

Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich, Ethan Currie et Warren Lovely

- L'administration fédérale américaine étant paralysée depuis le 1^{er} octobre, la publication de plusieurs semaines de données économiques a été retardée, ce qui embrouille le tableau de la situation économique pour les artisans de la politique monétaire. En pratique, cela signifie que l'évaluation de l'économie par le FOMC ne changera probablement pas par rapport à celle de septembre. À l'époque, c'est le ralentissement de la croissance de l'emploi qui retenait l'attention et tout laisse penser que cela continuera à court terme même si les données gouvernementales officielles ne peuvent pas le confirmer. Si la Fed considère l'économie sous le même jour, cela signifie que sa réflexion sur les taux d'intérêt sera probablement la même qu'il y a un mois, quand elle a signalé une baisse supplémentaire du taux directeur de 50 pb en 2025. Reflétant cela, les marchés ont (effectivement) intégré une réduction des taux en octobre et jugent une autre très probable en décembre. Nous partageons leurs vues.
- Alors que la croissance de l'emploi a indéniablement ralenti, on ne sait pas de façon claire à quel point le marché du travail accumule des *ressources inutilisées*. Comme la croissance de la population américaine ralentit fortement en 2025, le point mort du taux de croissance de l'emploi a chuté. Dans l'ensemble, nous prévoyons une remontée du taux de chômage, mais moins haut et moins vite que ce qui est peut-être anticipé. Pour l'heure, le marché du travail donnera à la Fed le feu vert pour la détente (avec des baisses de taux jusqu'en 2026), mais cette fenêtre d'opportunité pourrait ne pas rester ouverte bien longtemps. À un certain point, les responsables de la politique monétaire seront bien obligés de reconnaître qu'une croissance plus lente de l'emploi n'est pas nécessairement synonyme d'un affaiblissement du marché du travail. Et une fois cette concession faite, ce qui sera plus facile avec la poursuite d'une croissance du PIB à hauteur ou à proximité de son potentiel, propulsée par les mesures de stimulation budgétaires à venir, l'attention se tournera de nouveau vers l'inflation. Cette dernière était passée à l'arrière-plan dernièrement, mais il sera probablement de plus en plus difficile pour le FOMC d'ignorer l'inflation supérieure à la cible pendant quelques années de plus.
- Alors que les données sur l'emploi au Canada se sont révélées *extrêmement* variables dernièrement, l'orientation du marché du travail du pays reste claire à nos yeux : les capacités inutilisées augmentent. Que l'on considère le marché du travail sur les 2, 3, 4, 5, 6, 7 ou 8 derniers mois (depuis le début de la présidence Trump), la croissance de l'emploi a été lente, bien inférieure au taux du point mort auquel le taux de chômage reste stable. Si la Banque du Canada pensait que le marché du travail était suffisamment léthargique pour justifier une baisse du taux de financement à un jour en septembre, nous ne croyons pas qu'un seul mois de vigueur d'un rapport très volatil devrait changer fondamentalement son appréciation. En prévision de la décision d'octobre, l'attention se tourne maintenant vers l'inflation et l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la BdC. Si les nouveaux rapports réaffirment les tendances récentes, une baisse des taux en octobre reste l'issue la plus probable.
- L'incertitude augmente après octobre puisque la décision sur les taux sera suivie du dépôt d'un budget fédéral attendu de longue date. Le déficit augmentera, ce n'est pas un secret, mais nul ne sait exactement *de combien*. Et la fonction de réaction qui sera celle de la BdC n'est pas évidente non plus. Une politique budgétaire plus détendue finira par exercer une pression à la hausse sur la croissance du PIB et sur l'inflation, mais cela aura-t-il un impact immédiat pour soulager l'économie de son malaise actuel? Peut-être pas. La Banque devra mettre dans la balance la faiblesse qui se *matérialise* et les *anticipations* d'un rebond l'an prochain. Si nous étions à Ottawa, nous nous concentrerions sur le premier volet maintenant et nous occuperions du deuxième plus tard, s'il se manifeste et quand cela se produira. Pour nous, cela implique une baisse des taux additionnelle d'ici la fin de l'année, le cycle de détente se terminant à 2 %.
- Entre une inflation persistante, une économie américaine toujours vigoureuse et des pressions budgétaires qui se maintiennent, nous entrevoyons peu de raisons d'une baisse des rendements des obligations du Trésor américain à long terme sur notre horizon de prévision. Les réductions de taux directeur exerceront une certaine pression à la baisse, mais cela sera largement compensé par les facteurs mentionnés ci-dessus. Les taux à 10 ans devraient rester nettement au-dessus de 4 % et ceux à long terme continueront de flirter avec les 5 %. Alors que le Canada n'a pas à composer avec les mêmes risques d'inflation, l'orientation de la politique budgétaire est la même, comme dans la plupart des autres pays. Et tout soulagement de la courbe des obligations du Canada sera modeste, alors que les taux à long terme devraient se maintenir dans une fourchette étroite dans un avenir prévisible, même avec des baisses du taux de financement à un jour.

