



Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich et Warren Lovely

- Rétrospectivement, neuf des huit banques centrales les plus importantes du monde développé ont, en 2024, collectivement administré 800 points de base (pb) de détente monétaire. (Faisant toujours bande à part, la BdJ a été la seule grande banque centrale à resserrer sa politique monétaire en 2024). À l'avant-garde de ce mouvement de détente se trouve actuellement la Banque du Canada, qui a fait passer son taux directeur de 5% à 3.25% au cours des cinq dernières décisions de l'année – les deux dernières baisses ayant été plus costaudes (c.-à-d. de 50 pb).
- Nous réjouissons-nous de ce que le taux de la BdC en fin d'année, 3.25%, corresponde au niveau que nous avons prédit au début de 2024? Pas particulièrement, puisque le retrait rapide des dispositions de restrictions fait écho à une économie qui sous-performe, dans laquelle les ressources inutilisées s'accumulent, où le chômage augmente, les consommateurs et les entreprises sont anxieux et où l'investissement, dont on a tant besoin, et la croissance de la productivité brillent par leur absence.
- Le FOMC a opté pour un assouplissement de sa politique monétaire moins rapide en 2024 (100 pb contre 175 pb pour la BdC). C'est à mettre sur le compte d'une résilience et d'un exceptionnalisme qui ne se démentent pas. La croissance du PIB américain s'est maintenue à hauteur de son potentiel, voire au-dessus, et l'évolution du marché du travail a été moins alarmante. Cela en avait conduit beaucoup à remettre en question le taux d'intérêt neutre réel des États-Unis. Cela dit, l'économie américaine a clairement bénéficié d'une politique budgétaire favorable, et la posture budgétaire prospective de la prochaine administration Trump stimulera probablement (à en croire les mesures promises) la croissance marginale (et donc l'inflation, étant donné l'absence de ressources inutilisées).
- Dans notre scénario économique de base, il y aura probablement moins d'assouplissement monétaire en 2025, « gradualité » ayant des chances de devenir le maître-mot des banques centrales des deux côtés de la frontière. Au Canada, la stabilité acquise des prix et des perspectives généralement peu inspirantes devraient encourager la BdC à tester la limite inférieure de la fourchette de neutralité des taux d'intérêt, toujours dans l'espoir d'un atterrissage en douceur. Pour le FOMC, une détente de 100 pb pourrait être étalée sur la totalité de 2025 (c.-à-d. 25 pb par trimestre). Cela représente plus de détente que ce qu'a laissé entrevoir le FOMC, mais les responsables de la politique monétaire s'attendent aussi à ce que le marché du travail se stabilise immédiatement. Pas nous.
- Pour les taux et presque toutes les catégories d'actifs, les perspectives dépendent en grande partie de la situation géopolitique qui régnera. L'imposition des droits de douane dont le président désigné Donald Trump a brandi la menace, si elle s'étale dans le temps, risque de faire dérailler des économies, et notamment celle du Canada. Tout cela pour dire que nos prévisions actuelles, pourraient devenir caduques si les États-Unis choisissaient de nous entraîner dans le trou noir douanier du chacun pour soi.

États-Unis						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
18-déc-24	4.50	4.35	4.36	4.40	4.52	4.68
T1 2025	4.25	4.00	4.05	4.10	4.30	4.45
T2 2025	4.00	3.75	3.75	3.90	4.10	4.30
T3 2025	3.75	3.55	3.50	3.75	3.95	4.15
T4 2025	3.50	3.25	3.35	3.60	3.80	4.05
T1 2026	3.50	3.30	3.40	3.60	3.80	4.05
T2 2026	3.50	3.35	3.45	3.65	3.85	4.10
T3 2026	3.50	3.35	3.50	3.70	3.90	4.15
T4 2026	3.50	3.35	3.55	3.75	3.95	4.20

