L'Hebdo économique

Économie et Stratégie

BANQUE NATIONALE DU CANADA
MARCHÉS FINANCIERS

26 avril 2024

Par Daren King, Jocelyn Paquet et al.

Table des matières

Revue de la semaine 1
CANADA 1
ÉTATS-UNIS 3
MONDE 6
Ce que nous surveillerons la semaine prochaine 8
AUX ÉTATS-UNIS 8
AU CANADA 8
AILLEURS DANS LE MONDE 8
Calendrier économique – Canada et États-Unis 9
Mise à jour hebdomadaire – Tableau 1 10
Mise à jour hebdomadaire – Tableau 2 11
Informations réglementaires 12

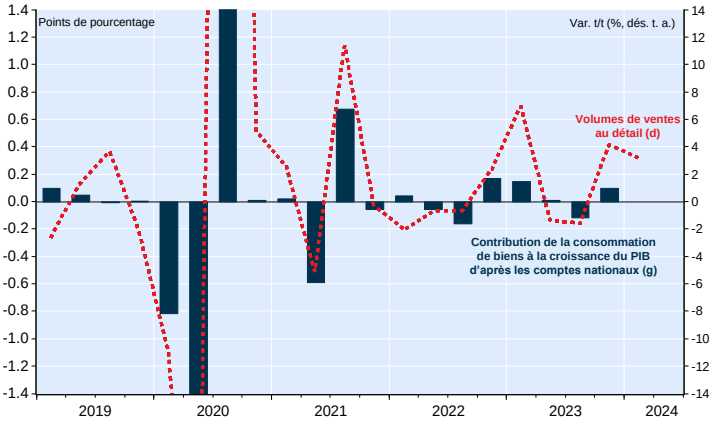
Revue de la semaine :

CANADA : Les ventes au détail ont diminué de 0.1% en février, à CA$66.7 milliards, soit deux dixièmes de moins que le pronostic consensuel de +0.1%. Les dépenses de consommation ont baissé dans 5 sous-secteurs sur 9 au deuxième mois de 2024, notamment les stations-service et vendeurs de carburant (-2.2%), les meubles, appareils électroniques et électroménagers (-1.5%), les vêtements et accessoires (-1.0%) et les matériaux de construction (-0.4%). Ces baisses n'ont été qu'en partie contrebalancées par des progressions dans les catégories des véhicules et pièces automobiles (+0.5%), des marchandises générales (+1.1%) et des soins de santé/personnels (+0.4%), parmi d'autres. Sans l'automobile, les ventes au détail ont diminué de 0.3% pendant le mois, soit 4 dixièmes de moins que la prévision médiane des économistes (+0.1%). À l'échelle des provinces, les ventes ont reculé dans 7 provinces sur dix, à commencer par l'Alberta (-1.1%), l'Ontario (-0.2%) et la Nouvelle-Écosse (-1.5%). La Colombie-Britannique a enregistré la plus solide hausse (+1.2%), suivie de la Saskatchewan (+1.7%). Le Québec a enregistré un léger repli (-0.1%). En termes réels, les ventes au détail ont diminué de 0.3% sur l'ensemble du Canda. Enfin, d'après l'estimation préliminaire de Statistique Canada, les ventes nominales pourraient avoir stagné tout au plus au mois de mars.

Le rapport sur les ventes au détail de février a fait légèrement moins bien qu'on ne s'y attendait (-0.1%, pour un consensus de +0.1%), après un repli le mois précédent. Le chiffre d'ensemble a pâti des recettes des stations-service, qui ont enregistré une première contraction en quatre mois. La perte aurait pu être encore pire sans la hausse des prix à la pompe, compte tenu d'une perte plus marquée en termes de volumes (-3.9%). Après une contraction le mois précédent, la catégorie des véhicules et pièces automobiles a enregistré une amélioration grâce aux contributions des autres concessionnaires (+5.1%) et des véhicules neufs et d'occasion (+0.3%, respectivement), qui ont largement contrebalancé un repli dans le sous-segment des pièces détachées (-1.7%). L'augmentation relativement faible des ventes de voitures neuves est surprenante, car d'autres sources de données ont fait état de ventes importantes jusqu'en février. Cela dit, la faiblesse des données de mars montre que les conditions de financement difficiles et les prix élevés des véhicules pourraient contenir la demande au cours des prochains mois, en particulier si la banque centrale maintient les taux d'intérêt à un niveau élevé et si les chocs de paiement lors des renouvellements de prêts hypothécaires se matérialisent. Sans l'automobile, les ventes au détail étaient plus faibles que prévu, chutant de 0.3% par rapport à une progression de 0.1% attendue. Les ventes au détail de base, qui excluent l'automobile et l'essence, sont restées stables pendant le mois après avoir augmenté le mois précédent. Après une progression honorable en janvier, les achats liés au logement ont diminué en février. Il est peu probable que ceux-ci remontent fortement en raison des problèmes actuels d'abordabilité pour les locataires et les propriétaires. Si on supprime l'effet des variations des prix, les ventes de détail ont baissé de 0.3% en février, mais après une hausse de 0.5% le mois précédent et une bonne impulsion au dernier mois de l'année 2023. En l'état, les ventes de détail devraient contribuer à la croissance au premier trimestre de l'année, dans l'attente des données du dernier mois.

Canada : Les ventes au détail de biens devraient soutenir la croissance

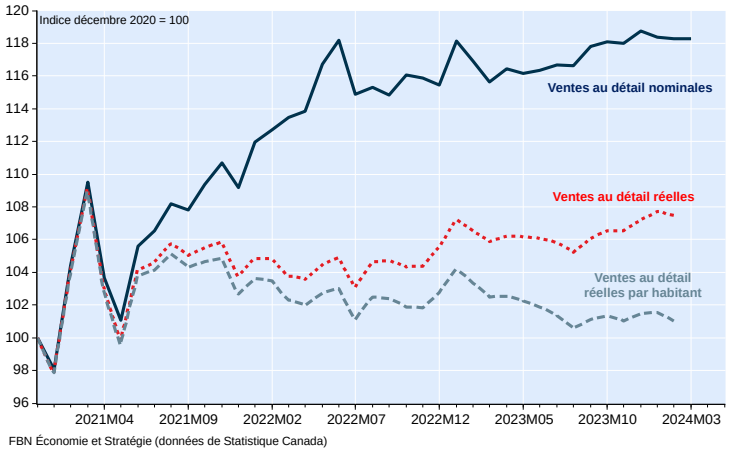
Ventes au détail réelles et contribution de la consommation de biens à la croissance du PIB (comptes nationaux)



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Cela dit, les ventes au détail par habitant demeurent faibles compte tenu de la croissance démographique record enregistrée au T1. La politique monétaire, qui reste restrictive, continuera d'avoir un impact en décalage sur la consommation (en particulier dans le contexte d'un choc sur les paiements d'intérêts). L'estimation préliminaire des ventes de mars donne à anticiper une croissance nulle sur une base nominale.

Les ventes au détail réelles par habitant restent décevantes
Ventes au détail (incluant l'estimation préliminaire des ventes nominales de mars)



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

La Banque du Canada a publié son Résumé des délibérations pour la décision sur les taux d'intérêt du 10 avril. Rappelons que le point culminant de cette décision a été la conférence de presse, au cours de laquelle le gouverneur, Tiff Macklem, a déclaré : « les données correspondent à ce que nous voulons voir [pour nous convaincre qu'il est temps de réduire les taux], mais nous voulons constater que le mouvement se poursuit ». Voici les faits saillants du rapport paru cette semaine :

