BANQUE NATIONALE DU CANADA
MARCHÉS FINANCIERS

16 avril 2025

Une pause, en attendant d'y voir plus clair

Par Warren Lovely & Ethan Currie

Détails de la décision sur les taux

- La **Banque du Canada** a maintenu son taux de financement à un jour cible **inchangé à 2.75%** lors d'une décision où les prévisions consensuelles étaient divisées.
  - Il s'agit de la première « pause » depuis que la BdC a entamé son cycle d'assouplissement en juin 2024. Avant aujourd'hui, on comptait 7 réductions de taux consécutives, pour un assouplissement total de 225 points de base.
  - À 2.75%, le taux directeur se trouve au point médian de la fourchette neutre estimée par la BdC (2.25% à 3.25%).
  - Le taux à un jour cible de la BdC reste inférieur de 175 points de base à la borne supérieure de la cible de la Fed (écart le plus important depuis 1997).
- Comme cela a été le cas en mars, la Banque fixera le taux de rémunération des dépôts à 5 points de base en dessous du taux cible (2.70%). Le taux de la Banque restera supérieur de 25 points de base au taux à un jour cible (3.00%).

Communiqué sur les taux et ouverture de la conférence de presse :

- Le maintien du taux directeur cible à 2.75% était attribuable à une « incertitude généralisée » et à des perspectives économiques et sur les marchés qui ne sont pas plus claires qu'en mars. Le Conseil de direction a décidé de maintenir le taux directeur inchangé en attendant d' « obtenir plus d'informations sur l'évolution future de la politique américaine en matière de droits de douane et ses effets. »
- Si la Banque ne s'est pas engagée vis-à-vis de la trajectoire des taux, elle a de nouveau affirmé qu'elle « procédait prudemment, avec une attention particulière aux risques et incertitudes auxquels est exposée l'économie canadienne ». Elle rappelle que la politique monétaire ne peut pas compenser totalement les effets de la guerre commerciale, mais « ce qu'elle peut et doit faire est de maintenir la stabilité des prix pour les Canadiens ». À ce titre, la Banque continuera d'être moins prospective qu'à son habitude tout « se préparant à agir de façon décisive si les informations entrantes pointent clairement dans la même direction ».
  - Dans le contexte actuel où la stabilité des prix occupe tous les esprits, le communiqué note qu'une attention particulière sera portée à : la façon dont les droits de douane affectent la demande d'exportations canadiennes, les répercussions sur les investissements, l'embauche, la consommation; l'ampleur et la vitesse à laquelle les coûts des droits de douane sont répercutés sur les consommateurs et l'évolution des attentes en matière d'inflation.
- Quant aux perspectives de la croissance, la BdC a de nouveau souligné que l'économie avait terminé 2024 en bonne forme, car l'allègement global des taux d'intérêt est parvenu à alimenter les dépenses des ménages et à raviver la croissance économique / la dynamique des affaires. Au lieu de s'engager à suivre une seule tendance centrale dans sa dernière série de prévisions (comme c'est de tradition), la Banque a choisi de présenter deux scénarios pour l'économie qui envisagent différentes orientations pour la politique commerciale américaine. Le paragraphe suivant sur le RPM vous en dit plus à ce sujet.
- Quant au marché du travail, le communiqué souligne que l'emploi a diminué en mars, signe que la reprise de la croissance de l'emploi est perturbée dans les premiers progrès réalisés au T4 2024 en raison des tensions commerciales. La Banque du Canada fait également allusion à des plans d'affaires qui prévoient de ralentir les embauches et la croissance des salaires, qui continuent de donner des signes de modération.
- La Banque souligne que l'inflation d'ensemble est supérieure au niveau auquel elle se trouvait au moment du RPM de janvier, même si elle a faibli par rapport à février. Elle concède que la suppression de la taxe sur le carbone imposée aux consommateurs fera pression sur l'IPC dès le mois avril (prévision de 1.5% pour ce mois-ci), mais la BdC s'attend toujours à ce que les droits de douane et les perturbations sur la chaîne d'approvisionnement fassent monter les prix. Elle note que les attentes d'inflation à court terme ont augmenté, tandis que les attentes à plus long terme ont peu changé.
- La BdC s'intéresse également aux marchés financiers qui ont été « perturbés par les annonces de droits de douane en série », l'extrême volatilité des marchés amplifiant encore l'incertitude.

