

La BdC devrait offrir une prévision du taux de chômage

Par Warren Lovely, Stéfane Marion et Matthieu Arseneau

Il y a cinq ans, nous plaidions pour que la Banque du Canada ajoute le taux de chômage à sa liste abrégée de variables économiques projetées trimestriellement dans le *Rapport sur la politique monétaire (RPM)*. À l'époque, nous parlions du taux de chômage comme du maillon manquant dans la prévision macroéconomique de la BdC. Malheureusement, nous n'avons pas été entendus. Mais il n'est pas trop tard pour revoir la question, donc, nous la soulevons de nouveau. Il est temps que la Banque du Canada intègre de manière permanente le taux de chômage dans ses prévisions économiques de base. Il n'y a aucune raison de tarder; plus tôt la prévision économique de la Banque sera enrichie, mieux ce sera.

Concordance avec le mandat de la politique monétaire

Le cadre de politique monétaire actuel de la Banque du Canada est centré sur la stabilité des prix. Plus précisément, l'objectif est de maintenir l'inflation mesurée par l'IPC d'une année à l'autre au point médian de la fourchette de contrôle de 1 à 3 % (c.-à-d., ciblant 2 %). *Stricto sensu*, on pourrait appeler cela un mandat unique et, comme nous allons le démontrer, c'est une manière relativement commune de conduire la politique monétaire. Une concentration explicite sur la stabilité des prix fait de la prévision de l'inflation un incontournable. Par conséquent, les projections par la BdC de l'inflation d'ensemble et plus récemment de l'inflation mesurée par l'IPC fondamental sont présentées en détail dans le *RPM* (en plus des prévisions de croissance du PIB réel).

Autant une inflation basse et stable est l'objectif principal, autant le cadre existant – qui doit être renouvelé avant la fin de l'année – reconnaît que « la politique monétaire devrait continuer de soutenir l'atteinte du niveau d'emploi durable maximal ».

Le marché du travail n'est pas appelé à supplanter l'inflation et un simple décompte du vocabulaire illustre cette subordination notionnelle. Le mot « inflation » est mentionné plus de 500 fois dans le document sur le renouvellement de la politique monétaire 2021 de la BdC, contre moins de deux fois moins pour les mots « emploi », « travail » et « postes » ensemble (un peu plus de 200 fois, ce qui est encore nettement supérieur au nombre d'occurrences du mot « croissance »).

Il est indiscutable que la stabilité des prix est le principal sujet d'attention de la BdC et nous croyons que cela devrait rester le cas lors du prochain renouvellement du cadre de politique monétaire. Oui, c'est bien notre recommandation officielle. Mais un niveau d'emploi durable maximal devrait aussi être retenu comme objectif complémentaire – ce qui a autant de sens aujourd'hui qu'en 2021. La Banque ne devrait-elle pas exposer son raisonnement sur ce sujet? Après tout, la théorie économique classique postule que l'inflation et le chômage sont interreliés. (Voir la courbe de Phillips.) Qu'on s'efforce d'atteindre un niveau d'emploi durable maximum ou non, il est peut-être tout aussi approprié de projeter les ressources inutilisées du marché que de prévoir la croissance du PIB (et, par extension, l'écart de production).

Au-delà de la politique monétaire, la Banque du Canada a pour mandat de surveiller le système financier. Pour cela, elle produit une évaluation détaillée dans son *Rapport sur la stabilité financière* annuel (dont la version la plus récente vient de paraître il y a quelques jours). L'endettement des ménages reste le premier sujet qui vient à l'esprit dans

ce contexte, et la BdC note à juste titre que « [c]'est principalement par le marché du travail que les ménages ressentiraient les effets ».

Il est important d'avoir une idée du marché du travail quand les choses vont bien et d'autant plus quand des temps difficiles s'annoncent. De fait, dans un discours important, le sous-gouverneur externe de la BdC, Nicolas Vincent, a récemment soulevé des questions graves au sujet de la capacité du marché du travail de s'adapter à d'importants changements structurels, dont le protectionnisme commercial des États-Unis, l'ascension de l'IA et le ralentissement de la croissance démographique. Comme l'a dit M. Vincent, « [il] est difficile de distinguer les changements temporaires de ceux qui sont durables [sur le marché du travail], mais c'est essentiel ». Nous sommes bien d'accord. Si la BdC ne peut pas détourner le regard du marché du travail, il serait utile de savoir non seulement ce qu'elle constate, mais aussi ce qu'elle prévoit.

Enfin, dans la mesure où la BdC réfléchit à des considérations sociales, dont la distribution de la richesse et l'égalité en matière de revenus, les prévisions du marché du travail sont absolument vitales.

