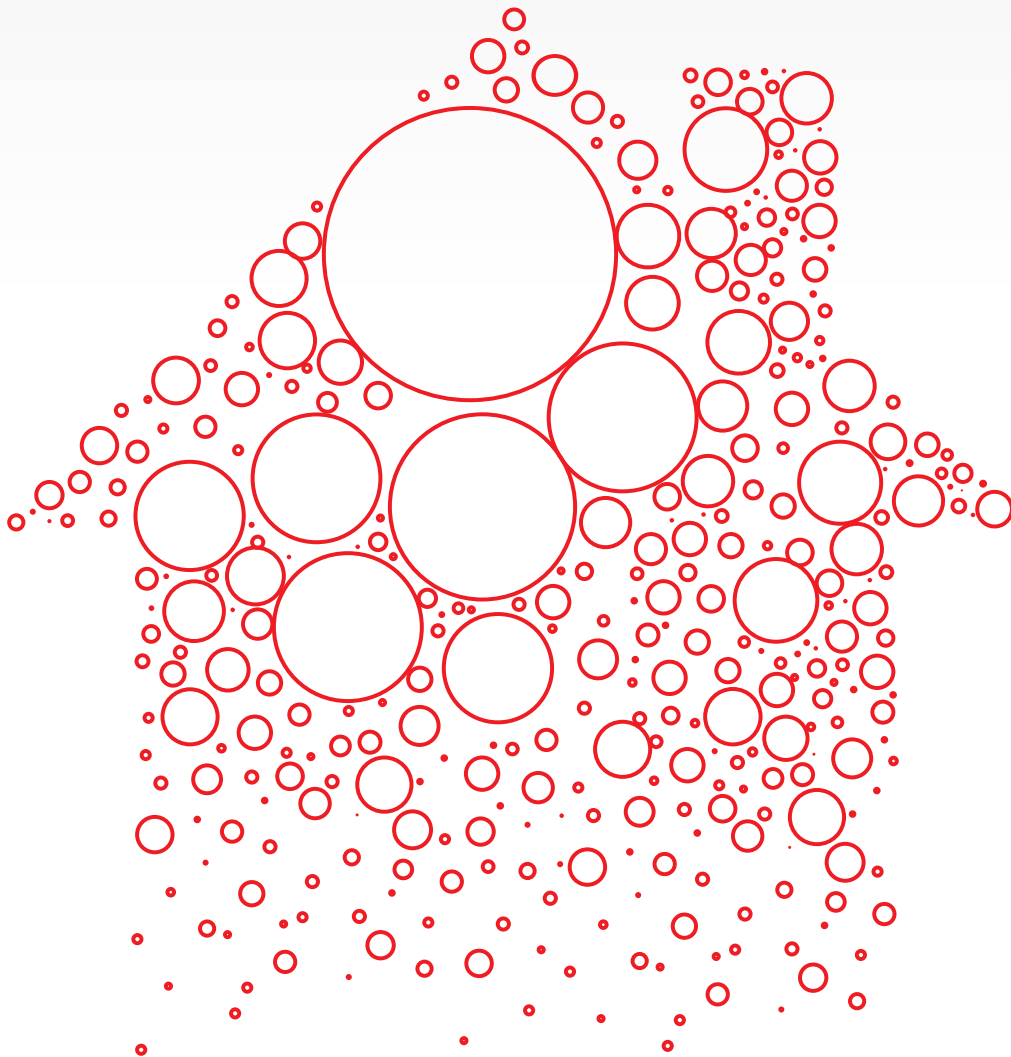
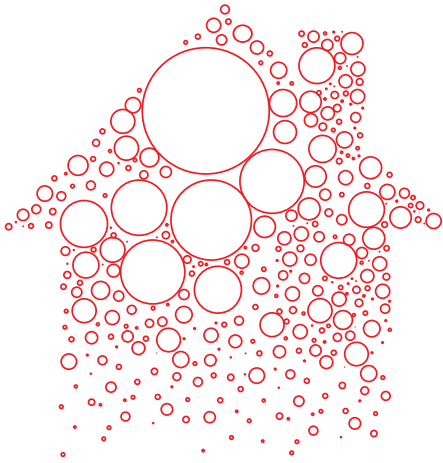


11 janvier 2018

Étude spéciale

Les ménages canadiens sont-ils trop endettés – ou plutôt peu endettés ?





Les ménages canadiens sont-ils trop endettés – ou plutôt peu endettés ?

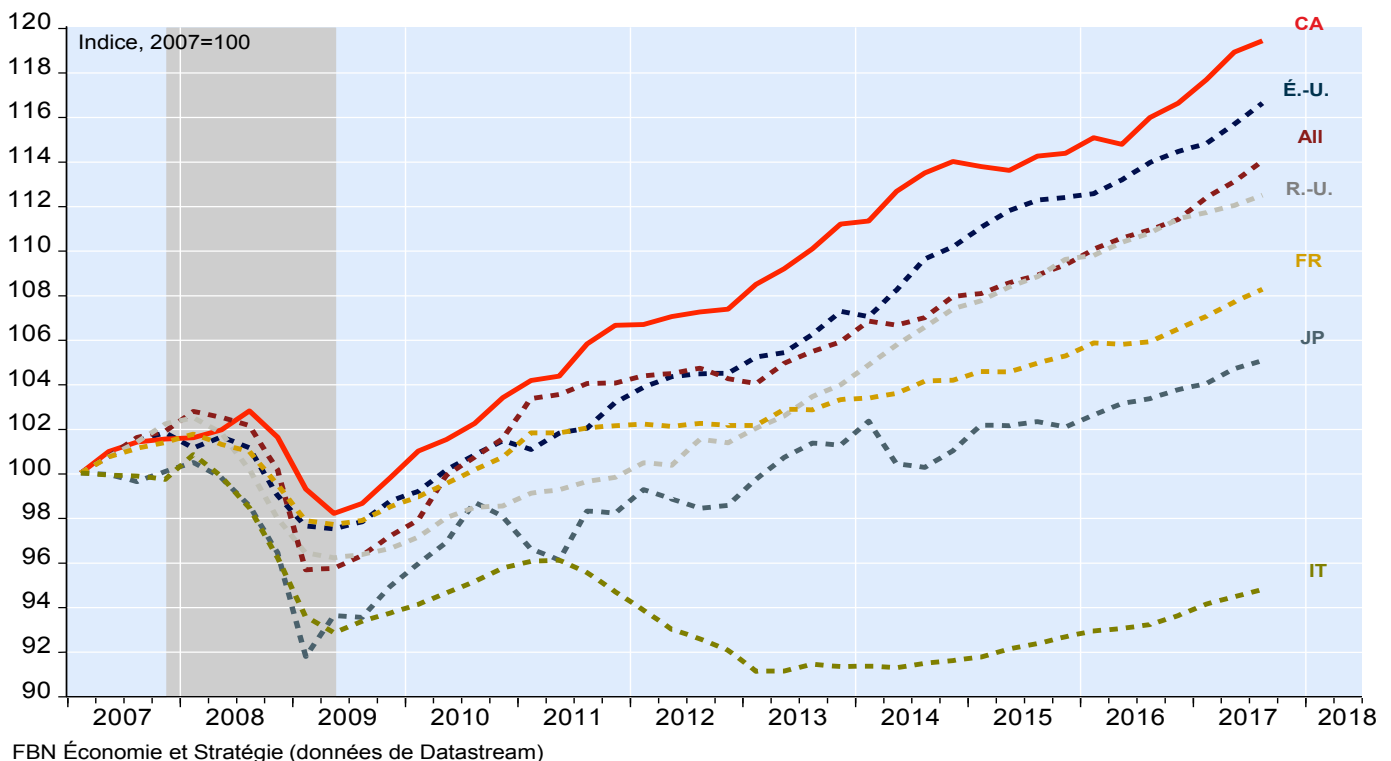
Certains considèrent la dette des ménages au Canada comme insoutenable, la jugeant trop élevée, et comme une source de vulnérabilité pour le système financier. Mais d'après les chiffres internationaux, la dette des ménages et les prix de l'immobilier résidentiel canadiens ne sont pas anormaux. Puisant dans les travaux de Statistique Canada pour analyser les facteurs entrant dans la dette des ménages, et après des comparaisons avec d'autres pays, nous estimons que, vu les caractéristiques fondamentales du Canada, le ratio de la dette des ménages au revenu disponible est relativement mesuré.

