

Canada : Pas de nouvelles, bonne nouvelle?

Par Matthieu Arseneau, Alexandra Ducharme, Daren King

Sommaire

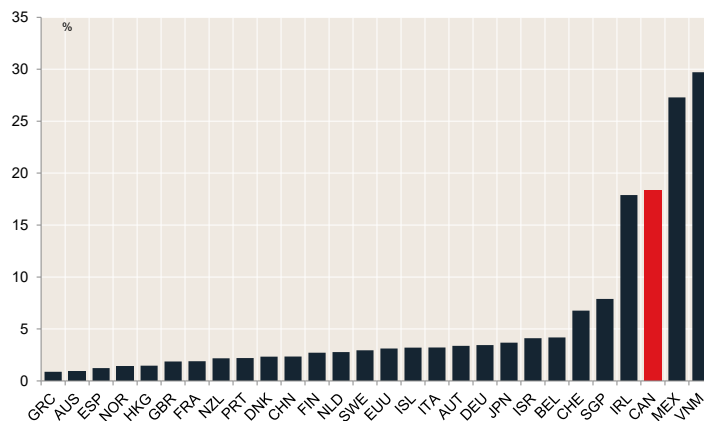
- Le conflit commercial entre le Canada et les États-Unis persiste malgré des discussions en cours. Ottawa a réduit certaines mesures comme les contre-tarifs et la taxe numérique, tandis que Washington impose de nouvelles surtaxes sur le bois et les camions lourds. L'absence d'accord sur le renouvellement de l'ACEUM crée une grande incertitude, paralysant les décisions stratégiques des entreprises canadiennes. Étant donné que les exportations vers les États-Unis représentent 18 % du PIB canadien, les impacts économiques sont non-négligeables.
- L'emploi a rebondi en septembre, mais le gain n'était pas suffisant pour effacer les pertes des deux mois précédents. Le taux de chômage à 7.1% (6.6% en février) indique un marché du travail refroidi. Pour l'instant, les congédiements sont restés stables, les individus tentant d'intégrer le travail pour la première fois (jeunes et immigrants) étant les principales victimes du faible appétit des entreprises pour l'embauche.
- L'économie s'était contractée de 1.6% au T2 en raison de la faiblesse des exportations et de l'investissement en machines et matériel. Malheureusement, sur ces deux fronts, un rebond digne de ce nom devra se faire attendre à la lumière des données dévoilées jusqu'à présent au troisième trimestre.
- Malgré cette faiblesse économique, une recrudescence de pressions inflationnistes est survenue en septembre. Cela suffit-il à empêcher la banque centrale de baisser le taux de financement à un jour à la fin du mois? La décision est certainement plus compliquée à prendre, mais nous pensons que la Banque devrait tout de même privilégier un assouplissement en octobre. La nécessité d'un assouplissement supplémentaire dépendra du budget fédéral et de l'évolution des relations commerciales avec les États-Unis.
- Dans un contexte de faible croissance démographique, nous prévoyons une croissance du PIB limitée à 1,2 % pour les années 2025 et 2026. Cette prévision intègre des faiblesses économiques qui perdureront jusqu'à la fin de l'année, ainsi qu'une embellie potentielle l'an prochain (croissance de 1,8 % T4/T4), sous réserve d'une désescalade des tensions commerciales avec les États-Unis.