Pour être justes, le *RPM* de la BdC contient en général beaucoup de commentaires et d'analyses sur le marché du travail. Et pourtant, quelque chose d'important manque : une projection officielle. Ajouter ne serait-ce qu'un simple indicateur du marché du travail au tableau des prévisions économiques de la BdC concorderait parfaitement avec le mandat établi de la Banque, reconnaissant le lien entre l'inflation et le chômage tout en illustrant simultanément une concentration sur un niveau d'emploi durable maximal. Quant à l'étalon de mesure le mieux adapté à cette mission, il y a une option évidente : le taux de chômage.

Largement compris et généralement reconnu

Existe-t-il un concept économique plus largement compris ou généralement reconnu que le taux de chômage? Pas beaucoup, voire aucun. Cette statistique – la proportion de personnes sans emploi dans la population active qui recherchent activement du travail – est une mesure fondamentale de la performance économique.

Le dernier renouvellement du cadre de politique monétaire de la BdC ne mettait en lumière que quelques variables économiques de base – le taux de chômage, la croissance du PIB réel et l'inflation mesurée par l'IPC – pour établir la performance du Canada avant et après le passage à un régime de ciblage de l'inflation.

Le plus récent *RPM* de la Banque (paru en avril) place lui aussi le taux de chômage en tête de la liste des indicateurs du marché du travail où les ressources inutilisées sont surveillées de près. Idem lorsqu'on examine les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada. On peut discuter à satiété de toute la gamme de mesures qui relèvent de la section du marché du travail de ces listes, mais le taux de chômage en fera toujours partie. Il ne devrait guère y avoir de débat à ce sujet.

Dans leurs communications officielles, les membres du Conseil de direction offrent régulièrement des appréciations qualitatives de la performance attendue du marché du travail. Ces remarques donnent l'impression que la BdC a une opinion sur le taux de chômage (si ce n'est d'autres mesures des ressources inutilisées sur le marché du travail).

Nous lui demandons de quantifier sa réflexion, idéalement en positionnant le taux de chômage en regard de la meilleure estimation du chômage tendanciel/naturel.

Pendant ce temps, à Statistique Canada – qui produit une grande partie des données clés sur lesquelles s'appuie la BdC –, la page d'accueil principale de l'agence présente quatre indicateurs clés : la population, l'inflation mesurée par l'IPC, la croissance du PIB réel et, vous l'avez deviné, le taux de chômage. Quand Statistique Canada publie son plus important rapport sur le marché du travail – l'Enquête sur la population active mensuelle –, les deux informations les plus importantes se rapportent au changement de l'emploi et au taux de chômage.

Il s'ensuit que, lorsque les médias rendent compte de la performance économique canadienne, le taux de chômage est utilisé de manière fiable. Il est tout simplement mieux compris par ceux qui consomment les nouvelles. Ces dernières années, la Banque du Canada a mis davantage l'accent dans ses communications sur l'objectif de « bâtir la confiance » et de s'assurer que les Canadiens comprennent les interventions de politique monétaire. Cet effort comprenait le recours à un langage simple et clair. Le prolongement naturel de stratégie de communication implique présumément le recours à des mesures et à des statistiques plus faciles à comprendre.

Nous n'avons aucun parti pris contre l'analyse statistique raffinée/complexes, mais si la priorité est de se faire comprendre, la banque centrale pourrait préférer des concepts facilement assimilables, comme le taux de chômage. À bien y penser, il y a un très important sujet connexe qui est de savoir comment la BdC pourrait le mieux mesurer et communiquer l'inflation fondamentale. Nous avons bien fait connaître nos opinions et préférences. Consultez notre *Étude spéciale* [ici](#).

Des limites certes, mais quelle statistique ne comporte aucune nuance?

Certes, comme concept statistique, le taux de chômage a ses limites. C'est une mesure imparfaite des ressources inutilisées. Le taux de chômage est dérivé d'une enquête mensuelle auprès des ménages, ce qui est notoirement variable (c.-à-d., les fourchettes de confiance peuvent être larges).

Mais le plus remarquable est peut-être que la notion de taux de chômage est sensible à un effet de travailleur potentiel découragé. Quand les temps sont durs/incertains, les demandeurs d'emploi peuvent abandonner, se retirer de la population active (qui est le dénominateur dans le calcul du taux de chômage). Dans le domaine de l'analyse du marché du travail, les économistes pourraient bien considérer le *taux d'emploi* comme une mesure plus exacte de l'utilisation de la main-d'œuvre. Contrairement au taux de chômage, le taux d'emploi tient compte des changements cycliques de participation à la population active. Il n'y a pas d'effet de travailleurs découragés. Cependant, cet indicateur rend difficile la comparaison des données (et donc de connaître les ressources inutilisées du marché du travail) avec le temps parce qu'il est affecté par des changements structurels de la composition de la population (p. ex., une plus grande proportion de femmes, le vieillissement de la population, etc.). C'est pourquoi le taux d'emploi est beaucoup moins communément utilisé et accepté.