1

La croissance du PIB canadien depuis le début de 2007 a dépassé celle de toutes les autres économies du G7. Toutefois, certains observateurs demeurent préoccupés par la solidité du système financier au pays.

Canada : L'économie continue de bien se porter

PIB réel

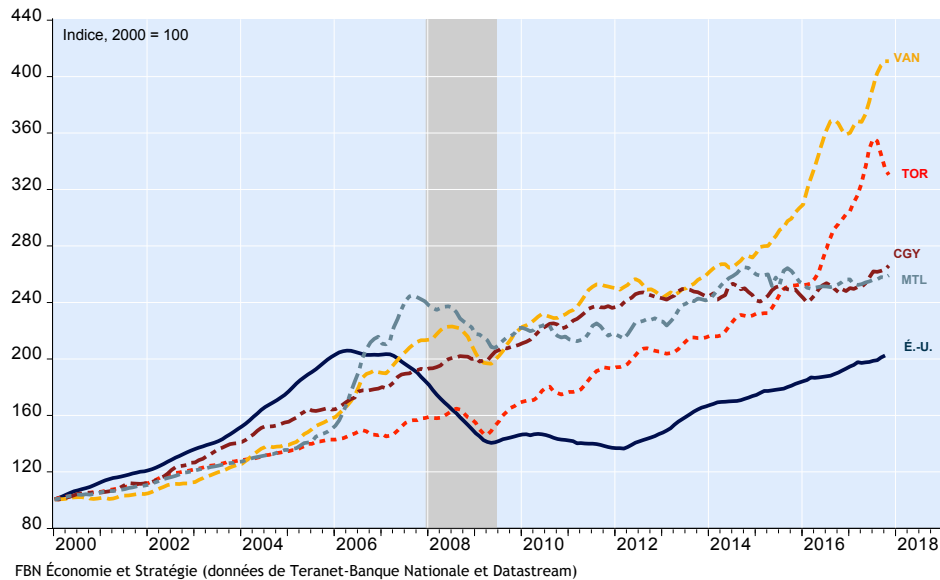


2

La perception négative des perspectives canadiennes est essentiellement due à l'immobilier résidentiel. Les prix de l'immobilier dans les plus grandes villes du Canada ont fortement augmenté ces dernières années.

Prix de l'immobilier résidentiel : Exubérance irrationnelle au Canada?

Prix de revente de maisons existantes

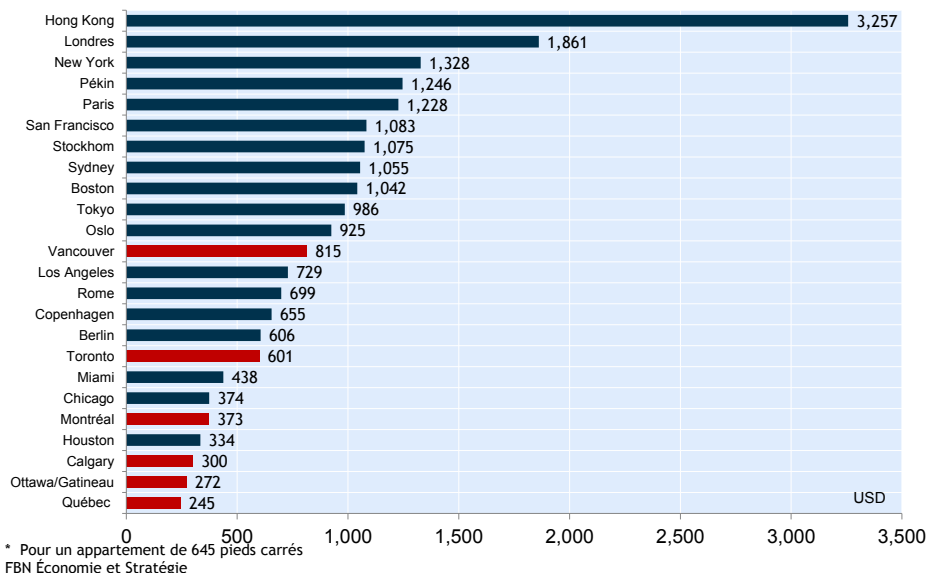


3

Même après cette hausse, les prix d'un appartement comparable au centre-ville de Vancouver et de Toronto ne semblent pas extrêmes en regard de ceux d'autres villes du monde.

