

Canada: Prêt pour l'atterrissage

Par Matthieu Arseneau et Daren King

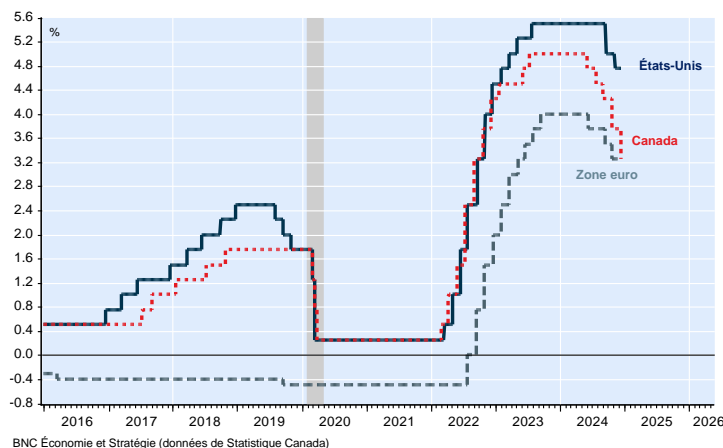
Sommaire

- Pour la deuxième fois de suite, la Banque du Canada a mis les bouchées doubles pour normaliser la politique monétaire. L'empressement de la BdC contraste avec l'attitude des autres grandes banques centrales et il est tout à fait justifié dans la mesure où l'inflation est jugulée au Canada et où l'économie a continué de se fragiliser récemment. La faiblesse pourrait perdurer un certain temps dans un contexte où le niveau des stocks est élevé et où la détérioration du marché du travail n'est probablement pas terminée, comme en témoignent les profits encore en baisse durant le dernier trimestre.
- Mais tout n'est pas noir. Le marché immobilier résidentiel a repris vie et c'est une bonne nouvelle, d'autant plus que ce secteur d'activité a souvent un impact indirect important sur les dépenses liées à la rénovation et le commerce de détail. Grâce aux baisses de taux d'intérêt effectuées, les conditions semblent désormais réunies pour que le PIB par habitant se stabilise et que le taux de chômage cesse d'augmenter au cours du premier semestre 2025. Dans les prochains mois, nous serons donc en mesure de déterminer si la banque centrale a réussi un atterrissage en douceur ou si elle a infligé à l'économie des dommages supérieurs à ceux nécessaires dans sa lutte contre l'inflation.
- Nous anticipons une croissance du PIB de 1,4 % en 2025 et de 1,5 % en 2026, des niveaux légèrement supérieurs à celui de 1,2 % que nous estimons pour la croissance économique potentielle, freinée par des perspectives démographiques moroses.
- Évidemment, ces perspectives pourraient être perturbées par une escalade des tensions commerciales avec les États-Unis. Nous gardons espoir que, dans les mois à venir, le Canada saura démontrer qu'il peut être un allié clé dans la mise en œuvre du programme de sécurité économique des États-Unis, lequel inclut, outre la réindustrialisation nationale, des contrôles frontaliers plus stricts et la promotion de la sécurité énergétique.

Tout au long de l'automne, la Banque du Canada a estimé qu'il valait mieux rapprocher le taux directeur de la fourchette qu'elle considère comme neutre (2,25 % à 3,25 %) le plus rapidement possible. En effet, après l'avoir abaissé de 50 points de base en octobre, elle a répété cette action en décembre. L'empressement de la BdC contraste avec l'attitude des autres grandes banques centrales et c'est tout à fait justifié dans la mesure où l'inflation est jugulée au Canada et où l'économie a continué de se fragiliser récemment.