Canada						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
18-déc-24	3.25	3.14	3.07	3.05	3.22	3.27
T1 2025	2.75	2.65	2.65	2.80	2.95	3.10
T2 2025	2.50	2.30	2.40	2.60	2.80	2.95
T3 2025	2.25	2.10	2.25	2.45	2.65	2.80
T4 2025	2.25	2.15	2.30	2.50	2.65	2.80
T1 2026	2.25	2.20	2.40	2.55	2.70	2.85
T2 2026	2.25	2.35	2.50	2.60	2.80	2.95
T3 2026	2.50	2.55	2.65	2.75	2.90	3.05
T4 2026	2.75	2.70	2.75	2.85	3.00	3.15

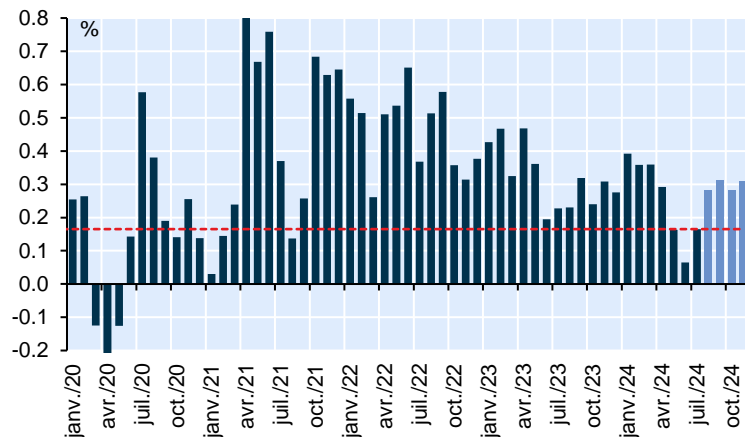
FOMC : Le rythme de réduction des taux ralentira en 2025

Le FOMC vient de décréter une réduction du taux directeur de 25 pb à sa huitième et dernière réunion de l'année. Il s'agit de la troisième baisse d'affilée pour une diminution totale des taux d'intérêt de 100 pb au cours des trois derniers mois. Certes, cela représente un rythme de détente rapide pour une économie qui tourne encore au-dessus de son potentiel. Mais les prochaines réductions seront plus difficiles à réaliser en 2025.

De fait, le FOMC a jusque-là eu la partie facile, les réductions de taux récentes ayant été justifiées par la diminution de l'inflation obtenue au cours de la ou des dernières années (en plus d'un marché du travail devenu moins tendu). Mais si l'inflation est loin du niveau qu'elle avait atteint, les pressions sur les prix n'en sont pas encore au niveau voulu par le mandat de stabilité des prix de la Fed, comme en témoignent quatre mois de suite de progression de 0.3 point de pourcentage de l'IPC de base.

L'inflation de base ne coopère pas dernièrement

Variation m/m de l'IPC américain hors nourriture et énergie

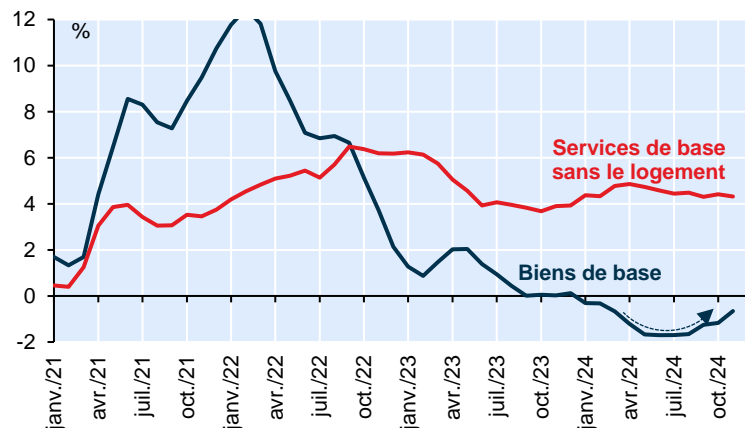


Source : BNC, BBG, BLS | Nota : La ligne pointillée est l'augmentation mensuelle qui correspond à 2% a/a

Il est vrai que l'inflation des coûts du logement aux États-Unis devrait continuer de baisser graduellement, mais ce sont les autres éléments qui pourraient être de plus en plus problématiques. Les services de base hormis les coûts liés au logement ne sont jamais revenus à la cible et continuent de se maintenir bien au-dessus de 2%. Pendant ce temps, les prix des biens de base, qui ont été une heureuse source de déflation, reprennent de la vigueur. Cela bien sûr avant même les droits de douane que le président élu Trump menace d'imposer et sans les réductions d'impôt et mesures de stimulation budgétaires promises pendant la campagne électorale.