Monde : Les prix immobiliers ne semblent pas extrêmes au Canada

Prix par pied carré en in USD pour des logements au centre-ville* (été 2017)

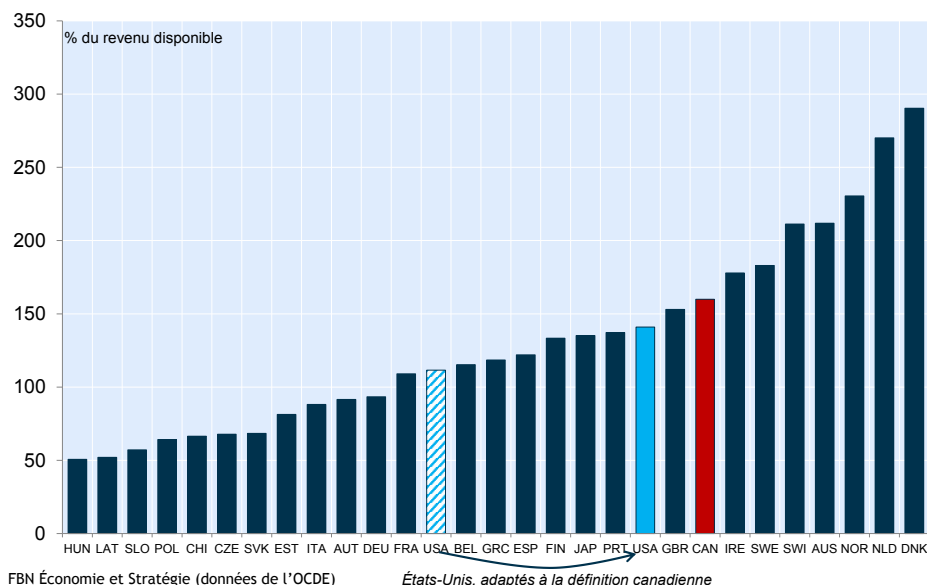


4

Certes, le ratio dette/revenu disponible du Canada atteint un niveau record. Mais beaucoup de pays de l'OCDE ont des ratios plus élevés. Le ratio du Canada est-il excessif par rapport à ses caractéristiques fondamentales?

Monde : L'endettement des ménages mis en perspectives

Dette des ménages en pourcentage du revenu disponible net (grands pays de l'OCDE)

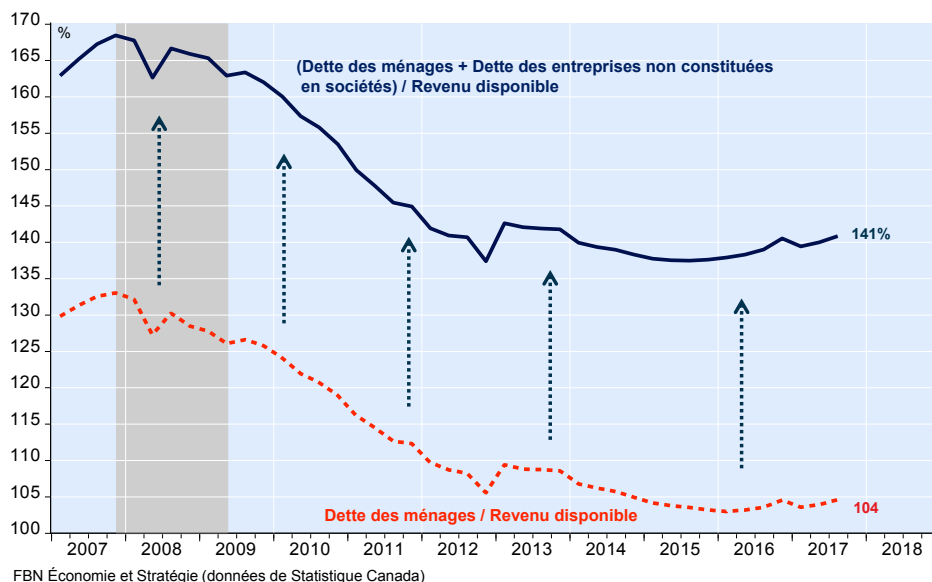


5

Les comparaisons internationales de l'endettement des ménages peuvent être complexes. Au Canada, le secteur des ménages comprend aussi les entreprises non constituées en sociétés. Lorsqu'on adapte les données américaines à la définition canadienne, le ratio dette/revenu disponible de ce pays passe de 104% à 141%.

Il faut ajuster les chiffres des États-Unis pour les comparer avec le Canada

Ratio dette/revenu disponible aux États-Unis



6

Il faut ensuite tenir compte des caractéristiques fondamentales particulières à chaque pays qui sous-tendent l'endettement. Selon Statistique Canada, les principaux déterminants de la dette des ménages canadiens, compte tenu du revenu, sont le statut d'emploi et l'âge des employés, la propriété immobilière, le statut d'immigrant et le niveau de scolarité.

Canada : Les déterminants des ménages selon Statistique Canada

Description du modèle Tobit tiré de *L'endettement des ménages au Canada (2012)*

Après prise en compte du revenu, voici quelques déterminants de l'endettement des ménages établis par Statistique Canada

$$\text{Dette totale des ménages} = \beta_1 \text{ Revenu} + \beta_2 \text{ Statut d'emploi} + \beta_3 \text{ Mode d'occupation du logement} + \beta_4 \text{ Statut d'immigration} + \beta_5 \text{ Niveau de scolarité}$$

Principales conclusions :

Statut d'emploi : Un employé actif a \$93K de plus de dettes qu'un retraité et \$37K de plus de dettes que d'autres.

Le profil d'âge des personnes employées est aussi important (\$52K de plus de dettes chez les plus jeunes que chez les autres).

Logement : Un propriétaire a \$100K de plus de dettes qu'un locataire

Immigrants : La population née à l'étranger a plus de dettes que les personnes nées au Canada (+\$34K)

Scolarité : Études postsecondaires = \$26K de plus de dettes que les personnes ayant moins de scolarité

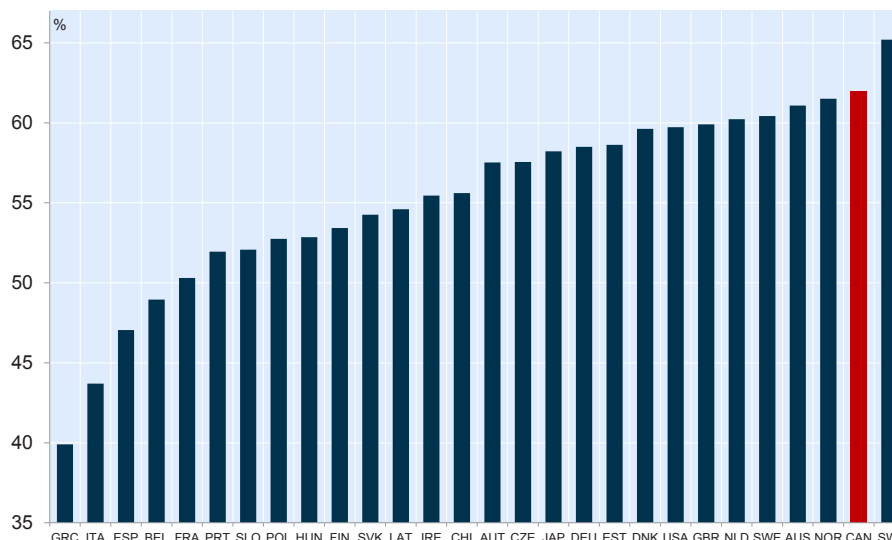
Statistique Canada (« L'endettement des ménages au Canada », Mars 2012)

7

Le statut d'emploi est un déterminant clé du revenu du travail et de la capacité d'emprunt. La proportion de la population en âge de travailler du Canada se classe au deuxième rang de tous les pays de l'OCDE.

