

## Sommaire

Par Matthieu Arseneau, Jocelyn Paquet et Daren King

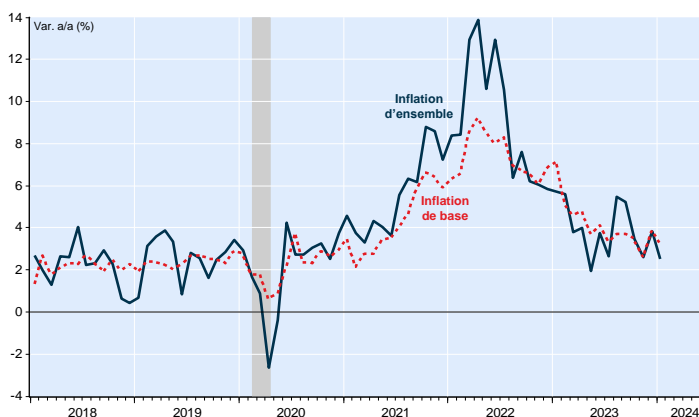
- Qu'il s'agisse de la mesure d'ensemble ou de la mesure de base, l'inflation mondiale a poursuivi sa tendance à la baisse au cours des dernières semaines, si bien que les pressions sur les prix ne sont aujourd'hui que légèrement plus intenses qu'au cours de la période prépandémique. La bataille n'est cependant pas gagnée, et certains signes indiquent que l'inflation pourrait rester bloquée autour de la barre des 3% dans certaines régions du globe, ce qui explique pourquoi plusieurs banques centrales – notamment celles des économies avancées – préfèrent faire preuve de prudence dans le contexte actuel, attendant d'avoir plus de preuves que les pressions sur les prix sont retombées avant de procéder à des baisses de taux. Un assouplissement demeure toutefois nécessaire, car, aussi positif soit-il, le recul de l'inflation se traduit également par une augmentation des taux directs réels. Et s'il existe de nombreuses bonnes raisons de maintenir ceux-ci au-dessus de leur niveau neutre tant que l'inflation reste supérieure à la cible des banques centrales, il est plus difficile de justifier de les rendre plus restrictifs à un moment où l'objectif semble à portée de main. Heureusement, cela ne semble pas être l'intention des grands argentiers, dont beaucoup ont déjà commencé à baisser leurs taux directs nominaux. Pour l'instant, cette ligne de conduite reste limitée aux marchés émergents, mais, à en juger par leurs plus récentes communications, les banques centrales des économies avancées semblent décidées à leur emboîter le pas avant la fin de l'année. Ces développements nous encouragent à réviser à la hausse notre scénario de croissance pour les économies avancées ce mois-ci. Pour ce qui est de l'économie mondiale dans son ensemble, nous la voyons croître de 3.1% cette année et de 2.9% en 2025.
- Plus que la composition de la croissance, ce sont les mesures d'inflation incluses dans le rapport du PIB du T1 qui ont attiré l'attention des marchés aux États-Unis, le déflateur des dépenses de consommation affichant une hausse de 3.7% d'un trimestre à l'autre. Il n'en fallait pas plus pour que les marchés réduisent leurs attentes en matière de réduction des taux directs d'ici à la fin de l'année. Sans remettre en question la logique selon laquelle une inflation plus élevée que prévu laisse moins de place à des baisses de taux cette année, nous restons tout de même soucieux des risques associés au fait de conserver une politique monétaire restrictive pendant une période aussi longue. Bien que l'économie américaine ait été étonnamment performante jusqu'ici dans un environnement de taux d'intérêt élevés, nous ne pouvons pas tenir pour acquis qu'il en sera de même à l'avenir. Surtout que plusieurs indicateurs basés sur des données subjectives donnent actuellement des signes de faiblesse. Dans ce contexte, nous prévoyons un ralentissement de l'économie américaine au second semestre de l'année. L'assouplissement de la politique monétaire devrait permettre d'éviter que cette temporisation n'évolue vers quelque chose de plus grave, sans toutefois empêcher la croissance d'être inférieure au potentiel pendant quelques trimestres. Selon ce scénario, le PIB croîtra de 2.4% en 2024 et de seulement 1.0% en 2025.
- La croissance économique et la création d'emplois au début de 2024 peuvent sembler trop solides à première vue pour une réduction des taux d'intérêt. Il ne faut pas s'y méprendre. La croissance économique au premier trimestre demeure inférieure à la croissance démographique et la création d'emplois qui semble spectaculaire en avril est bonne, mais sans plus, si l'on tient compte de l'augmentation ahurissante de la population. Compte tenu du refroidissement du marché du travail des derniers mois et des risques d'une détérioration supplémentaire en raison notamment de la rétention d'employés qui s'est produite en 2023, il est clair pour nous que des taux d'intérêt aussi restrictifs ne sont plus appropriés. L'inflation de base s'est considérablement atténuée, comme le montre la récente tendance de l'IPC médian (1.1%) et de l'IPC tronqué (1.4%) évoluant aux cours des trois derniers mois à des rythmes annualisés bien en dessous de la cible de la Banque du Canada. Compte tenu du délai de 6 à 8 trimestres de la transmission de la politique monétaire à l'économie, le risque reste élevé que la politique monétaire inflige trop de dommages à l'économie. Cette politique trop restrictive se reflète dans nos perspectives économiques pour les prochains mois. Avec les faibles contractions que nous anticipons au T2 et T3, cela devrait limiter la croissance à 0.7% en 2024, avec une légère accélération à 1.2% attendue l'année suivante. Cela se traduirait par un taux de chômage voisin de 7.0% à la fin de l'année.

## Monde : L'espoir renaît avec le printemps en Europe

Qu'il s'agisse de la mesure d'ensemble ou de la mesure de base, l'inflation mondiale a poursuivi sa tendance à la baisse au cours des dernières semaines, si bien que les pressions sur les prix ne sont aujourd'hui que légèrement plus intenses qu'au cours de la période pré-pandémique.

### Monde : L'inflation mondiale s'approche du niveau d'avant la pandémie

Indice des prix à la consommation\*

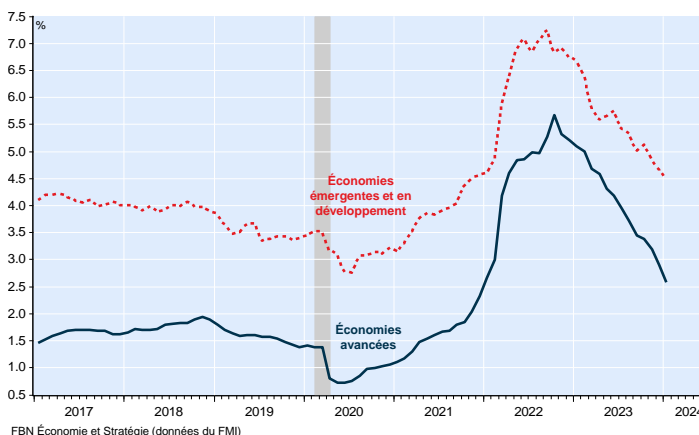


\*Médiane d'un échantillon de 57 économies qui représentent 78% du PIB mondial  
FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

Ce recul est sans aucun doute une bonne nouvelle, car il montre qu'après un démarrage tardif, les effets du resserrement monétaire coordonné orchestré par la majorité des banques centrales du monde se font maintenant clairement sentir et contribuent également à faire baisser les attentes en matière d'inflation.