Canada : Nouvelle baisse importante du taux directeur en décembre

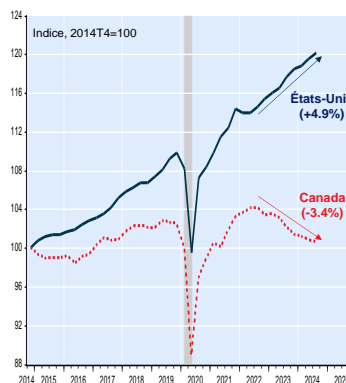
Taux directeur des banques centrales



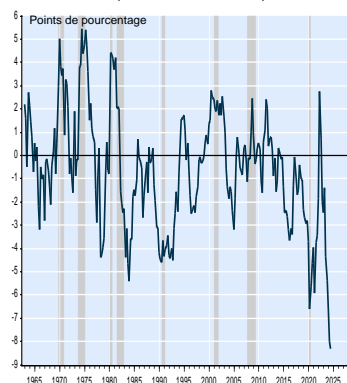
L'économie a progressé à un rythme annualisé de 1,0 % seulement au troisième trimestre, bien en deçà de l'estimation de la Banque du Canada de la croissance potentielle en 2024 (2,4 %) et de sa prévision publiée en octobre de 1,5 %. Ce rythme était insuffisant pour stabiliser le PIB par habitant, qui a diminué un sixième trimestre de suite dans le contexte d'une politique monétaire restrictive. La baisse cumulée du PIB par habitant depuis le début des hausses de taux d'intérêt s'élève désormais à 3,4 %, un niveau sans précédent hors récession. Pendant cette même période, le PIB par habitant des États-Unis a augmenté de 4,9 %, dans le contexte d'une économie stimulée par des déficits publics quatre fois plus élevés qu'au Canada en pourcentage du PIB. Un écart de performance d'une telle ampleur n'avait pas été observé depuis plus de sept décennies et explique les divergences entre les banquiers centraux.

Canada : Le PIB par habitant poursuit sa tendance à la baisse

PIB total par habitant indexé à 100 en 2014
(dernières données : T3 2024)



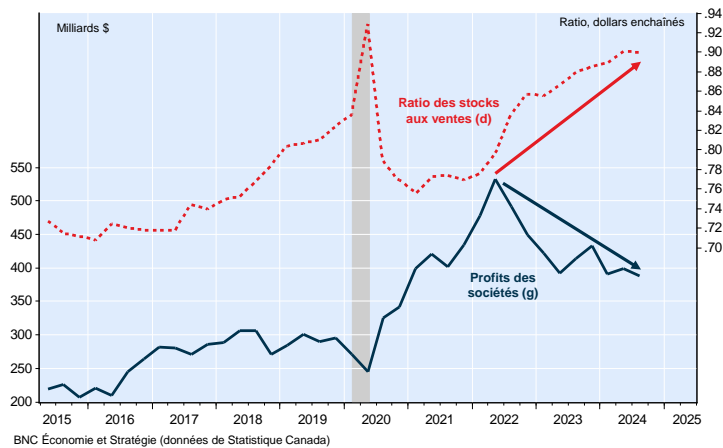
Perspective historique des écarts de performance du PIB par habitant sur deux ans
(Canada et États-Unis)



Rien ne laissait présager un redressement du PIB par habitant au dernier trimestre de l'année, alors que la croissance du PIB en septembre n'a été que de 0,1 %, et que le chiffre préliminaire pour octobre est similaire. Par ailleurs, nous alertons depuis plusieurs mois nos lecteurs à propos du risque que fait peser le niveau élevé des stocks sur la croissance. La baisse de l'investissement en stocks a amputé la croissance de pas moins de 1,3 % au troisième trimestre, phénomène qui pourrait se poursuivre jusqu'en 2025. La consommation a été solide au troisième trimestre, soutenue par de bonnes croissances des salaires. Il faudra cependant que le marché du travail cesse de se dégrader pour que ce rythme soit maintenu. Rien n'est acquis à cet égard, surtout avec la tendance à la baisse des profits, au plus bas depuis le quatrième trimestre 2020.

