

## Canada : L'administration du remède de cheval a assez duré

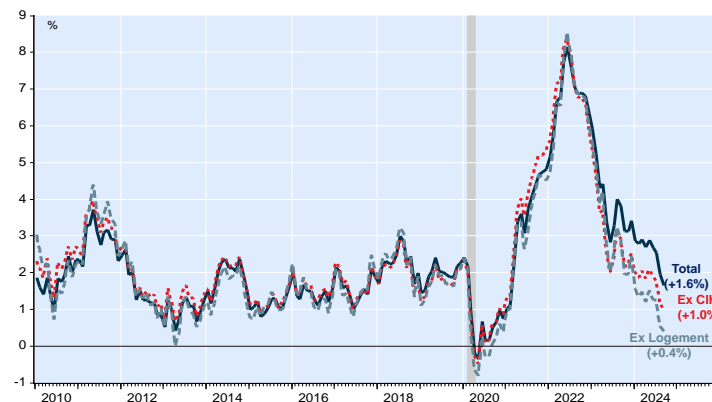
Par Matthieu Arseneau, Alexandra Ducharme et Daren King

### Sommaire

- Les données de l'inflation en septembre confirment encore davantage que l'inflation est maîtrisée au Canada. Mais cela ne s'est pas produit par magie. La croissance économique évolue depuis 2022 en dessous du rythme du PIB potentiel et les données préliminaires du troisième trimestre indiquent que c'est toujours le cas. Un corollaire est que le marché du travail ne donne aucun signe de stabilisation, comme en témoigne la baisse continue du taux d'emploi, et singulièrement celui des 25 à 54 ans.
- Les perspectives du marché du travail demeurent moroses. Les postes affichés dans le secteur privé fondent à vue d'œil. Les intentions d'embauche demeurent nettement insuffisantes compte tenu de l'augmentation ahurissante de la population. La création d'entreprises également atone témoigne d'un climat d'affaires miné par une politique monétaire trop restrictive.
- La Banque du Canada a donc prescrit un remède de cheval qui a fonctionné pour juguler l'inflation, mais il semble périlleux de ne pas avoir encore réduit les doses de son médicament à action prolongée. Cela risque de causer des effets secondaires indésirables. Compte tenu de la situation économique, la politique monétaire nous paraît beaucoup trop restrictive en termes réels et nous sommes d'avis que la banque centrale devrait accélérer le pas pour rendre la politique monétaire neutre le plus tôt possible. Nous anticipons des croissances économiques de 1.0% seulement en 2024 et de 1.3% en 2025, ce qui se traduirait par un taux de chômage compris entre 7.0% et 7.5% d'ici le milieu de 2025.

Selon le résumé des délibérations ayant mené à la décision concernant le taux directeur en septembre, certains membres du Conseil de direction de la Banque du Canada ont commencé à craindre des risques de baisse excessive de l'inflation, surtout si l'économie et le marché du travail s'affaiblissaient davantage. Il y a lieu de croire que ces craintes ont monté d'un cran au cours des dernières semaines alors que les pressions inflationnistes s'estompent rapidement. En septembre, l'inflation annuelle se situait à 1.6% seulement, son niveau le plus bas depuis février 2021, et ce malgré la composante logement qui continue d'avoir un impact important à la hausse sur le panier d'ensemble. L'effet de la politique monétaire restrictive et le ralentissement de l'économie en cours sont encore plus évidents lorsqu'on observe l'inflation sans la composante logement, qui évolue à un rythme de 0.4% seulement sur un an. L'inflation déduction faite des coûts d'intérêt hypothécaire est, quant à elle, passée de 1.2% à seulement 1.0% en septembre. Étant donné que les coûts d'intérêt hypothécaire sont directement liés à l'action des banques centrales, nous soutenons depuis longtemps que l'inflation annuelle devrait être analysée sans cette catégorie.