- Une décision qui faisait consensus, même si les prochaines semblent plus nébuleuses : Les membres du Conseil « ont convenu par consensus de maintenir le taux directeur à 5% », malgré « leurs points de vue différents quant au degré d'assurance supplémentaire nécessaire pour avoir la conviction que l'inflation était sur une trajectoire durable vers un retour à la cible de 2% ».
- Le calendrier de réduction des taux est incertain, mais les baisses de taux, qui finiront par arriver, seront graduelles : « Les membres avaient des divergences d'opinions quant au moment où les conditions seraient vraisemblablement réunies pour justifier une réduction du taux directeur. Mais ils se sont entendus pour dire que les assouplissements monétaires seraient probablement graduels. »
- Les progrès réalisés sur des indicateurs clés sont positifs :
  - « Les membres ont dit avoir davantage confiance que les pressions inflationnistes continueraient à s'atténuer même quand la croissance se redresserait, puisqu'ils s'attendaient à ce que l'offre excédentaire dans l'économie persiste toute l'année. »
  - Les membres du Conseil de direction « ont convenu que les pratiques d'établissement des prix des entreprises se normalisaient. »
  - « Les attentes d'inflation des entreprises avaient continué à diminuer et concordaient avec les perspectives de la Banque. »
  - « Les membres ont noté [que la croissance des salaires] tend à être décalée par rapport à l'activité sur le marché du travail. Ils s'attendaient à ce que la croissance des salaires décélère graduellement au cours des trimestres à venir, étant donné les conditions du marché du travail qui se modéraient. »
- Plusieurs membres s'inquiètent de différents risques : Certains membres ont souligné que la croissance robuste des États-Unis et l'accélération de la demande intérieure étaient des risques susceptibles d'entraîner un ralentissement des progrès récents en matière d'inflation. D'autres ont pris acte des progrès déjà réalisés en matière d'inflation. L'économie étant déjà en situation d'offre excédentaire, il existe un risque que la politique monétaire reste trop restrictive trop longtemps.
- **L'IPC est encourageant, mais des risques demeurent** : Les membres « ont trouvé encourageants les nouveaux progrès du côté de l'inflation mesurée par l'IPC et de l'inflation fondamentale. » « Toutefois, si on exclut les prix des services de communication [qui ont enregistré une forte baisse exceptionnelle], l'ampleur des pressions sur les prix des services était perçue comme un risque à la hausse pesant sur l'inflation, compte tenu surtout de l'incertitude entourant [les salaires]. »
- **Le logement reste source d'inquiétude** : Les membres « ont reconnu qu'un assouplissement de la politique monétaire pourrait accroître la probabilité que ce risque [accélération de l'activité et des prix sur le marché immobilier résidentiel] se concrétise, peu importe à quel moment s'amorcerait le cycle d'assouplissement. »
- **Les risques de hausse de l'inflation restent le sujet de préoccupation majeure** : « Et même s'ils restaient davantage préoccupés par les risques à la hausse entourant les perspectives d'inflation, ils considéraient les risques tant à la hausse et qu'à la baisse comme étant moins aigus. »

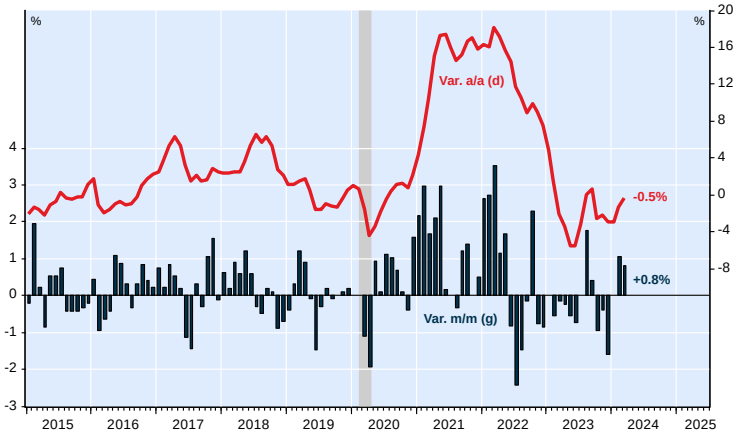
Il semble que le débat commence à s'intensifier entre les membres du Conseil de direction en ce qui concerne les perspectives de la politique monétaire. Si les responsables ont unanimement reconnu qu'il était approprié de maintenir les taux inchangés lors de la réunion d'avril, la réponse à la question de savoir quel degré de confiance était nécessaire quant aux perspectives d'inflation ne faisait pas consensus. Certains membres craignent davantage que la vigueur de l'économie américaine et une croissance intérieure plus robuste n'entraînent une stagnation des progrès réalisés en matière d'inflation, voire un inversement de tendance. D'autres soulignent les progrès déjà accomplis en matière de lutte contre l'inflation et la faiblesse déjà constatée de l'économie canadienne. Notons que cette décision a été prise avant la publication du rapport sur l'IPC de mars, dans lequel a été constatée une faiblesse persistante de l'inflation de base en janvier et février. C'est un point pour les colombes. Néanmoins, aucune décision n'a été prise pour le mois de juin. Avant la prochaine réunion du Conseil de direction, il reste à digérer un autre rapport sur l'inflation, une Enquête sur la

population active et deux rapports sur le PIB. Ceux-ci guideront la prochaine décision, mais il est au moins utile de savoir que certains grands argentiers semblent favorables à des réductions de taux à court terme. Nous estimons donc que le pronostic actuel du marché, qui entrevoit une réduction lors de la décision sur les taux de juin (à une probabilité d'environ 50%), est globalement approprié, mais nous aurions plutôt tendance à croire que la BdC attendra un mois de plus en raison de sa sensibilité aux risques de hausse de l'inflation. La prochaine décision de la Banque sera prise le 5 juin.

Les prix des produits fabriqués au Canada mesurés par l'indice des prix des produits industriels (IPPI) étaient en hausse un deuxième mois de suite en mars, de 0.8% m/m. Cette hausse était attribuable en partie seulement à un gain de 1.1% dans la composante des produits énergétiques et du pétrole, sans lequel la croissance de l'IPPI serait restée inchangée, à 0.8%. Un gain important dans le segment des produits primaires de métaux non ferreux (+4.9%) était attribuable notamment à la hausse des prix des métaux précieux, soutenus par les attentes de plusieurs baisses des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine en 2024. De solides hausses ont aussi été observées dans les catégories du bois d'œuvre et des autres produits du bois (+3.6%) ainsi que des viandes, poissons et produits laitiers (+3.1%), tandis que des fortes baisses ont été enregistrées dans les segments des boissons (-2.7%), des produits en plastique et en caoutchouc (-1.4%), des meubles et articles d'ameublement (-1.3%) et des fruits, légumes, aliments pour animaux et autres produits alimentaires (-0.8%).

Sur 12 mois, l'IPPI affiche un repli de 0.5%. Parmi les grandes catégories, le ciment, verre et autres produits minéraux non métalliques (+7.9%), les produits du tabac (+5.1%), les boissons (+4.7%) et les produits divers (+3.2%) ont enregistré les plus fortes hausses annuelles, tandis que les produits de pâtes et papier (-9.9%), les fruits, légumes, aliments pour animaux et autres produits alimentaires (-4.3%), ainsi que le textile et les produits en cuir (-3.9%) ont observé les plus fortes baisses.

Les prix des produits industriels continuent d'augmenter
Indice des prix des produits industriels, dernière observation : mars 2024



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

L'indice des prix des matières brutes était en hausse de 4.7% en mars, car un gain de 8.1% dans la catégorie des produits énergétiques n'a été qu'en partie annulé par un repli de 1.3% dans celle des billes, bois à pâte, caoutchouc naturel et autres produits forestiers. Entre mars 2023 et mars 2024, l'IPMB a crû de 0.8%, marquant son premier gain en glissement annuel en six mois.

ÉTATS-UNIS : D'après le Bureau of Economic Analysis, le PIB réel a crû de 1.6% en rythme annualisé au premier trimestre, bien moins que la prévision médiane des économistes de +2.5%. Comme ce gain était inférieur au potentiel, l'écart de production a diminué de +0.8% à +0.3%. En glissement annuel, le PIB réel était en hausse de 3.0%. La demande intérieure a enregistré une croissance robuste au cours des trois mois terminés en mars, soutenue par la consommation des ménages (+2.5% t/t ann.) ainsi que l'investissement résidentiel (+13.9%) et en propriété intellectuelle (+5.4%). Les dépenses des entreprises en matériel (+2.1%) et les dépenses publiques (+1.2%) ont progressé elles aussi, mais plus lentement. L'investissement en structures non résidentielles était en baisse (-0.1%), enregistrant sa première contraction en 6 trimestres.

Les dépenses consacrées à des services (+4.0%) ont crû comme jamais depuis le T3 2021, tandis que celles consacrées à des biens (-0.4%) étaient en légère baisse, signe que la réorientation des dépenses des ménages après la pandémie est toujours en cours.

Le commerce a eu un impact négatif sur la croissance (-0.86 point de pourcentage), car les exportations (+0.9%) ont crû bien plus lentement que les importations (+7.2%). Les stocks, pour leur part, ont soustrait 0.35 point de pourcentage au PIB d'ensemble.