Canada : Des risques subsistent pour les perspectives économiques

Ratio stocks/ventes (ensemble de l'économie) et bénéfices des entreprises

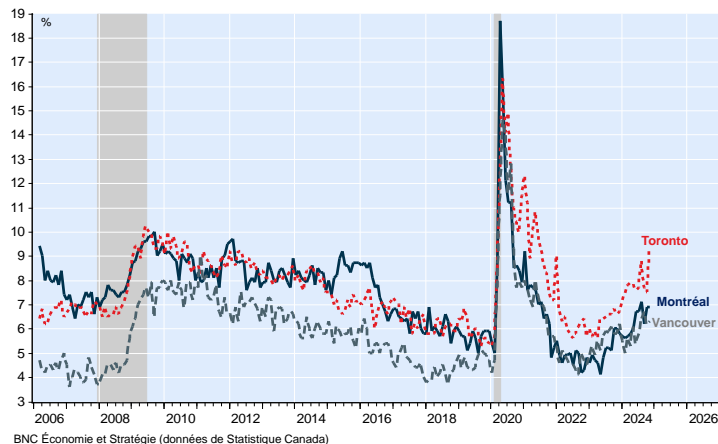


BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Comme nous le pensions, la perception d'une stabilisation du marché du travail en septembre et en octobre sur la base d'un léger repli du taux de chômage n'était qu'un mirage. En effet, après une forte baisse du taux d'activité dans les deux mois précédents, qui avait masqué les dommages, un phénomène inverse risquait de se produire avec un retour à la recherche d'emploi pour beaucoup. C'est ce qui s'est produit en novembre, entraînant la plus forte hausse du taux de chômage en huit mois. Celui-ci atteint désormais 6,8 %, son plus haut niveau depuis 38 mois, et depuis janvier 2017 hors pandémie. Dans la région du Grand Toronto, le taux de chômage atteint le niveau stupéfiant de 9,2 %, soit le plus élevé depuis mai 2012, hors pandémie.

Canada : La détérioration de la région du Grand Toronto est stupéfiante

Taux de chômage à Toronto, Montréal et Vancouver



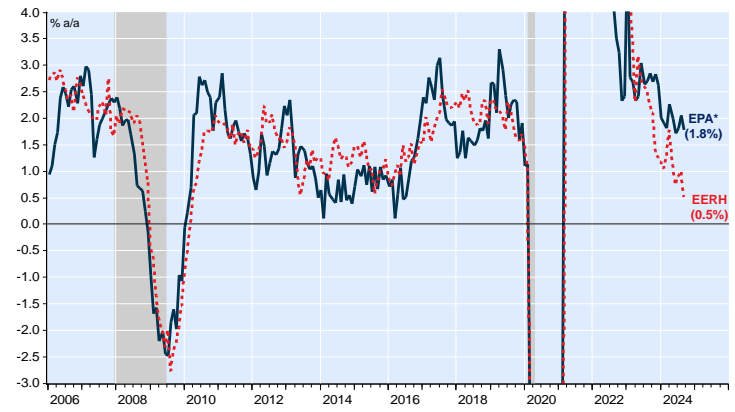
BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Pourtant, certains observateurs ont qualifié de solides les données pour le mois de novembre, car le nombre d'emplois créés reste relativement élevé par rapport aux normes historiques. Il semblerait

que la forte croissance de la population canadienne continue de rendre difficile pour certains l'analyse de l'état de l'économie. C'est qu'en stimulant la croissance potentielle, les tendances démographiques ont relevé la barre de ce qui constitue de bonnes données économiques. Pour cette raison, nous accordons très peu d'importance à l'évolution du nombre d'emplois et préférons nous concentrer sur les mesures qui corrigent ces chiffres de la forte augmentation de la population, à savoir le taux de chômage et le taux d'emploi, qui indiquent une détérioration rapide du marché du travail. Mais nous pensons qu'il y a une autre raison de ne pas accorder trop d'importance aux chiffres absolus. En septembre, Statistique Canada a mis en garde contre l'utilisation des chiffres absolus de l'Enquête sur la population active (EPA) pour évaluer l'état du marché du travail, car ils sont faussés par l'utilisation de moyennes mobiles sur 12 mois pour construire les séries relatives à la population résidente non permanente. Comme ces séries sont tournées vers le passé, elles ne rendent pas encore compte du ralentissement de la croissance démographique observé depuis que le gouvernement canadien a resserré les règles d'immigration. Cette méthodologie contribue à gonfler la taille de la population active et les gains d'emploi indiqués par l'EPA. C'est ce qui ressort de la comparaison des résultats de l'EPA avec ceux de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail (EERH), une enquête basée sur les établissements plutôt que sur les estimations de la population. L'EPA indique une croissance élevée de l'emploi de 1,8 % sur un an, tandis que l'EERH, indique une croissance anémique de 0,5 %.