**Canada : Les prix hors logement sont essentiellement stables sur un an**  
Indices des prix à la consommation, variation annuelle

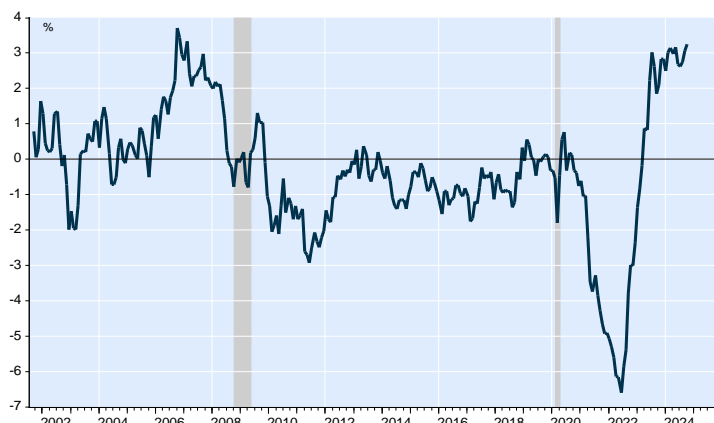


\*IPC excluant coûts d'intérêt hypothécaire  
BNC Économie et Stratégie (données via Statistique Canada)

Il en va de même pour l'analyse des taux directs réels, et l'évolution récente est préoccupante, car les dernières réductions de taux n'ont pas suffi à rendre la politique monétaire moins restrictive. Au contraire, le taux directeur corrigé de l'inflation, hors coûts d'intérêt hypothécaire, est actuellement le plus restrictif depuis 2007, alors que l'économie est désormais beaucoup plus sensible aux taux d'intérêt qu'à l'époque. L'endettement des ménages, qui représentait 142% du revenu disponible en 2007, atteint désormais 175%.

**Canada : Le taux directeur réel au plus haut depuis 2007**

Taux directeur de la Banque du Canada moins l'inflation hors coûts d'intérêt hypothécaire



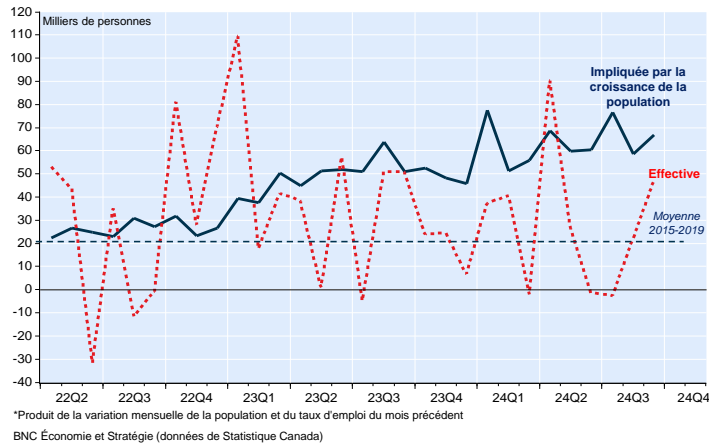
BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

L'inflation au Canada n'a pas été contenue par magie. La croissance économique évolue depuis 2022 en dessous du rythme du PIB potentiel en raison de ces taux d'intérêt restrictifs et les données préliminaires du troisième trimestre indiquent que c'est toujours le cas. Un corollaire est que le marché du travail ne donne aucun signe de stabilisation. Certains ont pu se réjouir de ce que l'emploi a augmenté à un rythme inégalé en 5 mois en septembre ainsi que de la baisse du taux de chômage d'un dixième de point. Toutefois, cela ne signifie pas

que le marché du travail s'est resserré. Sans la forte baisse du taux d'activité, le taux de chômage aurait plutôt augmenté d'un dixième. Cette baisse du taux d'activité illustre-t-elle un découragement de certains demandeurs d'emploi sur un marché du travail moins favorable ? Les prochains mois nous le diront et un renversement (normalisation) pourrait pousser le taux de chômage à la hausse. Le taux d'emploi est un indicateur du marché du travail qui n'est pas affecté par ces mouvements de va-et-vient des personnes sans emploi. Il s'avère que ce taux a poursuivi sa chute en septembre, notamment pour la catégorie des 25-54 ans, alors que les embauches ne suivent toujours pas le rythme ahurissant de l'augmentation de la population.