### Monde : Les attentes d'inflation tendent aussi à la baisse

Attentes d'inflation sur un horizon d'un an



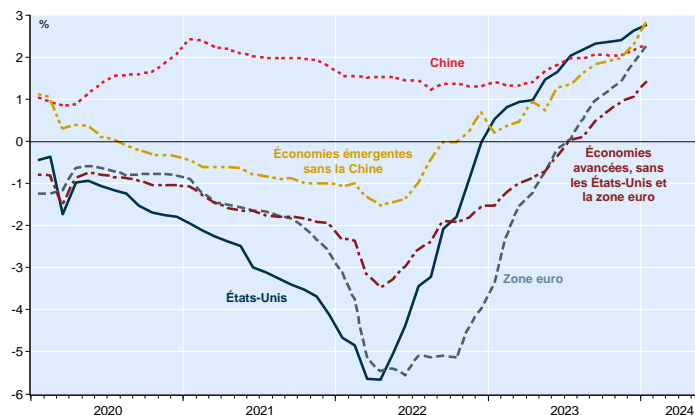
FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

La bataille n'est cependant pas gagnée, et certains signes indiquent que l'inflation pourrait rester bloquée autour de la barre des 3% dans certaines régions du globe, ce qui explique pourquoi plusieurs banques centrales – notamment celles des économies avancées – préfèrent faire preuve de prudence dans le contexte actuel, attendant d'avoir plus de preuves que les pressions sur les prix sont retombées avant de procéder à des baisses de taux. Un assouplissement demeure toutefois nécessaire, car, aussi positif soit-il, le recul de l'inflation se traduit également par une

augmentation des taux directs réels. Et s'il existe de nombreuses bonnes raisons de maintenir ceux-ci au-dessus de leur niveau neutre tant que l'inflation reste supérieure à la cible des banques centrales, il est plus difficile de justifier de les rendre *plus restrictifs* à un moment où l'objectif semble à portée de main.

### Monde : Avec la baisse de l'inflation, les taux directs réels montent

Taux directs réels\*

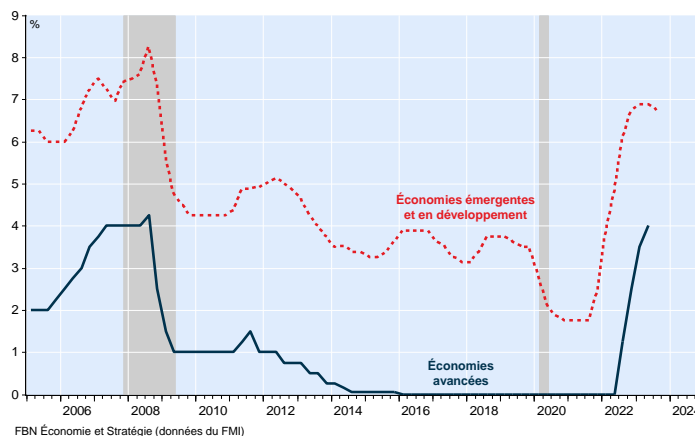


\*Les taux réels sont le résultat de la soustraction des attentes d'inflation à 12 mois du taux directeur nominal  
FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

Heureusement, cela ne semble pas être l'intention des grands argentiers, dont beaucoup ont déjà commencé à baisser leurs taux directeurs nominaux. Pour l'instant, cette ligne de conduite reste limitée aux marchés émergents, mais, à en juger par leurs plus récentes communications, les banques centrales des économies avancées semblent décidées à leur emboîter le pas avant la fin de l'année.

### Monde : Les taux nominaux ont probablement culminé

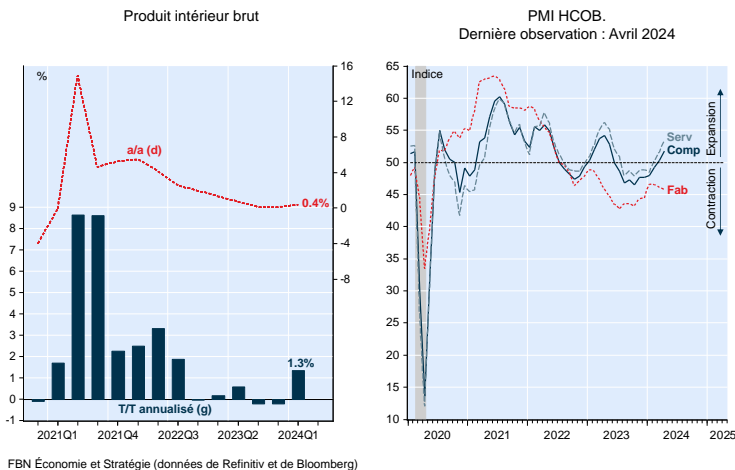
Taux directeur nominal médian



FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

La Banque centrale européenne devrait être la première à appuyer sur la gâchette, insufflant un peu de vie à la reprise naissante. Rappelons que la zone de la monnaie unique est sortie de la récession technique au premier trimestre et semble avoir encore gagné en dynamisme au début du deuxième trimestre, si l'on en croit les indices PMI publiés par la Hamburg Commercial Bank (HCOB).

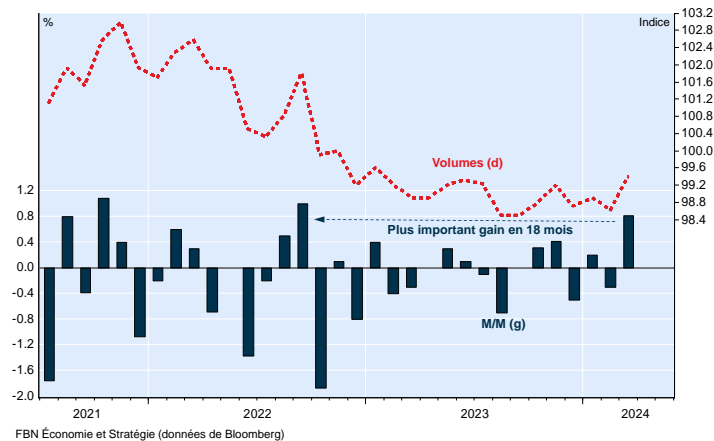
### Zone euro : La zone est sortie d'une récession technique au T1



Le rebond de la croissance au cours des trois premiers mois de l'année était dû en bonne partie à une demande extérieure plus forte, mais la situation des ménages semble également s'être améliorée. C'est du moins ce que suggère la plus forte hausse mensuelle des ventes au détail depuis 18 mois en mars.

### Zone euro : Poussée de croissance grâce en partie à la consommation

Volumes des ventes au détail



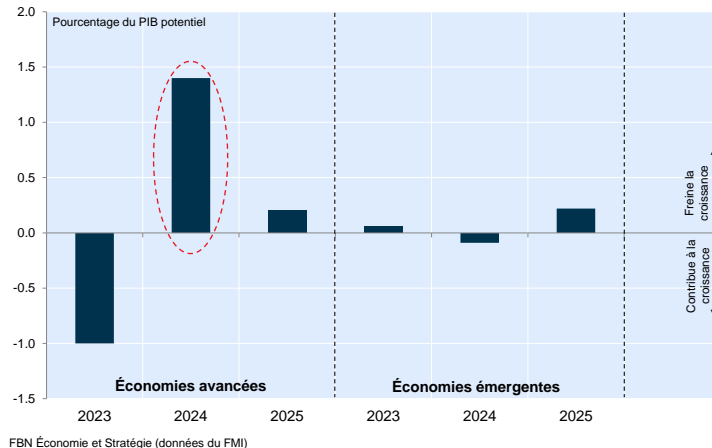
La bonne tenue de l'économie européenne est d'ailleurs la raison principale qui nous amène ce mois-ci à réviser à la hausse notre prévision de croissance dans les économies avancées. Nous restons toutefois conscients des nombreux risques qui pèsent sur ce scénario. Celui de voir le processus de désinflation stagner, ou, pire, s'inverser est probablement le premier qui vient à l'esprit dans un contexte où les marchés du travail restent tendus dans de nombreux pays riches. Puisqu'elle se traduirait par une politique monétaire plus restrictive qu'on le prévoit, cette éventualité se traduirait sans doute par une croissance plus faible, toutes choses étant égales par ailleurs.

Bien que moins médiatisée, l'incertitude entourant l'évolution future de la politique budgétaire présente un potentiel de perturbation au moins aussi important. L'une des raisons pour lesquelles les économies avancées ont échappé à une récession en bonne et due forme en 2023 est que la hausse des taux directeurs a été au moins partiellement compensée par une politique budgétaire extrêmement accommodante. La détérioration du solde budgétaire

primaire observée l'an dernier était même la pire jamais enregistrée en dehors d'une récession selon le FMI. Et aussi puissant que ce laissez-faire ait pu être du point de vue de la croissance économique, il laisse néanmoins de nombreux pays dans une situation budgétaire précaire. Certains de ceux-ci ont déjà annoncé une rationalisation des dépenses en 2024, ce qui augmente la probabilité de voir la politique budgétaire freiner la croissance plus que prévu dans les économies avancées cette année.