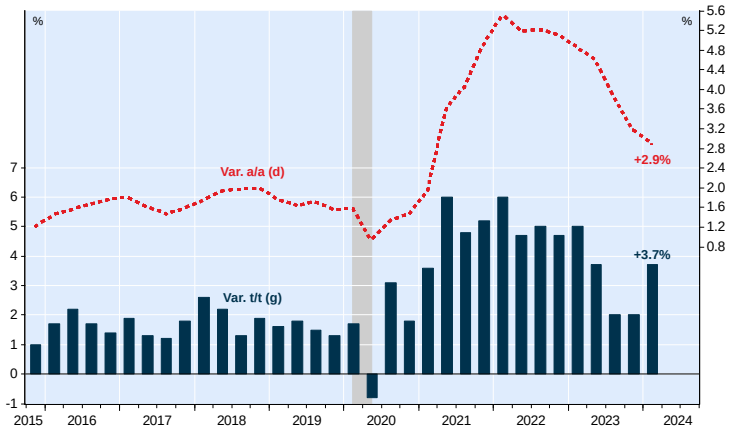
Contributions à la croissance du PIB réel

	T1 2024	T4 2023
GDP	**1.6**	**3.4**
Consommation	1.68	2.20
Inv. des entreprises matériel/savoir	0.39	0.18
Inv. des entreprises structures	0.00	0.32
Investissement résidentiel	0.52	0.11
Administration publique	0.21	0.79
Demande intérieure	**2.80**	**3.60**
Exportations	0.10	0.55
Importations	-0.96	-0.30
Commerce international	**-0.86**	**0.25**
Ventes finales	**1.94**	**3.85**
Stocks	-0.35	-0.47

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

L'indice des prix des dépenses personnelles de consommation excluant les aliments et l'énergie a progressé à un rythme annualisé de 3.7% pendant le trimestre, accélérant par rapport au rythme de 2.0% au T4 et dépassant de loin le consensus (+3.4%). En glissement annuel, l'indice a reculé de 3.2% à un creux sans égal depuis 3 ans de 2.9%.

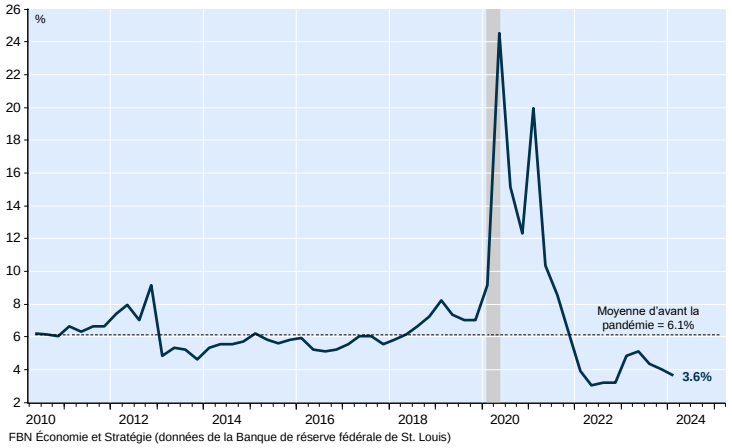
É.-U. : L'inflation de base ralentit a/a, mais est plus solide que prévu t/t
Déflateur des dépenses personnelles de consommation de base (excluant les aliments et l'énergie)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le taux d'épargne, pour sa part, a chuté de 4.0% à 3.6%, et se trouve désormais à un niveau nettement inférieur à sa moyenne d'avant la pandémie (environ 6.1%).

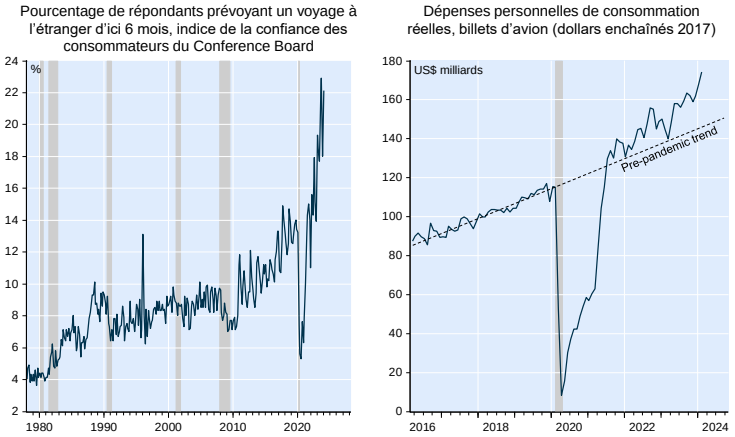
La consommation est soutenue par un faible taux d'épargne
Épargne en pourcentage du revenu disponible (taux d'épargne)



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque de réserve fédérale de St. Louis)

La croissance du PIB a surpris négativement pour la première fois en un an au T1. La déception était largement attribuable à des contributions négatives plus importantes que prévu des stocks et du commerce international et notamment, dans ce dernier cas, à une forte augmentation des importations de services. Les consommateurs américains semblent en effet en proie à une fièvre de voyage; leurs intentions de vacances à l'étranger (compilées par le Conference Board) ont récemment atteint un niveau record et se sont traduites par une augmentation des dépenses en billets d'avion. Et même si cette augmentation est une preuve supplémentaire de la vigueur du consommateur américain, elle a néanmoins freiné la croissance au premier trimestre de l'année.

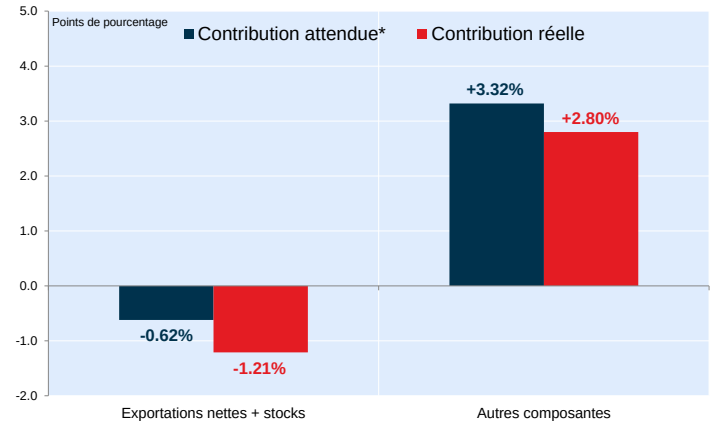
La grande frénésie des voyages



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Mais, même en excluant les deux composantes susmentionnées, la croissance est restée plus faible que prévu, en partie à cause des dépenses des ménages qui, tout en restant solides, ont progressé à un rythme plus lent que prévu. Après avoir dépassé les attentes pendant plusieurs trimestres, les dépenses consacrées à des biens ont légèrement diminué, les consommateurs préférant se réorienter vers les services. Ce rééquilibrage, attendu depuis longtemps, pourrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, les ménages faisant preuve de plus de discernement dans leurs dépenses. Depuis quelques trimestres, celles-ci augmentent en effet plus rapidement que le revenu disponible, de sorte que le taux d'épargne se situe désormais à un niveau anormalement bas. En l'absence d'un essor de l'embauche (et donc d'une hausse des revenus), une normalisation se traduira nécessairement par une croissance moins vigoureuse de la consommation.

La croissance inférieure n'est pas seulement due au commerce extérieur
Contribution à la croissance du PIB au T1



*Contribution d'après la dernière estimation du modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et de la Fed d'Atlanta)

Le revenu personnel nominal a augmenté de 0,5 % en mars, après une hausse de 0,3 % le mois précédent. La composante salaire du revenu a fait un bond de 0,7 %, tandis que le revenu provenant des transferts gouvernementaux a progressé de 0,3 %. Les impôts courants des particuliers ont quant à eux augmenté de 0,6 %. Tout cela s'est traduit par une augmentation de 0,5 % du revenu disponible.

Les dépenses personnelles nominales ont, quant à elles, augmenté de 0,8 %, un chiffre qui a fait l'objet d'un consensus. Les dépenses en biens ont fait un bond de 1,3 % (le plus important en 14 mois), tandis que les dépenses en services ont augmenté de 0,6 %.

Le revenu disponible ayant augmenté moins vite que les dépenses, le taux d'épargne a chuté de 3,6 % à 3,2 %, son plus bas niveau en 17 mois, bien en deçà des niveaux observés avant la pandémie (entre 6,5 % et 8,5 %).

Corrigé de l'inflation, le revenu disponible a augmenté de 0,2 %. Les dépenses personnelles, quant à elles, ont augmenté de 0,5 % grâce à des gains dans le segment des biens (+1,1 %, le plus élevé en 14 mois) et dans celui des services (+0,2 %). Dans le segment des biens, la hausse a été tirée par l'essence et les aliments/boissons, tandis que l'augmentation des services a été tirée par les soins de santé.