## Canada : Une croissance de l'emploi timide considérant la démographie

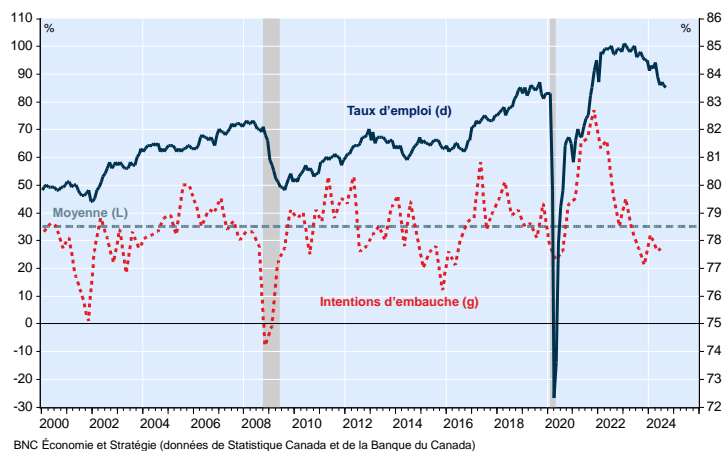
Création d'emplois effective et création d'emplois potentielle liée à la croissance démographique\*



L'enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises ne laisse pas entrevoir de stabilisation à court terme. En effet, les intentions d'embauche demeureraient pratiquement inchangées au T3 et restaient inférieures à la moyenne historique. Un si faible appétit dans un contexte où le bassin de travailleurs augmente à un rythme faramineux n'est pas de bon augure pour une stabilisation du marché du travail.

## Canada : Le taux d'emploi des 25 à 54 ans à un creux cyclique

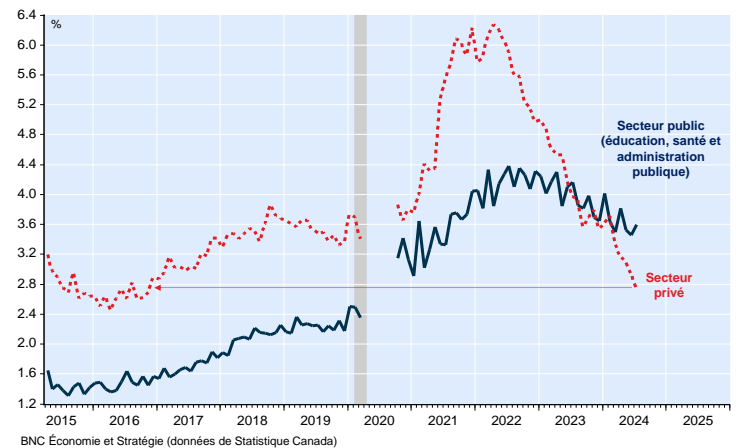
Taux d'emploi de la population de 25 à 54 ans et % net d'entreprises prévoyant une augmentation d'effectif



D'autres indicateurs révèlent qu'un nombre important d'entreprises sont en situation de sureffectif. Les plus récentes données montrent que le taux de postes vacants dans le secteur privé s'effondre et a atteint son niveau le plus bas depuis 2016.

