

## Les perspectives s'améliorent, mais certains risques subsistent

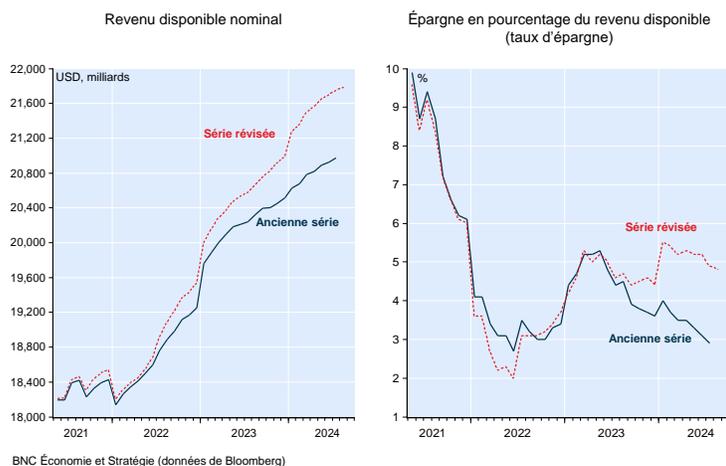
Par Jocelyn Paquet

### Sommaire

- Les dernières semaines ont été ponctuées par plusieurs bonnes nouvelles pour l'économie américaine, la première étant l'importante révision à la hausse apportée aux données historiques sur le revenu disponible des ménages. Ce rehaussement a toutefois été partiellement contrebalancées par une dynamique récente plus faible.
- Dans les faits cependant, la trajectoire future du revenu des ménages dépendra d'abord et avant tout de l'évolution du marché du travail. Ce qui nous amène à la deuxième bonne nouvelle des dernières semaines : les solides statistiques de l'emploi de septembre.
- Pour ce qui est de la troisième bonne nouvelle de ces dernières semaines pour l'économie, la Réserve fédérale a non seulement décidé d'entamer son cycle de détente monétaire par une réduction massive de 50 points de base, mais elle a également souligné sa volonté de réduire encore les taux de référence dans les mois à venir si l'on se fie à la plus récente édition de son graphique à points.
- En supposant que l'inflation demeure sous contrôle et que les élections américaines ne provoquent pas trop de perturbations, nous prévoyons que la Fed continuera de réduire son taux directeur à un rythme graduel au cours des prochains mois. Cela n'empêchera probablement pas la croissance de ralentir de manière significative d'ici le milieu de l'année prochaine, quoique nous n'envisageons pas de contraction notable de l'économie. Suivant ce scénario, nous anticipons une croissance de 2.6% et 1.2% en 2024 et 2025, respectivement. C'est mieux que les chiffres de 2.5% et 0.9% que nous avons présentés le mois dernier.

Les dernières semaines ont été ponctuées par plusieurs bonnes nouvelles pour l'économie américaine, la première étant l'importante révision à la hausse apportée aux données historiques sur le revenu disponible des ménages.

### É.-U. : Croissance plus rapide des revenus, taux d'épargne plus élevé



Pour ceux qui, comme nous, pensaient qu'un taux d'épargne de 2.9% n'était pas soutenable à long terme, cette évolution à la hausse a certainement été un soulagement, car elle laisse penser que les ménages ont moins compté sur leur épargne pour soutenir leurs dépenses en 2023 et 2024 qu'on le croyait initialement et, par conséquent, qu'ils pourraient plus facilement maintenir leur niveau de consommation à l'avenir.

Les données historiques plus solides ont toutefois été partiellement contrebalancées par une dynamique récente plus faible. Certes, le revenu disponible réel n'a progressé que de 0.1% sur une base mensuelle en août et était en passe d'augmenter de 1.2% à peine en termes annualisés sur l'ensemble du troisième trimestre. Si ce dernier chiffre devait être confirmé lors de la publication des données de septembre, il s'agirait de la plus faible progression trimestrielle enregistrée depuis plus de deux ans. Et ce n'est pas comme si les ménages s'attendaient à un rebond. Au contraire, les données recueillies dans le cadre de l'enquête sur la confiance des consommateurs de l'Université du Michigan les ont montrés plus pessimistes que jamais quant à l'évolution potentielle de leur revenu réel.