Plus fondamentalement, dans la recherche du niveau d'emploi durable maximal, il faut comprendre le taux de chômage tendanciel ou naturel. Ici, la BdC cite des travaux antérieurs montrant que les intervalles de confiance entourant les estimations du chômage tendanciel peuvent être larges. C'est un argument tout à fait pertinent.

Pendant ce temps, en ce qui concerne les relations économiques, la courbe de Phillips – qui, dans sa forme la plus commune, établit un lien

entre l'inflation et le taux de chômage – est également imparfaite. Le renouvellement du cadre de politique monétaire de la BdC (2021) consacrait une section aux « implications d'une courbe de Phillips plate », soulignant que celle-ci présente un risque aussi bien à la hausse qu'à la baisse pour la politique monétaire. En même temps, il explique que « la Banque pourrait décider de rechercher activement le niveau d'emploi durable maximal et de constamment en actualiser l'estimation ». Une surveillance plus active de l'état du marché du travail alors, ce qui, nous le reconnaissons, n'est pas la même chose que de s'engager sur une prévision.

Tout cela pour dire que le taux de chômage n'est assurément pas l'alpha et l'oméga des statistiques économiques. Mais trouvez une mesure de capacité concurrente qui est dénuée de toute nuance, libre de technicités subtiles et sans aspects négatifs?

L'écart de production? C'est effectivement un élément à prendre en considération, on le comprend bien, mais cette mesure ésotérique tombe à plat. Le PIB réel peut faire l'objet de révisions importantes, ce qui risque d'altérer la compréhension des ressources économiques inutilisées mesurées par l'écart de production. C'est une réalité avec laquelle la BdC a été forcée de composer récemment, puisque des révisions à la hausse importantes des données antérieures du PIB ont modifié la conclusion sur la croissance potentielle. Malgré de sérieuses anomalies dans la mesure du PIB réel, la BdC offre une prévision à ce sujet et établit une estimation de l'écart de production selon la proverbiale méthode du doigt mouillé.

L'inflation peut aussi être difficile à mesurer avec précision. Au-delà de problèmes de collecte de données et de la nécessité associée d'en tirer des déductions statistiques, les habitudes de dépenses des consommateurs évoluent. On peut donc débattre de la validité de la représentation des pressions de l'inflation mesurée par l'IPC sur le coût de la vie que subissent effectivement les ménages. Sous l'angle de la politique monétaire, il y a l'enjeu plus important consistant à déterminer comment mesurer et présenter l'inflation sous-jacente ou fondamentale. Disons simplement que l'approche de la Banque du Canada s'est révélée loin d'être constante au fil des ans.

Bref, s'il existe une mesure de la capacité véritablement sans défaut, nous la cherchons encore. Le taux de chômage n'est pas parfait, mais il fait l'affaire. Alors que les participants aux marchés financiers tiennent certainement compte d'indicateurs divers et variés de la santé du marché du travail lorsqu'ils ajustent leurs opinions sur la politique monétaire, les alertes concernant le taux de chômage qui apparaissent sur leurs écrans sont les indicateurs le plus souvent utilisés de tous les indicateurs économiques publiés au Canada – avec l'IPC – ce qui en souligne l'importance pour la communauté financière.

En outre, on peut s'attendre à ce que le taux de chômage reste une des variables économiques les plus communément projetées.

Une des prévisions les plus communes offertes

La BdC n'établit peut-être pas de prévisions du taux de chômage (du moins pas encore), mais d'autres le font. Chez nous et à l'étranger, la plupart des prévisionnistes (sinon tous) du secteur privé ont une opinion du taux de chômage dans le cadre de toute prévision économique de base. Il s'ensuit que les sommaires des prévisions (qu'ils soient produits par Bloomberg, Consensus Economics, Focus Economics, etc.) comportent toujours les opinions assorties sur le chômage. Au Canada, vous n'aurez aucun mal à trouver des prévisions régionales du taux de chômage (pour chaque province, si ce n'est pour les grandes villes).