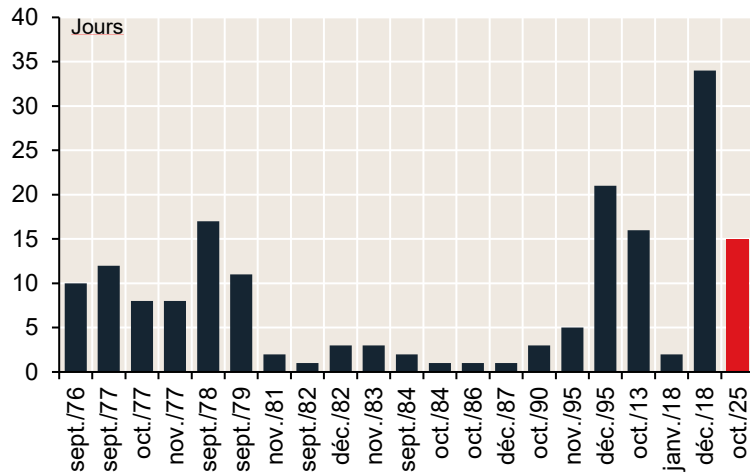
États-Unis							Canada						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A	Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
15-Oct-25	4.25	3.86	3.48	3.60	4.02	4.62	15-Oct-25	2.50	2.38	2.44	2.71	3.14	3.63
T4:2025	3.75	3.60	3.50	3.65	4.05	4.70	T4:2025	2.00	2.10	2.35	2.65	3.20	3.65
T1:2026	3.50	3.45	3.45	3.60	4.10	4.75	T1:2026	2.00	2.05	2.30	2.55	3.15	3.60
T2:2026	3.50	3.30	3.35	3.55	4.10	4.80	T2:2026	2.00	2.00	2.25	2.55	3.20	3.60
T3:2026	3.50	3.30	3.40	3.60	4.10	4.80	T3:2026	2.00	1.95	2.25	2.60	3.25	3.65
T4:2026	3.50	3.35	3.45	3.65	4.15	4.80	T4:2026	2.00	2.15	2.40	2.70	3.30	3.70
T1:2027	3.50	3.35	3.45	3.65	4.20	4.85	T1:2027	2.25	2.40	2.50	2.80	3.35	3.75
T2:2027	3.50	3.35	3.50	3.70	4.25	4.85	T2:2027	2.50	2.60	2.70	2.90	3.40	3.80
T3:2027	3.50	3.35	3.50	3.70	4.30	4.90	T3:2027	2.75	2.65	2.85	3.00	3.40	3.80

FOMC : La fenêtre d'opportunité pour une baisse des taux se fermera vite

Les projets de loi de finances républicain et démocrate n'ayant pas obtenu la majorité qualifiée de 60 voix, l'appareil d'État fédéral américain s'est arrêté pour la première fois depuis six ans le 1^{er} octobre. Deux semaines plus tard, rien n'a changé et aucune fin de l'impasse n'est en vue. Ce n'est pas la première paralysie de l'administration américaine, mais sa durée est déjà une des plus longues (le record datant de 2018-2019 avec 34 jours d'arrêt). Résultat, la publication de plusieurs semaines de données économiques a été retardée. Cela embrouille naturellement la situation pour l'autorité monétaire et implique que la réflexion du FOMC sur l'économie ne changera probablement pas par rapport à septembre. Cela signifie aussi que la trajectoire attendue du taux directeur (50 pb de baisse de plus en 2025) restera probablement intacte. Par conséquent, les marchés anticipent effectivement une baisse des taux à la fin du mois.