### É.-U. : Les perspectives de revenus se sont détériorées

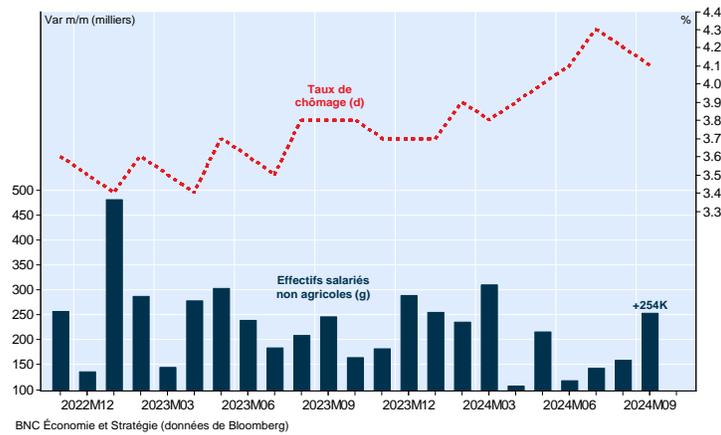


\*Alors qu'il reste un mois de données à recevoir  
\*\* Pourcentage de répondants qui pensent qu'il augmentera - Pourcentage de répondants qui pensent qu'il diminuera + 100  
BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg et Refinitiv)

Dans les faits cependant, la trajectoire future du revenu des ménages dépendra d'abord et avant tout de l'évolution du marché du travail. Ce qui nous amène à la deuxième bonne nouvelle des dernières semaines : les solides statistiques de l'emploi de septembre. Après avoir donné quelques signes de faiblesse entre mai et août, l'enquête auprès des entreprises a en effet révélé la création de 254 000 nouveaux postes en septembre, le chiffre le plus élevé depuis le mois de mars. L'enquête auprès des ménages faisait également état d'une création d'emplois robuste (+430 000) qui s'est traduite par une diminution d'un dixième de point du taux de chômage, à 4.1%.

## É.-U. : Les chiffres de l'emploi bien meilleurs que prévu en septembre

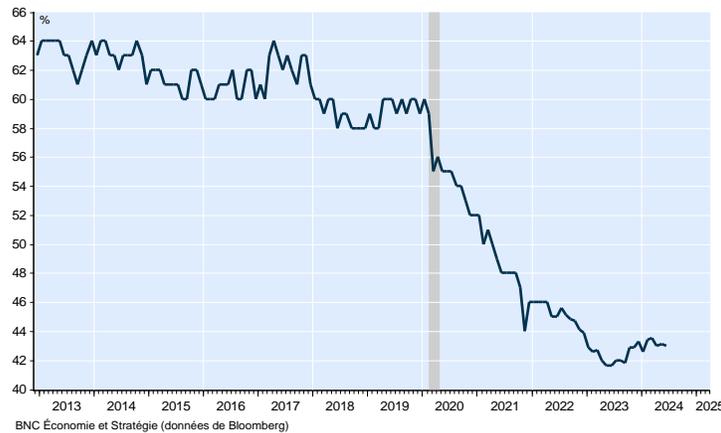
Effectifs salariés non agricoles



Sans vouloir jouer les trouble-fêtes, il faut tout de même souligner que les données récentes sur l'emploi ont été particulièrement volatiles et sujettes à des révisions plus importantes qu'à l'accoutumée. Ce phénomène pouvant être lié à la forte baisse du taux de réponse aux enquêtes sur l'emploi observée depuis la pandémie, nous nous garderons de tirer trop de conclusions d'un seul mois de données.

## É.-U. : Taux de réponse bas = révisions importantes à prévoir

Taux de réponse à l'enquête statistique sur l'emploi actuelle



D'autant plus que d'autres indicateurs de l'emploi se sont révélés beaucoup moins vigoureux en septembre. C'est le cas notamment du rapport PMI publié par l'ISM, qui montrait une contraction des effectifs aussi bien dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services.