Le conflit commercial entre le Canada et les États-Unis continue de dominer l'actualité économique. Les discussions se poursuivent. Le premier ministre Mark Carney s'est rendu à Washington pour un court voyage, tandis que son ministre du Commerce, Dominic LeBlanc, y a fait un long séjour. Il est encourageant de constater que les rapports entre les dirigeants des deux pays semblent empreints de cordialité, comme l'atteste l'invitation du premier ministre canadien au sommet de la paix en Égypte, événement organisé par le président Trump. Mais il n'y a toujours pas d'entente annoncée. Alors, *pas de nouvelles, bonne nouvelle?* Pas si vite. D'un côté, Ottawa a pratiqué une désescalade en enlevant plusieurs contre-tarifs et la taxe sur les services numériques et en réitérant son engagement à augmenter substantiellement les dépenses militaires. De l'autre, Washington a annoncé une surtaxe sur le bois d'œuvre et des droits de douane sur les meubles en bois et sur les camions lourds. Alors que le conflit traîne en longueur et que le dénouement du renouvellement de l'ACEUM est incertain, il est difficile pour plusieurs entreprises de faire des projets.

À ce stade, nombre d'entre elles sont paralysées, incapables de prendre des décisions stratégiques. Comme les exportations vers les États-Unis représentent 18 % du PIB canadien, il n'est pas surprenant que les impacts économiques soient non négligeables pour l'économie canadienne.

Canada : Une des plus fortes dépendances du marché américain

Exportations aux États-Unis en pourcentage du PIB (2024)

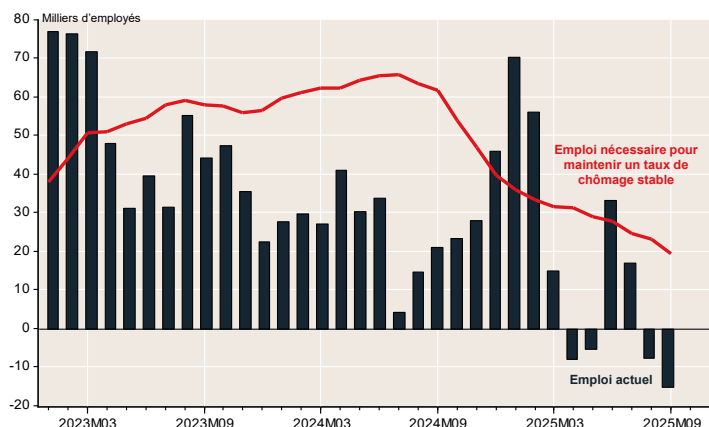


BNC Économie et Stratégie (données de U.S. Census, FMI)

Le marché du travail a enregistré un solide gain d'emplois en septembre (+60K), mais il serait prématuré de conclure que l'économie se stabilise. En effet, ces gains ne compensent pas les 106K pertes d'emplois des deux mois précédents. En calculant la moyenne mobile sur trois mois – ce qui permet de dégager une tendance à partir d'un sondage par ailleurs très volatil –, on constate que la faiblesse de l'emploi persiste depuis plusieurs mois, avec une croissance inférieure au niveau requis pour maintenir un taux de chômage stable. Il en résulte que depuis février, quand les tensions commerciales se sont exacerbées, le taux de chômage est passé de 6,6 % à 7,1 %, ce qui représente 130K chômeurs de plus au passés.

Canada : L'emploi est en perte de vitesse

Variation mensuelle de l'emploi et variation nécessaire pour stabiliser le chômage, moyen mobile sur 3 mois

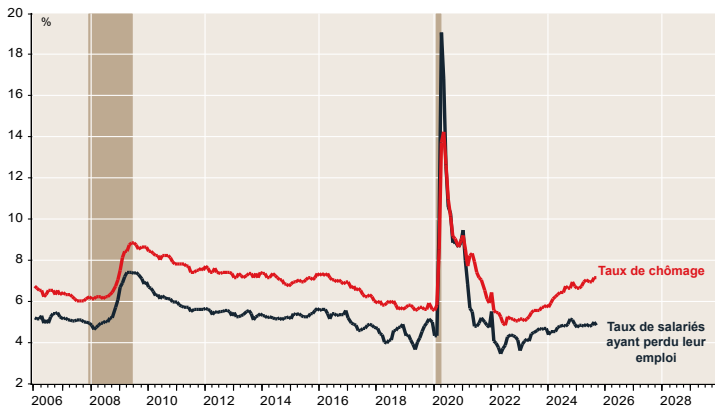


BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Pour le moment, les licenciements sont limités, si l'on se fie à l'Enquête sur la population active. En effet, la proportion de personnes qui ont perdu leur emploi est restée essentiellement stable et demeure à un niveau relativement bas sur une base historique.