Les organismes internationaux, comme le FMI, l'OCDE et la Banque mondiale, ainsi que les cercles de réflexion sur des politiques, divers

consultants, des économistes universitaires et les agences de notation du crédit prédisent aussi le taux de chômage. Les gouvernements également. Un budget classique du secteur public ne comporte peut-être pas une projection de chaque statistique qui existe, mais on peut parier qu'il contient une projection du taux de chômage. Tout cela souligne l'importance fondamentale du marché du travail et l'acceptation généralisée du taux de chômage comme indicateur primaire.

Le taux de chômage est aussi une des données d'entrée les plus vitales dans les tests de résistance et la projection de la santé financière dans le secteur bancaire. Et ce, parce que le chômage est en corrélation avec le comportement des consommateurs, l'activité dans l'immobilier résidentiel, les pertes sur créances, etc. Étant donné l'importance de l'endettement des Canadiens et l'économie plus dépendante du secteur du logement du Canada, un aperçu des conditions du marché du travail pourrait être plus important ici que dans d'autres pays.

Et pourtant, les prévisions du taux de chômage sont monnaie courante dans le groupe de comparaison le plus proche de la Banque du Canada : d'autres banques centrales.

Les autres banques centrales comparables en conviennent

Comme nous l'avons détaillé en 2021, la plupart (mais pas toutes) des plus grandes banques centrales/les plus influentes du monde développé offrent des prévisions régulières du taux de chômage.

Dans quelques cas, il existe un mandat double, dans le cadre duquel l'autorité monétaire conduit explicitement la politique dans le but d'atteindre à la fois des objectifs en termes d'inflation *et* d'emploi. C'est notamment le cas de la Réserve fédérale américaine, qui vise à la fois un taux d'inflation mesurée par l'indicateur PCE de 2 % et un niveau d'emploi durable maximal. Il n'est pas étonnant que le *Sommaire des projections économiques* trimestriel du FOMC présente des prévisions médianes (plus une tendance centrale et une fourchette) du taux de chômage aux États-Unis en même temps que l'inflation d'ensemble/de base et la croissance du PIB réel.

La Reserve Bank of Australia (RBA) a explicitement adopté un mandat double en 2023. Mais même avant ce changement, la RBA se concentrait sur le plein emploi, ce qui comprenait des projections régulières du taux de chômage. De toute évidence, avec un double mandat, elle a toutes les raisons de continuer de projeter le taux de chômage de l'Australie et ces prévisions sont établies dans sa communication trimestrielle sur la politique monétaire, le *Statement on Monetary Policy*.

Prenant une autre tangente en 2023, la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) a officiellement réduit son mandat à la stabilité des prix. La Nouvelle-Zélande a peut-être abandonné le double mandat pour sa banque centrale, mais la RBNZ continue d'inclure le taux de chômage dans une poignée de mesures pour laquelle elle établit régulièrement des prévisions.

Malgré une concentration étroite, ou plus étroite, sur la stabilité des prix, un certain nombre d'autres banques centrales vénérables considèrent le taux de chômage comme suffisamment important pour qu'il mérite de faire l'objet de prévisions. Au-delà de la RBNZ, cette liste inclut la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Riksbank de Suède, la Norges Bank et la Banque d'Israël, pour n'en citer que quelques-unes. De fait, sur les dix banques centrales comparables à la BdC, seules la Banque du Japon et la Banque nationale suisse ne produisent pas de projection du taux de chômage.

Nous ne voulons pas laisser entendre que la politique monétaire du Canada devrait suivre aveuglément des voies tracées par d'autres. Le cadre d'une banque centrale et les décisions qui s'y rapportent doivent

être le mieux adaptés et calibrés pour l'économie nationale. Nous ne suggérons pas non plus qu'une banque centrale doit fournir un niveau indu d'indications prospectives sur ses intentions en matière de politique monétaire. Mais établir une prévision du taux de chômage ne constitue pas une assistance excessive aux participants du marché. Assurément, ces autres banques centrales qui projettent le taux de chômage sont sur une bonne piste.

En l'occurrence, la BdC fait davantage bande à part. Ses perspectives économiques ne sont certainement pas les « meilleures de la catégorie » (en termes d'exhaustivité), alors que ses parties prenantes clés ne disposent pas d'indications prospectives sur le marché du travail. Les ménages, les entreprises et les administrations publiques canadiens, sans mentionner l'armée croissante des investisseurs ayant une exposition directe ou indirecte à des actifs canadiens, auraient tout à gagner d'une prévision plus complète de la BdC. L'inflation des prix à la consommation, la croissance du PIB réel *et* le chômage devraient faire l'objet d'une projection.

En résumé...