## É.-U. : Les rapports ISM montre des pertes d'emplois dans le secteur privé

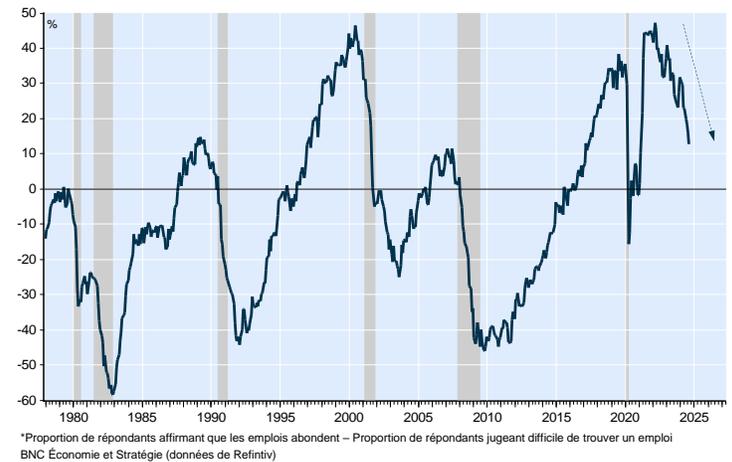
Indice PMI de l'ISM, composante emploi



Il en va de même pour l'enquête sur la confiance des consommateurs de Conference Board, qui a révélé une forte dégradation des conditions du marché du travail au cours du mois.

## É.-U. : Les consommateurs ont plus de mal à trouver des emplois

Différentiel de l'emploi\*, Indice de confiance des consommateurs du Conference Board

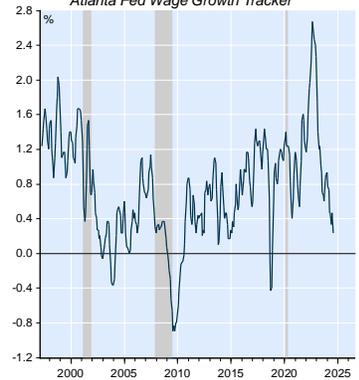


Sans discréditer totalement les données de l'emploi publiées le 4 octobre, ces indicateurs nous laissent tout de même penser que le marché du travail continue probablement à se détendre, ne serait-ce que de façon marginale. Cette hypothèse est encore renforcée par les données relatives aux démissions et aux salaires, qui montrent non seulement que les changements fréquents d'emploi (le *job surfing*) sont devenus beaucoup plus sporadiques depuis quelques mois, mais aussi que cette pratique ne se traduit plus par des gains salariaux aussi importants que par le passé.

## L'enquête JOLTS révèle aussi un ralentissement du marché du travail

Taux de départs volontaires (démissions/emploi total), enquête JOLTS (*Job Openings and Labor Turnover Survey*)

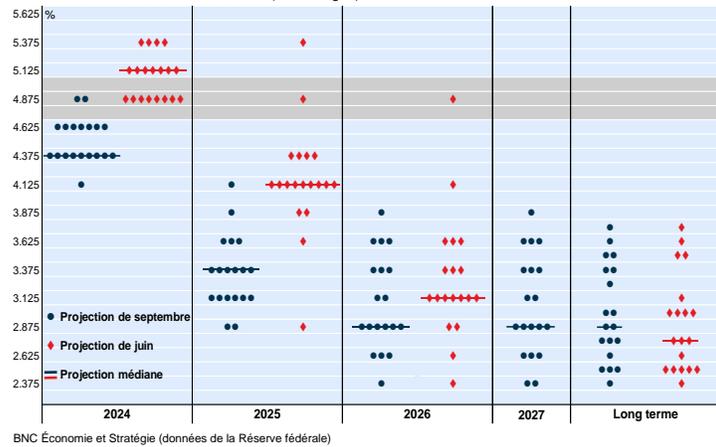
Différence de taux de croissance des salaires entre ceux qui changent d'emploi et ceux qui restent en poste (moyenne mobile 3 mois), *Atlanta Fed Wage Growth Tracker*



Tout cela nous incite à penser qu'une politique monétaire plus souple est encore nécessaire pour éviter que ce qui est aujourd'hui un ralentissement bénin de la création d'emplois ne se transforme en quelque chose de plus grave. Nous voyons donc d'un très bon œil l'évolution de la situation sur le front de la politique monétaire depuis la publication de la dernière édition de ce mensuel. Pour ce qui est de la troisième bonne nouvelle de ces dernières semaines pour l'économie, la Réserve fédérale a non seulement décidé d'entamer son cycle de détente monétaire par une réduction massive de 50 points de base, mais elle a également souligné sa volonté de réduire encore les taux de référence dans les mois à venir si l'on se fie à la plus récente édition de son graphique à points.