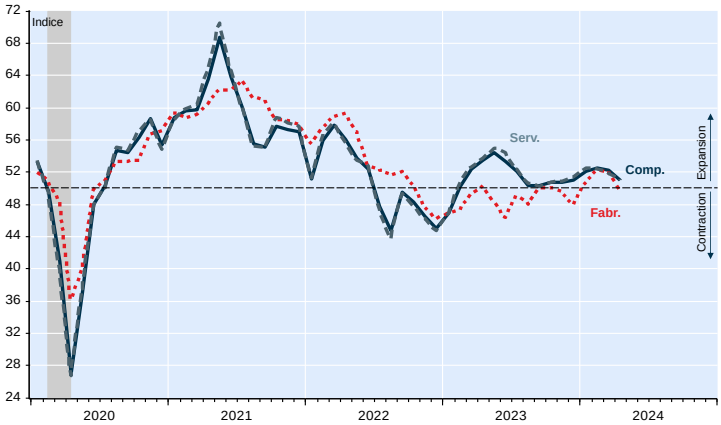
Toujours en mars, le déflateur des dépenses de consommation personnelle s'est établi à 2,7 %, soit deux points de plus que le mois précédent et un dixième de plus que les attentes du consensus. La mesure de base, quant à elle, est restée inchangée à 2,8 %, son niveau le plus bas en trois ans, au lieu de descendre à 2,7 % comme le prévoyait le consensus. Sur une base mensuelle, les indices principaux et de base ont progressé de 0,3 %. Le déflateur des dépenses de consommation personnelle des services hors logement, qui constitue une bonne mesure des pressions sous-jacentes sur les prix, a progressé de 0,4 %. Sur une base annualisée de trois mois, il a augmenté de 5,5 %, marquant la plus forte hausse enregistrée depuis plus d'un an.

L'indice composé éclair PMI de S&P Global a glissé de 52.1 en mars à 50.9 en avril, un niveau qui dénote une légère expansion de l'activité des entreprises, et inférieur au consensus de 52.0. La production a continué de croître, mais à un rythme plus lent que le mois précédent, tandis que les nouvelles commandes ont diminué pour la première fois en six mois. Du côté de l'emploi, la conjoncture plus difficile pour les entreprises les a poussés à licencier pour la première fois en près de quatre ans. L'affaiblissement de la demande a nui à la confiance des entreprises, dont l'optimisme a plongé à un creux sans égal depuis cinq mois, tout en restant positif globalement dans l'espoir que les conditions du marché s'améliorent.

La baisse de l'indice composé PMI était en partie due aux services, l'indicateur connexe glissant de 51.7 à 50.9, au plus bas depuis cinq mois. Pour expliquer ce repli, certains fournisseurs de services ont évoqué les taux d'intérêt élevés. La réduction des effectifs était essentiellement concentrée dans le secteur des services, où elle était la plus prononcée en avril depuis la fin de 2009, à l'exclusion des premiers jours de la pandémie de COVID-19.

De son côté, l'indicateur de la fabrication a replongé en zone de contraction pour la première fois en quatre mois, se repliant de 51.9 à 49.9.

La fabrication a renoué avec la contraction, ralentissement des services
Indice éclair PMI de S&P Global, dernière observation : avril 2024

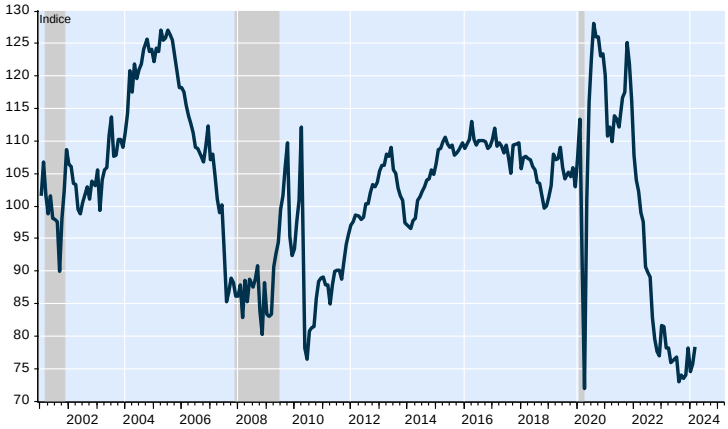


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les commandes de biens durables ont augmenté de 2.6% en mars, ce qui était à peu près conforme à la croissance de 2.5% attendue selon la prévision médiane des économistes. Les commandes dans la catégorie du transport ont augmenté de 7.7%, car les commandes d'aéronefs non militaires ont bondi de 30.6% après une progression de 15.6% le mois précédent. Sans le transport, les commandes ont progressé de 0.2%, conformément à la prévision consensuelle. Le rapport révélait aussi que les biens d'équipement non militaires excluant les aéronefs, un indicateur des dépenses d'immobilisations futures, ont augmenté de 0.2% m/m après avoir crû de 0.4% en février, comme s'y attendaient les analystes. Sur une base annualisée de trois mois, les commandes dites de base ont diminué de 0.1%.

L'indice des ventes de logements en cours a crû de 3.4% en mars au lieu d'augmenter de 0.4% comme s'y attendaient les analystes par consensus. Malgré une deuxième hausse mensuelle d'affilée, elles sont restées faibles sur une base historique. En glissement annuel, les transactions en cours restent en repli de 4.5%.

Les ventes de logements en cours sont restées historiquement faibles
Indice des ventes de logements en cours

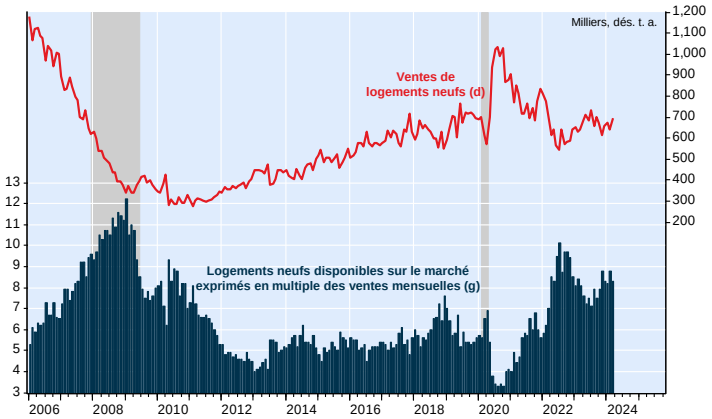


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Les ventes de logements neufs ont bondi de 8.8% en mars, à 693K (rythme annualisé corrigé des effets saisonniers) après un repli de 5.1% le mois précédent, dépassant le consensus de 668K. Dans l'ensemble, les ventes de logements neufs sont restées à peu près

conformes à leur niveau d'avant la pandémie en raison d'un marché de la revente complètement paralysé dans le contexte actuel des taux d'intérêt. Malgré une augmentation du nombre de logements disponibles à la vente sur le marché (de 465K à 477K), l'augmentation des ventes a réduit le ratio des biens immobiliers à vendre aux ventes effectives de 8.8 en février à 8.3 en mars, ce qui reste supérieur à la moyenne historique de cet indicateur de 6.1.

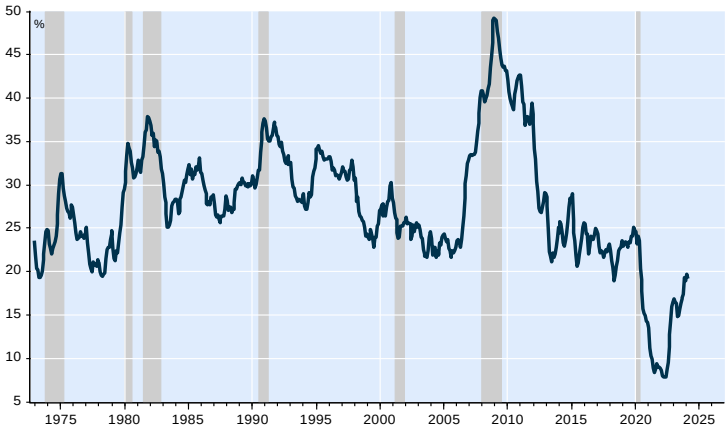
Rebond des ventes de logements neufs en mars
Ventes de logements neufs et parc immobilier de biens à vendre



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Notons qu'une part croissante des logements disponibles sur le marché étaient achevés plutôt qu'en construction ou en attente de construction. Les constructions achevées représentaient 19.2% de l'offre totale, en hausse par rapport au creux de 7.6% d'avril 2022, mais toujours en dessous de la proportion d'avant la pandémie (environ 25%). Rappelons que, face aux graves pénuries de main-d'œuvre, les constructeurs n'ont pas pu répondre à l'explosion de la demande de logements pendant la pandémie. Résultat, leurs carnets de commandes ont grossi. Le contexte actuel, moins effervescent, leur permet de rattraper le temps perdu.