Cette paralysie est déjà une des plus longues

Durée des insuffisances de financement (d'au moins une journée) depuis 1976

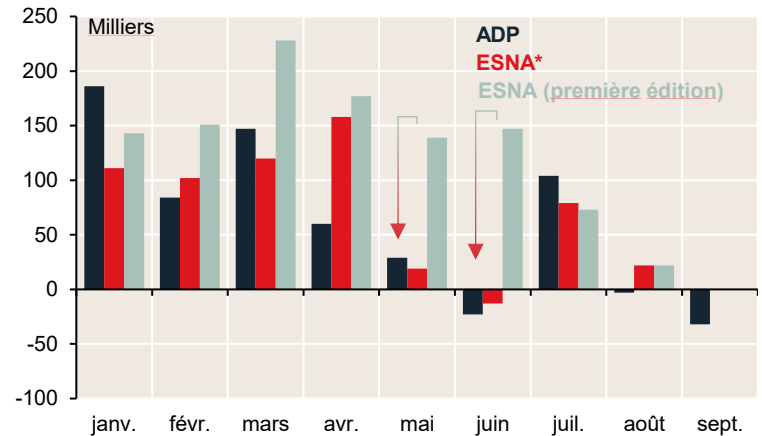


Source : BNC, Chambre des représentants des États-Unis

Il ne fait aucun doute que c'est l'évolution antérieure du marché du travail qui a conduit la Fed à baisser le taux directeur en septembre. Et alors que les données gouvernementales officielles sur l'emploi n'ont pas été publiées plus tôt ce mois, celles du secteur privé n'auraient probablement pas conduit le FOMC à revoir son évaluation à la hausse. La perte de 32 000 emplois selon ADP pourrait se révéler un peu plus faible que la variation de l'emploi « véritable », mais nous ne pensons pas que le chiffre en soit très éloigné. Après les révisions des effectifs salariés non agricoles, ADP a relativement bien réussi à estimer les variations de l'emploi en 2025. Quant à savoir si les ressources inutilisées du marché du travail augmentent beaucoup, c'est un tout autre débat. Alors que la croissance de la population des États-Unis ralentit fortement en 2025, le taux au point mort de la croissance de l'emploi a considérablement baissé. À notre avis, le taux de chômage pointe encore vers le haut, mais peut-être moins et à un rythme plus graduel que ce qui est généralement anticipé.

Les chiffres d'ADP sont le meilleur indicateur de la croissance de l'emploi dont nous disposons

Croissance de l'emploi aux É.-U. en 2025 : données du BLS et d'ADP



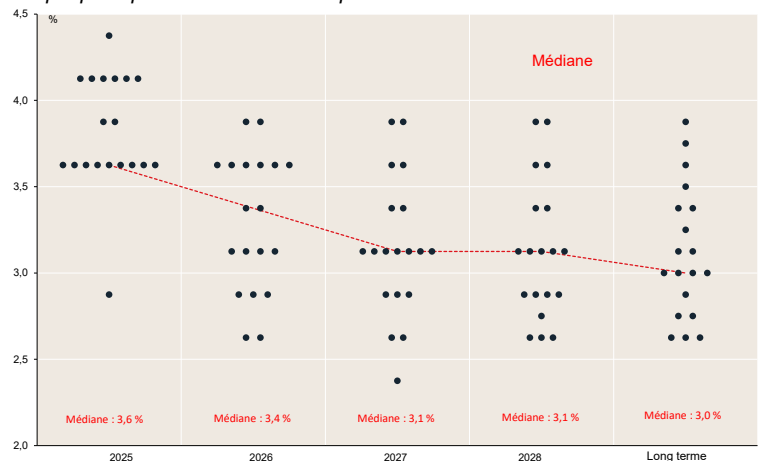
*ESNA : Effectifs salariés non agricoles

Source : NBC, BBG

Cette attention disproportionnée sur le rythme des embauches permettra à l'autorité monétaire de réduire un peu plus les taux d'intérêt. Conformément au graphique à points de septembre, nous nous attendons à ce que la Fed baisse les taux à chacune de ses deux dernières décisions de l'année. Sa vision actuelle des choses pourrait lui donner le feu vert pour une dose de détente supplémentaire au début de l'année prochaine. Cependant, nous croyons que la fenêtre d'opportunité pour réduire les taux d'intérêt ne restera pas ouverte longtemps. À un certain point, les responsables de la politique monétaire seront bien obligés de reconnaître qu'une croissance plus lente de l'emploi n'est pas nécessairement synonyme d'un affaiblissement du marché du travail. Et une fois cette concession faite, ce qui sera plus facile avec la poursuite d'une croissance du PIB à hauteur ou à proximité de son potentiel propulsée par les mesures de stimulation budgétaires à venir, l'attention se tournera de nouveau vers l'inflation.