## Canada : Les offres d'emploi sont massivement supprimées

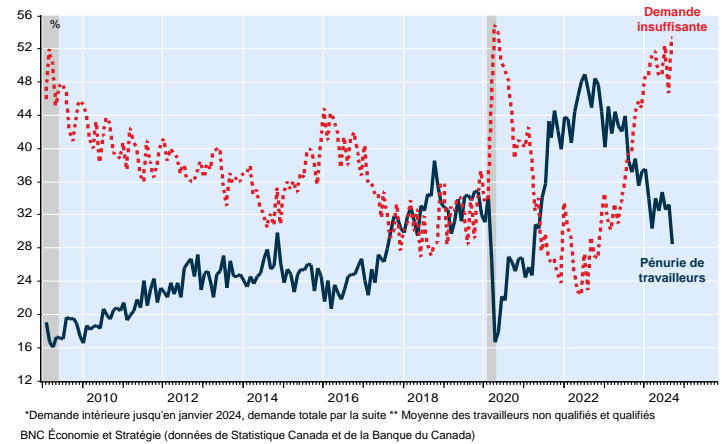
Taux d'emplois vacants



Les données publiées par la FCEI indiquent d'ailleurs que les PME sont de moins en moins préoccupées par les pénuries de main-d'œuvre. Au contraire, plus de la moitié des entreprises affirment que, ce qui freine leur expansion, c'est la faiblesse de la demande de leurs biens et services.

## Canada : Les PME de plus en plus préoccupées par la demande

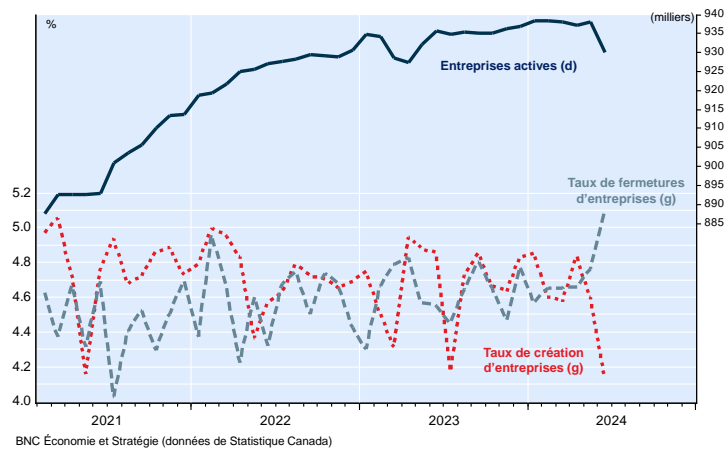
Facteurs qui, selon les entreprises, limitent leur capacité à augmenter les ventes ou la production



Dans le contexte actuel, les entreprises ne sont pas enclines à augmenter leur effectif et le nombre en opération augmente à un rythme anémique. Le nombre de sociétés actives a nettement diminué au deuxième trimestre en raison d'un important bond des fermetures d'entreprises et d'un faible nombre de créations d'entreprises. Il ne fait aucun doute que la stagnation du nombre d'entreprises actives depuis 2022 au Canada est une des conséquences du resserrement extrêmement puissant de la politique monétaire.

## Canada : La création d'entreprises pique du nez

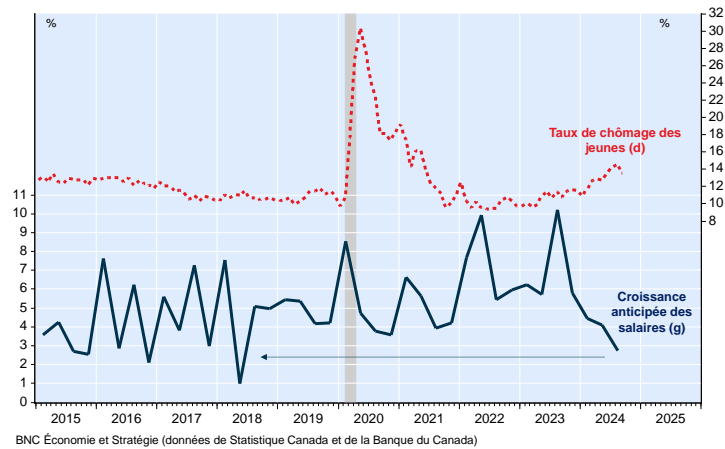
Entreprises actives, taux de fermetures et de création d'entreprises (% des entreprises actives)



Le refroidissement du marché du travail au Canada a un effet sur les anticipations de croissance des salaires, ce qui devrait renforcer la confiance de la banque centrale dans la pérennité des gains réalisés dans la maîtrise de l'inflation. Le taux de chômage des jeunes en forte hausse semble avoir modifié radicalement le rapport de force en faveur des employeurs. La dernière enquête de la Banque du Canada indique que les jeunes anticipent au cours des 12 prochains mois les plus faibles gains salariaux depuis 2018.