### É.-U. : Après 50 pbs en septembre, la Fed prête à en faire plus

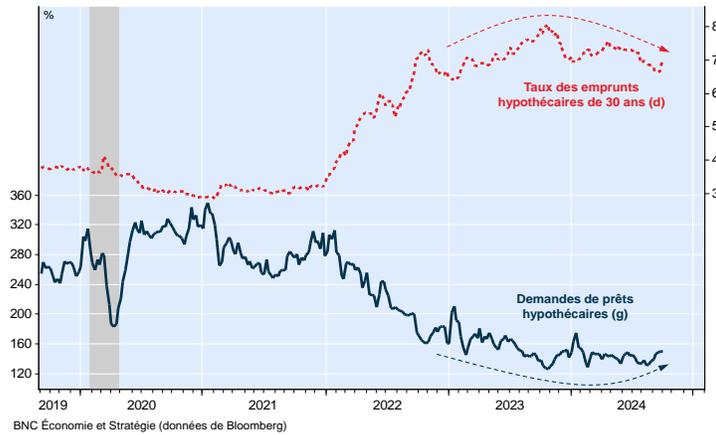
Évaluation de la politique monétaire appropriée des participants du FOMC  
Fourchette cible actuelle : 4.75%-5.00% (zone en gris)



Si ces baisses devaient se concrétiser, nous pourrions nous attendre à un léger regain de vigueur dans les secteurs de l'économie les plus sensibles aux variations des taux d'intérêt. À commencer par celui du logement, qui semble déjà réagir à la baisse des taux hypothécaires si l'on en juge par la stabilisation du nombre de demandes de prêts hypothécaires.

### É.-U. : La baisse des taux devrait stimuler le secteur du logement...

Taux moyen pour un emprunt à taux fixe de 30 ans et demandes de prêts hypothécaires hormis les refinancements



L'investissement de entreprises pourrait mettre plus de temps à réagir, beaucoup de celles-ci étant toujours confrontées à des chocs de paiement négatif après avoir fixé une partie de leur dette à des taux d'intérêt très bas en 2020 et 2021.

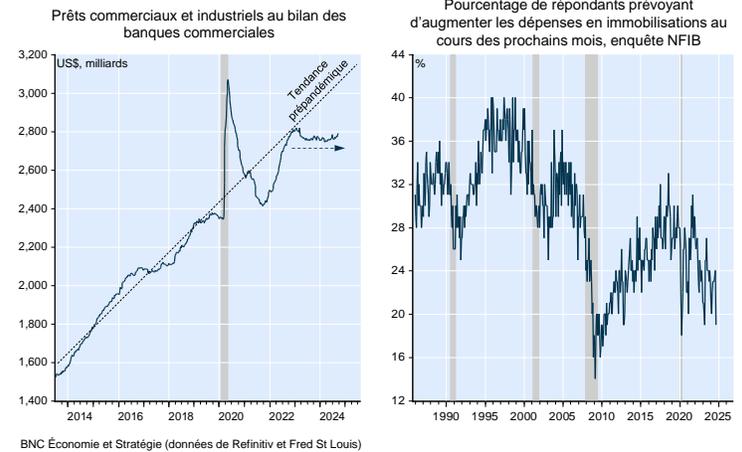
### ...mais prendra plus de temps pour atteindre les entreprises

Taux d'intérêt moyens effectifs payés sur les prêts, enquête de la NFIB sur l'optimisme des PME



Le délai de transmission de la politique monétaire explique d'ailleurs en partie pourquoi les prêts commerciaux et industriels sont demeurés stagnants ces derniers mois malgré un environnement de taux d'intérêt plus favorable. Les perspectives sur ce front ne semblent pas beaucoup plus réjouissantes si l'on se fie au très faible pourcentage des petites entreprises sondées par la NFIB qui envisagent d'augmenter leurs dépenses d'investissement au cours des prochains mois.