Canada : Ne vous laissez pas leurrer par les gains d'emplois de l'EPA

Emplois de l'EERH comparativement aux emplois de l'EPA (ajustés pour être comparables), dernières données : sept. 2024



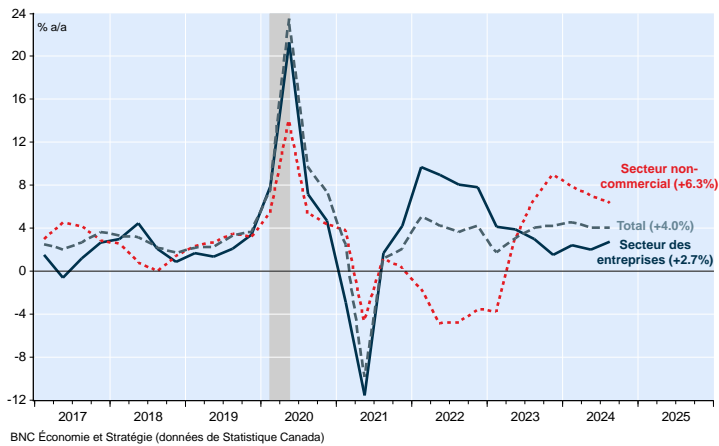
* Emplois selon l'EPA ajustés pour être comparables à l'EERH (salariés non agricoles ajustés en fonction des personnes qui occupent plusieurs emplois)

BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

D'autres observateurs craignent que l'inflation soit trop forte étant donné que la croissance des salaires demeure forte. Nous estimons que ces craintes sont exagérées. Les données des comptes de productivité offrent une vision complète de la rémunération des salariés, incluant les salaires et les avantages sociaux. Certes, la croissance de la rémunération horaire reste élevée (à 4,0 %, supérieure à la moyenne de 3,0 % observée entre 1999 et 2019), malgré la détérioration du marché du travail. Cependant, une analyse par segment montre que cette vigueur est concentrée chez les fonctionnaires (+6,3 % sur l'année), qui ont obtenu des compensations pour les pertes de pouvoir d'achat passées. En revanche, les salariés du secteur privé enregistrent une croissance des salaires plus modérée (+2,7 %), en ligne avec la faiblesse du marché du travail. Comme le panier de l'IPC est majoritairement produit par des entreprises privées, cette composition des pressions salariales, concentrées dans le secteur public, devrait être moins préoccupante pour les perspectives d'inflation de la banque centrale.

Canada : Le secteur public entretient une inflation salariale élevée

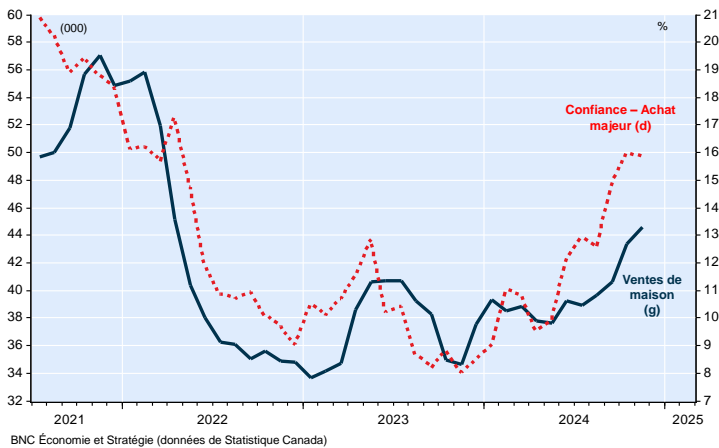
Rémunération totale par heure travaillée