### Monde : Coup de frein budgétaire dans les économies avancées?

Variation du solde budgétaire structurel primaire

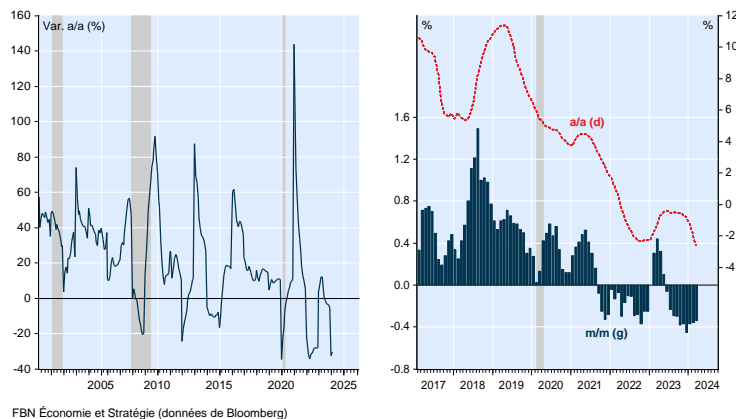


Qu'en est-il des marchés émergents? Comme toujours, leur performance sera intrinsèquement liée à celle de la Chine et les dernières données de ce côté ont soufflé le chaud et le froid. La croissance du premier trimestre était certes supérieure aux attentes consensuelles dans la deuxième économie mondiale (+1.6% t/t en termes non annualisés), mais les détails du rapport publié par le Bureau national de la statistique chinois laissaient un peu à désirer. La croissance est en effet restée tributaire des acheteurs étrangers et de l'investissement public. La demande intérieure privée, quant à elle, a continué de faiblir, plombée par des dépenses des ménages plus faibles que prévu et une activité toujours déprimée dans le secteur de l'immobilier.

### Chine : Le secteur résidentiel continue de brider la croissance

Ventes de biens résidentiels

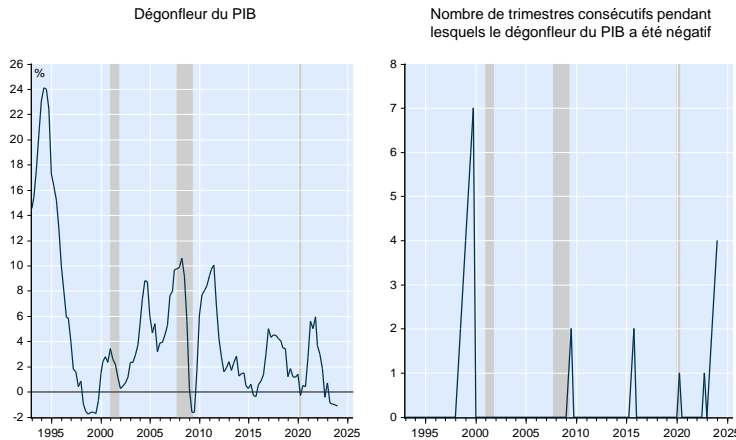
Prix des logements neufs



La récente dynamique de l'inflation suscite également des interrogations. Les prix à la production ont baissé pour un 19<sup>e</sup> mois de

suite en avril (la plus longue séquence depuis 2016) tandis que le déflateur du PIB a reculé pour un quatrième trimestre de suite au T1, ce qui ne s'était pas vu depuis 1999.

### Chine : Une économie qui flirte avec la déflation



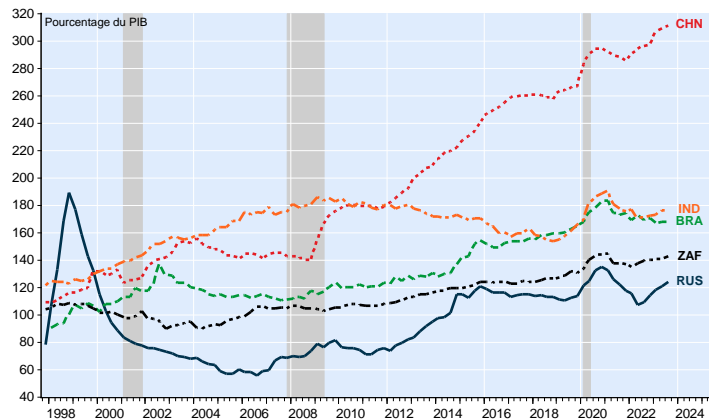
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Si la déflation contribue à rendre les exportations chinoises plus attrayantes par rapport à celles de ses concurrents (et donc à stimuler la croissance à court terme), elle s'accompagne toutefois de risques importants puisqu'elle rend plus probable la mise en œuvre de politiques protectionnistes par les partenaires commerciaux de la Chine, ces derniers étant de plus en plus soucieux de défendre leurs propres industries/travailleurs contre ce qu'ils perçoivent comme du « dumping ». Le recul des prix menace également d'enclencher une spirale déflationniste, dans laquelle les consommateurs retarderaient leurs achats dans l'espoir de voir les prix baisser davantage dans le futur, ce qui déprimerait encore plus la demande.

En pesant sur les recettes nominales des administrations locales et des entreprises, la déflation risque également de rendre l'imposante dette de ces agents économiques plus difficile à soutenir. Rappelons que, exprimé en pourcentage du PIB, le crédit au secteur non financier en Chine se situe à un niveau beaucoup plus élevé que dans d'autres économies ayant atteint un stade de développement similaire.

### Chine : Les risques de déflation rendent la dette plus problématique

Crédit au secteur non financier dans les pays du BRICS



FBN Économie et Stratégie (données de la BRI)

Dans ce contexte, nous décrivons notre point de vue sur les marchés émergents comme étant, au mieux, légèrement optimiste. Nous pensons que la Chine passera bien près d'atteindre son objectif de croissance cette année (5.0%), mais uniquement grâce à une nouvelle série de prêts subventionnés par les banques d'État qui ne fera qu'accroître les risques pour la stabilité financière.

Pour ce qui est de l'économie mondiale dans son ensemble, nous la voyons croître de 3.1% cette année et de 2.9% en 2025.

## Perspectives mondiales

	2023	2024	2025
<b>Économies avancées</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>
États-Unis	2.5	2.4	1.0
Zone euro	0.5	0.9	0.7
Japon	1.9	0.8	0.8
Royaume-Uni	0.1	1.1	0.7
Canada	1.1	0.7	1.2
Australie	2.1	1.5	2.0
Corée du Sud	1.3	2.2	2.0
<b>Économies émergentes</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>
Chine	5.2	4.7	4.5
Inde	6.3	6.9	6.3
Mexique	3.2	2.1	1.3
Brésil	2.9	2.1	2.0
Russie	3.6	3.0	1.5
<b>Monde</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>

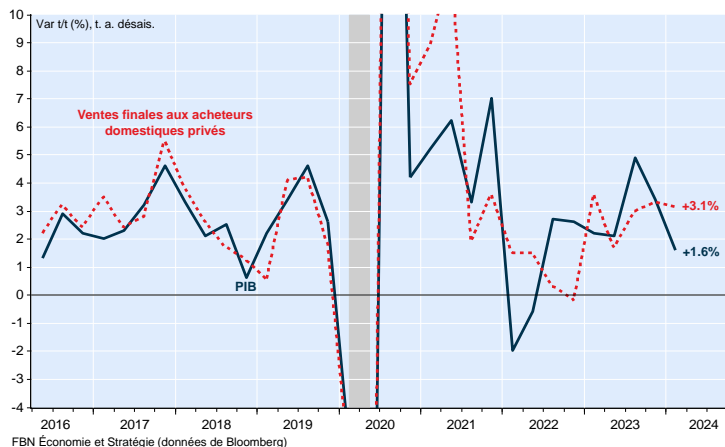
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

## États-Unis : L'inflation risque d'obliger la Fed à se montrer plus patiente

La croissance du PIB aux États-Unis a surpris à la baisse pour la première fois depuis un an au premier trimestre, s'établissant à 1.6% en rythme annualisé au lieu des 2.5% attendus par les économistes. La déception était cependant en grande partie due aux contributions négatives plus importantes que prévu des stocks et du commerce international. La demande intérieure privée finale, qui constitue un meilleur indicateur de la vigueur sous-jacente de l'économie, est pour sa part restée solide, progressant de pas moins de 3.1% en rythme annuel et reflétant des hausses notables du côté de l'investissement résidentiel (+13.9%) et de la consommation de services (+4.0%).