Canada : Les licenciements semblent limités pour le moment

Taux de chômage et taux de salariés ayant perdu leur emploi* (désaisonnalisés par BNC)

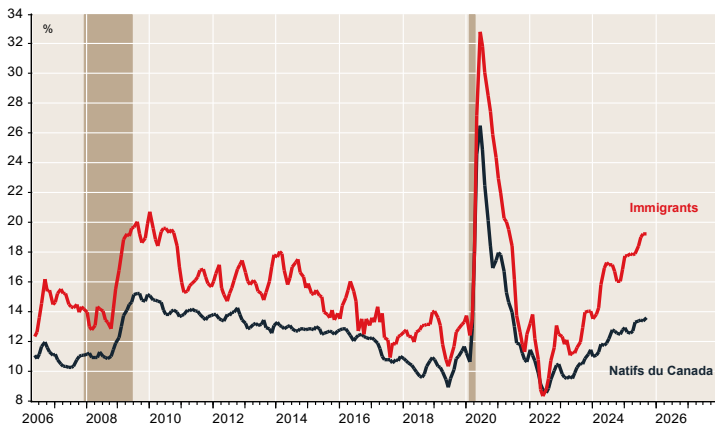


*Salariés ayant perdu leur emploi en proportion de la population active totale et salariés ayant perdu leur emploi qui ont quitté la population active
BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Pour l'heure, ce sont donc les personnes qui tentent d'intégrer le marché du travail une première fois qui peinent le plus dans un contexte où de nombreuses entreprises ont gelé l'embauche. Le taux de chômage des jeunes a augmenté de 1,8 point de pourcentage (p.p.) depuis février, soit 6 fois plus que celui de la principale cohorte de travailleurs (+0,3 p.p.). Celui des jeunes immigrants atteint désormais 19,2 %, soit un niveau comparable au sommet enregistré lors de la crise financière mondiale de 2008-2009.

Canada : Les jeunes immigrants permanents sont le plus affectés

Taux de chômage des jeunes (15-24 ans) immigrants permanents et natifs du Canada (MM sur 3 mois)

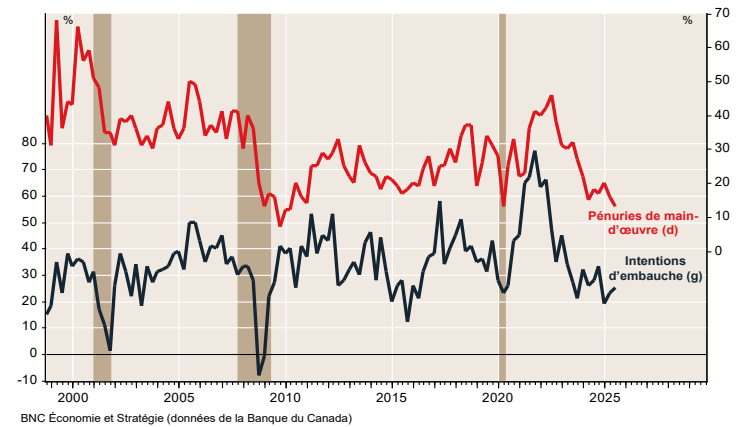


BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises n'indiquent pas que le marché du travail va se stabiliser de sitôt. En effet, les intentions d'embauche demeurent à un niveau où nous voyons habituellement une augmentation du taux de chômage. La proportion d'entreprises qui affirment connaître des pénuries de main-d'œuvre est la plus basse depuis la crise financière de 2008-2009.