Il y a quelques mois, un regain d'activité dans le secteur immobilier aurait été vu d'un mauvais œil par la banque centrale, qui aurait maintenu des taux restrictifs plus longtemps. En novembre, les ventes de maisons au Canada ont augmenté un quatrième mois de suite, atteignant leur plus haut niveau depuis avril 2022. Cela s'explique par une proportion croissante de consommateurs jugeant le moment opportun pour effectuer un achat important, probablement grâce aux baisses de taux d'intérêt survenues depuis l'été.

Canada : Les acheteurs de maisons sortent d'une longue hibernation

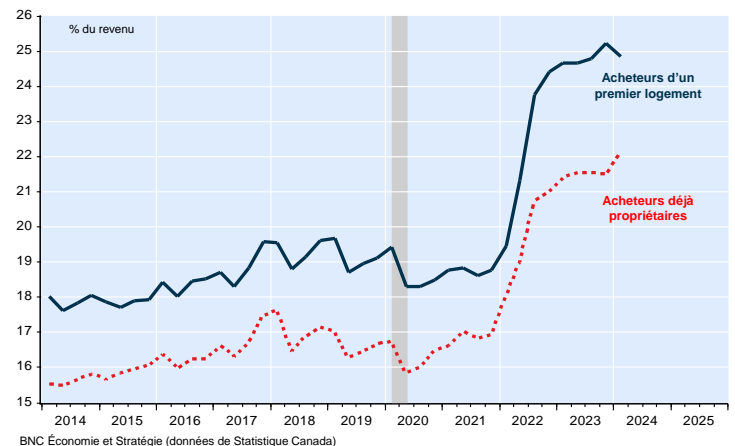
% des consommateurs affirmant que c'est un bon moment pour faire un achat majeur et ventes de maison



Cependant, nous ne pensons pas que la Banque du Canada soit inquiète de ce redressement, alors que l'objectif est de relancer l'économie. Ce rebond pourrait effectivement contribuer à la reprise économique, d'autant plus que le secteur immobilier a souvent un impact indirect important sur les dépenses liées à la rénovation et le commerce de détail. Toutefois, il convient de noter que l'abordabilité du logement demeure un enjeu. Avec des prix élevés et des taux d'intérêt encore hauts, les acheteurs d'un premier logement doivent consacrer une part bien plus grande de leurs revenus pour se loger, ce qui limite leurs autres dépenses.