La médiane indique deux baisses de plus cette année

Graphique à points du FOMC de septembre 2025



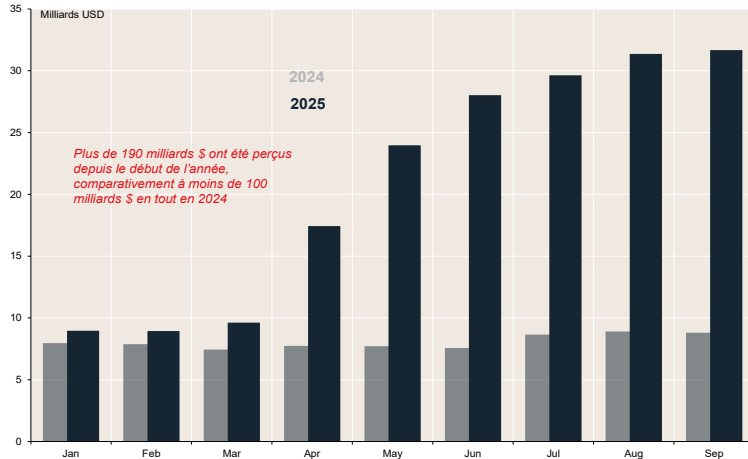
Source : BNC, FRB

Pour être justes, les responsables de la politique monétaire n'ont pas entièrement écarté les risques d'inflation. Le procès-verbal de la réunion de septembre a révélé que la plupart des participants considéraient toujours que le risque d'inflation penchait du côté d'une hausse. Nous partageons cet avis et prévoyons que certains de ces risques se matérialiseront au cours des prochains trimestres. Ce serait le résultat à la fois d'une surchauffe potentielle de l'économie américaine et de l'impact

des droits de douane. Si ces derniers ont eu une incidence relativement modeste sur l'inflation jusque-là cette année, nous pensons que l'évitement de ses répercussions ne pourra durer qu'un temps. Tôt ou tard, les centaines de milliards de dollars de coûts additionnels que subiront les entreprises seront répercutés sur les consommateurs. Résultat : l'inflation devrait se situer autour de 3 % dans un avenir prévisible.

Les recettes douanières ont bondi en 2025

Recettes douanières américaines mensuelles : 2024 comparativement à 2025



Source : BNC, BBG, Trésor des États-Unis

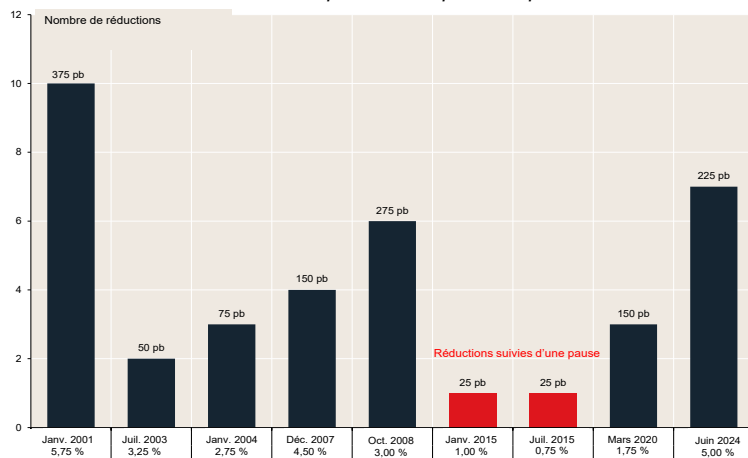
Entre une inflation persistante, une économie américaine toujours vigoureuse et des pressions budgétaires qui ne se démentent pas, nous voyons peu de raisons pour que les taux à long terme baissent sur notre horizon de prévision. Les réductions de taux appliqueront une certaine pression à la baisse, mais celle-ci sera largement compensée par les facteurs mentionnés précédemment. Les taux à 10 ans devraient se maintenir bien au-dessus de 4 % et ceux à long terme continueront de flirter avec les 5 %.

BdC : Qui réduit une fois réduira (probablement) de nouveau

Après des données décevantes sur l'emploi et une évolution encourageante de l'inflation, la BdC a relancé son cycle de détente en septembre. Historiquement, il est rare que la Banque saute dans l'arène pour réduire les taux une fois et se remettre immédiatement sur la touche. C'est pourtant à cela que certains s'attendent après la dernière vague de données sur l'emploi.