Canada : Offre excédentaire de main-d'œuvre sur le marché du travail

Entreprises déclarant des pénuries de main-d'œuvre et solde des intentions d'embauche

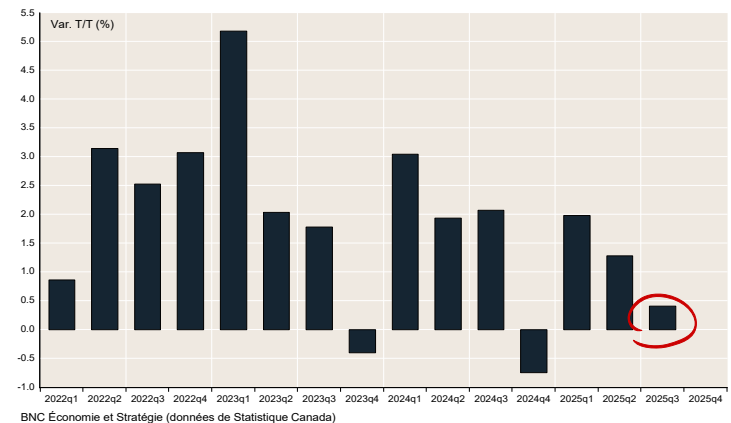


BNC Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Les données sur le marché du travail du troisième trimestre n'indiquent pas non plus un solide rebond du PIB réel. Les heures travaillées n'ont augmenté que de 0,4 % en rythme annualisé pendant le trimestre, ce qui n'est pas très loin des 0,5 % que nous prévoyons en ce moment pour l'activité économique. Une telle croissance anémique serait décevante après un recul substantiel de 1,6 % attribuable à la faiblesse des exportations et de l'investissement en machines et matériel.

Canada : Heures travaillées inférieures à la croissance potentielle au T3

Total des heures travaillées selon l'Enquête sur la population active

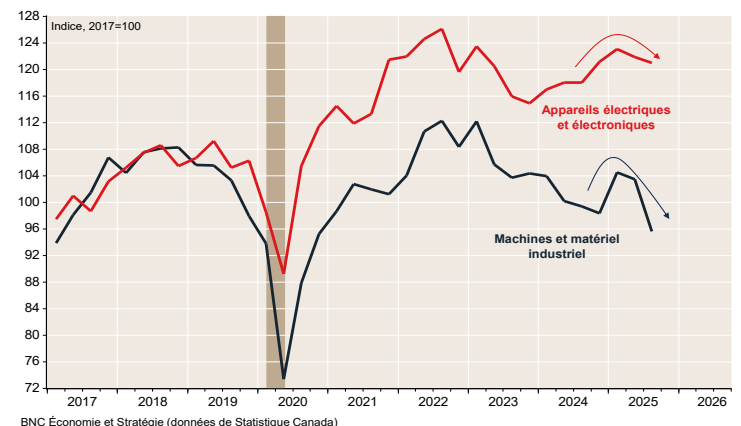


BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Sur ces deux fronts, un rebond digne de ce nom devra se faire attendre. Les importations de machines et de matériel industriel étaient en contraction au T3, tout comme celles d'appareils électriques et électroniques. Cela ne dénote pas une grande volonté des entreprises d'augmenter leur capacité de production.

Canada : Les importations de matériel de production timides au T3

Machines et matériel industriel et appareils électriques et électroniques (après 2 mois de donnée du T3 2025)