Canada : Les acheteurs d'un premier logement ont moins de moyens

Part du revenu médiane consacrée au versement hypothécaire

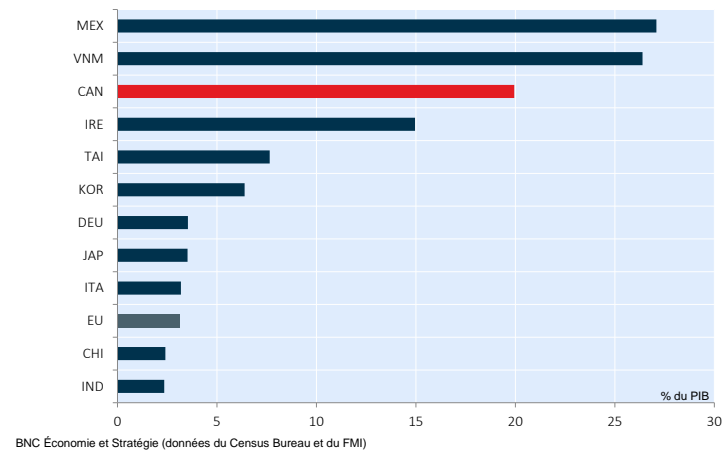


Grâce aux baisses de taux d'intérêt effectuées, les conditions semblent désormais réunies pour que le PIB par habitant se stabilise et que le taux de chômage cesse d'augmenter au cours du premier semestre de 2025. Dans les prochains mois, nous serons donc en mesure de déterminer si la banque centrale a réussi un atterrissage en douceur ou si elle a infligé à l'économie des dommages supérieurs à ceux nécessaires dans sa lutte contre l'inflation. La bonne nouvelle, c'est que les titulaires d'emprunts à taux variable respirent un peu mieux après avoir été durement touchés. Selon nos calculs, les économies réalisées par ces emprunteurs pourraient, au niveau macroéconomique, contrebalancer le choc de paiement que connaîtront ceux qui doivent renouveler leurs hypothèques cette année. De plus, les largesses des gouvernements, comme le congé de TPS et les chèques de 200 \$ qui seront envoyés aux Ontariens, pourraient également stimuler la consommation. Nous anticipons une croissance du PIB de 1,4 % en 2025 et de 1,5 % en 2026, des niveaux légèrement supérieurs aux 1,2 % que nous estimons pour la croissance économique potentielle, freinée par des perspectives démographiques moroses.

Évidemment, ces perspectives pourraient être perturbées par une escalade des tensions commerciales avec les États-Unis, une crainte exacerbée par la menace du président désigné Trump d'imposer des droits de douane de 25 % à ses deux partenaires de l'ACEUM. Bien que ces menaces soient préoccupantes, nous pouvons être quelque peu rassurés par le fait qu'elles reposent principalement sur des considérations liées à la sécurité des frontières, plutôt que sur une volonté explicite de favoriser la production locale aux États-Unis. Nous estimons qu'un effort accru pour réduire la porosité des frontières pourrait suffire à désamorcer les pressions venant de Washington. Ces menaces ont d'ailleurs déjà produit un certain effet, le gouvernement fédéral ayant annoncé, lors de la mise à jour économique, une somme de 1,6 milliard \$ consacrée à la sécurité frontalière. Cependant, l'incertitude demeure pour le Canada, qui affiche le sixième excédent commercial en importance avec les États-Unis. Les impacts économiques de droits de douane pourraient être importants, sachant que les exportations de biens vers les États-Unis représentent environ 20 % du PIB canadien.

Monde : Les pays dans le collimateur de Washington

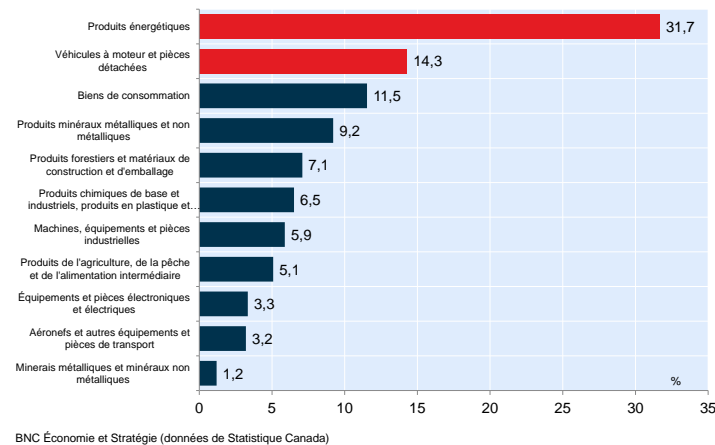
Exportations de marchandises vers les États-Unis en pourcentage du PIB du pays exportateur, en 2023