## Canada : Les attentes salariales reviennent sur terre

Taux de chômage et prévisions de croissance des salaires des 15-24 ans

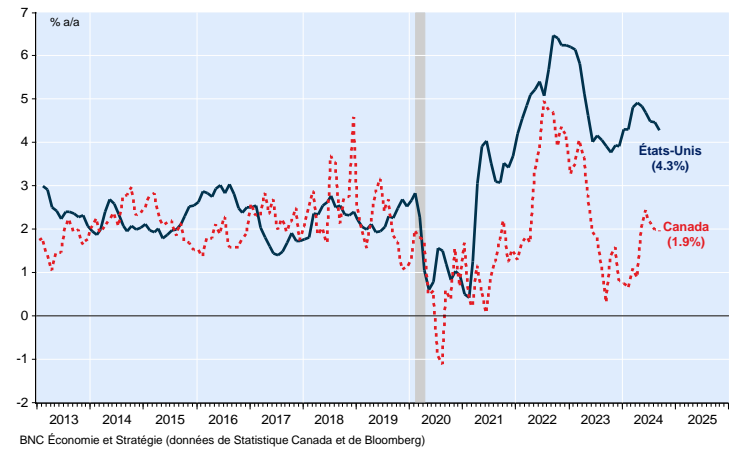


La Banque du Canada a donc prescrit un remède de cheval qui a fonctionné pour juguler l'inflation, mais il semble périlleux de ne pas avoir encore réduit les doses de son médicament à action prolongée. Cela risque de causer des effets secondaires indésirables. Nous anticipons des croissances économiques de 1,0% seulement en 2024 et de 1,3% en 2025 ce qui se traduirait par un taux de chômage compris entre 7,0% et 7,5% d'ici le milieu de 2025. Compte tenu de la situation économique, la politique monétaire nous paraît beaucoup trop restrictive en termes réels et nous sommes d'avis que la banque centrale devrait accélérer le pas pour rendre la politique monétaire neutre le plus tôt possible. Certains continuent de se demander si la Banque du Canada pourrait avoir les mains liées par la réticence de la

Réserve fédérale à procéder à des réductions des taux d'intérêt compte tenu de la résilience de l'économie des États-Unis. Il est vrai que des politiques monétaires divergentes pourraient avoir un impact négatif sur le dollar canadien et ultimement faire monter les prix. Toutefois, nous constatons des pressions inflationnistes intérieures très différentes en ce moment entre les deux économies, qui exigent des orientations différentes. En septembre, l'inflation des services de base excluant le logement évoluait à un rythme de 4,3% aux États-Unis, mais de 1,9% seulement au Canada.

## Canada : Des pressions inflationnistes intérieures très divergentes

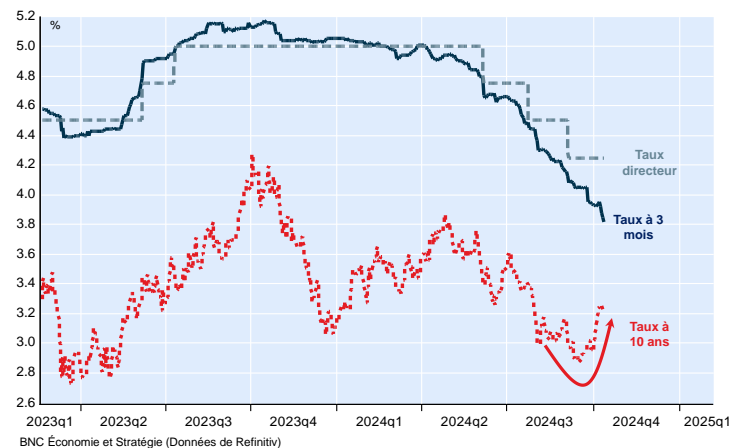
Services à l'exclusion de l'alimentation, de l'énergie et du logement



Qui plus est, les révisions des anticipations de baisses de taux aux États-Unis se sont reflétées sur les taux d'intérêt mondiaux, plus élevés, notamment au Canada. Cela signifie que le Canada importe des coûts de financement plus élevés dans la portion longue de la courbe des taux d'intérêt. Un argument de plus pour un accommodement dans la portion courte des taux par une baisse prononcée du taux de financement à un jour. Nous anticipons des baisses de 50 pbs la semaine prochaine et en décembre (voir mensuel obligataire).