La Fed ne peut plus compter longtemps sur la déflation des biens

Inflation des services de base et des biens de base

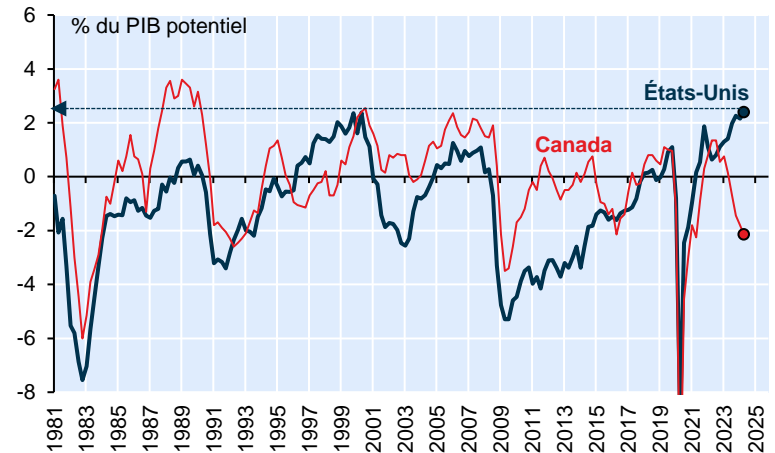


Source : BNC, BBG, BLS

Il n'est peut-être pas étonnant que l'inflation ne soit pas encore totalement jugulée vu l'ampleur de l'écart de production. Le PIB américain n'a pas dépassé son potentiel d'autant depuis des décennies. Et bien que cela ne soit pas pertinent pour les prévisions de la Fed, nous notons que l'écart de production du Canada présente un tableau économique totalement différent. L'exceptionnalisme américain n'est pas un vain mot.

L'écart de production américain continue de croître

Écart de production (PIB réel – PIB potentiel) : États-Unis et Canada

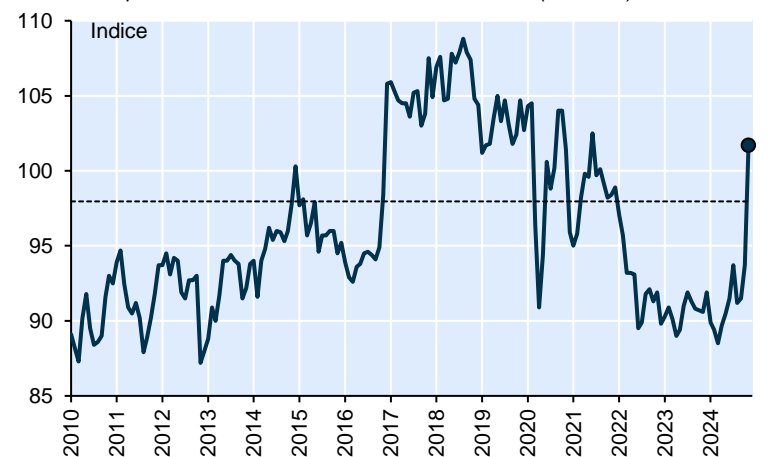


Source : BNC, FRED, BdC

À très court terme, il n'y a pas de raison pour que la croissance ralentisse en deçà du potentiel. La confiance des consommateurs et des entreprises est élevée depuis la victoire sur tous les fronts des républicains aux élections américaines. La projection NowCast de la Fed d'Atlanta pour le T4 laisse entrevoir une croissance de plus de 3% pendant le trimestre (en accord avec notre propre prévision), ce qui signifie que l'écart de production ne fera qu'augmenter à partir de là. Il reste encore beaucoup d'incertitudes pour l'an prochain (notamment dues à la politique budgétaire et commerciale), mais au minimum, nous nous attendons à ce que l'élan vigoureux se prolonge au début de 2025.