Les constructeurs résidentiels continuent de rattraper leur retard
Logements achevés en proportion du nombre total de logements neufs disponibles à la vente



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

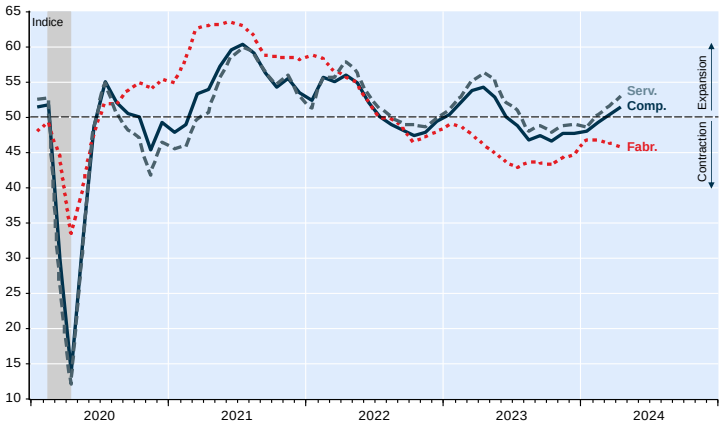
Les nouvelles inscriptions au chômage ont diminué de 212K à 207K au cours de la semaine terminée le 20 avril. De leur côté, les prestations maintenues ont baissé de 1,796K à 1,781K.

MONDE : L'indice composé éclair PMI de HCOB pour la zone euro a augmenté de 50.3 en mars à un niveau inégalé depuis 11 mois de 51.4 en avril, signalant une légère expansion de l'activité des entreprises du secteur privé après plusieurs mois de contractions. Les effectifs ont augmenté un quatrième mois de suite, et la création nette d'emplois a accéléré comme jamais depuis juin dernier. La confiance des entreprises pour la production future a légèrement diminué par rapport à mars, mais elle se trouvait au deuxième niveau le plus élevé enregistré ces 14 derniers mois. « Ces derniers mois, la confiance des entreprises s'est améliorée en réponse aux attentes de baisses des taux d'intérêt, à l'atténuation des pressions sur le coût de la vie et aux signes de reprise de la demande des ménages et des entreprises », indique le rapport de S&P Global. « Cependant, l'incertitude géopolitique et la volatilité des marchés financiers a modéré l'optimisme quant aux perspectives pour l'année à venir dans certaines entreprises en avril. »

Le sous-indice des services était en hausse de 51.5 à 52.9, un niveau inégalé depuis 11 mois, car les nouvelles affaires se sont accumulées à un rythme sans égal depuis mai 2023. L'emploi a continué de croître, tandis que l'inflation des prix des intrants et des extrants a augmenté et restait nettement supérieure à sa tendance d'avant la pandémie grâce à l'augmentation des coûts salariaux.

L'indicateur de la fabrication s'est enfoncé un peu plus en zone de contraction en avril, passant de 46.1 à 45.6. La production s'est contractée un treizième mois de suite, tandis que l'emploi a diminué, mais au rythme le plus lent enregistré en sept mois.

Zone euro : Les services se redressent, la fabrication est en contraction
Indice éclair PMI de HCOB, dernière observation : avril 2024



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'indice composé éclair PMI de Jibun Bank pour le Japon s'est affermi, passant de 51.7 en mars à 52.6 en avril, et signalant une quatrième expansion consécutive. Le sous-indice des services a crû de 54.1 à 54.6, reflétant la plus forte expansion de l'activité des services au Japon depuis mai 2023 et l'accumulation la plus rapide des nouvelles affaires en dix mois. Du côté de l'inflation, les entreprises productrices de services ont enregistré des hausses des coûts des intrants un deuxième mois de suite. De ce fait, elles ont en partie répercuté les coûts supplémentaires sur les clients, contribuant à la plus forte hausse des prix de vente en dix ans. L'indicateur de la fabrication, pour sa part, est passé de 48.2 à 49.9, signalant une quasi-stabilisation des conditions d'exploitation des entreprises du secteur de la fabrication au Japon. La production et les nouvelles commandes se sont contractées moins fortement pendant le mois, et la confiance dans le secteur de la fabrication s'est améliorée, tandis que la croissance de l'emploi a accéléré.

Vendredi, la Banque du Japon a maintenu son taux directeur inchangé après avoir relevé les taux d'intérêt pour la première fois en 17 ans lors de sa dernière décision de politique monétaire et n'a donné que peu d'indices sur la date de la prochaine hausse des taux.

Ce que nous surveillerons la semaine prochaine

AUX ÉTATS-UNIS, la semaine sera marquée par la réunion de politique monétaire de la Réserve fédérale, au cours de laquelle le FOMC devrait laisser les taux d'intérêt inchangés une sixième fois de suite. Depuis janvier, les grands argentiers cherchent à obtenir « une plus grande assurance que l'inflation évolue durablement vers les 2% ». Les données des trois derniers mois n'ont offert aucune garantie à cet égard. Un communiqué actualisé sur les taux devrait reconnaître la récente persistance de l'inflation, mais nous ne nous attendons pas à ce que la Fed abandonne le discours qu'elle tient de longue date, selon lequel l'inflation ralentit progressivement. Par conséquent, nous ne nous attendons pas à ce que la Fed modifie les indications prospectives relatives à son taux directeur. Cela dit, le ton de la conférence de presse du président Jerome Powell devrait être plus ferme que lors des communications précédentes, indiquant que les 75 points de base d'assouplissement qui se reflètent dans le graphique à points de mars étaient peut-être trop ambitieux. Nous serons également à l'affût d'indices sur les changements à venir dans la politique du bilan de la Fed. Le resserrement quantitatif se poursuivra probablement au même rythme pour l'instant, mais la réunion pourrait s'accompagner d'un signal clair qu'un ralentissement du rythme de réduction du bilan sera bientôt mis en place. La publication des données sur les effectifs salariés non agricoles du mois d'avril retiendra également l'attention. L'embauche pourrait avoir ralenti, à en croire la faiblesse des indicateurs déjà publiés tels que l'indice composé PMI de S&P Global, mais l'effet pourrait avoir été contrebalancé par un recul du nombre de licenciements. C'est du moins ce qui ressort du très faible niveau des nouvelles inscriptions au chômage enregistré au moment où l'enquête a été menée. Comme ces deux tendances s'annulent, la création d'emplois pourrait être restée solide, à 200K. L'enquête auprès des ménages pourrait annoncer un gain plus faible après un résultat exceptionnel le mois précédent, ce qui laisserait le taux de chômage inchangé, à 3.8%, à supposer que le taux d'activité se soit maintenu à 62.7%. À en croire d'autres indices de l'activité des usines publiés à ce jour (indice PMI de la fabrication de S&P Global, indices de la fabrication de la Fed de New York et de la Fed de Philadelphie), l'indice ISM de la fabrication pourrait s'être détérioré en avril, passant de 50.3 à 49.7. Plusieurs indicateurs économiques seront disponibles pour le mois de mars, notamment les commandes des usines, les dépenses de construction, l'enquête JOLTS (Job Opening and Labor Turnover Survey) sur les postes à pourvoir et la rotation des effectifs et la balance commerciale. Nous garderons aussi un œil sur l'édition d'avril de l'indice de la confiance des consommateurs du Conference Board, qui sera publié en même temps que l'indice des prix des maisons S&P CoreLogic Case-Shiller de février.