La BdC réduit habituellement les taux en plusieurs tranches

Réductions consécutives des taux par la BdC après une période de maintien

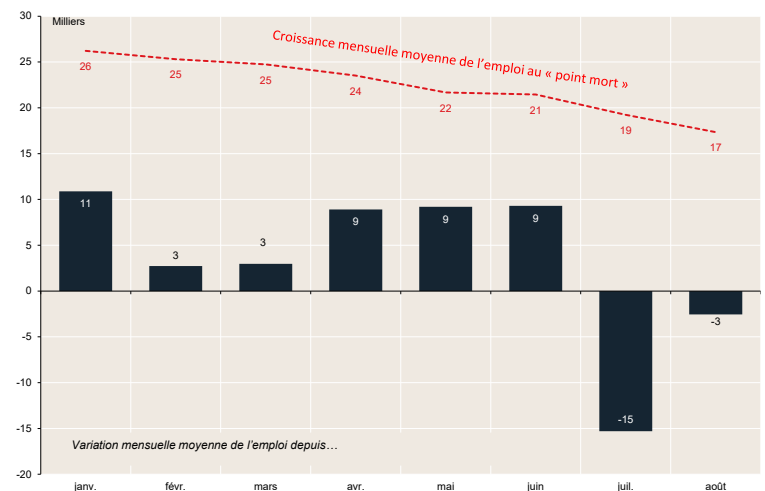


Source : BNC, BBG, BdC | Étiquette = baisse totale du cycle. Axe X = Date de la première baisse, date de début

La perte de plus de 100 000 emplois en juillet et août a été suivie d'une augmentation de 60 000 postes en septembre, ce qui a ravivé les interrogations sur le degré de faiblesse réel du marché du travail canadien. Alors que les données sur l'emploi au Canada se sont révélées extrêmement variables dernièrement, l'orientation du marché du travail du pays reste claire à nos yeux : les capacités inutilisées augmentent. Que l'on considère le marché du travail sur les 2, 3, 4, 5, 6, 7 ou 8 derniers mois (depuis le début de la présidence Trump), la croissance de l'emploi a été faible, bien inférieure au taux du point mort qui maintient un taux de chômage stable. Si la Banque du Canada pensait que le marché du travail était suffisamment léthargique pour justifier une baisse du taux de financement à un jour en septembre, nous ne croyons pas qu'un seul mois de vigueur d'un rapport très volatil devrait changer fondamentalement son appréciation.

Malgré le brouhaha extrême, la croissance du marché du travail est léthargique en 2025

Croissance mensuelle moyenne de l'emploi au Canada et croissance moyenne de l'emploi au point mort



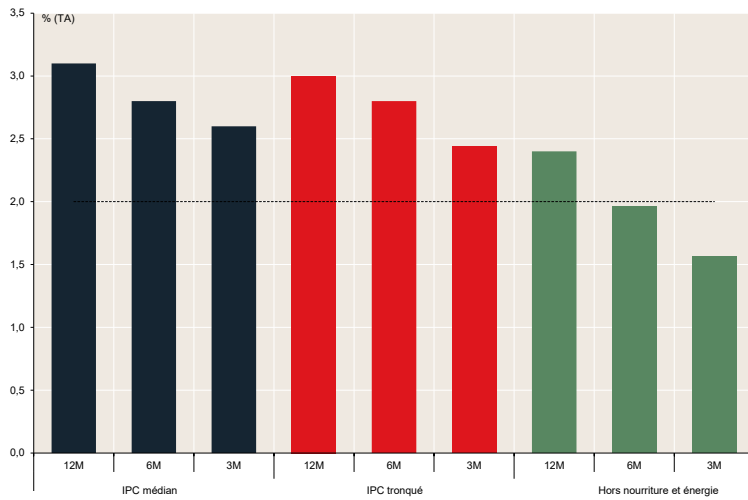
Source : BNC, Statistique Canada | Nota: Point mort = croissance de l'emploi nécessaire pour que le taux de chômage reste stable.

D'autres données ne lui inspireront pas une grande confiance dans la durabilité du rythme de croissance de l'emploi en septembre. Le taux de postes vacants au Canada a continué de baisser en juillet, signe d'une demande de main-d'œuvre tiède. Il y a maintenant 3,3 travailleurs sans emploi pour chaque poste à pourvoir. C'est plus que jamais depuis 2016 (hormis la COVID) et cela dépasse de loin le rapport de 1/1 de 2022.