Plus de confiance des entreprises américaines depuis les élections

Indice de l'optimisme des PME américaines de la NFIB (mensuel)



Source : BNC, BBG, NFIB | Nota : La ligne pointillée indique la moyenne sur 50 ans

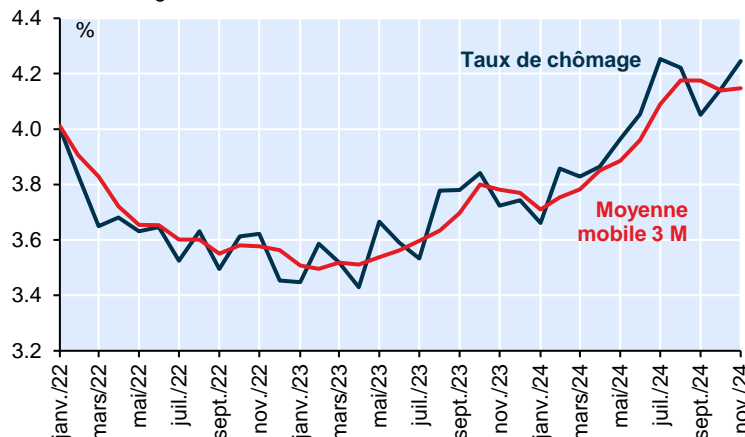
Sur la base des récentes données sur l'inflation ou de l'écart de production, on pourrait dire à juste titre qu'il n'y a pas beaucoup de latitude pour la moindre détente en 2025. Sans aller aussi loin, le FOMC a nettement révisé la trajectoire prévue des taux directeurs dans le nouveau graphique à points de décembre. Les responsables de la politique monétaire ne s'attendent maintenant qu'à 50 pb de détente en 2025, après avoir préconisé 100 pb trois mois plus tôt. Cela reflète en partie la croissance et l'inflation plus fermes constatées dernièrement.

Mais à notre grande surprise, cela reflète aussi des hypothèses sur le front de la politique budgétaire. Dans sa conférence de presse de décembre, Jerome Powell a indiqué que certains de ses collègues « *ont fait des premiers pas très préliminaires et ont commencé à intégrer des estimations très conditionnelles des effets économiques de la politique [budgétaire/commerciale] dans leurs prévisions à cette réunion* ». Cela contraste fortement avec la déclaration de M. Powell en novembre quand il a martelé « *nous ne devinons pas, nous ne spéculons pas, nous ne présumons pas* ».

Loin de nous l'idée que la préparation en vue de l'arrivée d'une nouvelle administration est inappropriée. Assurément, les réductions d'impôts et mesures de stimulation budgétaires financées par des déficits augmenteraient probablement l'inflation et conduiraient à une trajectoire de réduction des taux d'intérêt plus graduelle. Cependant, il n'y a pas que des risques à la hausse. Des droits de douane généralisés, bien que temporairement inflationnistes, ne sont pas propices à la croissance. Pas plus que les mesures d'austérité prônées par le Département de l'efficacité gouvernementale. Pendant ce temps, des risques économiques permanents continuent de poindre en arrière-plan. L'autre volet du double mandat, celui du plein-emploi, reste en appui sur des bases quelque peu chancelantes. Le taux de chômage se situe déjà au niveau de l'estimation d'équilibre à long terme de la Fed et il va probablement dériver davantage à la hausse, malgré l'amélioration de la confiance des entreprises.