Rapport sur la politique monétaire :

La Banque du Canada, rompant avec la tradition et prenant acte d'une incertitude élevée, publie un **Rapport sur la politique monétaire** qui n'inclut pas de prévision unique/centrale. Il présente plutôt deux scénarios « d'illustration ». Le premier (S1), généralement moins problématique, prend pour hypothèse de base que la plupart des droits de douane sont supprimés lors de négociations. Le second scénario (S2), qui pencherait plus pour une situation de stagflation, prend pour hypothèse que d'autres droits de douane sont imposés dans le cadre d'une longue guerre

commerciale mondiale marquée par une incertitude élevée pour toutes les parties. Consultez le RPM pour prendre connaissance de la liste complète des hypothèses sous-jacentes. Nous saluons globalement le travail de la Banque pour son analyse régulière des impacts liés à la situation commerciale, mais mettons en garde sur le fait que ce genre de recherche est en soi hautement incertain.

- Croissance – Le S1, moins alarmiste, voit la croissance du PIB réel stagner (brièvement) au deuxième trimestre, avant de reprendre à un rythme modéré. Sur l'année complète, la croissance du PIB réel en 2025 serait estimée à 1.6%, puis à 1.4% en 2026. Sans surprise, la croissance serait nettement plus malmenée dans le scénario d'une longue guerre commerciale (S2), avec une croissance du PIB réel ramenée à 0.8% en 2025 et une contraction pour l'année complète en 2026.

- Inflation – Les perspectives de l'inflation dépendent également de la trajectoire des droits de douane. Dans le premier scénario (S1), l'offre excédentaire et la suppression de la taxe carbone voient l'IPC d'ensemble s'établir en moyenne à 1.8% en 2025 et atteindre le taux cible de la Banque en 2026. Dans le S2, cependant, les impacts des droits de douane dominent, poussant l'inflation d'ensemble au-delà de 3% d'ici le deuxième trimestre de 2026, avant de ralentir plus progressivement par la suite.

Conférence de presse :

La déclaration préliminaire du gouverneur se trouve **ici**. Nous présentons ci-dessous les faits saillants de la séance de questions-réponses de la conférence de presse.

La BdC présente deux scénarios d'illustration dans le RPM

RPM de la BdC – perspectives différentes selon les scénarios et rapport de janvier

		2024	2025	2026	2027
PIB (croissance annuelle moy.)	Scénario 1	1.5	1.6	1.4	1.7
	Scénario 2	1.5	0.8	-0.2	1.6
	RPM de janvier	1.3	1.8	1.8	
Demande intérieure finale (points de pourcentage)	Scénario 1	2.0	2.3	1.6	1.5
	Scénario 2	2.0	1.8	1.0	1.7
	RPM de janvier	1.6	2.4	1.7	
Exportations (points de pourcentage)	Scénario 1	0.2	0.1	0.5	1.1
	Scénario 2	0.2	-1.0	-2.4	0.6
	RPM de janvier	0.3	0.6	0.8	
Importations (points de pourcentage)	Scénario 1	-0.2	-0.1	-0.8	-0.9
	Scénario 2	-0.2	0.5	1.2	-0.7
	RPM de janvier	-0.2	-0.7	-0.8	
Inflation selon l'IPC (var. en pourcentage)	Scénario 1	2.4	1.8	2.0	2.1
	Scénario 2	2.4	2.0	2.7	2.0
	RPM de janvier	2.4	2.3	2.1	

Sources : FBN, Banque du Canada

- Concernant la décision de maintenir le taux directeur inchangé → Tiff Macklem a indiqué que, malgré les nombreux événements qui ont émaillé les nouvelles depuis mars, nous n'en savons pas beaucoup plus (avec certitude) sur l'évolution de la politique américaine ou sur les retombées de la guerre commerciale. Il a fait allusion au Résumé des délibérations de la réunion de mars, qui, à l'instar de cette réunion-ci, nous apprenait que les grands argentiers avaient envisagé une baisse des taux autant qu'un *statu quo*. Carolyn Rogers a déclaré qu'il existait un « consensus clair » pour maintenir le taux directeur inchangé cette fois-ci, car le Conseil de direction ne pensait pas que les perspectives s'étaient éclaircies ces cinq dernières semaines.

- À propos de l'équilibre des risques et d'une action décisive → Interrogé sur la formulation du communiqué sur la politique, M. Macklem a laissé entendre qu'il ne fallait pas complètement virer de bord, ce qui signifie qu'une action décisive n'implique pas nécessairement la probabilité d'une réunion intermédiaire, ni d'une réduction plus importante (50 pb). « Il ne faut y voir aucun message caché », mais plutôt une façon pour la Banque de transmettre sa pensée. De même, Macklem a continué de souligner que la politique monétaire ne peut pas directement compenser les impacts d'une guerre commerciale. Un bon début d'année 2024 et le fait que le taux directeur se trouve au point médian de la fourchette neutre estimée par la Banque lui permettent d'être flexible et de s'adapter à mesure que la guerre commerciale évolue.