### É.-U. : La demande privée est restée solide au T1

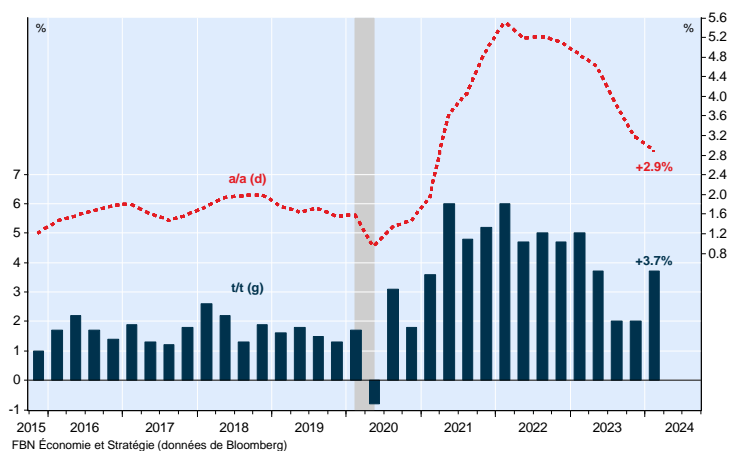
PIB réel et ventes finales aux acheteurs domestiques privés (consommation des ménages + investissement privé)



Plus que la composition de la croissance, ce sont les mesures d'inflation incluses dans le rapport qui ont attiré l'attention des marchés, le déflateur des dépenses de consommation affichant une hausse de 3.7% d'un trimestre à l'autre, ce qui représente une augmentation importante par rapport aux 2.0% enregistrés le trimestre précédent.

### E.-U. : L'inflation de base a surpris à la hausse au T1

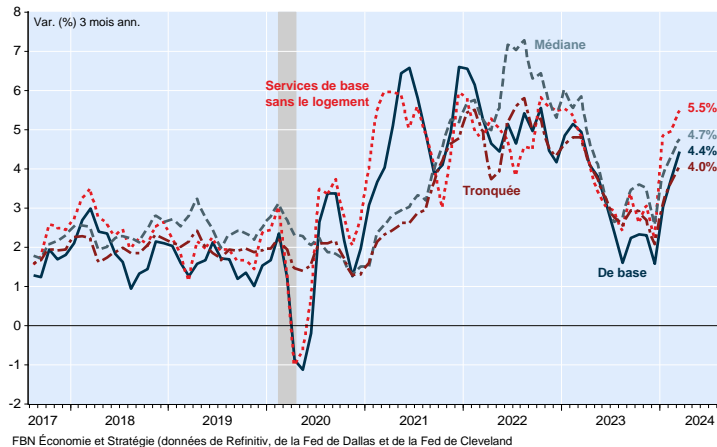
Dégonfleuse des dépenses personnelles de consommation de base excluant les aliments et l'énergie



Ce rebond d'inflation a d'ailleurs été confirmé un jour après la divulgation des données du PIB lors de la publication des séries mensuelles par le Bureau of Economic Analysis. Celles-ci révélaient une réaccélération généralisée des mesures de base les plus étroitement surveillées par la Réserve fédérale, dont aucune n'a augmenté de moins de 4% en termes annualisés au cours des trois derniers mois.

### É.-U. : Trop d'élan pour permettre une réduction précoce des taux d'intérêt

Dégonfleuse des dépenses personnelles de consommation



Il n'en fallait pas plus pour que les marchés réduisent leurs attentes en matière de réduction des taux directeurs d'ici à la fin de l'année, et les commentaires un peu moins faucon qu'on s'y attendait de Jerome Powell dans la foulée de la réunion de politique monétaire de la Fed n'ont que partiellement inversé cette tendance.

### É.-U. : Révision des attentes de marché en matière de baisse de taux

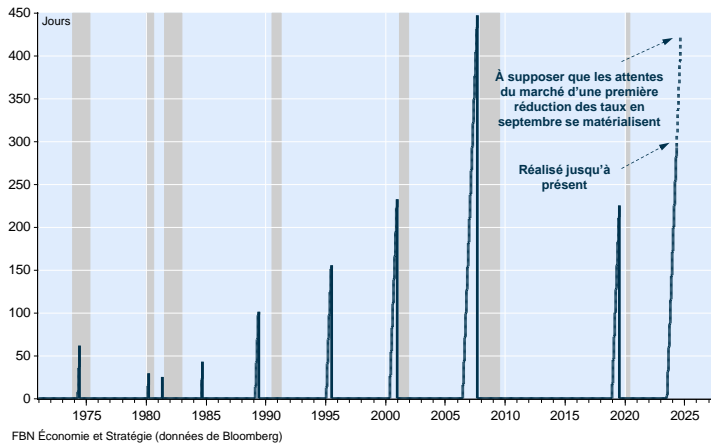
Attentes de marché en matière de baisse des taux directeurs d'ici la fin de l'année



Sans remettre en question la logique selon laquelle une inflation plus élevée que prévu laisse moins de place à des baisses de taux cette année, nous restons tout de même soucieux des risques associés au fait de conserver une politique monétaire restrictive pendant une période aussi longue. Car, si les attentes du marché concernant une première baisse des taux en septembre se révèlent exactes, les taux directeurs devraient rester à leur point culminant pour un grand total de 421 jours calendaires, soit la deuxième plus longue séquence jamais enregistrée après celle qui a précédé la Grande récession.

### É.-U. : Un régime restrictif qui s'éternise

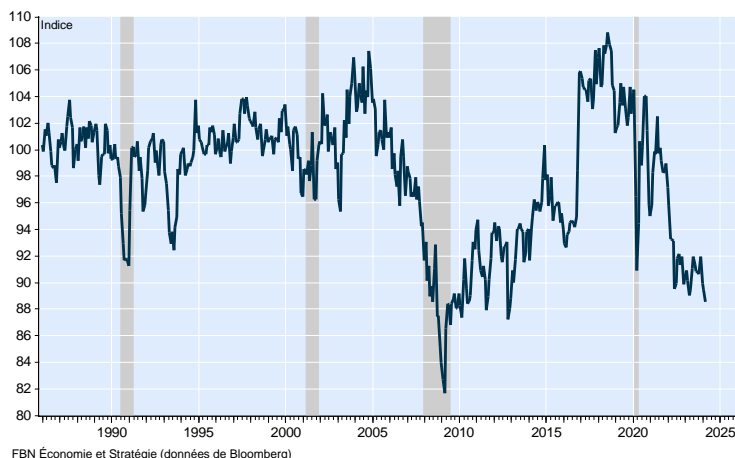
Journées calendaires entre la dernière hausse des taux d'un cycle de resserrement et la première réduction



Et bien que l'économie américaine ait été étonnamment performante jusqu'ici dans un environnement de taux d'intérêt élevés, nous ne pouvons pas tenir pour acquis qu'il en sera de même à l'avenir. Le plein impact des hausses de taux passées ne se fait pas encore sentir dans l'économie, sans compter que les taux d'intérêt réels continuent de monter. Combinés à une politique budgétaire beaucoup moins généreuse, ces éléments pourraient mettre en évidence certains points faibles de l'économie dans la deuxième moitié de l'année. Les chiffres du PIB demeurent certes robustes, mais plusieurs indicateurs basés sur des données subjectives – dont certains sont connus pour donner une bonne idée de l'évolution future de l'économie – donnent des signes de faiblesse. C'est le cas notamment de l'indice de confiance des petites entreprises compilé par la NFIB, qui est tombé à un creux de 11 ans en mars.