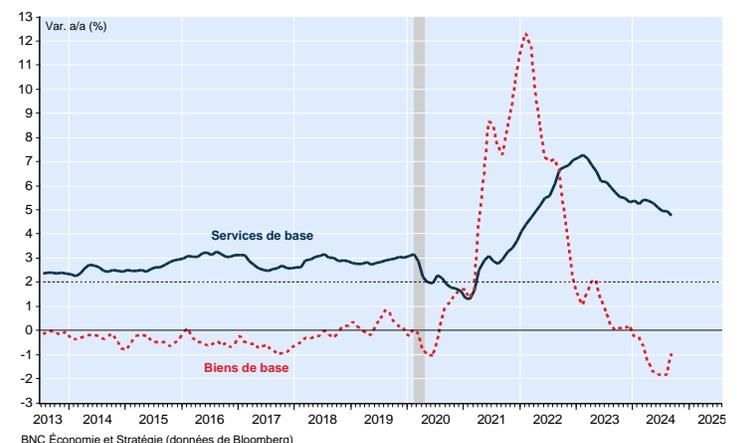
### É.-U. : Il faudra probablement plus de réductions des taux pour relancer l'investissement des entreprises



L'apparente réticence des entreprises à investir est un élément qui plaide en faveur de baisses de taux additionnelles de la part de la Fed, au même titre que les données de l'emploi présentées ci-dessus. Ensemble, ces indicateurs révèlent que le scénario d'atterrissage en douceur tant souhaité par les investisseurs et les banquiers centraux reste tributaire de la capacité de la Fed à tenir ses promesses de détente. Par conséquent, tout élément susceptible d'empêcher la banque centrale de procéder aux réductions de taux qu'elle a annoncées doit être considéré comme un risque pour l'économie américaine. Et bien qu'il ne s'agisse pas de notre scénario de base, nous considérons qu'une résurgence potentielle de l'inflation est l'élément le plus susceptible de faire dérailler ses plans à l'heure actuelle. Rappelons que les données de l'IPC de septembre ont montré que les prix des biens de base ont augmenté pour la première fois en 7 mois. S'il est bien trop tôt pour annoncer la fin de la déflation dans ce segment, il convient néanmoins de souligner le rôle prépondérant qu'il a joué dans la désinflation globale au cours des derniers mois, le segment des services de base ayant continué d'être alimenté par de solides gains salariaux pendant cette période. Il va sans dire, dans ce contexte, qu'un rebond durable des prix des biens rendrait la tâche de la Fed beaucoup plus difficile. Nous ne manquerons pas de suivre l'évolution de la situation à cet égard.

### É.-U. : La désinflation reste très tributaire du segment des biens de base

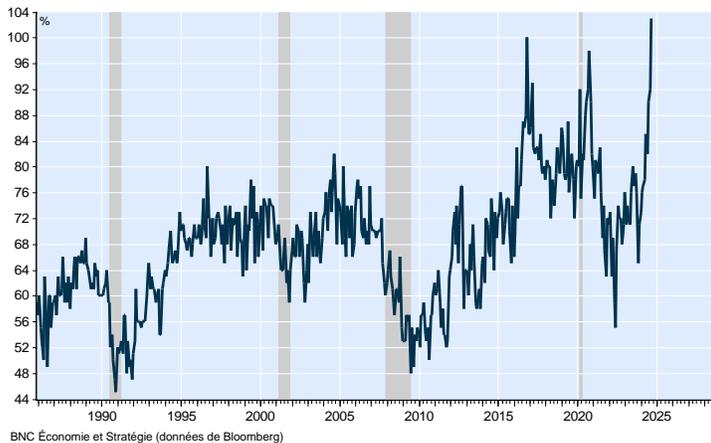
Indice des prix à la consommation, services de base comparativement aux biens de base



L'élection présidentielle doit également être considérée comme un facteur de risque à ce stade, ne serait-ce que parce qu'elle brouille les perspectives des entreprises en matière de politique économique. Les deux candidats ont certes proposé des mesures qui ont une forte propension à provoquer des perturbations, qu'il s'agisse de l'imposition de droits de douane importants ou de la modification possible de l'impôt des sociétés. Reste à voir dans quelle mesure ces propositions pourront être mises en œuvre après le 5 novembre. Mais, en attendant, l'incertitude des entreprises risque de rester très élevée, ce qui n'est généralement pas propice à l'embauche ni à l'investissement.