- Conditions des marchés financiers → Comme pour l'économie dans son ensemble, Rogers a mentionné que les conditions financières au Canada avaient commencé l'année sur une solide note. Malgré les « violentes » turbulences qui ont secoué les marchés récemment, la première sous-gouverneure a laissé entendre qu'on n'observait aucun signe général de dysfonctionnement. Au contraire, les marchés ont su digérer l'incertitude et les conditions se sont assouplies depuis, si bien que les craintes sont relativement maîtrisées.

- Au sujet des scénarios présentés dans le RPM → Macklem s'est empressé de souligner que le fait de donner un faux sentiment de précision dans les prévisions économiques ne rendrait pas service aux Canadiens. À ce titre, le RPM présente deux « scénarios d'illustration » censés explorer la façon dont réagirait l'économie selon les orientations prises par la politique commerciale américaine. Le gouverneur a indiqué que le scénario 2, qui prévoit des dommages plus lourds infligés à l'économie canadienne, était à peu près conforme à la situation observée au 'Jour de la libération'. Mais avec certains des aménagements annoncés, nous nous trouvons actuellement 'quelque part' entre les deux scénarios.

- À propos des données économiques disponibles → Si la Banque n'a pas donné d'indications prospectives du fait qu'elle « navigue dans l'incertitude » (on la comprend), Macklem a laissé entendre qu'elle s'attendait à de nouvelles distorsions dans les données sur l'IPC – en particulier avec la suppression de la taxe carbone à la consommation, qui devrait ramener l'IPC d'ensemble à 1.5% en avril. L'affaiblissement des 'données fermes' a également été mentionné, eu égard en particulier aux marchés du travail et du logement. En ce qui concerne le marché du logement, Carolyn Rogers a insisté sur les impacts importants observés en Ontario (et plus particulièrement à Toronto), économies généralement plus exposées aux turbulences liées aux droits de douane.

Conclusion :

La décision de ne pas modifier les taux d'aujourd'hui n'était pas évidente – les prix au marché étaient contrastés, et certaines 'données fermes' ainsi que la perte de confiance auraient pu constituer des arguments incontournables en faveur d'une huitième baisse des taux de suite. Les estimations des stratèges du privé étaient également partagées – 15 prévoyant une pause et 14 anticipant une réduction de 25 pb. Cela dit, la Banque concède que le tableau n'était pas plus clair sur le plan des perspectives économiques, et, en accord avec ses propos antérieurs, elle a opté pour une approche attentiste, en attendant d'en savoir plus sur l'orientation que prendra l'impact de la guerre commerciale (c.-à-d., l'équilibre des risques). La BdC note à juste titre que les marchés ont été « perturbés » par le brouhaha entourant les droits de douane. Des signes de ralentissement et de malaise sont apparus, à la fois au Canada et ailleurs dans le monde, et les données sur l'inflation ont été distordues (et continueront de l'être).

Avant la décision, notre prévision de base de la trajectoire des taux qu'allait retenir la BdC tablait sur une 'pause' en avril, suivie de 75 pb de détente supplémentaires pendant le reste de 2025, pour porter le taux de financement à un jour cible à 2 % d'ici la fin de l'année (voir notre **Mensuel obligataire** pour plus de détails). La décision d'aujourd'hui de ne pas modifier le taux directeur ne doit pas être interprétée comme la conclusion du cycle de détente de la BdC, à notre avis, et nous continuons de penser que la Banque abaissera encore probablement les taux d'intérêt en 2025. Des perspectives économiques sombres, combinées à des exceptions dans l'application des droits de douane liées à l'ACEUM pourraient peindre un tableau plus clair au Canada, alors que la détérioration de la croissance l'emportera probablement sur les craintes que suscite l'inflation. Il faudra scruter de près les nouvelles données à venir ainsi que les informations émanant de l'administration américaine et qui feront les manchettes, et une réduction des taux en juin pourrait être possible si des signes de tension économique additionnels apparaissent de façon convaincante.

La prochaine décision de la Banque aura lieu le 4 juin et ne sera pas accompagnée d'un RPM. Le Résumé des délibérations pour la décision d'aujourd'hui sera publié le 30 avril à 13 h 30HE.

Voici le communiqué d'annonce des taux :

La Banque du Canada maintient le taux directeur à 2,75 %

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui qu'elle maintient le taux cible du financement à un jour à 2,75 %. Le taux officiel d'escompte s'établit à 3 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 2,70 %.