La tendance à la hausse du chômage pourrait continuer

Taux de chômage aux États-Unis

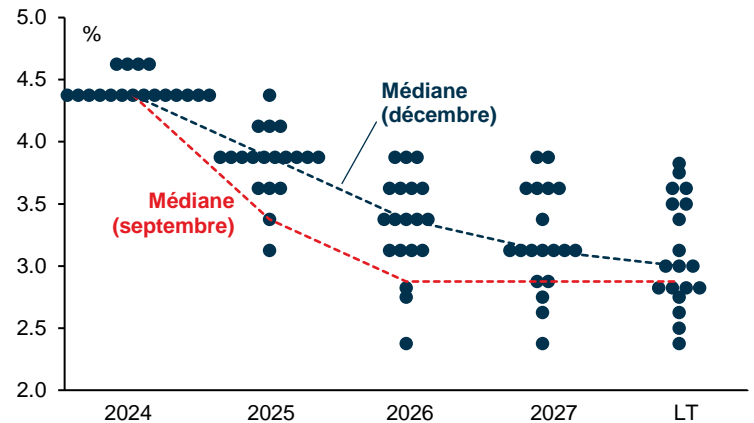


Source : BNC, BBG, BLS

Alors oui, la Fed devrait probablement ressentir un peu plus d'anxiété en ce qui concerne la maîtrise de l'inflation. Mais la courbe de Phillips devrait aussi entraîner des pressions sur les prix plus bénignes. Les investisseurs (et la Fed) ont peut-être collectivement relégué les préoccupations du marché du travail à l'arrière-plan, mais nous restons focalisés sur ses risques de baisse. Par conséquent, nous continuons de prévoir plus de réductions des taux par la Fed en 2025 que celles que le marché (ou la Fed) attend actuellement. À nos yeux, le graphique à points de *septembre* représente la trajectoire la plus probable des taux d'intérêt pour la Fed en 2025.

Les points ont dérivé en décembre, mais ceux de septembre restent peut-être un bon guide

Graphique à points du FOMC de décembre 2024 et projection médiane de septembre 2024



Source : BNC, FRB

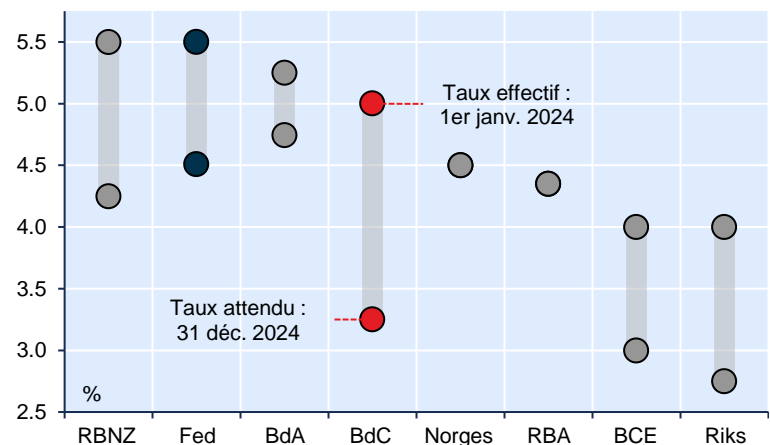
Cela va sans dire, mais il est bon de le réitérer : les prévisions des taux d'intérêt sont fluides. Toute prévision du taux directeur doit être prise avec un grain de sel, même celles de la Fed. Tout ce qu'on peut dire avec une relative certitude, c'est que le rythme de la détente ralentira en 2025 comparativement à ces derniers mois de 2024. À quel point ? Cela deviendra plus clair avec le temps. Nous mettons simplement en garde : N'écartez pas totalement les risques de voir la banque centrale y aller de plus de baisses de taux qu'elle ne le laisse deviner à l'heure actuelle.

BdC : Jusqu'où peut-on baisser ?

La Banque du Canada a terminé 2024 une fois de plus avec éclat, réduisant son principal taux directeur de 50 pb une deuxième fois de suite. Au total, le Conseil de direction a orchestré une détente de 175 pb au cours des cinq dernières réunions, plus que toute autre banque centrale d'un marché développé. Ce qui est crucial, c'est que la décision abaisse le taux directeur à la borne supérieure de la fourchette estimée du taux neutre de la Banque (2.25% à 3.25%).