Cela ne signifie pas pour autant que l'économie américaine ne subirait pas les répercussions d'une guerre commerciale avec le Canada, les exportations américaines vers ce dernier représentant près de 7 % de son PIB. Par ailleurs, la composition des exportations canadiennes nous rend sceptiques quant à l'éventualité de droits de douane généralisés. En effet, pas moins de 32 % des exportations canadiennes sont constituées de produits énergétiques. Comme 60 % de leurs importations de pétrole et la totalité de celle de gaz naturel proviennent du Canada, les États-Unis ne peuvent tout simplement pas se passer de ce partenariat s'ils souhaitent atteindre l'indépendance énergétique en Amérique du Nord et maintenir des prix concurrentiels pour encourager l'industrialisation locale. De plus, environ 14 % des exportations canadiennes vers les États-Unis concernent le secteur automobile, une industrie hautement intégrée. L'imposition de droits de douane perturberait gravement une chaîne d'approvisionnement complexe, dans laquelle les producteurs américains occupent une place dominante. Nous gardons espoir que, dans les mois à venir, le Canada saura démontrer qu'il peut être un allié clé dans la mise en œuvre du programme de sécurité économique des États-Unis, lequel inclut, outre la réindustrialisation nationale, des contrôles frontaliers plus stricts et la promotion de la sécurité énergétique ([Analyse](#) de Stéphane Marion et d'Angelo Katsoras).

Canada : Perspective sur les exportations vers les États-Unis

Exportations par produits en proportion des exportations totales vers les États-Unis, septembre 2024. Moyenne sur 12 mois





Canada – Prévisions économiques

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2022	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	4.2	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7	1.5	1.5
Dépenses personnelles	5.5	1.8	1.9	1.7	1.4	2.3	1.6	1.3
Construction résidentielle	(10.6)	(8.5)	(1.5)	1.7	1.1	(1.4)	1.4	1.1
Investissements des entreprises	6.4	1.0	(2.4)	(0.9)	2.1	(0.6)	1.4	2.5
Dépenses publiques	2.6	2.6	2.9	2.2	1.4	3.5	1.7	1.2
Exportations	4.2	5.0	0.7	1.1	1.9	(0.5)	1.7	2.0
Importations	7.5	0.3	0.4	1.3	1.9	(0.2)	1.6	1.9
Variation des stocks (millions \$)	51,121	25,497	18,638	15,244	14,994
Demande intérieure	3.3	1.1	1.5	1.6	1.5	2.1	1.6	1.4
Revenu réel disponible	(0.3)	1.6	4.4	2.6	1.4	4.6	1.5	1.3
Emploi	4.0	2.4	1.7	1.0	0.5	1.6	0.7	0.4
Taux de chômage	5.3	5.4	6.3	7.1	6.8	6.8	6.9	6.7
Taux d'inflation	6.8	3.9	2.4	1.9	2.0	1.8	2.0	2.0
Bénéfices avant impôts	17.9	(14.8)	(5.7)	(1.0)	3.8	(9.9)	0.2	4.7
Compte courant (milliards, \$)	(8.7)	(18.4)	(13.0)	(20.0)	(17.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel							
	18/12/24	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024	2025	2026
Taux à un jour	3.25	2.75	2.50	2.25	2.25	3.25	2.25	2.75
Taux préférentiel	5.25	4.75	4.50	4.25	4.25	5.25	4.25	4.75
Bons du Trésor 3M	3.15	2.65	2.30	2.10	2.15	3.05	2.15	2.70
Obligations fédérales								
2 ans	3.07	2.65	2.40	2.25	2.30	2.90	2.30	2.75
5 ans	3.05	2.80	2.60	2.45	2.50	2.90	2.50	2.85
10 ans	3.23	2.95	2.80	2.65	2.65	3.10	2.65	3.00
30 ans	3.27	3.10	2.95	2.80	2.80	3.20	2.80	3.15
Taux de change								
CAD par USD	1.43	1.45	1.42	1.39	1.38	1.41	1.38	1.36
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	71	68	66	65	65	70	65	69

** 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.)	2.0	2.2	1.0	1.4	1.4	1.3	1.6	1.7
IPC (var. a/a %)	2.8	2.7	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.9	2.8	2.5	2.0	1.9	2.1	2.2	2.4
Taux de chômage (%)	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.2	7.1	6.9