La Banque du Canada aurait tout intérêt à intégrer officiellement le taux de chômage dans ses prévisions économiques, offrant une opinion officielle dans son *Rapport sur la politique monétaire* trimestriel. Nous sommes revenus bredouilles la dernière fois que nous en avons fait la demande, mais il est temps de revoir la question avec toute l'attention qu'elle mérite.

La prévision du taux de chômage demandée devrait idéalement être comparée à une estimation du niveau tendanciel/naturel. Cela permettrait à la Banque du Canada de se défaire potentiellement de sa mesure ésothérique de l'écart de production, qui est non seulement plus difficile à appréhender, mais qui est portée à subir des révisions non négligeables.

Le changement que nous préconisons donnerait aux parties intéressées (dont les ménages, les entreprises et les administrations publiques canadiens ainsi que les participants au marché) une compréhension plus claire de la manière dont la BdC anticipe l'évolution des ressources inutilisées. Certes, les mesures/estimations des capacités inutilisées du marché du travail sont imprécises. De nouvelles données arriveront, des événements transpireront, des menaces émergeront, les perspectives changeront. Mais que ce soit pour l'inflation, la croissance du PIB réel ou le taux de chômage, c'est une réalité avec laquelle tous les prévisionnistes (et preneurs de décisions économiques) doivent composer.

Nonobstant une courbe de Phillips plus plate, les conditions du marché du travail aideront à informer sur l'inflation. Si on prédit l'un, il faut aussi prédire l'autre. De plus, comme vient de le faire valoir la BdC elle-même, une surveillance plus étroite du marché du travail sera nécessaire à mesure que les changements se répercuteront sur l'économie. Cela plaide en faveur d'une opinion plus explicite sur l'évolution probable des conditions du marché du travail.

Ce n'est pas demander grand-chose, alors que la plupart des autres banques centrales de référence offrent déjà depuis longtemps une prévision du taux de chômage. S'il semble naturel de penser que le changement que nous proposons devrait faire partie du renouvellement du cadre de politique monétaire de la BdC, il n'y a vraiment pas de raison d'attendre. De notre point de vue, plus tôt la BdC changera d'optique au détriment de l'écart de production et au profit des ressources inutilisées sur le marché du travail, mieux cela vaudra.

Une nouvelle fois, pour être bien clairs, il n'est pas nécessaire de modifier le mandat explicite de la politique monétaire pour soutenir ou justifier cet ajout aux prévisions économiques de la Banque.

Tableau : La plupart des grandes banques centrales considèrent le taux de chômage comme suffisamment important pour l'inclure dans leurs prévisions

Comparaison d'éléments de prévisions macroéconomiques clés dans des banques centrales choisies

Pays/région	Canada	États-Unis	Zone euro	Japon	Royaume-Uni	Australie	Nouvelle-Zélande	Suisse	Suède	Novrège	Israël
Banque centrale	BdC	Fed	BCE	BdJ	BdA	RBA	RBNZ	BNS	Riksbank	Norges	Bol
Monnaie	CAD	USD	EUR	JPY	GBP	AUD	NZD	CHF	SEK	NOK	ILS
Objectif principal de la PM	SP	SP+EDM	SP	SP	SP	SP+PE	SP	SP	SP	SP	SP
Comparaison sommaire de grands éléments de prévision économique présentés dans les documents officiels de politique monétaire :											
Inflation	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PIB réel	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓*	✓	✓	✓
Taux de chômage	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗*	✓	✓	✓

Source : BNC (avec l'aide de Taylor Schleich et Ethan Currie), documents officiels des banques centrales (rapports sur la politique monétaire/déclarations et communiqués) | Nota : « Objectif principal de la PM » désigne le mandat/l'objectif principal de la politique monétaire, qui, dans la plupart des cas, est centré sur une forme de stabilité des prix (SP) obtenue par le ciblage du taux d'inflation; dans les cas de la Réserve fédérale des États-Unis, l'emploi durable maximal (EDM) est aussi un objectif formel de la politique monétaire, qui donne lieu à un double mandat; en Australie, la RBA a adopté de manière explicite un double mandat en 2023, centré sur la stabilité des prix et le plein emploi (PE); en Nouvelle-Zélande, le mandat de la RBNZ est passé à un objectif unique de stabilité des prix en 2023; dans beaucoup de cas, les prévisions économiques ne sont pas limitées à l'inflation, au PIB réel et au taux de chômage, certains fournissant des indications prospectives complètes; dans le cas de la BNS, la croissance du PIB réel est actuellement une approximation (p. ex., autour de 1 % pour 2026, autour de 1,5 % pour 2027); précédemment, la BNS fournissait des indications prospectives directionnelles sur le chômage, bien qu'aucune n'ait été incluse dans son dernier bulletin trimestriel.



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.