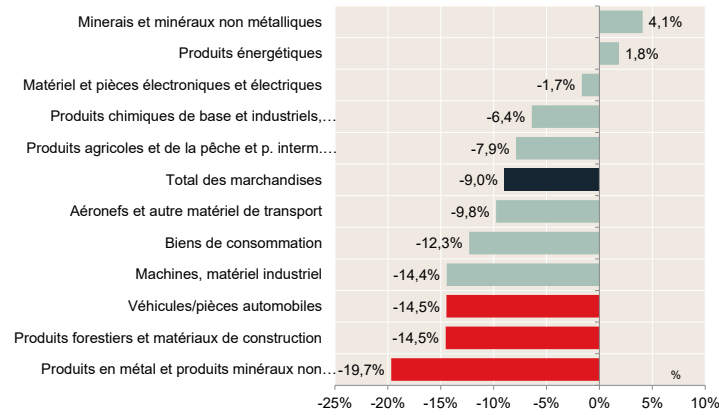


BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Les exportations de biens, quant à elles, continuent de peiner. Après deux mois dans le trimestre, elles sont en hausse de seulement 0,7 % après un recul de 9,6 % au T2. Neuf des onze secteurs suivis enregistrent actuellement une contraction de leurs exportations depuis le premier trimestre de l'année, l'agrégat étant en voie d'afficher un recul de 9 %.

Canada : Les exportations restent léthargiques au T3

Exportations moyennes en juillet/août pour le premier trimestre de 2025 (variation en pourcentage)

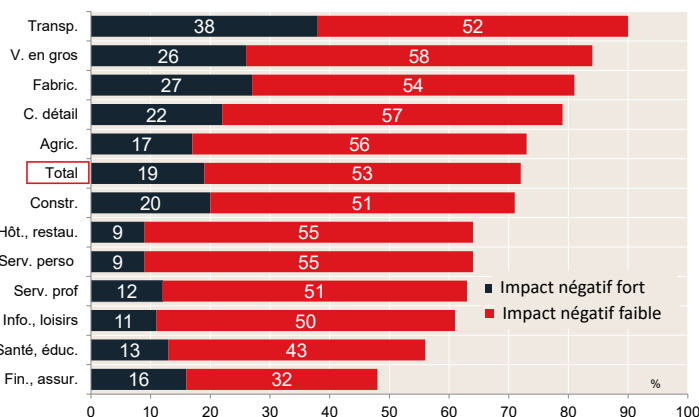


BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Il ne faut pas croire que seuls les exportateurs sont affectés dans le climat actuel. Bien que les droits de douane ciblent davantage certains secteurs que d'autres, l'ensemble des industries semblent pâtir de l'incertitude induite par les annonces de l'administration américaine. En effet, le plus récent Baromètre des affaires de la FCEI montre que plus de 70 % des PME sont affectées d'une façon ou d'une autre et qu'aucun secteur n'est épargné. Sans surprise, les industries les plus touchées sont les transports, le commerce de gros et la fabrication, mais près de la moitié des entreprises du secteur le moins touché (finances et assurances) déclarent également en subir les contrecoups. Les détaillants semblent également connaître des difficultés selon ce même sondage, ce qui est cohérent avec les ventes qui sont en contraction au T3 après une résilience au T2.

Canada : Aucun secteur n'est épargné par les droits de douane

Part des entreprises déclarant que les droits de douane ont un impact négatif sur leurs activités, octobre 2025



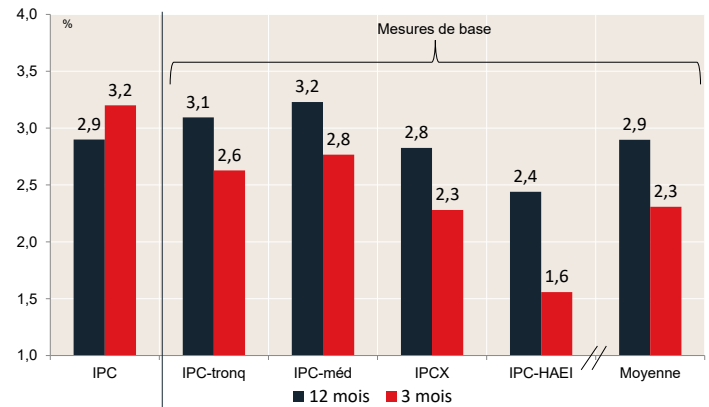
BNC Économie et Stratégie (données du Baromètre des affaires de la FCEI)