La BdC en pointe dans la détente monétaire

Taux directeur au début de l'année et taux effectif/attendu à la fin de l'année

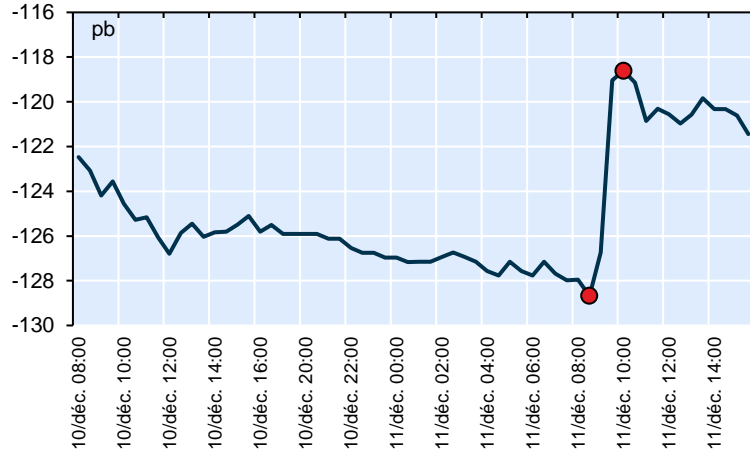


Source : BNC, BBG | Nota : Taux directeur à la fin de 2024 basé sur la page WIRP de Bloomberg. Taux effectifs ajustés aux cibles. Absente du graphique, BNS qui a réduit de 125 pb en 2024.

On se serait attendu à ce que la forte réduction des taux soit associée à un discours accommodant, mais ce n'est pas la tournure prise par la réunion de décembre. La Banque a justifié sa décision en arguant qu'une politique clairement restrictive n'était plus nécessaire. Mais elle n'a pas été jusqu'à indiquer explicitement au public qu'il y aurait d'autres réductions de taux, comme elle l'avait fait précédemment. La réaction du marché a été vive; les obligations de deux ans sensibles au taux directeur affichaient un écart supplémentaire de près de 10 pb par rapport aux obligations du Trésor américain immédiatement après la décision.

Le marché n'a pas apprécié le message de la BdC

Différentiel de rendement des obligations de 2 ans entre le Canada et les États-Unis avant et après la décision de la BdC



Source : BNC, BBG

Cela signifie-t-il que nous pourrions être parvenus au taux terminal, ou pas loin? Pas nécessairement. L'absence d'indication prospective explicite sur des réductions de taux ne signifie pas que la BdC croit que le cycle de détente est terminé. Lors de sa conférence de presse, Tiff Macklem a déclaré qu'il prévoyait d'adopter « une approche plus graduelle de la politique monétaire si l'économie évolue généralement comme prévu ». Invité à préciser ce qu'il entendait par « graduelle », le gouverneur a expliqué :

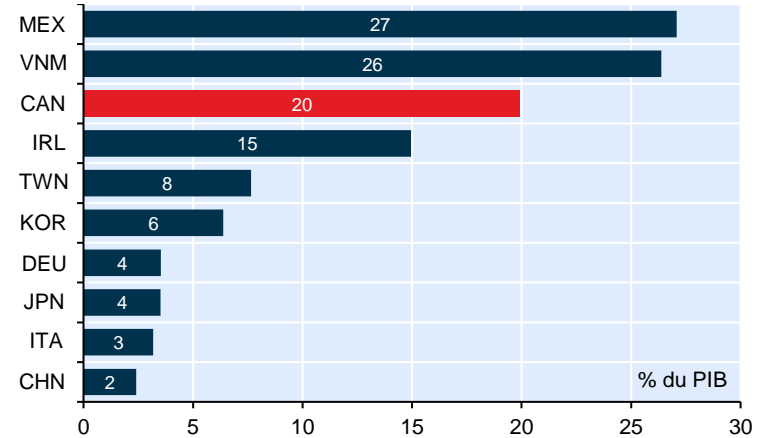
« Nous venons de réduire les taux de 50 pb lors des deux dernières réunions, donc quand je parle d'une approche plus graduelle, je veux dire plus graduel que cela. La marge de manœuvre est évidemment assez large. C'est délibéré. Nous allons prendre nos décisions une réunion à la fois. »

Donc, tout ce qu'on peut dire avec une relative assurance, c'est qu'il n'est plus question de réductions de taux de 50 pb (dans un scénario de base raisonnable). Cela ne devrait surprendre personne.