Monde : Le taux d'emploi mis en perspective

Travailleurs en pourcentage de la population de 15 ans et plus



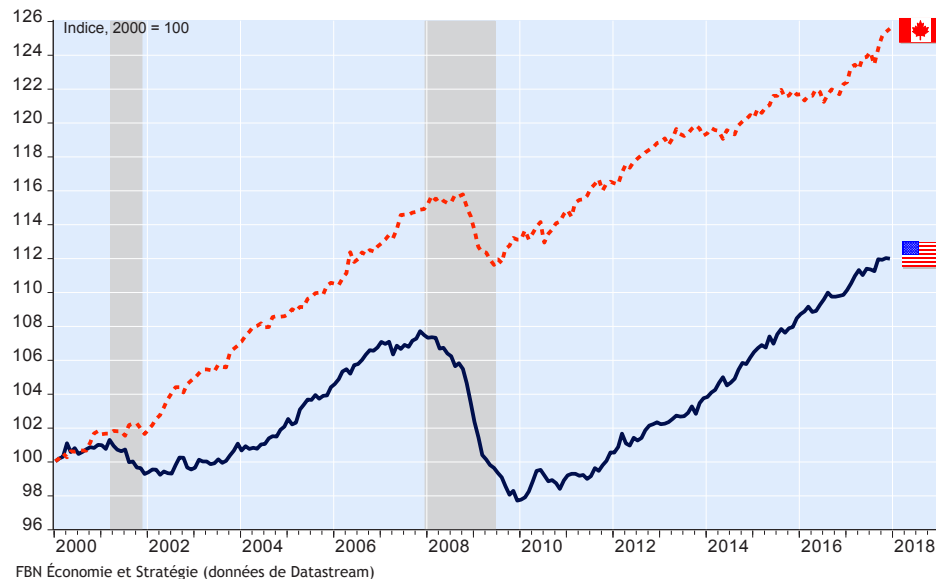
FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE, Statistique Canada)

8

Le statut des travailleurs est bien entendu aussi important pour la capacité d'emprunt des ménages. Heureusement, la croissance de l'emploi au Canada est principalement concentrée dans l'emploi à plein temps.

Un facteur clé de revenu du travail mis en perspective

Emploi à temps plein : Canada et États-Unis

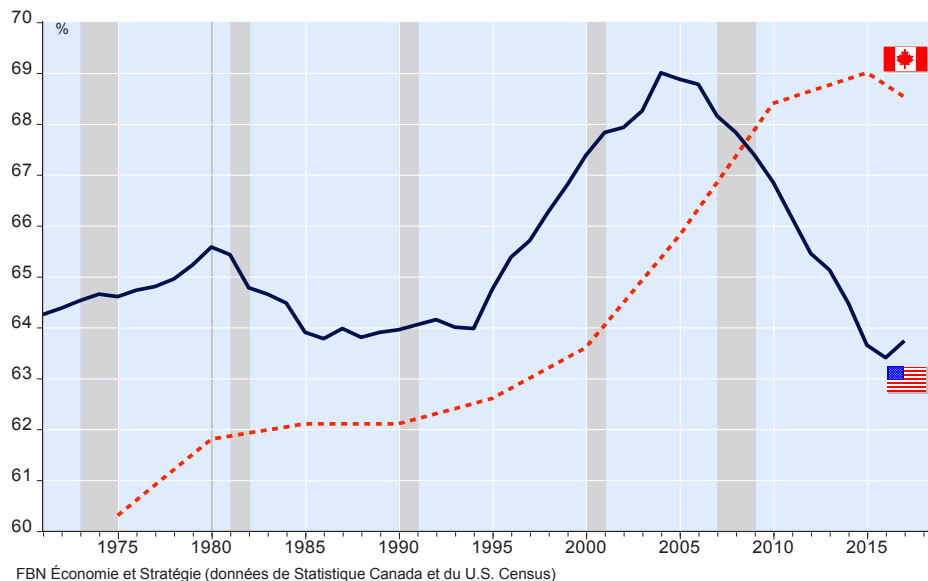


9

La solide performance du marché du travail a coïncidé avec une augmentation du taux de propriétaires de logements, qui dépasse celui des États-Unis.

Canada : Le taux de propriétaires mis en perspective

Taux de propriétaires au Canada et aux États-Unis

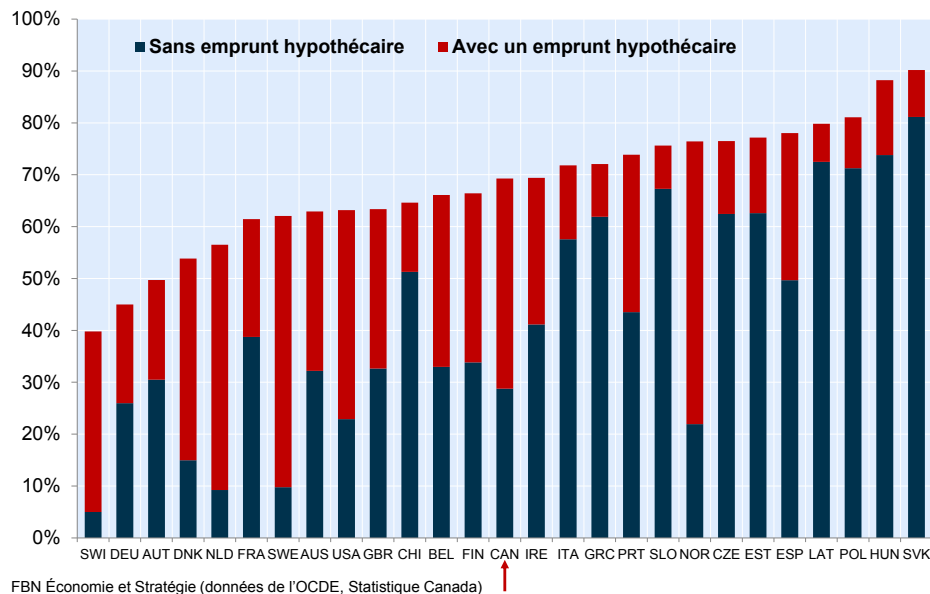


10

Mais, le taux de propriétaires du Canada n'est pas si élevé, selon les normes internationales.