		Précédent	Prévisions FBN
MER:	Taux de la Fed (limite supérieure)	5.50%	**5.50%**
	ISM fabrication (avril)	50.3	**49.7**
VEN:	Emplois non-agricole (avril, var. m/m)	303K	**200K**
	Taux de chômage (avril)	3.8%	**3.8%**

AU CANADA, la publication des données sur le PIB de février retiendra l'attention. À en croire les rapports sectoriels publiés à ce jour, la production économique pourrait avoir crû de 0.4% pendant le mois, soutenue par les gains dans les secteurs de l'extraction minière, l'exploitation en carrière et l'extraction de pétrole et de gaz ainsi que dans la fabrication, la finance et l'assurance. Nous connaîtrons également les données de mars sur le commerce international de marchandises. La hausse des prix des produits de base pourrait avoir profité aux exportations pendant le mois, mais ce gain pourrait avoir été largement contrebalancé par une forte baisse des livraisons de produits en métal et produits minéraux non métalliques. (Cette dernière catégorie avait enregistré une augmentation record en février grâce au bond des livraisons d'or.) Nous nous attendons donc à une chute des exportations totales. Les importations de biens pourraient elles aussi avoir reculé pendant le mois, mais plus lentement, ce qui se traduirait par une baisse de l'excédent du commerce international de marchandises, de CA$1.39 milliard à CA$1.00 milliard. Nous aurons les premiers indices sur la situation du secteur privé en avril grâce à la publication des indices PMI de la fabrication et des services de S&P Global. Du côté de la banque centrale, le gouverneur de la Banque du Canada Tiff Macklem et la sous-gouverneure Carolyn Rogers se présenteront au Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie mercredi.

		Précédent	Prévisions FBN
MAR:	PIB (février, var.m/m)	0.6%	**0.4%**
JEU:	Solde commercial (mars)	C$1.39B	**C$1.00B**

AILLEURS DANS LE MONDE, une semaine chargée sera marquée par la publication du PIB du T1 dans la zone euro. Le rapport sur l'IPC d'avril paraîtra également dans la zone de la monnaie unique, de même que le taux de chômage de mars. Au Japon, nous en saurons plus sur la situation de l'économie en mars avec la présentation des rapports sur les ventes au détail, la production industrielle et le taux de chômage. Enfin, S&P Global publiera les indices PMI de la fabrication du mois d'avril pour plusieurs pays émergents, dont la Chine, et pour l'économie mondiale dans son ensemble.

Calendrier économique – Canada et États-Unis

Données économiques et événements de marché

	Heure	Pays	Donnée	Période	Précédent	Estimé du consensus	FBN
Lundi 29 avr.							
Mardi 30 avr.	8:30	E-U	Indice du coût de l'emploi	1T	0.90%	1.00%	
	8:30	CA	PIB mensuel	fév	0.60%	0.30%	0.40%
	9:00	E-U	S&P/CoreLogic CS indice 20 métropoles (a/a)	fév	6.03%	--	
	10:00	E-U	Confiance des ménages (Conf. Board)	avr	104.7	104.0	
Mercredi 1 mai	7:00	E-U	Applications pour prêts hypothécaires (MBA)	avr-26	-2.70%	--	
	8:15	E-U	Emploi ADP	avr	184k	185k	
	10:00	E-U	Dépenses de construction (m/m)	mar	-0.30%	0.40%	
	10:00	E-U	ISM manufacturier	avr	50.3	50.1	49.7
	14:00	E-U	Décision du taux directeur (haut)	mai-01	5.50%	5.50%	5.50%
	14:00	E-U	Décision du taux directeur (bas)	mai-01	5.25%	5.25%	5.25%
Jeudi 2 mai	8:30	E-U	Solde commercial	mar	-$68.9b	-$69.2b	
	8:30	CA	Solde commercial	mar	1.39b	1.00b	1.00b
	8:30	E-U	Productivité non agricole	1T P	3.20%	1.40%	
	8:30	E-U	Premières demandes de prestation de chômage	avr-27	207k	210k	
	10:00	E-U	Commandes de biens manufacturières	mar	1.40%	1.60%	1.20%
	10:00	E-U	Commandes de biens durables	mar F	2.60%	--	
	10:00	E-U	excluant matériel de transport	mar F	0.20%	--	
Vendredi 3 mai	8:30	E-U	Emploi	avr	303k	250k	200k
	8:30	E-U	Taux de chômage	avr	3.80%	3.80%	3.80%

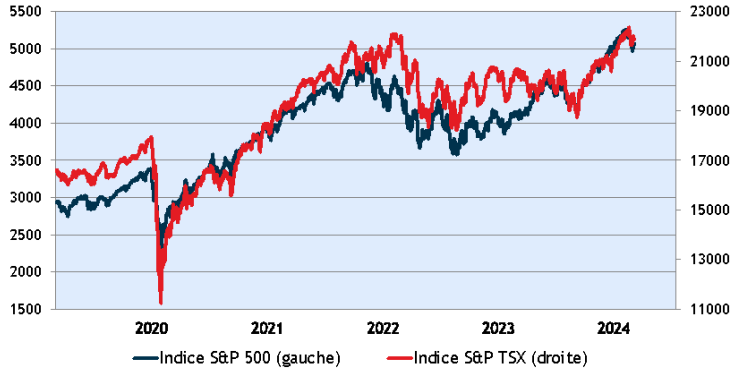
Annonces bénéfices

	Compagnie	Heure	Trim.	BPS Cons.
Lundi 29 avr.	Cargojet Inc	Av. Ouv.	T1 24	0.62
	Gibson Energy Inc	Apr. Fer.	T1 24	0.39
	Domino's Pizza Inc	06:05	T1 24	3.39
	ON Semiconductor Corp	Av. Ouv.	T1 24	1.04
	Revvity Inc	Av. Ouv.	T1 24	0.94
	Franklin Resources Inc	08:30	T2 24	0.57
	Arch Capital Group Ltd	16:00	T1 24	2.07
	F5 Inc	Apr. Fer.	T2 24	2.87
	Paramount Global	Apr. Fer.	T1 24	0.37
	SBA Communications Corp	Apr. Fer.	T1 24	3.07
	Welltower Inc	Apr. Fer.	T1 24	0.95
	NXP Semiconductors NV	Apr. Fer.	T1 24	3.18
Mardi 30 avr.	Cameco Corp	Av. Ouv.	T1 24	0.37
	Ivanhoe Mines Ltd	Av. Ouv.	T1 24	0.03
	Restaurant Brands Internationa	Av. Ouv.	T1 24	0.72
	First Capital Real Estate Inve	Apr. Fer.	T1 24	0.30
	New Gold Inc	Apr. Fer.	T1 24	0.00
	Allied Properties Real Estate	Apr. Fer.	T1 24	0.58
	OceanaGold Corp	Apr. Fer.	T1 24	0.02
	Molson Coors Beverage Co	06:55	T1 24	0.75
	McDonald's Corp	Av. Ouv.	T1 24	2.72
	Coca-Cola Co/The	Av. Ouv.	T1 24	0.70
	3M Co	Av. Ouv.	T1 24	2.03
	Amazon.com Inc	Apr. Fer.	T1 24	0.83
Mercredi 1 mai	Barrick Gold Corp	06:00	T1 24	0.16
	Loblaw Cos Ltd	06:30	T1 24	1.70
	Capital Power Corp	Av. Ouv.	T1 24	0.75
	Brookfield Infrastructure Part	Av. Ouv.	T1 24	0.16
	CGI Inc	Av. Ouv.	T2 24	1.94
	Cenovus Energy Inc	11:00	T1 24	0.49
	Great-West Lifeco Inc	Apr. Fer.	T1 24	1.01
	Tourmaline Oil Corp	Apr. Fer.	T1 24	1.17
	Russel Metals Inc	17:00	T1 24	0.80
	Vermilion Energy Inc	Apr. Fer.	T1 24	1.50
	Canfor Corp	Apr. Fer.	T1 24	-0.54
	Gildan Activewear Inc	Apr. Fer.	T1 24	0.52
Jeudi 2 mai	Maple Leaf Foods Inc	06:00	T1 24	0.11
	Colliers International Group I	07:00	T1 24	0.93
	BCE Inc	Av. Ouv.	T1 24	0.68
	Thomson Reuters Corp	Av. Ouv.	T1 24	0.95
	AltaGas Ltd	Av. Ouv.	T1 24	1.04
	Bausch Health Cos Inc	Av. Ouv.	T1 24	0.69
	Canadian Utilities Ltd	Av. Ouv.	T1 24	0.82
	Atco Ltd/Canada	Av. Ouv.	T1 24	1.27
	Air Canada	0:00	T1 24	-0.10
	TMX Group Ltd	Apr. Fer.	T1 24	0.39
	Sandstorm Gold Ltd	Apr. Fer.	T1 24	0.01
	Aritzia Inc	Apr. Fer.	T4 24	0.32
Vendredi 3 mai	Canadian Natural Resources Ltd	0:00	T1 24	1.46
	TELUS Corp	0:00	T1 24	0.24
	First Majestic Silver Corp	0:00	T1 24	-0.05
	Enerplus Corp	0:00	T1 24	0.32
	Paramount Resources Ltd	0:00	T1 24	0.49
	NexGen Energy Ltd	0:00	T1 24	-0.04
	Brookfield Renewable Partners	07:00	T1 24	-0.17
	TransAlta Corp	Av. Ouv.	T1 24	0.18
	TC Energy Corp	Av. Ouv.	T1 24	1.14
	Magna International Inc	Av. Ouv.	T1 24	1.25
	Osisko Mining Inc	0:00	T1 24	-0.02
	Brookfield Business Partners L	08:00	T1 24	-0.38