### É.-U. : La confiance des petites entreprises au plus bas depuis 11 ans

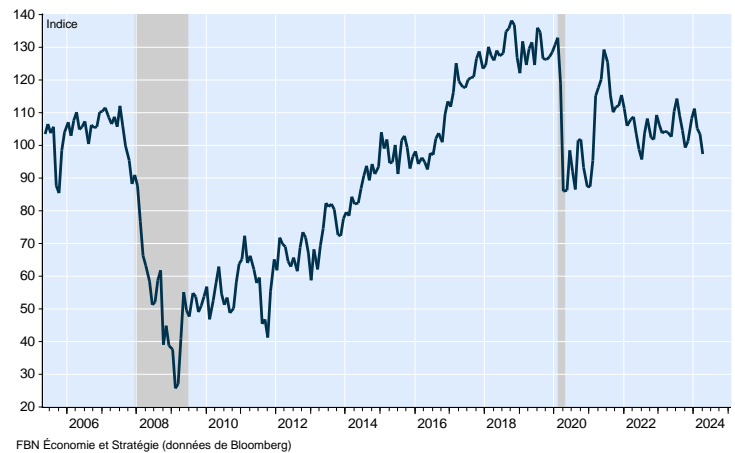
Indice de l'optimisme des entreprises de la NFIB



Bien que moins inquiétant, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board a néanmoins suivi une tendance à la baisse ces derniers temps et reste de toute façon bien en deçà de ses niveaux d'avant la pandémie.

### É.-U. : Confiance des consommateurs sous le niveau d'avant la COVID

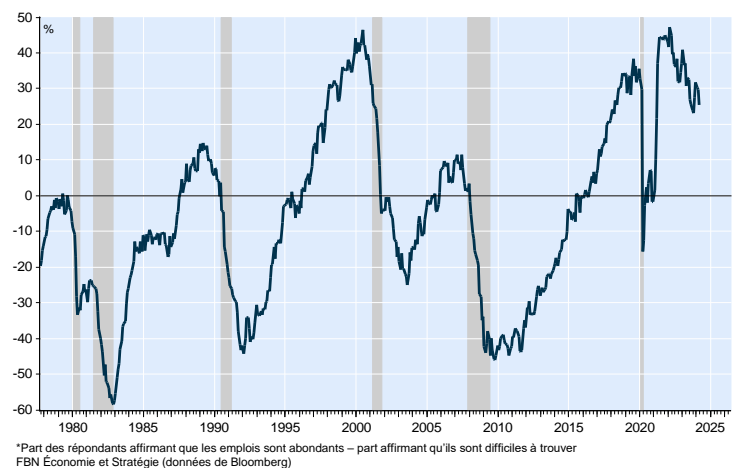
Indice de confiance des consommateurs du Conference Board



Dans ce dernier cas, les perspectives plus pessimistes semblent être liées à un affaiblissement du marché du travail, le nombre de personnes interrogées décrivant les emplois comme abondants ayant diminué récemment par rapport à celles déclarant qu'ils sont difficiles à trouver.

### É.-U. : Des indicateurs avancés du marché du travail clignotent au rouge

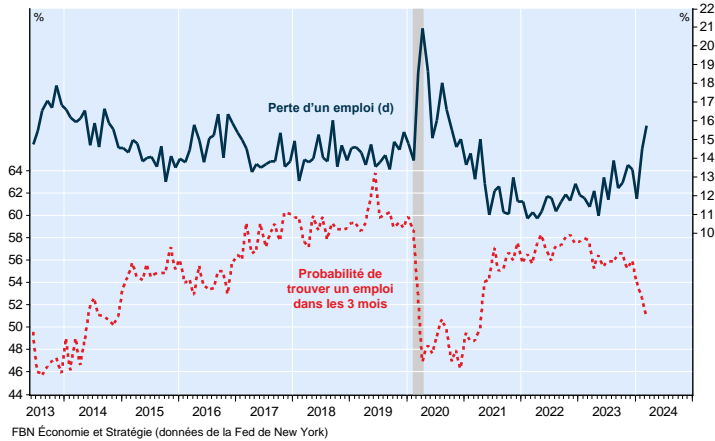
Différentiel concernant l'emploi\*, enquête du Conference Board sur la confiance des consommateurs



Il est vrai que les données officielles sur l'emploi publiées le premier vendredi de chaque mois restent assez solides, mais il est indéniable que la *perception* de la demande de main-d'œuvre a changé. Ce constat ne se limite d'ailleurs pas à l'enquête du Conference Board. Au contraire, les consommateurs interrogés par la Fed de New York considèrent la perte de leur gagne-pain comme de plus en plus probable. Ils sont également moins optimistes quant à leurs chances de retrouver du travail après une perte d'emploi.

### É.-U. : Les consommateurs de moins en moins optimistes pour l'emploi

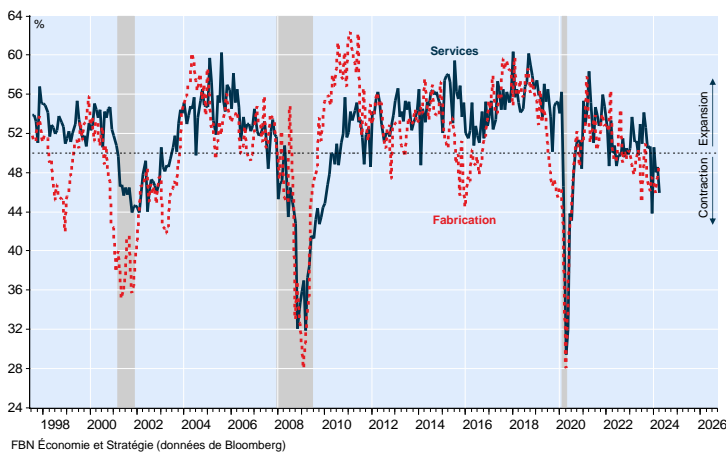
Probabilité moyenne de perdre un emploi contre celle d'en retrouver un dans les 3 prochains mois en cas de perte d'un emploi aujourd'hui, enquête de la Fed de New York sur les attentes des consommateurs



Ces inquiétudes semblent justifiées dans un contexte où les entreprises signalent une baisse de leur demande de main-d'œuvre. Les sous-indices de l'emploi contenus dans l'enquête PMI publiée par l'ISM se situent en effet en dessous de la barre des 50, et ce autant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. De telles contractions simultanées dans les deux grands secteurs d'activité ne se produisent que très rarement en dehors de périodes de récession.

### É.-U. : L'ISM signale une baisse de la demande de main-d'œuvre

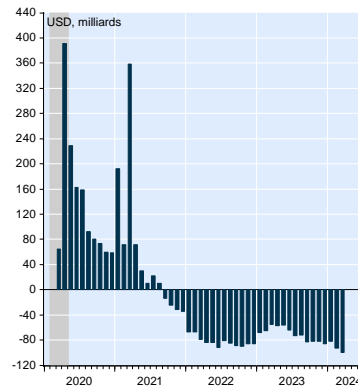
Sous-indices de l'emploi des indices ISM des services et ISM de la fabrication



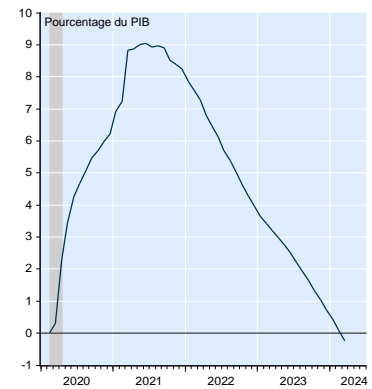
S'il devait se confirmer dans les données concrètes, ce ralentissement de l'embauche surviendrait à un mauvais moment, les ménages étant devenus plus dépendants de leur salaire pour soutenir leur consommation. Non pas que le fait d'avoir un emploi soit devenu complètement inutile dans la période postpandémique, mais il a certainement perdu un peu de son importance en tant que moteur de la consommation dans un monde où les ménages pouvaient compter sur un important excédent d'épargne pour soutenir leurs dépenses. Or, selon une étude récente de la Fed de San Francisco, ce filet de sécurité a maintenant complètement disparu, laissant les ménages plus exposés aux aléas du marché du travail.