#### É.-U. : Les élections assombrissent les perspectives des PME

Indice de l'incertitude, Enquête de la NFIB sur l'optimisme des petites entreprises



BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Mais en supposant que l'inflation demeure sous contrôle et que les élections américaines ne provoquent pas trop de perturbations, nous prévoyons que la Fed continuera de réduire son taux directeur à un rythme graduel au cours des prochains mois. Cela n'empêchera probablement pas la croissance de ralentir de manière significative d'ici le milieu de l'année prochaine, quoique nous n'envisagions pas de contraction notable de l'économie. Suivant ce scénario, nous anticipons une croissance de 2.6% et 1.2% en 2024 et 2025, respectivement. C'est mieux que les chiffres de 2.5% et 0.9% que nous avons présentés le mois dernier.

### États-Unis Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	6.1	2.5	2.9	2.6	1.2	3.2	2.1	0.9
Dépenses personnelles	8.8	3.0	2.5	2.6	1.7	3.0	2.5	1.1
Construction résidentielle	10.9	(8.6)	(8.3)	3.3	(0.3)	2.5	0.6	1.6
Investissements des entreprises	6.0	7.0	6.0	3.7	0.5	5.0	2.9	(0.3)
Dépenses publiques	(0.3)	(1.1)	3.9	3.0	2.1	4.3	2.2	2.0
Exportations	6.5	7.5	2.8	3.1	0.6	2.0	2.9	(0.1)
Importations	14.7	8.6	(1.2)	5.0	1.9	1.2	5.5	0.6
Variation des stocks (milliards \$)	11.6	119.1	33.1	49.9	11.3	44.6	45.0	5.0
Demande intérieure	6.9	2.3	2.7	2.8	1.5	3.5	2.5	1.1
Revenu réel disponible	3.5	(5.6)	5.1	3.1	1.1	4.6	2.7	1.1
Emploi des salariés	2.9	4.3	2.3	1.6	(0.4)	1.9	1.4	(1.3)
Taux de chômage	5.4	3.6	3.6	4.1	4.7	3.7	4.3	4.8
Taux d'inflation	4.7	8.0	4.1	2.9	2.2	3.2	2.5	2.2
Bénéfices avant impôts	27.6	7.8	6.9	6.3	1.0	10.5	1.4	0.8
Compte courant (milliards \$)	(970.3)	(1,012.1)	(905.4)	(999.0)	(935.0)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

### Scénario financier\*\*

	<i>actuel</i>					2023	2024	2025
	07/10/24	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025			
Taux cible fonds fédéraux	5.00	4.50	3.50	3.00	2.75	5.50	4.50	2.50
Bons du Trésor 3 mois	4.55	3.95	3.20	2.80	2.55	5.20	3.95	2.30
Obligations fédérales								
2 ans	3.99	3.70	3.10	2.75	2.50	4.23	3.70	2.40
5 ans	3.86	3.60	3.15	2.75	2.55	3.84	3.60	2.45
10 ans	4.03	3.80	3.40	3.15	3.05	3.88	3.80	3.00
30 ans	4.30	4.10	3.80	3.60	3.55	4.03	4.10	3.50
Taux de change								
US\$/Euro	1.10	1.08	1.06	1.07	1.09	1.10	1.08	1.12
YEN/\$US	148	145	143	142	140	141	145	133

\*\* 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.)	1.6	3.0	2.3	1.5	0.8	0.2	0.5	2.0
IPC (var. a/a %)	3.2	3.2	2.6	2.5	2.2	2.1	2.3	2.1
IPC de base (var. a/a %)	3.8	3.4	3.2	3.1	2.6	2.3	2.3	2.2
Taux de chômage (%)	3.8	4.0	4.2	4.3	4.5	4.7	4.9	4.8

Financière Banque Nationale



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

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

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

## Résidents 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.