## Canada : Importation des coûts de financement plus élevés

Taux des obligations souveraines de 3 mois et de 10 ans et taux directeur de la Banque du Canada





## Canada – Prévisions économiques

## Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	5.3	3.8	1.2	1.0	1.3	1.0	1.3	1.7
Dépenses personnelles	5.2	5.1	1.7	1.9	1.1	1.7	1.7	1.3
Construction résidentielle	14.6	(12.1)	(10.3)	(1.1)	1.6	(3.1)	(2.4)	3.7
Investissements des entreprises	8.7	4.0	(0.8)	(2.3)	0.5	(3.9)	1.4	1.4
Dépenses publiques	4.6	3.3	2.1	2.4	2.0	1.7	3.1	1.8
Exportations	2.7	3.2	5.4	0.7	1.2	4.5	0.4	2.0
Importations	8.1	7.6	0.9	0.4	1.2	2.1	(0.1)	2.1
Variation des stocks (millions \$)	4,425	55,290	38,900	23,850	23,044	39,514	21,669	24,169
Demande intérieure	6.1	2.8	0.5	1.5	1.4	0.8	1.8	1.7
Revenu réel disponible	0.5	(0.1)	1.9	3.0	1.4	2.2	2.1	1.5
Emploi	5.0	4.0	2.4	1.7	1.1	2.3	1.5	1.1
Taux de chômage	7.5	5.3	5.4	6.4	7.2	5.8	6.9	7.1
Taux d'inflation	3.4	6.8	3.9	2.4	1.8	3.2	1.9	1.8
Bénéfices avant impôts	33.2	14.7	(17.4)	(5.0)	1.4	(9.1)	(9.3)	4.2
Compte courant (milliards, \$)	0.4	(10.3)	(21.0)	(26.2)	(19.6)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel							
	16/10/24	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2023	2024	2025
Taux à un jour	4.25	3.25	2.75	2.25	2.00	5.00	3.25	2.00
Taux préférentiel	6.25	5.25	4.75	4.25	4.00	7.00	5.25	4.00
Bons du Trésor 3M	3.71	3.05	2.55	2.10	1.90	5.05	3.05	1.95
Obligations fédérales								
2 ans	2.99	2.70	2.35	2.05	1.90	3.89	2.70	1.95
5 ans	2.90	2.65	2.35	2.10	1.95	3.17	2.65	2.05
10 ans	3.10	2.90	2.65	2.45	2.35	3.11	2.90	2.40
30 ans	3.25	3.10	2.80	2.65	2.55	3.03	3.10	2.60
Taux de change								
CAD par USD	1.38	1.39	1.41	1.39	1.38	1.32	1.39	1.35
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	71	70	71	72	73	72	70	75

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.8	2.1	1.0	0.3	1.3	1.7	1.8	2.1
IPC (var. a/a %)	2.8	2.7	2.0	1.9	2.2	1.7	1.6	1.8
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.9	2.8	2.5	2.1	2.3	1.7	1.5	1.6
Taux de chômage (%)	5.9	6.2	6.5	6.9	7.2	7.3	7.2	7.1