Malgré l'impact économique indéniable, une recrudescence de pressions inflationnistes est survenue en septembre. En effet, l'inflation totale est ressortie à 2,4 % alors que, par consensus, les économistes s'attendaient à 2,2 %. Les pressions inflationnistes en septembre étaient encore assez généralisées, six des huit principales composantes ayant augmenté par

rapport à août à un rythme annualisé supérieur à l'objectif de la Banque du Canada. Le rapport sur l'IPC de septembre suffit-il à empêcher la banque centrale de baisser le taux de financement à un jour à la fin du mois? La décision est certainement plus compliquée à prendre, mais nous pensons que la Banque devrait tout de même privilégier un assouplissement. Il est vrai que l'inflation totale mensuelle a atteint son plus haut niveau en sept mois (+0,41 %), mais la moyenne des mesures d'inflation de base¹ est beaucoup moins préoccupante à 0,24 %. Sur trois mois, le taux d'augmentation annualisé est de 2,3 %, soit seulement quelques dixièmes de point de pourcentage au-dessus de la cible.

Canada : Les pressions de l'inflation de base dépassent la cible de peu

Variation sur 3 mois et 12 mois des mesures principales de l'inflation de base*

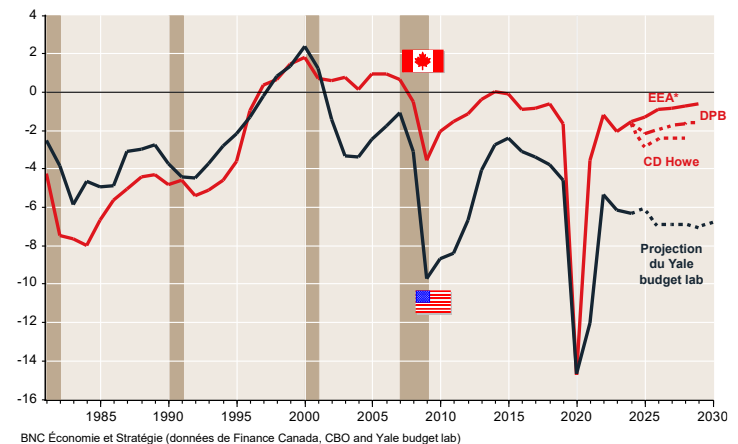


*La variation sur 3 mois est annualisée. Toutes les mesures excluent les impôts indirects. BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

La situation de l'inflation au Canada pourrait devenir inconfortable si l'économie donnait des signes de vigueur, mais ce n'est absolument pas le cas, tel que démontré précédemment. Nous continuons de privilégier une baisse de taux d'intérêt de 25 points de base lors de la prochaine décision (29 octobre). La nécessité d'un assouplissement supplémentaire dépendra du budget fédéral et de l'évolution des relations commerciales avec les États-Unis.

Canada : Déficit important, mais toujours bien inférieur à celui des É-U

Solde budgétaire en pourcentage du PIB



BNC Économie et Stratégie (données de Finance Canada, CBO and Yale budget lab)

Dans un contexte de faible croissance démographique, nous prévoyons une croissance du PIB limitée à 1,2 % pour les années 2025 et 2026. Cette prévision intègre des faiblesses économiques qui perdureront jusqu'à la fin de l'année, ainsi qu'une embellie potentielle l'an prochain (croissance de 1,8 % T4/T4), sous réserve d'une désescalade des tensions commerciales avec les États-Unis.

1 Le récent discours du sous-gouverneur Mendez a clairement indiqué que la Banque du Canada avait opéré un nouveau revirement concernant ses mesures sous-jacentes en déclarant que l'IPC-tronqué et l'IPC-médian ne devaient plus être considérées comme ses

mesures préférées. C'est pourquoi nous allons désormais accorder autant d'importance à l'inflation hors alimentation/énergie/taxes et à l'IPCX (l'ancienne mesure de l'inflation de base de la Banque du Canada).