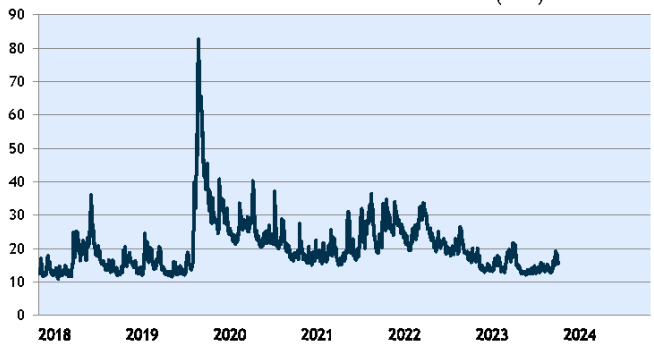
Source: Bloomberg

Mise à jour hebdomadaire – Tableau 1

Indices boursiers nord-américains



Indice de volatilité CBOE SPX (VIX)



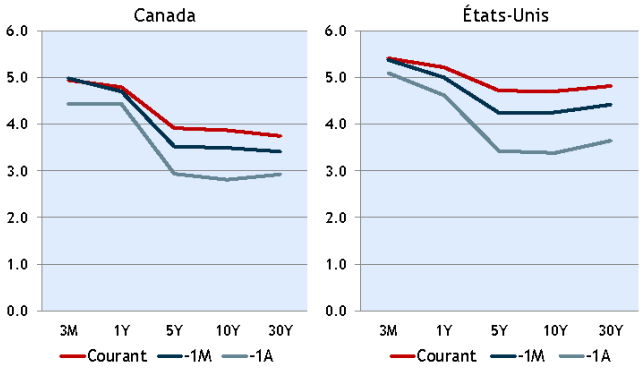
Indices Boursiers

	Niveau	Performances totales (en C$ / en devise locale) 1 semaine	1 mois	3 mois	Cette année	1 an	5 ans (ann.)	Haut/Bas sur 10 ans Haut (date)	Bas (date)
Canada									
S&P/TSX	21885.4	0.9%	0.0%	4.5%	5.4%	10.6%	9.0%	22361.8 (9 avr. 2024)	11228.5 (23 mars 2020)
États-Unis									
S&P 500	5048.4	0.4% / 0.8%	-2.3% / -3.2%	5.1% / 3.5%	10.5% / 6.3%	26.8% / 25.9%	13.8% / 13.4%	5254.4 (28 mars 2024)	1829.1 (11 févr. 2016)
Dow Jones	38085.8	0.5% / 0.8%	-2.1% / -3.0%	2.1% / 0.6%	5.7% / 1.6%	16.8% / 16.0%	10.2% / 9.9%	39807.4 (28 mars 2024)	15660.2 (11 févr. 2016)
Nasdaq	15611.8	-0.3% / 0.1%	-3.8% / -4.7%	2.4% / 0.8%	8.3% / 4.2%	34.3% / 33.4%	15.3% / 14.9%	16442.2 (11 avr. 2024)	4051.5 (8 mai 2014)
Monde									
Euro Stoxx 50	4939.0	0.6% / 0.4%	-1.8% / -1.5%	9.2% / 8.7%	11.3% / 10.4%	14.6% / 16.7%	10.0% / 10.6%	5083.4 (28 mars 2024)	2385.8 (18 mars 2020)
FTSE100	8078.9	2.6% / 2.6%	2.1% / 2.4%	8.6% / 8.8%	7.9% / 6.0%	8.1% / 6.6%	5.2% / 5.6%	8078.9 (25 avr. 2024)	4993.9 (23 mars 2020)
TOPIX	2663.5	-1.5% / -0.5%	-4.9% / -3.2%	2.3% / 6.2%	7.1% / 13.7%	15.6% / 33.4%	6.2% / 13.1%	2813.2 (22 mars 2024)	1150.1 (21 mai 2014)
CSI 300	3530.3	-1.5% / -1.1%	0.6% / 0.2%	6.1% / 5.7%	4.7% / 2.9%	-12.3% / -8.7%	-1.2% / 0.0%	5807.7 (10 févr. 2021)	2115.1 (19 mai 2014)
MSCI Monde	755.6	0.5% / 0.9%	-1.9% / -2.8%	5.2% / 3.6%	8.7% / 4.6%	20.6% / 19.8%	10.4% / 10.1%	783.6 (29 mars 2024)	353.4 (11 févr. 2016)
MSCI Marchés émerg.	1028.6	0.7% / 1.0%	0.4% / -0.5%	6.3% / 4.7%	5.1% / 1.1%	10.6% / 9.8%	2.3% / 2.0%	1444.9 (17 févr. 2021)	688.5 (21 janv. 2016)
MSCI EAFE	2265.9	0.6% / 1.0%	-2.1% / -2.9%	5.2% / 3.6%	6.6% / 2.5%	9.9% / 9.2%	7.0% / 6.7%	2404.8 (6 sept. 2021)	1354.3 (23 mars 2020)

Indices obligataires canadiens

	Performances totales 1 semaine	1 mois	Cette année	1 an	5 ans (ann.)
Indices Refinitiv					
Univers complet	-0.6%	-2.2%	-4.0%	-2.0%	-0.3%
Univers long terme	-1.0%	-4.3%	-9.0%	-6.8%	-2.5%
Univers moyen terme	-0.7%	-2.0%	-3.4%	-2.2%	-0.1%
Univers court terme	-0.2%	-0.5%	-0.2%	2.4%	1.2%
Univers fédéral	-0.6%	-1.9%	-3.5%	-2.7%	-0.9%
Univers provincial	-0.7%	-2.9%	-5.8%	-3.7%	-0.9%
Univers corporatif	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Courbe de rendement obligataire



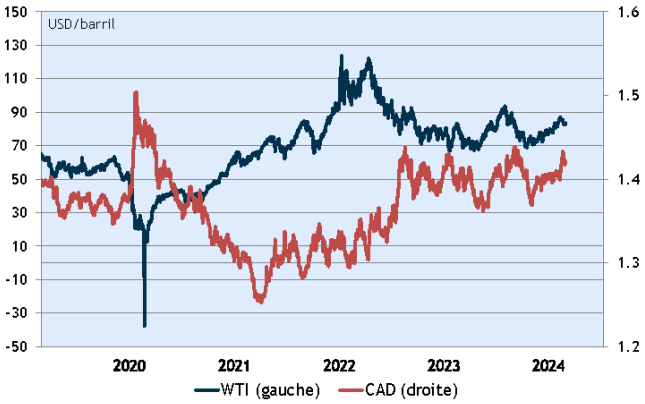
Courbe de rendement obligataire

	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	30 ans
Canada	4.94%	4.79%	3.91%	3.87%	3.75%
Chg. 1 sem. (pbs)	+3	+4	+12	+12	+8
Chg. 1 mois (pbs)	-4	+9	+39	+38	+33
Chg. 1 an (pbs)	+51	+36	+98	+106	+82
États-Unis	5.41%	5.22%	4.71%	4.70%	4.82%
Chg. 1 sem. (pbs)	+1	+3	+4	+7	+8
Chg. 1 mois (pbs)	+3	+22	+48	+45	+40
Chg. 1 an (pbs)	+32	+60	+129	+132	+117

Devises

	Courant	Il y a 1 sem.	Il y a 1 mois	Au 1er janvier	Il y a 1 an
USDCAD	1.371	1.376	1.358	1.319	1.362
US cents par C$	0.730	0.727	0.736	0.758	0.734
EURCAD	1.468	1.466	1.472	1.457	1.495
EURUSD	1.071	1.066	1.084	1.105	1.098
USDJPY	155.6	154.6	151.4	141.0	133.9
GBPUSD	1.249	1.245	1.264	1.275	1.240
USDCNY	7.247	7.239	7.209	7.092	6.917