Monde : Le taux de propriétaires mis en perspective

Taux de propriétaires

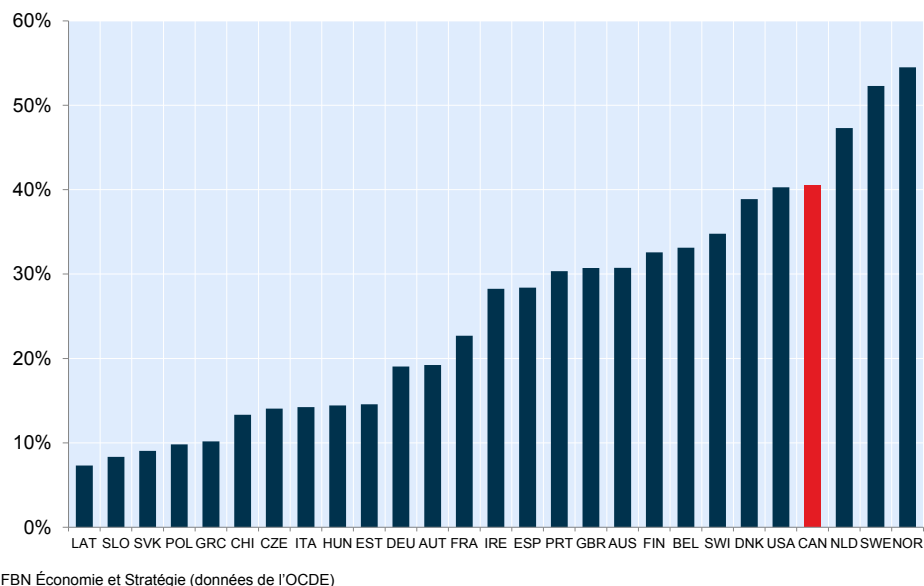


11

Alors, pourquoi notre ratio dette/revenu disponible est-il un peu plus élevé que le laisse penser le mode d'occupation du logement (propriétaires/locataires? En l'occurrence, il ne suffit pas d'examiner le taux global de propriétaires. Il faut prendre en considération le pourcentage de ménages qui détiennent un emprunt hypothécaire. Au Canada, ce taux est de 40%, ce qui le classe au quatrième rang des pays de l'OCDE et au même niveau que les États-Unis.

Monde : Les emprunteurs hypothécaires mis en perspective

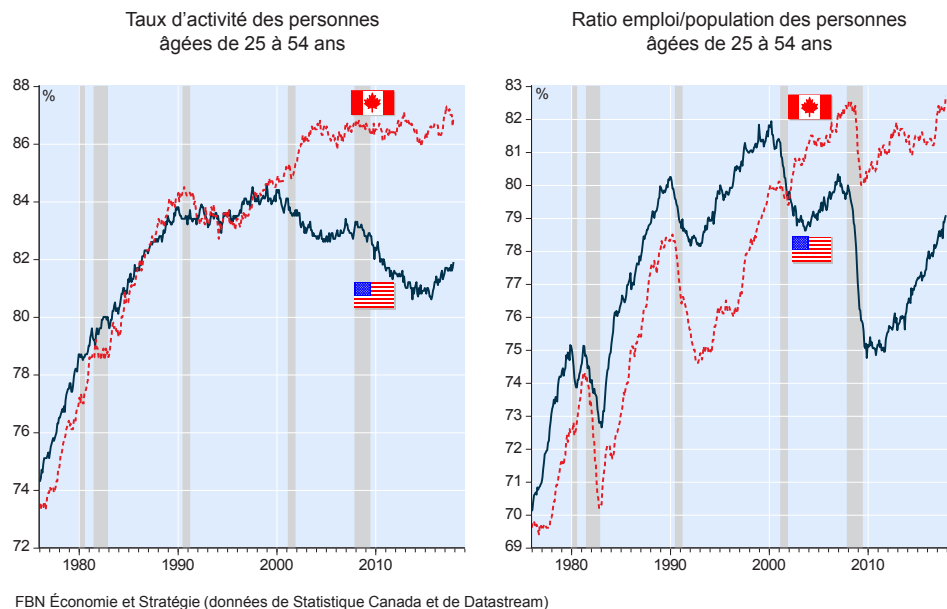
Propriétaires ayant un emprunt hypothécaire en pourcentage du total des ménages (2014 ou plus récents)



12

La proportion relativement élevée des ménages canadiens ayant contracté un emprunt hypothécaire s'explique par la démographie. La principale catégorie d'âge de la main-d'œuvre (les 25 – 54 ans – soit les personnes qui ont le plus tendance à acheter un bien immobilier et à emprunter) est au plein emploi.

Canada : Plein emploi pour la principale catégorie d'âge

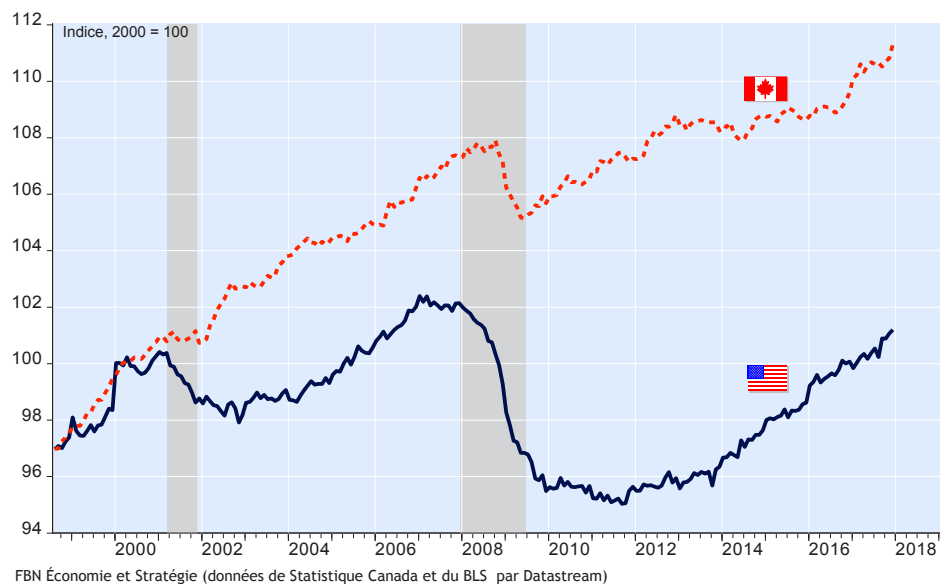


13

Au Canada le nombre de personnes employées âgées de 25 à 54 ans a atteint un nouveau record le mois dernier. Aux États-Unis, le nombre de personnes employées dans cette très importante catégorie d'âge est à peine supérieur au niveau du début des années 2000. La divergence s'explique en partie par le taux d'activité beaucoup plus élevé des femmes de la principale catégorie d'âge au Canada.