Canada – Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2022	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	4.2	1.5	1.6	1.2	1.2	2.3	0.4	1.8
Dépenses personnelles	5.5	1.8	2.4	2.7	1.4	3.5	1.7	1.4
Construction résidentielle	(10.6)	(8.5)	(0.6)	0.6	0.4	1.6	(2.4)	1.6
Investissements des entreprises	6.4	1.0	(2.4)	(2.0)	0.7	1.3	(3.2)	3.1
Dépenses publiques	2.6	2.6	4.3	2.7	2.4	5.3	2.1	2.4
Exportations	4.2	5.0	0.6	(3.2)	(0.6)	0.2	(5.6)	1.6
Importations	7.5	0.3	0.7	(0.1)	0.7	0.1	(0.9)	1.9
Variation des stocks (millions \$)	51,121	25,497	14,284	17,027	18,148
Demande intérieure	3.3	1.1	2.1	2.1	1.6	3.6	1.0	1.8
Revenu réel disponible	(0.3)	1.6	4.6	2.1	1.2	4.8	0.9	1.3
Emploi	4.1	3.0	1.9	1.2	0.2	1.6	0.5	0.6
Taux de chômage	5.3	5.4	6.4	7.0	7.1	6.7	7.3	7.0
Taux d'inflation	6.8	3.9	2.4	2.0	2.1	1.9	2.2	2.3
Bénéfices avant impôts	17.9	(14.8)	(3.1)	3.1	1.5	(3.0)	(2.1)	4.2
Compte courant (milliards, \$)	(8.7)	(18.4)	(13.0)	(50.0)	(52.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2024	2025	2026
	17/10/25	T4 2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026			
Taux à un jour	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	3.25	2.00	2.00
Taux préférentiel	4.50	4.00	4.00	4.00	4.00	5.25	4.00	4.00
Bons du Trésor 3M	2.36	2.10	2.05	2.00	1.95	3.15	2.10	2.15
Obligations fédérales								
2 ans	2.38	2.35	2.30	2.25	2.25	2.94	2.35	2.40
5 ans	2.66	2.65	2.55	2.55	2.60	2.97	2.65	2.70
10 ans	3.10	3.20	3.15	3.20	3.25	3.24	3.20	3.30
30 ans	3.60	3.65	3.60	3.60	3.65	3.34	3.65	3.70
Taux de change								
CAD par USD	1.41	1.42	1.38	1.36	1.34	1.44	1.42	1.33
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	58	55	57	60	62	72	55	64

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.4	2.1	2.0	(1.6)	0.5	0.8	1.4	1.8
IPC (var. a/a %)	2.0	1.9	2.3	1.8	2.0	2.2	1.9	2.4
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.5	2.1	2.5	2.6	2.5	2.5	2.3	2.1
Taux de chômage (%)	6.6	6.7	6.6	6.9	7.1	7.3	7.3	7.2