### É.-U. : L'épargne excédentaire est maintenant épuisée

Épargne excédentaire, estimation pour chaque mois depuis le début de la pandémie



Épargne excédentaire accumulée depuis le début de la pandémie



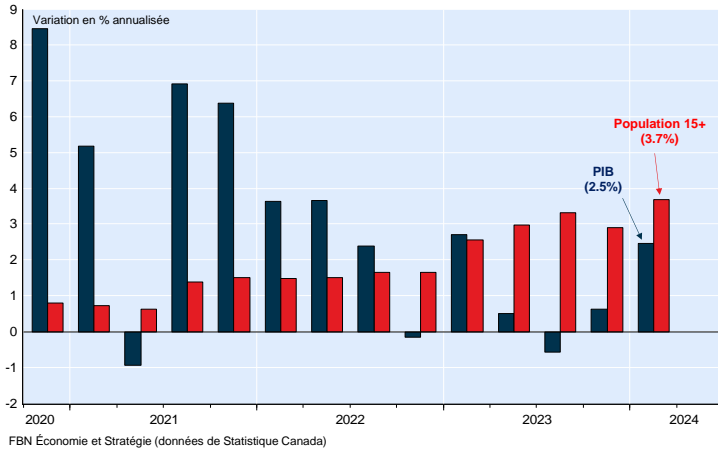
Conscients de ces risques, nous prévoyons un ralentissement de l'économie américaine au second semestre de l'année qui devrait inciter la Fed à réduire ses taux un peu plus fortement que ce que les marchés estiment actuellement. L'assouplissement de la politique monétaire devrait permettre d'éviter que cette temporisation n'évolue vers quelque chose de plus grave, sans toutefois empêcher la croissance d'être inférieure au potentiel pendant quelques trimestres. La croissance devrait accélérer de nouveau dans le courant de l'année 2025 sous l'impulsion de baisses de taux additionnelles. Ce scénario se traduirait par une croissance de 2.4% en 2024 et de 1.0% en 2025.

## Canada: Le marché du travail n'est pas près de se raffermir

La croissance économique au premier trimestre de l'année s'annonce vigoureuse sur une base historique. En effet, les données du PIB mensuel indiquent une croissance de 2.5%, la plus forte en un an (incluant l'estimation préliminaire de mars). Par contre, cette progression ne doit pas être considérée comme un réchauffement de l'économie canadienne qui pourrait inciter la banque centrale à repousser le moment de réaliser des baisses de taux. La croissance démographique record (+3.7% annualisé) au cours du trimestre signifie que le potentiel économique augmente à un rythme encore plus vigoureux. Pour illustrer contre-performance du trimestre, il suffit de jeter un coup d'œil au PIB par habitant qui a poursuivi sa tendance à la baisse au cours du trimestre et se situe désormais à 3% en dessous du pic enregistré en septembre 2022. Une baisse de cette ampleur n'a jamais été enregistrée en dehors d'une récession.

### Canada : Le PIB stimulé par une croissance démographique record

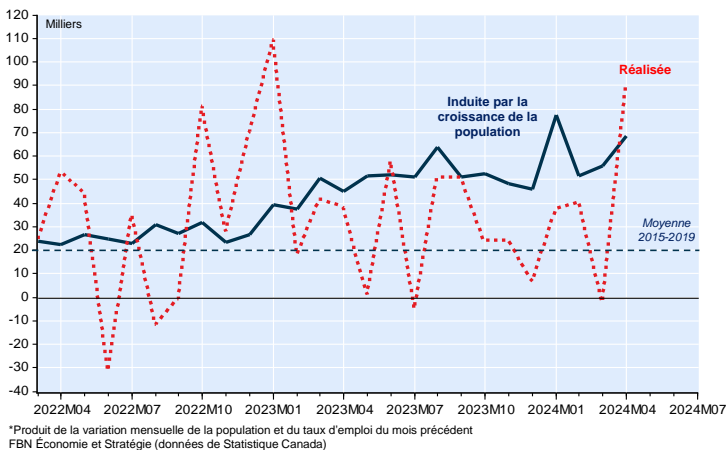
Produit intérieur brut et population 15+, données trimestrielles, croissance annualisée



Cette croissance apparemment solide au cours du trimestre n'a pas empêché le taux de chômage d'atteindre son plus haut niveau depuis février 2022, à 6.1% en mars (5.8% en décembre). Malgré un gain spectaculaire de 90 K emplois en avril, sa plus forte hausse en 15 mois, le taux de chômage est resté inchangé par rapport à mars, ce qui signifie que le marché du travail ne s'est pas resserré. La grande surprise de ce rapport a été la croissance démographique, la population âgée de 15 ans et plus ayant augmenté de 112K, soit la deuxième plus forte augmentation jamais enregistrée (après les 125K de janvier dernier). Au rythme actuel de croissance de la population, le marché du travail doit créer 70K emplois pour maintenir le taux d'emploi, bien au-delà des 20K qui prévalaient avant la pandémie. Selon ce critère, la création d'emplois en avril a été bonne, mais sans plus.

### Canada : La création d'emplois a été bonne en avril, mais sans plus

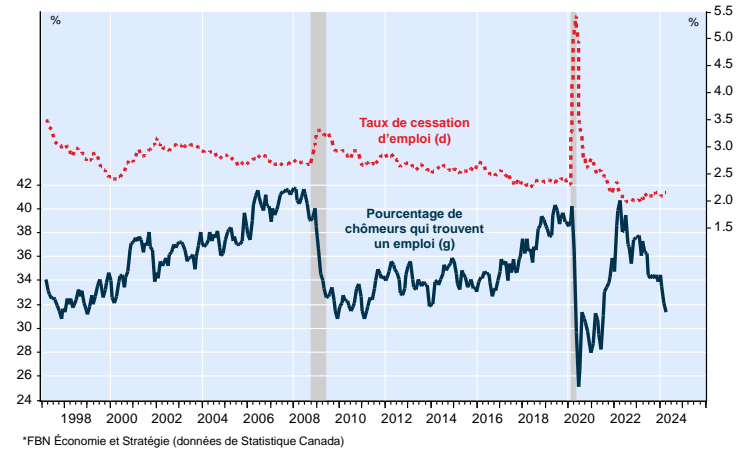
Créations d'emplois réelles et créations d'emplois liées à la croissance de la population\*



Depuis le début du cycle de resserrement monétaire, le taux de chômage a augmenté de 1.3 point de pourcentage. La détente du marché du travail se caractérise par la difficulté des individus à entrer sur le marché du travail, comme en témoigne la forte hausse du taux de chômage des jeunes et des immigrants récents. Le pourcentage de chômeurs ayant retrouvé un emploi est actuellement à son plus bas niveau depuis dix ans en excluant la pandémie. Quant à lui, le nombre de licenciements est limité pour l'instant, comme le montre le taux de cessation d'emploi (départs volontaires et licenciements), qui reste très bas sur une base historique.

### Canada : Les chômeurs ont de plus en plus de mal à trouver un emploi

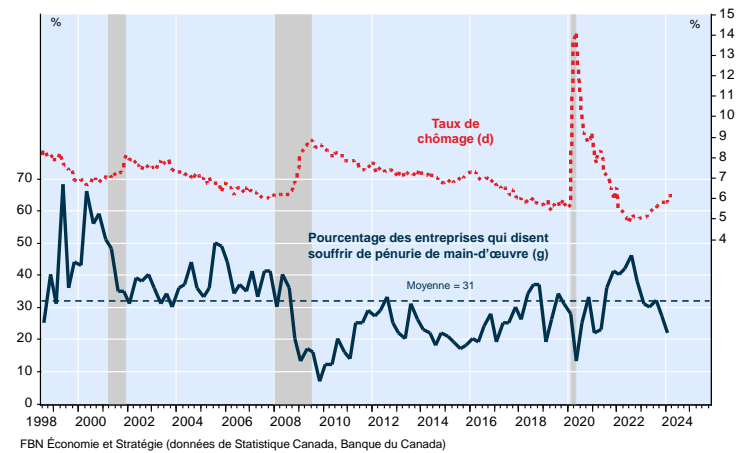
% de chômeurs qui trouvent un emploi et taux d'attrition (départs volontaires + licenciements), m.m. 3 mois



Mais cela va-t-il durer ? Certains ont pu être rassurés par le bond de 50K de l'emploi dans le secteur privé en avril, après une léthargie qui a commencé à la mi-2023. Pour notre part, nous restons sceptiques quant à la durabilité de cette vigueur, si l'on en croit la dernière enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises, qui prend le pouls des grandes sociétés. En effet, seulement 22% des entreprises ont signalé des pénuries de main-d'œuvre au premier trimestre, soit deux fois moins qu'au pic de 2022 (46%) et moins que la moyenne historique de 31%.