Au lieu de cela, l'approche de la Banque encore plus tributaire des dernières informations reflète non seulement qu'elle est parvenue à la limite du taux neutre, mais aussi la formidable incertitude à l'horizon – sur plusieurs fronts. Le plus évident est la menace de droits de douane de 25% sur les marchandises canadiennes par la prochaine administration américaine. Si cette menace était mise à exécution, elle infligerait un important revers à l'économie du Canada, avec des mesures de rétorsion promises qui auraient des implications sur l'inflation intérieure.

Le Canada est un des pays le plus exposés à une taxation douanière

Exportations de marchandises aux États-Unis en pourcentage du PIB (2023)

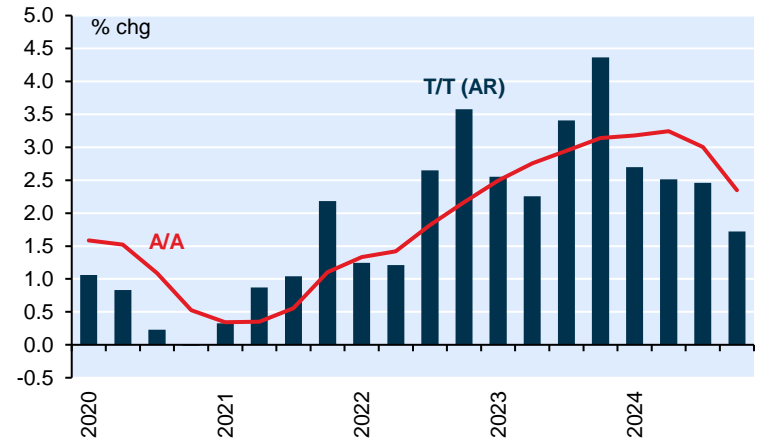


Source : BNC, Census Bureau, FMI

Il y a aussi de l'incertitude sur le front budgétaire et politique, le fédéral et certaines provinces affichant une attitude budgétaire plus relâchée à la marge. Ajoutez à cela l'incertitude démographique, alors que le gouvernement fédéral essaye de freiner l'immigration et la croissance de la population, et il y a beaucoup d'inconnues à gérer. En bref, le retrait d'indications prospectives sur les taux a bien du bon sens.

Premiers effets du ralentissement de l'immigration

Croissance de la population du Canada



Source : BNC, Statistique Canada

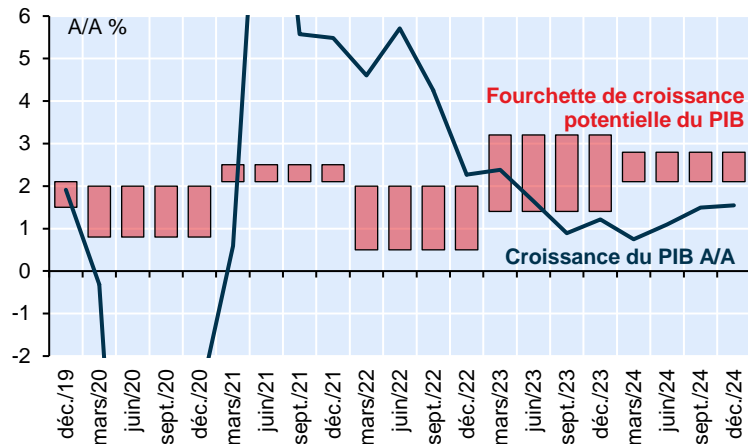
Ignorant les risques pendant un instant et examinant l'état de l'économie canadienne, il nous paraît clair que les taux doivent encore baisser. L'évaluation économique du gouverneur dit implicitement la même chose :