L'effectif de la principale catégorie d'âge mis en perspective

Emploi de personnes âgées de 25 à 54 ans : Canada par comparaison aux États-Unis

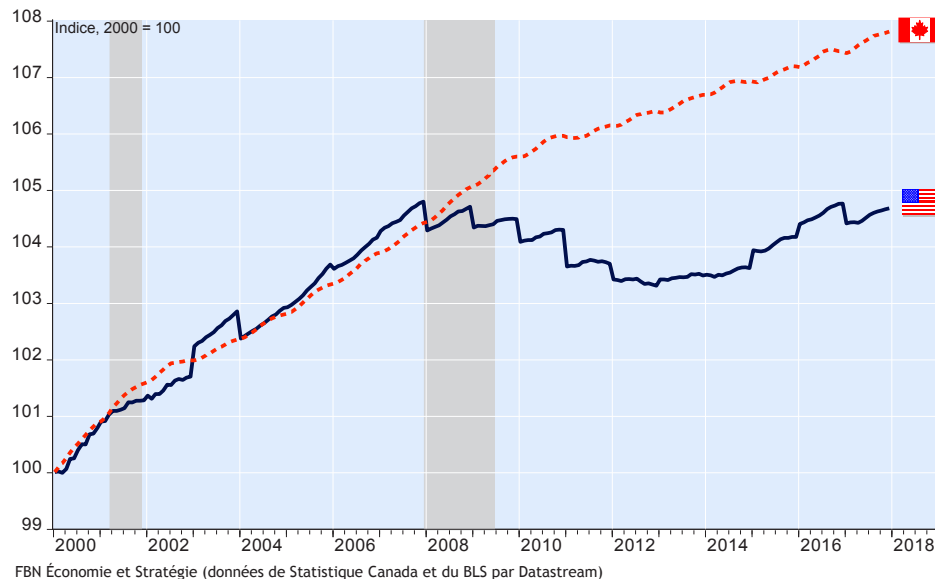


14

Mais aussi par la croissance de la population appartenant à la principale catégorie d'âge, qui reste impressionnante. Aux États-Unis, cette catégorie est au même niveau qu'il y a dix ans.

La principale catégorie d'âge croît au Canada, stagne aux États-Unis

Population âgée de 25 à 54 ans : Canada et États-Unis

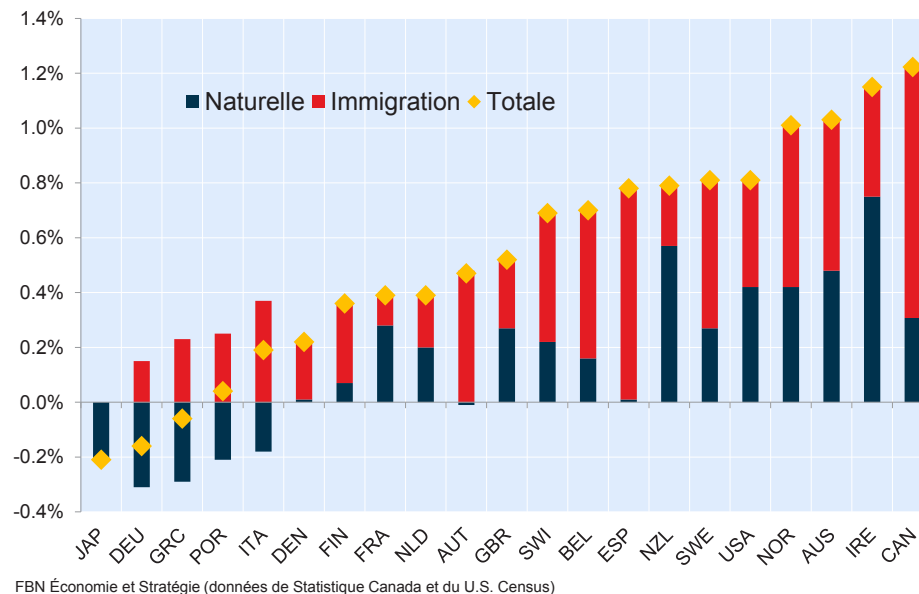


15

La croissance de la population est bien entendu un facteur clé de la formation de ménages, du recours à l'emprunt et des prix immobiliers. La croissance de la population du Canada est la plus rapide de l'OCDE (économies parvenues à maturité). Environ 70% de cette croissance est due à l'immigration.

Canada : Premier pays de l'OCDE par la croissance de la population

Croissance de la population en 2017, naturelle et par immigration

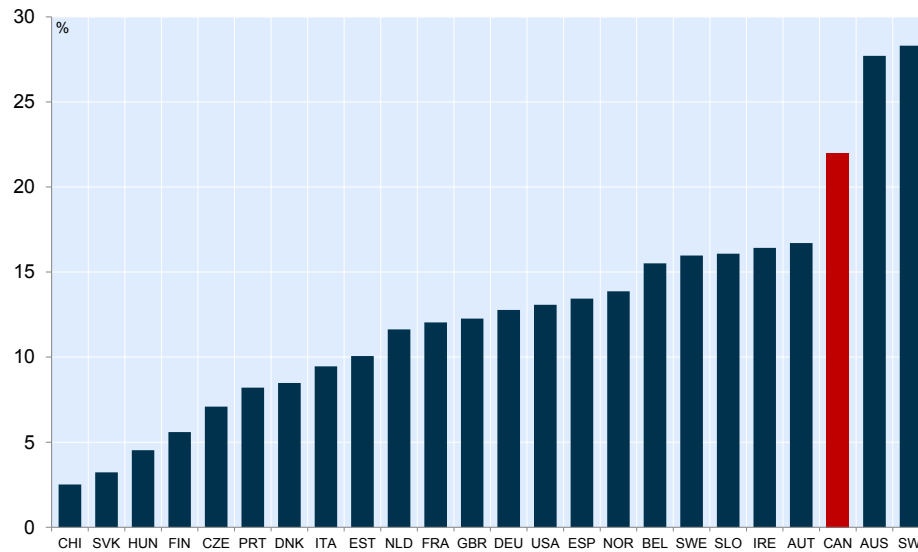


16

Plus de 20% de la population du Canada sont nés à l'étranger, ce qui représente une des plus fortes proportions de l'OCDE.

Monde : La population née à l'étranger mise en perspective

Part de la population née à l'étranger



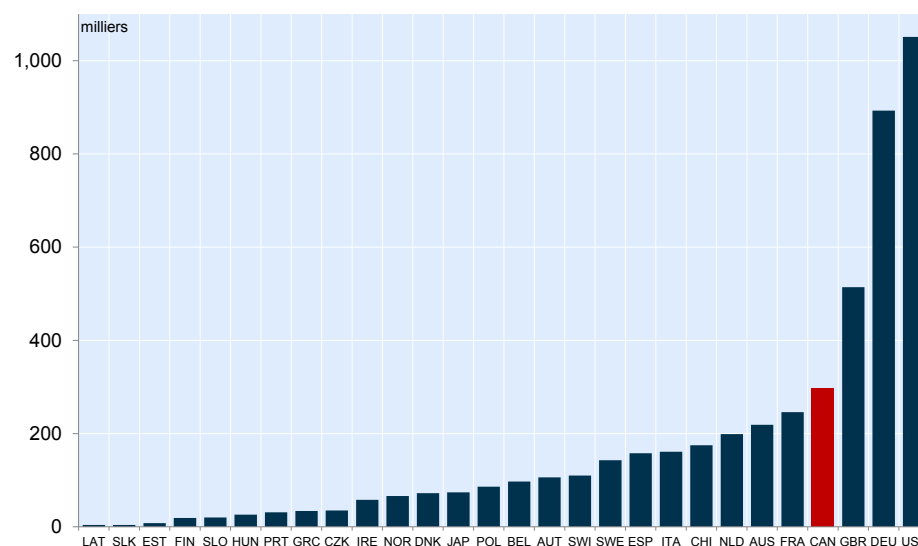
FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

17

Cette proportion va encore augmenter. Le Canada accueille environ 300,000 nouveaux immigrants permanents par an, ce qui le classe au quatrième rang de l'OCDE en termes absolus – cela représente une immense pépinière de nouveaux talents. Le gouvernement canadien a annoncé en novembre qu'il augmentera l'accueil annuel d'immigrants de 13% d'ici 2020.