### Canada : Le marché du travail se détend rapidement

Pourcentage des entreprises qui disent souffrir de pénurie de main-d'œuvre et taux de chômage

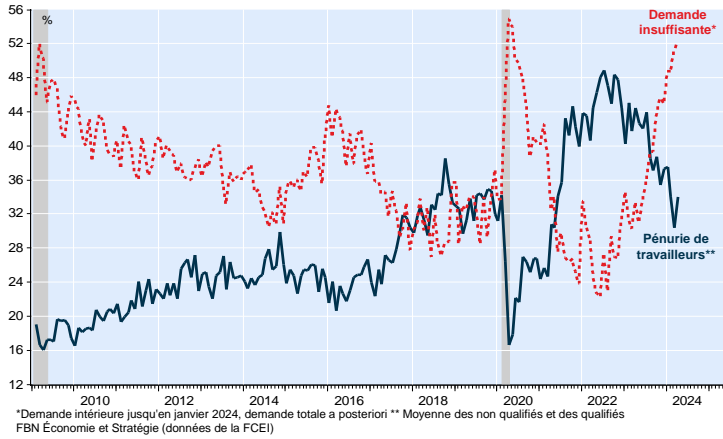


Et on ne peut pas non plus compter sur les PME pour stimuler l'emploi dans les mois à venir. Selon les dernières données de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, une baisse importante de la confiance des PME s'est amorcée avec le début du resserrement de la politique monétaire en 2022. Pas moins de 52% des PME déclarent que la faiblesse de la demande limite leur production. Ces niveaux sont comparables à ceux observés lors de la crise financière de 2008-2009, et au pire des confinements au début de la pandémie.



### Canada : Les PME ressentent le ralentissement économique

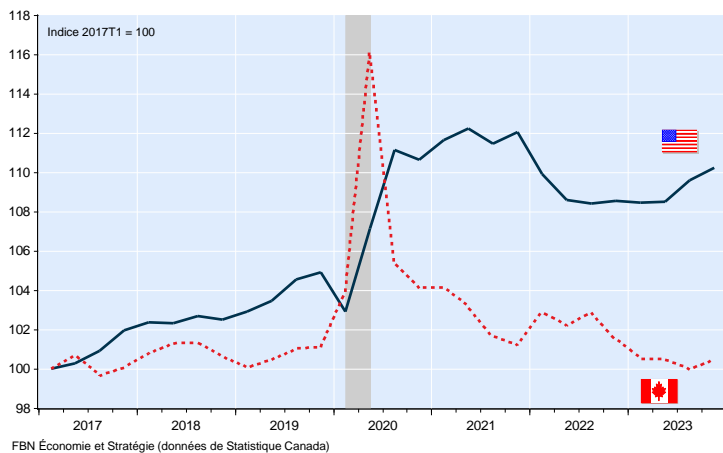
Facteurs qui, selon les entreprises, limitent leur capacité à augmenter leurs ventes ou leur production



La probabilité de licenciements est d'autant plus grande que des entreprises semblent avoir embauché excessivement ou maintenu des travailleurs en poste en faisant l'hypothèse que la faiblesse actuelle sera passagère. C'est ce qu'indique la production par travailleur qui a baissé nettement depuis le début des hausses de taux d'intérêt. Au quatrième trimestre de 2023, la production par employé était essentiellement au même niveau qu'en 2017 alors qu'aux États-Unis elle est 10% plus élevée. Si nous avons raison et que l'économie se révèle chancelante au cours des prochains mois, les contrecoups sur l'emploi pourraient être importants. Et même si l'économie est plus vigoureuse que nous le croyons, cela ne se traduira peut-être pas par des embauches non plus.

### Canada : La production par travailleur en baisse depuis 2022

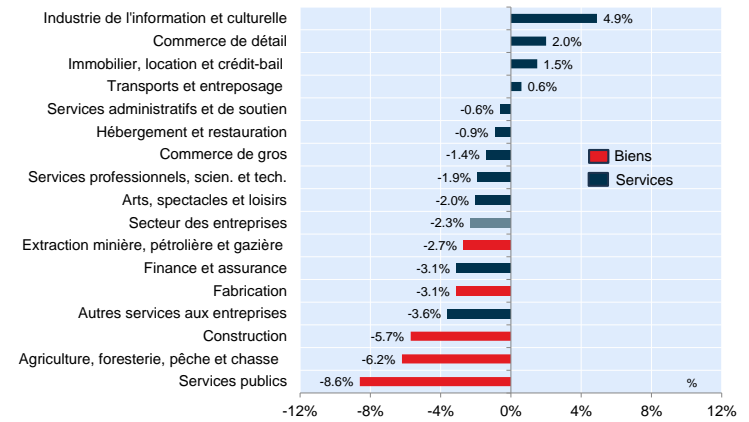
Production par salarié



Il est intéressant de noter que ce phénomène de rétention des employés au Canada est généralisé dans toutes les industries. Pas moins de 13 secteurs sur 16 ont connu une baisse de la production par employé entre le troisième trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2023, le secteur des biens affichant des contractions beaucoup plus importantes que le secteur des services. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que le secteur des biens connaisse une contraction de l'emploi jusqu'à présent en 2024. Les services publics, l'agriculture et la construction, qui ont connu les plus fortes baisses de la production par salarié depuis 2022, ont enregistré des pertes d'emploi en avril.

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

Production par employé (variation en % du T3 2022 au T4 2023)

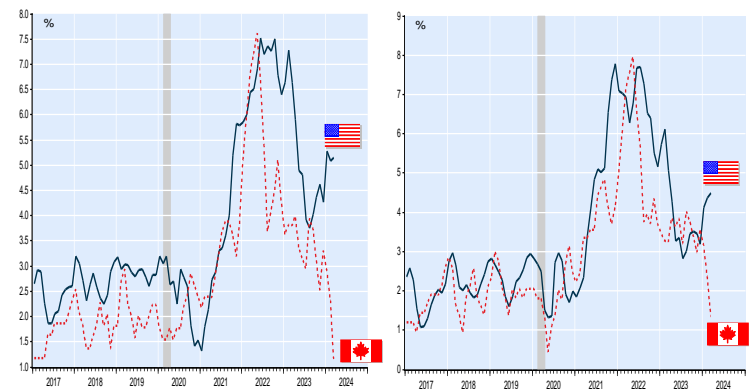


Compte tenu du ralentissement du marché du travail et des risques d'une détérioration supplémentaire, il est clair pour nous que des taux d'intérêt aussi restrictifs ne sont plus appropriés. L'inflation de base s'est considérablement atténuée, comme le montre la récente tendance de l'IPC médian (1.1%) et de l'IPC tronqué (1.4%) évoluant aux cours des trois derniers mois à des rythmes annualisés bien en dessous de la cible de la Banque du Canada. Compte tenu du délai de 6 à 8 trimestres de la transmission de la politique monétaire à l'économie, le risque reste élevé que celle-ci inflige trop de dommages à l'économie. Cette politique monétaire trop restrictive se reflète dans nos perspectives économiques pour les prochains mois. Avec les faibles contractions que nous anticipons au T2 et T3, cela devrait limiter la croissance à 0.7% en 2024, avec une légère accélération à 1.2% attendue l'année suivante. Cela se traduirait par un taux de chômage près de 7.0% à la fin de l'année.

### Canada : L'inflation a diminué fortement

IPC médian (variation sur 3 mois annualisée)

IPC tronqué (variation sur 3 mois annualisée)



### États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	5.8	1.9	2.5	2.4	1.0	3.1	1.4	1.4
Dépenses personnelles	8.4	2.5	2.2	2.5	1.2	2.7	2.0	1.3
Construction résidentielle	10.7	(9.0)	(10.6)	5.3	0.8	0.4	4.3	1.2
Investissements des entreprises	5.9	5.2	4.5	2.3	0.1	4.6	1.0	0.6
Dépenses publiques	(0.3)	(0.9)	4.1	2.8	1.7	4.6	1.7	1.7
Exportations	6.3	7.0	2.6	1.5	0.1	1.8	0.6	0.6
Importations	14.5	8.6	(1.7)	2.9	0.6	(0.1)	2.9	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	12.5	128.1	43.7	35.1	18.8	54.9	15.0	30.0
Demande intérieure	6.6	1.7	2.3	2.6	1.1	3.2	1.9	1.3
Revenu réel disponible	3.2	(6.0)	4.2	1.5	1.5	4.1	1.3	2.0
Emploi des salariés	2.9	4.3	2.3	1.4	0.3	1.9	0.7	0.9
Taux de chômage	5.4	3.6	3.6	4.0	4.6	3.7	4.2	4.6
Taux d'inflation	4.7	8.0	4.1	3.3	2.6	3.2	3.0	2.7
Bénéfices avant impôts	22.6	9.8	1.5	1.3	1.3	5.1	(3.7)	3.8
Compte courant (milliards \$)	(939.8)	(971.6)	(818.8)	(858.8)	(906.3)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