Banque Nationale du Canada

Prévisions économiques provinciales

	2022	2023	2024e	2025p	2026p	2022	2023	2024e	2025p	2026p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-2.6	2.4	1.4	1.3	6.5	-5.5	3.2	0.6	2.0
Île-du-Prince-Édouard	4.4	2.2	3.6	1.8	1.1	10.4	4.9	5.8	4.1	3.3
Nouvelle-Écosse	3.5	2.0	2.7	1.3	1.1	7.4	8.0	5.0	3.5	2.9
Nouveau-Brunswick	2.0	1.6	1.8	1.0	0.9	10.4	3.2	4.4	3.8	3.3
Québec	3.4	0.6	1.3	0.7	1.0	8.7	5.0	5.4	3.7	2.8
Ontario	4.1	1.7	1.4	1.0	1.0	9.4	5.4	5.3	3.5	3.0
Manitoba	4.2	1.7	1.1	1.2	1.1	10.8	4.5	3.3	4.6	3.2
Saskatchewan	7.2	2.3	3.4	1.9	1.8	30.4	-4.8	5.3	4.4	2.1
Alberta	6.0	2.3	2.7	1.8	1.8	24.4	-4.3	5.1	3.0	2.5
Colombie-Britannique	4.0	2.4	1.2	1.2	1.3	10.8	3.6	4.0	3.9	3.5
Canada	4.2	1.5	1.6	1.2	1.2	12.4	2.9	4.7	3.5	2.9
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	4.0	1.7	2.7	-0.4	-0.3	11.1	9.8	10.0	10.5	10.9
Île-du-Prince-Édouard	5.0	6.2	3.6	0.8	0.7	7.7	7.3	7.8	8.3	7.9
Nouvelle-Écosse	3.5	2.7	3.1	0.6	0.6	6.6	6.4	6.5	6.7	6.6
Nouveau-Brunswick	2.9	3.4	2.8	1.0	0.5	7.2	6.6	7.1	7.5	7.4
Québec	3.1	2.9	0.9	1.6	0.2	4.3	4.4	5.4	5.9	6.0
Ontario	4.8	3.1	1.7	0.8	0.1	5.6	5.6	7.0	7.8	7.9
Manitoba	3.6	2.7	2.6	1.5	0.3	4.5	4.9	5.5	6.1	6.1
Saskatchewan	3.5	1.6	2.6	2.4	0.5	4.6	4.7	5.5	5.3	5.5
Alberta	4.9	3.7	2.9	2.2	0.6	5.8	5.9	7.1	7.7	8.0
Colombie-Britannique	3.4	2.6	2.4	1.0	0.2	4.6	5.2	5.6	6.3	6.5
Canada	4.1	3.0	1.9	1.2	0.2	5.3	5.4	6.4	7.0	7.1
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.5	1.0	1.7	1.5	1.0	6.4	3.3	1.8	1.5	1.8
Île-du-Prince-Édouard	1.0	0.9	1.2	1.7	1.0	8.9	2.9	1.9	1.5	1.6
Nouvelle-Écosse	5.6	7.1	7.4	9.5	8.0	7.5	4.0	2.3	2.0	2.0
Nouveau-Brunswick	4.6	4.7	6.2	7.4	6.0	7.3	3.5	2.2	1.7	2.0
Québec	58.5	39.9	48.8	59.0	56.5	6.7	4.5	2.3	2.2	1.6
Ontario	96.0	90.0	74.5	67.5	62.0	6.8	3.8	2.4	2.0	2.1
Manitoba	8.1	7.1	7.2	7.8	7.0	7.9	3.6	1.0	2.5	1.9
Saskatchewan	4.2	4.6	4.3	6.5	5.8	6.6	3.9	1.4	2.2	2.0
Alberta	36.4	35.9	47.8	55.8	55.5	6.5	3.3	2.9	2.0	1.9
Colombie-Britannique	46.7	50.6	45.8	45.0	42.0	6.9	4.0	2.6	2.3	1.9
Canada	262.7	241.8	245.1	261.7	244.8	6.8	3.9	2.4	2.0	2.1

e: estimé

p: prévision

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



Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:
BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :
514-879-2529

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

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

Jocelyn Paquet
Économiste principal
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms
Économiste principal
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme
Économiste principale
alexandra.ducharme@bnc.ca

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

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

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

Ethan Currie
Stratège
ethan.currie@bnc.ca

Angelo Katsoras
Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Nathalie Girard
Coordonnatrice senior
n.girard@bnc.ca

Giuseppe Saltarelli
Infographiste
giuseppe.saltarelli@bnc.ca

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

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

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

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

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. 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. 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 n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

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