Banque Nationale du Canada

## Prévisions économiques provinciales

	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2021	2022	2023p	2024p	2025p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.0	-1.7	-2.5	1.5	2.3	18.5	6.8	-3.1	3.0	2.9
Île-du-Prince-Édouard	8.4	2.9	2.2	3.0	3.0	14.9	9.3	4.7	5.5	4.8
Nouvelle-Écosse	5.9	2.9	1.3	0.7	1.0	10.0	7.1	3.4	2.7	2.8
Nouveau-Brunswick	5.3	1.1	1.3	0.6	0.8	10.9	7.4	3.5	3.3	2.6
Québec	6.7	2.5	0.2	1.2	1.1	11.6	8.4	3.7	4.1	2.9
Ontario	5.4	3.9	1.4	1.2	1.3	9.8	9.2	4.3	4.0	3.0
Manitoba	1.3	3.3	1.3	0.7	1.2	9.2	8.6	3.9	3.3	3.1
Saskatchewan	-0.7	6.0	1.6	0.7	1.4	13.9	29.2	2.1	1.8	2.5
Alberta	4.6	5.0	1.5	0.9	1.7	24.9	22.0	-0.8	4.2	2.8
Colombie-Britannique	7.1	3.8	1.6	0.7	1.1	15.8	11.0	2.2	3.4	2.8
Canada	5.3	3.8	1.2	1.0	1.3	13.4	11.8	2.8	3.8	2.9
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	3.6	4.3	1.7	2.8	1.1	13.1	11.2	9.9	9.9	9.9
Île-du-Prince-Édouard	4.2	5.3	5.7	3.8	2.3	9.9	7.5	7.4	7.5	8.1
Nouvelle-Écosse	5.6	3.6	2.7	3.4	1.3	8.6	6.6	6.4	6.5	6.8
Nouveau-Brunswick	3.2	2.7	3.4	2.9	1.2	9.1	7.2	6.6	7.0	7.8
Québec	4.4	3.1	2.3	0.5	0.9	6.1	4.3	4.4	5.3	6.1
Ontario	5.2	4.6	2.4	1.6	1.1	8.1	5.6	5.7	6.9	7.8
Manitoba	3.7	3.2	2.5	2.5	1.1	6.4	4.5	4.8	5.2	6.2
Saskatchewan	2.6	3.5	1.8	2.1	1.2	6.5	4.7	4.8	5.4	6.2
Alberta	5.5	5.2	3.6	2.7	1.7	8.5	5.8	5.9	7.1	8.0
Colombie-Britannique	6.2	3.1	1.6	1.8	1.0	6.5	4.6	5.2	5.6	6.3
Canada	5.0	4.0	2.4	1.7	1.1	7.5	5.3	5.4	6.4	7.2
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	1.5	1.0	1.6	1.5	3.7	6.4	3.3	2.0	1.7
Île-du-Prince-Édouard	1.2	1.0	0.9	1.2	1.3	5.1	8.9	2.9	2.1	1.8
Nouvelle-Écosse	6.0	5.6	7.2	8.0	8.5	4.1	7.5	4.0	2.4	1.8
Nouveau-Brunswick	3.9	4.7	4.9	6.0	6.5	3.8	7.3	3.5	2.2	1.7
Québec	69.4	58.2	39.5	45.5	52.5	3.8	6.7	4.5	2.4	1.9
Ontario	100.4	96.1	90.0	77.5	92.5	3.5	6.8	3.8	2.4	1.9
Manitoba	8.0	8.1	7.1	6.9	7.5	3.2	7.9	3.6	1.2	2.2
Saskatchewan	4.3	4.2	4.6	4.6	5.0	2.6	6.6	3.9	1.4	1.9
Alberta	31.9	36.4	35.9	45.8	49.0	3.2	6.5	3.3	2.5	1.5
Colombie-Britannique	47.6	46.7	50.6	45.5	53.5	2.8	6.9	4.0	2.4	1.8
Canada	273.8	262.5	241.7	242.6	277.8	3.4	6.8	3.9	2.4	1.8

e: estimé

p: prévision

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



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

## Général

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

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

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

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

## Résidents du Canada

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

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

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

## Résidents du Royaume-Uni

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

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

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

## Résidents de l'UE

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

## Résidents des États-Unis

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

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

## Résidents de HK

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

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

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

## Droits d'auteur

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