Monde : Arrivées d'immigrants permanents

Immigration permanente dans les pays de l'OCDE en 2016 (2015 là où les chiffres ne sont pas disponibles)



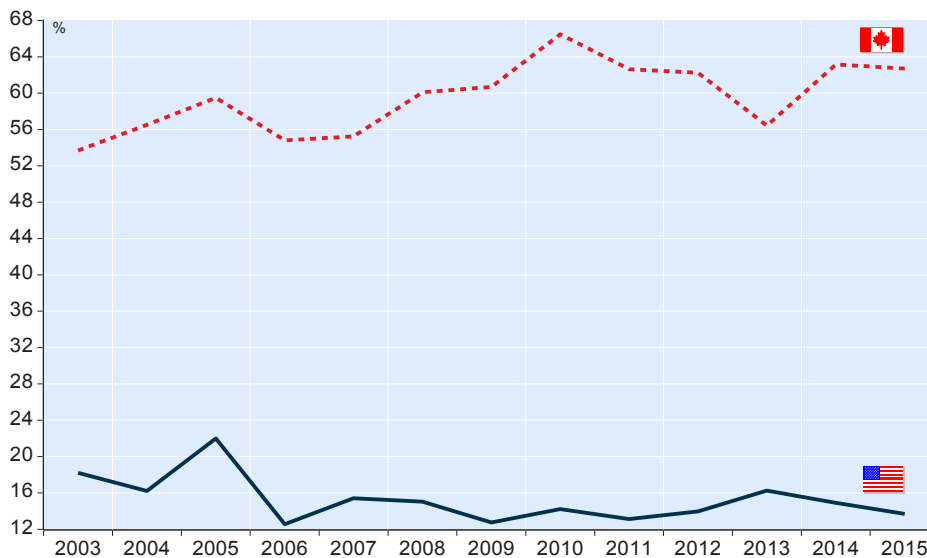
FBN Économie et Stratégie (l'OCDE data <https://data.oecd.org/migration/permanent-immigrant-inflows.htm#indicator-chart>)

18

Selon l'OCDE, plus de 60% de cet afflux annuel de résidents permanents relèvent de la catégorie économique – des personnes sélectionnées pour leur « capacité à réussir leur établissement économique ». Pour les États-Unis, cette proportion est de 13%, et pour l'Allemagne, d'à peine 4%.

Canada : Politique d'immigration déterminante pour les marchés du travail

Obtention de la résidence permanente dans la catégorie économique en proportion de l'immigration totale



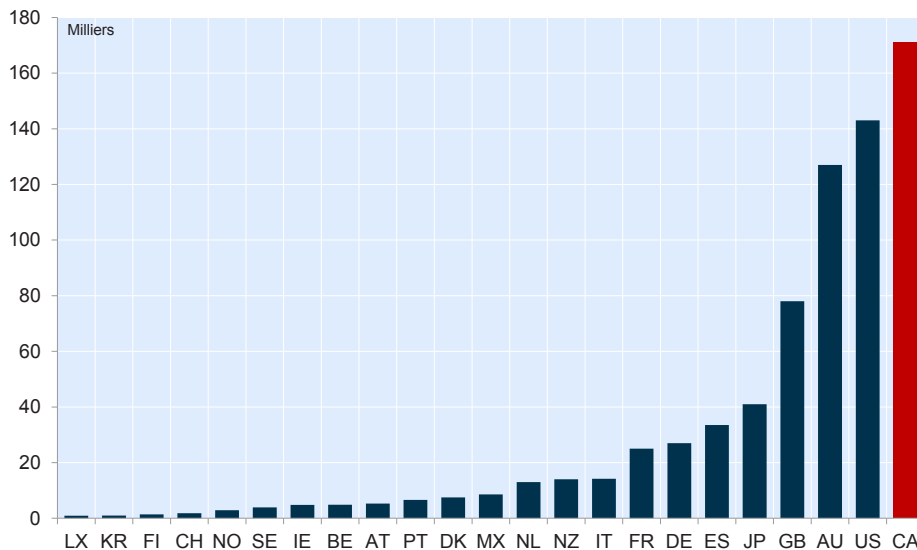
FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE <https://data.oecd.org/migration/permanent-immigrant-inflows.htm#indicator-chart>)

19

En termes absolus donc, plus de 170,000 personnes qui sont devenues des résidents permanents du Canada en 2015 relevaient de la catégorie économique – bien plus que le nombre absolu d'admissions dans la catégorie économique aux États-Unis, dix fois plus grands que le Canada, et sensiblement autant que l'ensemble du reste du G7 (Allemagne, France, Italie, Japon et Royaume-Uni)!

Canada : Le plus d'immigrants directement employables de l'OCDE

Délivrance annuelle de la résidence permanente dans la catégorie économique en proportion du total (2015)



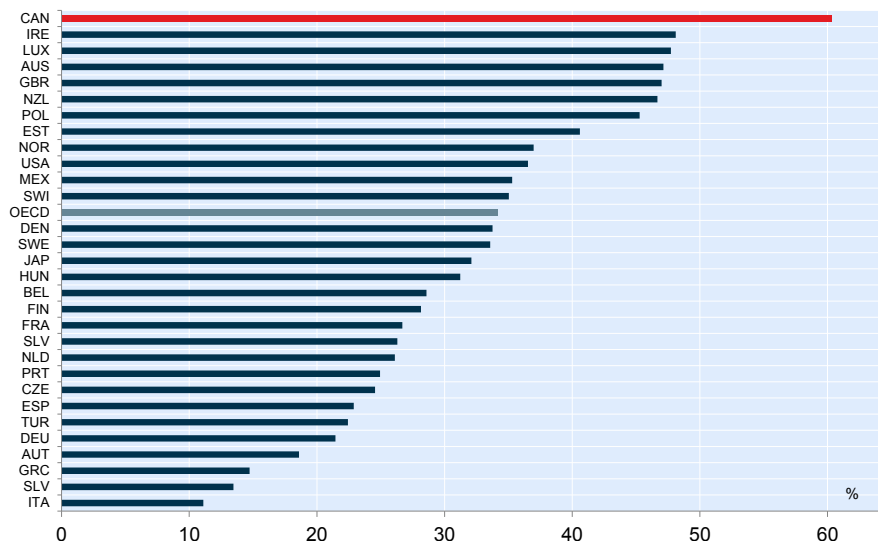
FBN Économie et Stratégie (l'OCDE data <https://data.oecd.org/migration/permanent-immigrant-inflows.htm#indicator-chart>)

20

Il s'agit là des immigrants qui ont le plus de chances de trouver un emploi, de former des ménages, et, enfin, d'acheter une maison ou un appartement. Et plus de 60% de la population du Canada née à l'étranger a un niveau d'études postsecondaires, soit la plus forte proportion au sein de l'OCDE.

