5 | 81.7 | 80.0 | 1.9 | 0.6 | 3.5 | 3.5 | 2.3 |
| Manitoba | 6.9 | 7.3 | 8.5 | 6.3 | 6.1 | 2.3 | 0.5 | 3.1 | 3.3 | 2.3 |
| Saskatchewan | 2.4 | 3.1 | 4.7 | 3.6 | 3.5 | 1.7 | 0.6 | 2.7 | 3.2 | 2.3 |
| Alberta | 27.3 | 24.0 | 30.0 | 27.0 | 26.5 | 1.7 | 1.1 | 2.9 | 3.3 | 2.3 |
| Colombie-Britannique | 44.9 | 37.7 | 48.0 | 36.6 | 35.8 | 2.3 | 0.8 | 3.0 | 3.2 | 2.3 |
| Canada | 208.7 | 217.8 | 275.0 | 220.0 | 215.5 | 1.9 | 0.7 | 3.3 | 3.4 | 2.3 |

e: estimé

p: prévision

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



Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

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

Taylor Schleich

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

Alpa Atha

Économiste, Revenu fixe
alpa.atha@bnc.ca

Général

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

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

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

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

Résidents du Canada

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni

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

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

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

Résidents des États-Unis

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

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

Résidents de HK

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

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

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

Droits d'auteur

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