On remarquera que ce n'est pas seulement le marché du travail qui a contribué à la décision de la BdC de réduire les taux d'intérêt. L'évolution de l'inflation était aussi encourageante. Les mesures de la dynamique de l'inflation de base ont baissé ces derniers mois. Par ailleurs, l'élimination des droits de douane de rétorsion écarte un risque de hausse potentiel. La Banque reconnaît que les deux principales sources d'inflation actuellement – les biens autres que l'énergie et le logement – vont probablement tarir à l'avenir. En outre, l'allocation du sous-gouverneur Rhys Mendes indiquait que la banque n'accordait pas trop de crédit à ses indicateurs fondamentaux « préférés » : l'IPC tronqué et l'IPC médian. Ce rythme de l'inflation permet plus facilement d'ignorer des chiffres plus élevés de l'emploi.

L'inflation perd de son élan

Mesures choisies de l'inflation de base canadienne



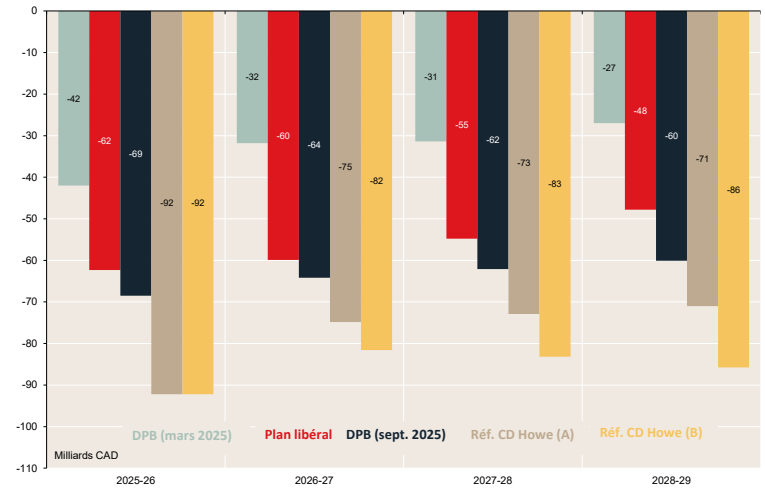
Source : BNC, Statistique Canada | Nota : les mesures 3M et 6M sont annualisées

L'autre élément clé qui dictera la décision de la Banque à la fin du mois sera son Enquête sur les perspectives des entreprises. Le thème du rapport du dernier trimestre était une perte de confiance des entreprises, une détérioration des perspectives de vente, un ralentissement de l'embauche et l'anticipation d'une inflation plus contenue. La persistance de ces dynamiques, qui semble probable au vu de l'incertitude encore élevée, impliquerait une période encore plus longue de croissance inférieure à la tendance et maintiendrait la probabilité d'une réduction des taux d'intérêt en octobre.

L'incertitude ne fait qu'augmenter en octobre puisque la décision de la Banque sera suivie du dépôt d'un budget fédéral attendu de longue date. Le déficit augmentera, ce n'est pas un secret, mais nul ne sait exactement *de combien*. Et la fonction de réaction qui sera celle de la BdC n'est pas évidente non plus. Une politique budgétaire plus détendue finira par exercer une pression à la hausse sur la croissance du PIB et sur l'inflation, mais cela aura-t-il un impact immédiat pour soulager l'économie de son malaise actuel? Peut-être pas. La Banque devra mettre dans la balance la faiblesse qui se *matérialise* aujourd'hui et les *anticipations* d'un rebond l'an prochain. Si nous étions à Ottawa, nous nous concentrerions sur le premier volet maintenant et nous occuperions du deuxième plus tard, s'il se manifeste et quand cela se produira. Pour nous, cela implique une baisse des taux additionnelle d'ici la fin de l'année, le cycle de détente se terminant à 2 %.

Quelle sera l'ampleur du déficit fédéral au juste?

Estimations de l'équilibre budgétaire canadien : Base d'avant les élections et mise à jour plus récente



Source : BNC, PLC, DPB, CD Howe | Nota : Estimations CD Howe du rapport de juillet 2025.

Pour les taux des obligations à long terme, le taux de financement à un jour n'est qu'une partie de l'équation. Les marchés sont naturellement plus prospectifs et resteront focalisés sur la transition canadienne et mondiale vers des politiques budgétaires plus relâchées. Cela pourrait maintenir les obligations du Canada dans une fourchette étroite pendant un avenir prévisible, mais cette perspective n'est pas une exclusivité 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 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.