### Scénario financier\*\*

	actuel					2023	2024	2025
	10/05/24	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	3.75
Bons du Trésor 3 mois	5.26	5.23	5.30	5.05	4.75	5.20	4.75	3.55
Obligations fédérales								
2 ans	4.87	4.59	4.75	4.65	4.50	4.23	4.50	3.55
5 ans	4.52	4.21	4.50	4.35	4.20	3.84	4.20	3.60
10 ans	4.50	4.20	4.45	4.40	4.25	3.88	4.25	3.90
30 ans	4.64	4.34	4.65	4.60	4.50	4.03	4.50	4.15
Taux de change								
US\$/Euro	1.08	1.08	1.06	1.04	1.03	1.10	1.03	1.08
YEN/\$US	156	151	152	148	145	141	145	133

\*\* 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	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.2	2.1	4.9	3.4	1.6	3.0	0.8	0.4
IPC (var. a/a %)	5.8	4.0	3.6	3.2	3.2	3.6	3.4	3.0
IPC de base (var. a/a %)	5.5	5.2	4.4	4.0	3.8	3.6	3.7	3.4
Taux de chômage (%)	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	3.8	4.0	4.2

### Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	5.3	3.8	1.1	0.7	1.2	0.9	0.6	1.8
Dépenses personnelles	5.2	5.1	1.7	1.0	1.2	1.2	0.9	1.7
Construction résidentielle	14.6	(12.1)	(10.2)	0.9	1.6	(3.0)	0.5	2.1
Investissements des entreprises	8.7	4.0	(0.7)	(4.1)	(0.1)	(3.0)	(2.0)	1.4
Dépenses publiques	4.6	3.3	2.1	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8
Exportations	2.7	3.2	5.7	0.8	1.5	5.5	(0.4)	2.5
Importations	8.1	7.6	1.0	0.1	1.6	1.9	(0.1)	2.5
Variation des stocks (millions \$)	4,425	55,290	33,855	28,750	28,875	32,025	27,500	30,000
Demande intérieure	6.1	2.8	0.5	0.8	1.3	0.6	1.0	1.8
Revenu réel disponible	0.5	(0.1)	1.8	1.5	1.3	1.8	0.7	1.5
Emploi	5.0	4.0	2.4	1.4	1.0	2.3	0.9	1.4
Taux de chômage	7.5	5.3	5.4	6.4	6.8	5.8	6.9	6.8
Taux d'inflation	3.4	6.8	3.9	2.3	2.2	3.2	2.0	2.0
Bénéfices avant impôts	33.2	14.7	(18.1)	(0.3)	4.9	(9.7)	(3.8)	6.8
Compte courant (milliards, \$)	0.4	(10.3)	(17.8)	(24.8)	(19.6)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

### Scénario financier\*\*

	actuel					2023	2024	2025
	10/05/24	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024			
Taux à un jour	5.00	5.00	5.00	4.75	4.25	5.00	4.25	3.00
Taux préférentiel	7.00	7.00	7.00	6.75	6.25	7.00	6.25	5.00
Bons du Trésor 3M	4.90	5.01	4.80	4.45	3.95	5.05	3.95	2.85
Obligations fédérales								
2 ans	4.31	4.19	4.10	3.85	3.50	3.89	3.50	2.85
5 ans	3.77	3.54	3.60	3.50	3.35	3.17	3.35	3.00
10 ans	3.70	3.47	3.60	3.50	3.35	3.11	3.35	3.10
30 ans	3.55	3.36	3.50	3.45	3.35	3.03	3.35	3.15
Taux de change								
CAD par USD	1.37	1.35	1.38	1.40	1.42	1.32	1.42	1.37
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	80	84	80	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	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.6	0.6	(0.5)	1.0	2.4	(0.3)	(0.6)	1.1
IPC (var. a/a %)	5.2	3.5	3.7	3.2	2.9	2.5	1.9	2.0
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	4.8	4.0	3.4	3.4	2.9	2.4	2.1	2.1
Taux de chômage (%)	5.1	5.3	5.5	5.8	5.9	6.2	6.6	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	2.0	2.3	18.5	6.8	-3.6	4.4	3.6
Île-du-Prince-Édouard	8.4	2.9	2.2	3.5	3.0	14.9	9.3	5.2	6.5	5.6
Nouvelle-Écosse	5.9	2.9	1.3	1.0	1.0	10.0	7.1	3.4	3.3	3.0
Nouveau-Brunswick	5.3	1.1	1.3	0.6	0.8	10.9	7.4	3.5	3.1	2.9
Québec	6.7	2.5	0.0	0.5	0.9	11.6	8.4	3.7	3.5	3.3
Ontario	5.4	3.9	1.2	0.5	1.2	9.8	9.2	4.3	3.4	3.2
Manitoba	1.3	3.3	1.3	0.6	1.2	9.2	8.6	3.2	3.3	2.9
Saskatchewan	-0.7	6.0	1.6	0.8	1.4	13.9	29.2	1.2	2.2	2.8
Alberta	4.6	5.0	1.5	1.2	1.7	24.9	22.0	-1.3	4.9	4.1
Colombie-Britannique	7.1	3.8	1.6	0.6	1.1	15.8	11.0	1.7	3.1	3.3
Canada	5.3	3.8	1.1	0.7	1.2	13.4	11.8	2.7	3.6	3.4
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	3.6	4.3	1.7	2.5	0.3	13.1	11.2	9.9	10.2	10.5
Île-du-Prince-Édouard	4.2	5.3	5.7	3.8	1.5	9.9	7.5	7.4	7.5	7.8
Nouvelle-Écosse	5.6	3.6	2.7	3.4	0.9	8.6	6.6	6.4	6.5	7.0
Nouveau-Brunswick	3.2	2.7	3.4	2.3	1.0	9.1	7.2	6.6	7.2	7.4
Québec	4.4	3.1	2.3	0.5	0.7	6.1	4.3	4.4	5.4	6.2
Ontario	5.2	4.6	2.4	0.9	1.0	8.1	5.6	5.7	7.1	7.5
Manitoba	3.7	3.2	2.5	1.3	1.2	6.4	4.5	4.8	5.4	6.0
Saskatchewan	2.6	3.5	1.8	1.1	1.3	6.5	4.7	4.8	5.3	5.8
Alberta	5.5	5.2	3.6	2.8	1.4	8.5	5.8	5.9	7.0	7.3
Colombie-Britannique	6.2	3.1	1.6	2.3	0.9	6.5	4.6	5.2	5.5	5.5
Canada	5.0	4.0	2.4	1.4	1.0	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	1.1	1.2	3.7	6.4	3.3	2.0	2.1
Île-du-Prince-Édouard	1.2	1.0	0.9	1.0	1.2	5.1	8.9	2.9	1.9	2.2
Nouvelle-Écosse	6.0	5.6	7.2	7.0	7.2	4.1	7.5	4.0	2.3	2.2
Nouveau-Brunswick	3.9	4.7	4.9	4.5	4.6	3.8	7.3	3.5	1.8	2.2
Québec	69.4	58.2	39.6	43.0	50.5	3.8	6.7	4.5	2.5	2.2
Ontario	100.4	96.1	90.0	86.0	94.5	3.5	6.8	3.8	2.3	2.2
Manitoba	8.0	8.1	7.1	6.8	8.0	3.2	7.9	3.6	1.7	2.2
Saskatchewan	4.3	4.2	4.6	4.5	4.8	2.6	6.6	3.9	1.6	2.2
Alberta	31.9	36.4	35.9	38.0	40.0	3.2	6.5	3.3	2.2	2.1
Colombie-Britannique	47.6	46.7	50.6	48.5	51.5	2.8	6.9	4.0	2.3	2.2
Canada	273.8	262.5	241.7	240.4	263.5	3.4	6.8	3.9	2.3	2.2

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, CFA

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@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

### Général

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

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

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

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

### Résidents du Canada

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

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

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

### Résidents du Royaume-Uni

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

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

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

### Résidents 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.