« [L]économie demeure en situation d'offre excédentaire et les perspectives de croissance semblent maintenant plus faibles que dans notre prévision d'octobre. »

Bien que les derniers chiffres du PIB dénotaient quelques signes de vie, la croissance reste inférieure au potentiel. Et il faut se souvenir que ce que recherche la BdC ce n'est pas une croissance à hauteur du potentiel. Elle veut que « la croissance reprenne pour absorber les capacités inutilisées dans l'économie », ce qui, par définition, exige que l'économie tourne à un rythme supérieur à son potentiel pendant un certain temps. Nous en sommes encore loin.

La BdC veut absorber les capacités inutilisées, mais la croissance est encore inférieure au potentiel

Croissance du PIB canadien et fourchette estimée de la croissance potentielle

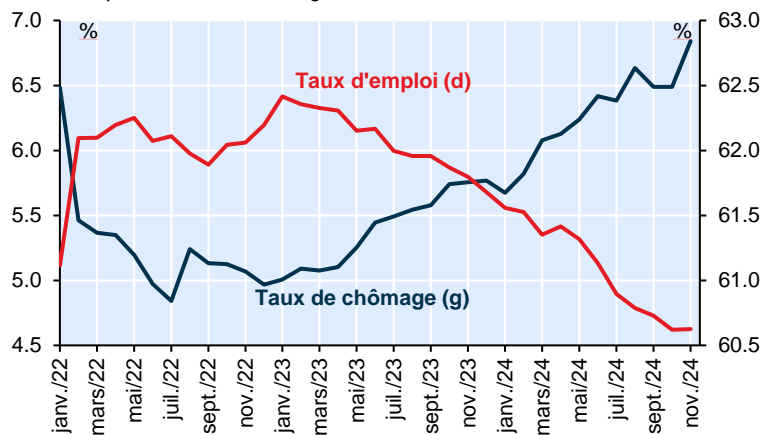


Source : BNC, Statistique Canada, BdC | Nota : T4 2024 est l'estimation de BNC

Si vous recherchez des capacités inutilisées, les données du PIB ne sont pas seules à en témoigner. Le marché du travail continue lui aussi de clignoter au rouge. L'augmentation du taux de chômage de novembre était attendue depuis longtemps puisque la diminution de la participation avait artificiellement comprimé le chômage. Le processus devrait continuer et la croissance de l'emploi restera inférieure à celle de la population pendant un bon moment encore. Cela signifie que le taux de chômage surveillé de près continuera de monter. Prochaine arrêt : 7%.

Aucun signe de répit dans la détérioration du marché de l'emploi

Taux d'emploi et taux de chômage du Canada



Source : BNC, Statistique Canada

Inutile de dire que nous nous attendons à ce que les réductions de taux d'intérêt continuent, même si les jours de baisses de 50 pb sont révolus. Pour le moment, nous prévoyons une nouvelle baisse en janvier et probablement une autre en mars pour ramener le taux directeur à une position légitimement neutre (plutôt que juste à la limite de la fourchette neutre, comme aujourd'hui). À partir de là, nous pensons que le rythme de la détente ralentira un peu plus. La Banque pourrait ne rien changer à une ou deux réunions afin de laisser plus de temps à l'économie pour réagir à la détente. Mais, le PIB supérieur à la tendance et la croissance de l'emploi que la BdC appelle de ses vœux mettront du temps à se matérialiser. Des réductions modestes supplémentaires futures devraient par conséquent être justifiées. À ce stade-ci, nous prévoyons que le taux directeur finira à la borne inférieure de la fourchette cible (c.-à-d. 2.25%) plus tard l'été prochain. Nous espérons que cela suffira pour ramener l'économie à l'équilibre, mais il reste probable qu'un taux directeur résolument accommodant soit nécessaire.



Abonnez-vous à nos publications : BNCeconomieetStrategie@bnc.ca – Pour nous joindre : 514 879-2529

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

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

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

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

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

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

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

Résidents de l'UE : En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK : En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

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