CADUSD / WTI



Commodités

	Courant	Il y a 1 sem.	Il y a 1 mois	Au 1er janvier	Il y a 1 an
Pét - WTI ($/barril)	83.57	82.73	81.95	71.65	77.07
Pét - Brent ($/barril)	89.25	89.49	86.53	80.30	83.57
Or ($/oz)	2334.59	2381.02	2176.36	2065.45	1987.51
Indice CRB métaux	773.9	773.9	773.9	784.0	784.0

Mise à jour hebdomadaire – Tableau 2

Emploi

	Taux de chômage		Variation de l'emploi	
	Courant	Il y a 12 mois	Plus récent	Moy. 12 mois
Canada	6.1%	5.1%	-2.2K	27.0K
Ontario	6.7%	5.3%	26.1K	7.2K
Québec	5.0%	4.3%	-18.0K	2.0K
Colombie-Britannique	5.5%	4.6%	6.6K	6.3K
Alberta	6.3%	5.7%	-3.2K	6.9K
États-Unis	3.8%	3.5%	303.0K	243.9K
Zone euro	6.5%	6.6%	---	---
Japon	2.6%	2.6%	220.0K	52.5K

Inflation

	A/A Plus récent	3 mois ann.	A/A Il y a 6 mois	A/A Il y a 1 an
Canada				
CPI d'ensemble	2.9%	1.0%	3.8%	4.3%
Moyenne des mesures de base	2.9%	---	3.9%	4.9%
États-Unis				
PCE d'ensemble	2.7%	4.4%	3.4%	4.4%
PCE de base	2.8%	4.4%	3.6%	4.8%
Zone euro				
CPI d'ensemble	2.4%	---	4.3%	6.9%
CPI de base	2.9%	---	4.5%	5.7%
Japon				
CPI d'ensemble	2.7%	1.1%	3.0%	3.3%
CPI de base	2.6%	1.1%	2.7%	3.2%

Marché Immobilier

	Prix médian d'une maison	Paiment hyp. % du revenu disp. / il y a 12 mois	Prix des maisons chg. A/A	Mises en chantier Moy. 3 mois / Moy. 10 ans
Canada	$780,258	63.4% / 66.1%	4.5%	244.3K / 223.5K
Toronto	$1,187,646	86.8% / 91.3%	3.9%	49.2K / 39.8K
Vancouver	$1,252,361	99.7% / 102.5%	4.3%	30.9K / 25.7K
Montréal	$509,957	43.9% / 46.2%	4.3%	11.8K / 22.8K
Calgary	$574,734	43.0% / 40.3%	11.6%	22.8K / 13.6K
États-Unis	---	---	6.0%	1415.0K / 1312.4K

Secteur manufacturier

	PMI manufacturier selon Markit		Production industrielle	
Indices Refinitiv	Plus récent	Tendance 6 mois	Chg 3 mois ann	Chg 12 mois
Canada	49.8	▲	5.4%	0.5%
États-Unis	49.9	▼	0.2%	0.0%
Zone euro	45.6	▲	-2.4%	-7.1%
Japon	49.9	▲	-22.5%	-6.8%
Chine	51.1	▲	---	---

Politique monétaire

	Taux directeur	Il y a 12 mois	Tendance	Prochain meet.
Banque du Canada	5.00%	4.50%	▲	6/5/2024
Réserve Fédérale (limite sup.)	5.50%	5.00%	▲	5/1/2024

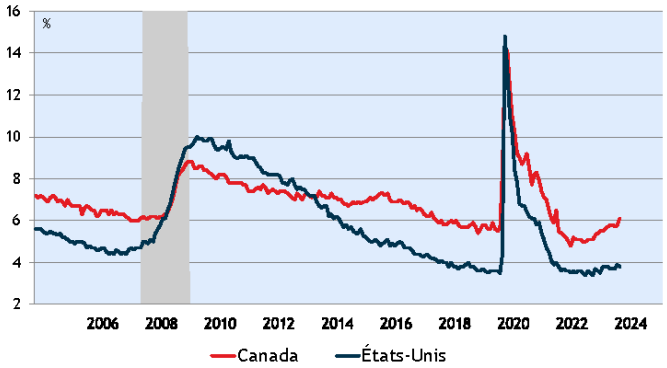
Croissance du PIB

	T/T ann Plus récent	T/T ann Précédent	A/A Plus récent	A/A Il y a 6 mois
Canada	1.0% (T4)	-0.5% (T3)	0.9%	0.5%
États-Unis	1.6% (T1)	3.4% (T4)	3.0%	3.1%
Zone euro	-0.2% (T4)	-0.2% (T3)	0.1%	0.1%
Japon	0.4% (T4)	-3.2% (T3)	1.3%	1.6%

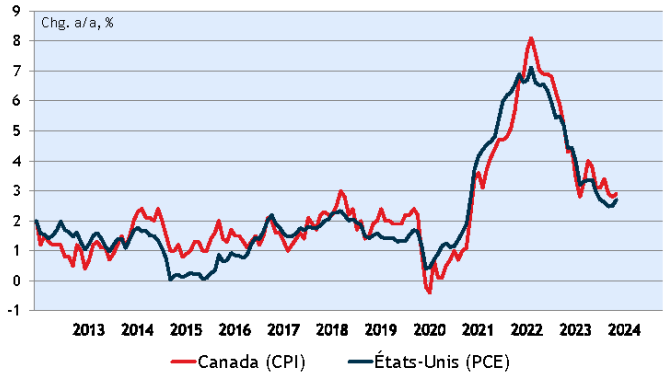
Contributions à la croissance du PIB réel - Canada

	T4 2023	T3 2023	T2 2023	T1 2023
PIB	**1.0**	**-0.5**	**0.6**	**2.6**
Consommation	0.5	0.3	-0.4	2.2
Invest. des entreprises	-0.9	-1.7	1.1	0.3
Secteur sans but lucratif	0.0	0.1	0.0	0.0
Invest. résidentiels	-0.1	0.6	-0.3	-1.2
Secteur public	-0.3	1.5	-0.1	0.9
Demande int. finale	**-0.7**	**0.8**	**0.4**	**2.2**
Exportations	1.8	-0.4	1.4	4.6
Importations	0.6	-0.4	-1.6	-1.3
Commerce international	**2.4**	**-0.8**	**-0.1**	**3.3**
Stocks	-0.5	-0.4	0.4	-2.9
Écart statistique	-0.2	-0.1	0.0	0.1

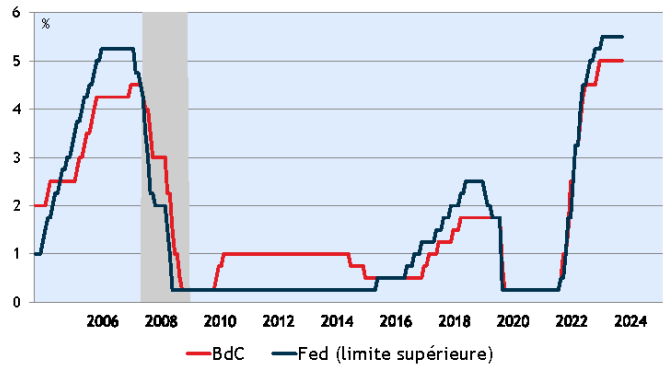
Taux de chômage



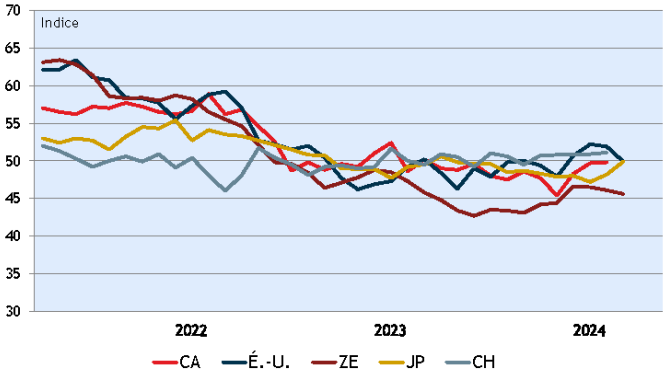
Inflation d'ensemble



Taux directeur des banques centrales



PMI manufacturier selon Markit



Économie et Stratégie

Bureau Montréal
514-879-2529

Stéfane Marion
Économiste et stratège en chef
stefane.marion@nbc.ca

Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@nbc.ca

Kyle Dahms
Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Daren King, CFA
Économiste
daren.king@bnc.ca

Jocelyn Paquet
Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Alexandra Ducharme
Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Angelo Katsoras
Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto
416-869-8598

Warren Lovely
Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@nbc.ca

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

Informations réglementaires

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 assujetti 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.