Le changement majeur d'orientation de la politique commerciale américaine et l'imprévisibilité entourant les droits de douane ont accru l'incertitude, modéré les perspectives de croissance économique et fait monter les attentes d'inflation. Vu l'incertitude généralisée, il est exceptionnellement difficile d'effectuer une projection de la croissance du produit intérieur brut et de l'inflation au Canada et dans le monde. Par conséquent, le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril comprend plutôt deux scénarios présentant différentes trajectoires que pourrait prendre la politique commerciale américaine. Dans le premier scénario, l'incertitude est élevée, mais la portée des droits de douane est limitée. La croissance au Canada s'affaiblit provisoirement et l'inflation reste autour de la cible de 2 %. Dans le second scénario, une guerre commerciale prolongée fait entrer l'économie canadienne en récession cette année et l'inflation monte temporairement au-dessus de 3 % en 2026. Beaucoup d'autres scénarios de l'évolution de la politique commerciale sont possibles. En outre, un degré d'incertitude inhabituel entoure les issues économiques de tout scénario envisageable, car l'ampleur et la rapidité des changements de cap de la politique commerciale américaine sont sans précédent.

La progression de l'économie mondiale était solide à la fin de 2024. L'inflation est en baisse et se rapproche des cibles des banques centrales. Les droits de douane et l'incertitude ont toutefois assombri les perspectives. Aux États-Unis, l'économie montre des signes de ralentissement dans un contexte où l'incertitude entourant les politiques s'accroît et la confiance baisse rapidement, alors que les attentes d'inflation ont augmenté. Dans la zone euro, la croissance a été modeste au début de 2025 à cause de la faiblesse persistante du secteur manufacturier. En Chine, l'économie était forte à la fin de 2024, mais des données plus récentes font état d'un léger ralentissement.

Les marchés financiers ont été perturbés par les annonces et reports successifs de droits de douane, ainsi que par les menaces continues d'escalade. Cette volatilité extrême des marchés ajoute à l'incertitude. Les prix du pétrole ont considérablement diminué depuis janvier, en raison surtout de la dégradation des perspectives de croissance mondiale. La valeur du dollar canadien s'est appréciée récemment en raison de la faiblesse généralisée du dollar américain.

Au Canada, l'économie ralentit, les annonces de droits de douane et l'incertitude pesant sur la confiance des consommateurs et des entreprises. La consommation, l'investissement résidentiel et les dépenses des entreprises semblent tous avoir diminué au premier trimestre. Les tensions commerciales entravent aussi la reprise du marché du travail. Le niveau d'emploi a baissé en mars et les entreprises indiquent qu'elles prévoient embaucher moins. La croissance des salaires continue de montrer des signes de modération.

L'inflation s'est établie à 2,3 % en mars, ce qui est plus bas qu'en février, mais reste plus élevé que le taux de 1,8 % observé au moment de la publication du *Rapport* de janvier. L'inflation plus forte des derniers mois est attribuable à un certain rebond des prix des biens et à la fin du congé de TPS et de TVH. À partir d'avril et pendant un an, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation sera tirée vers le bas en raison du retrait de la taxe sur le carbone pour les consommateurs. À court terme, le recul des cours mondiaux du pétrole modérera aussi l'inflation. Cependant, les droits de douane et les perturbations des chaînes d'approvisionnement devraient faire monter certains prix. L'ampleur de ces pressions à la hausse sur l'inflation dépendra de l'évolution des droits de douane et de la rapidité à laquelle les entreprises répercuteront les hausses de coûts sur les consommateurs. Les attentes d'inflation à court terme ont augmenté, les entreprises et les consommateurs anticipant des coûts plus élevés en raison du conflit commercial et des perturbations de l'approvisionnement. Les attentes d'inflation à long terme ont peu changé.

Le Conseil de direction continuera de mesurer l'évolution et la force des pressions sur l'inflation – celles à la baisse dues à l'affaiblissement de l'économie et celles à la hausse découlant de la montée des coûts. Notre priorité sera de préserver la confiance de la population canadienne dans la stabilité des prix pendant cette période de bouleversements mondiaux. Pour y arriver, nous soutiendrons la croissance économique tout en veillant à ce que l'inflation reste bien maîtrisée.

Le Conseil fera preuve de prudence en portant une attention particulière aux risques et aux incertitudes auxquels l'économie canadienne est confrontée, notamment : dans quelle mesure les droits de douane plus élevés feront baisser la demande pour les exportations canadiennes; à quel point cela aura une incidence sur les investissements des entreprises, l'emploi et les dépenses des ménages; avec quelle ampleur et à quelle vitesse les hausses de coûts seront répercutées sur les prix à la consommation; et comment évolueront les attentes d'inflation.

La politique monétaire ne peut pas résoudre l'incertitude liée au commerce ni neutraliser les répercussions d'une guerre commerciale. Mais elle peut – et elle doit – maintenir la stabilité des prix pour les Canadiennes et Canadiens.

Note d'information

La prochaine date d'établissement du taux cible du financement à un jour est le 4 juin 2025. La Banque publiera le prochain *Rapport sur la politique monétaire* le 30 juillet 2025.

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. FNB 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 passeporté 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 assujetti 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 SCF 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.