Banque Nationale du Canada

Prévisions économiques provinciales

	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2022	2023	2024p	2025p	2026p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-2.6	2.5	1.5	1.0	6.5	-5.5	3.4	0.2	2.4
Île-du-Prince-Édouard	4.4	2.2	3.0	2.0	1.5	10.4	4.9	5.5	4.2	3.9
Nouvelle-Écosse	3.5	2.0	1.5	1.2	0.8	7.4	8.0	3.7	3.0	2.6
Nouveau-Brunswick	2.0	1.6	1.3	1.1	0.7	10.4	3.2	4.1	3.0	2.9
Québec	3.4	0.6	1.3	1.1	1.1	8.7	5.0	5.1	3.0	3.3
Ontario	4.1	1.7	1.2	1.3	1.4	9.4	5.4	4.0	3.1	3.2
Manitoba	4.2	1.7	0.8	1.3	1.5	10.8	4.5	3.1	2.9	3.1
Saskatchewan	7.2	2.3	1.0	2.2	2.4	30.4	-4.8	1.5	2.0	3.0
Alberta	6.0	2.3	2.3	2.3	2.2	24.4	-4.3	4.9	2.2	3.9
Colombie-Britannique	4.0	2.4	1.0	1.5	1.7	10.8	3.6	4.0	3.3	3.6
Canada	4.2	1.5	1.3	1.4	1.5	12.4	2.9	4.2	2.9	3.3
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	4.3	1.7	2.6	0.6	0.2	11.2	9.9	10.0	10.1	9.5
Île-du-Prince-Édouard	5.3	5.7	4.0	2.3	1.4	7.5	7.4	7.8	7.9	6.7
Nouvelle-Écosse	3.6	2.7	3.2	1.0	0.8	6.6	6.4	6.4	6.1	5.1
Nouveau-Brunswick	2.7	3.4	3.0	0.9	0.7	7.2	6.6	7.0	7.2	6.4
Québec	3.1	2.3	0.6	0.8	0.5	4.3	4.4	5.4	6.1	5.7
Ontario	4.6	2.4	1.6	0.9	0.4	5.6	5.7	6.9	7.8	7.6
Manitoba	3.2	2.5	2.6	1.0	0.5	4.5	4.8	5.3	6.0	5.8
Saskatchewan	3.5	1.8	2.2	1.1	0.9	4.7	4.8	5.5	6.4	6.4
Alberta	5.2	3.6	2.9	1.6	0.9	5.8	5.9	7.0	7.9	7.8
Colombie-Britannique	3.1	1.6	1.8	0.9	0.3	4.6	5.2	5.5	5.7	5.7
Canada	4.0	2.4	1.7	1.0	0.5	5.3	5.4	6.3	7.1	6.8
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.5	1.0	1.7	1.8	1.9	6.4	3.3	1.9	1.7	2.0
Île-du-Prince-Édouard	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3	8.9	2.9	2.0	2.0	2.0
Nouvelle-Écosse	5.6	7.2	7.5	8.0	8.3	7.5	4.0	2.4	2.0	2.0
Nouveau-Brunswick	4.7	4.9	6.5	7.0	7.2	7.3	3.5	2.3	2.1	1.9
Québec	58.2	39.5	47.5	50.5	53.0	6.7	4.5	2.3	1.7	2.0
Ontario	96.1	90.0	75.0	86.5	89.5	6.8	3.8	2.4	2.0	2.0
Manitoba	8.1	7.1	7.4	7.5	7.8	7.9	3.6	1.1	2.2	2.0
Saskatchewan	4.2	4.6	4.5	5.0	5.2	6.6	3.9	1.5	2.0	2.0
Alberta	36.4	35.9	48.4	49.0	50.5	6.5	3.3	2.9	2.0	2.0
Colombie-Britannique	46.7	50.6	45.9	50.0	51.0	6.9	4.0	2.6	2.0	1.9
Canada	262.5	241.7	245.5	266.5	275.7	6.8	3.9	2.4	1.9	2.0

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 : BNCEconomieetStrategie@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 Prudentiel 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. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

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 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 FBN.