Canada : La population née à l'étranger a un niveau de scolarité élevé

Pourcentage de la population de 15-64 ans ayant fait des études postsecondaires



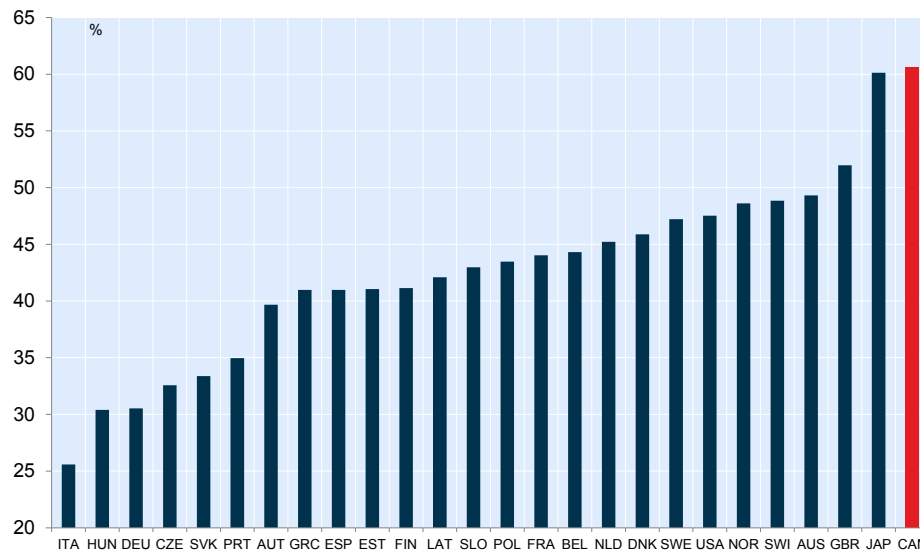
FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

21

Il existe une association entre la dette des ménages et le niveau de scolarité (un flux de revenu plus élevé et moins incertain sur tout le cycle de vie). Plus de 60% des Canadiens âgés de 25 à 34 ans ont fait des études postsecondaires, soit la plus forte proportion au sein de l'OCDE, à près de 15 points de pourcentage au-dessus de celle des États-Unis.

Monde : Le niveau de scolarité mis en perspective

Part de la population âgée de 25 à 34 ans ayant fait des études tertiaires (2016)



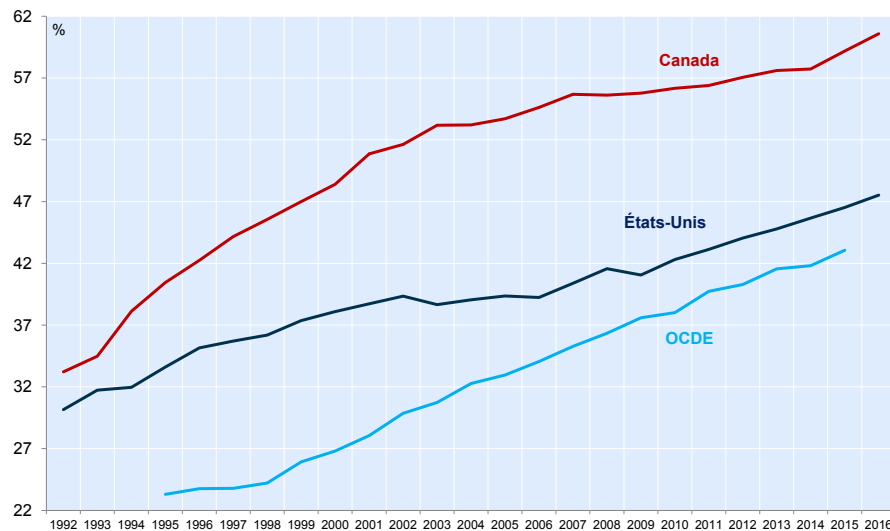
FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

22

Et plus une population a un niveau de scolarité élevé, plus ses travailleurs ont de chances de rester employés à mesure qu'ils traversent leurs meilleures années dans la population active, de 25 à 54 ans.

Canada : Une main-d'œuvre éduquée peut assumer plus de dettes

Part de la population âgée de 25 à 34 ans ayant un niveau d'études tertiaires



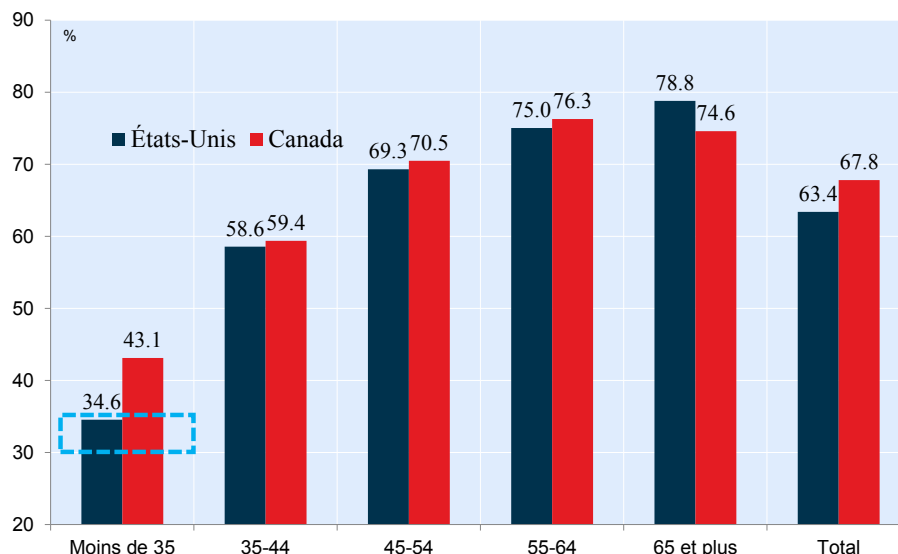
FBN Économie et Stratégie (l'OCDE data via <https://data.oecd.org/eduatt/population-with-tertiary-education.htm>)

23

Cet écart de niveau d'études aide à comprendre pourquoi le taux de propriétaires au Canada parmi les jeunes de moins de 35 ans dépasse de près de 10 points de pourcentage celui des États-Unis.

Canada : Le taux de propriétaires mis en perspective

Taux de propriétaires au Canada et aux États-Unis (2016)



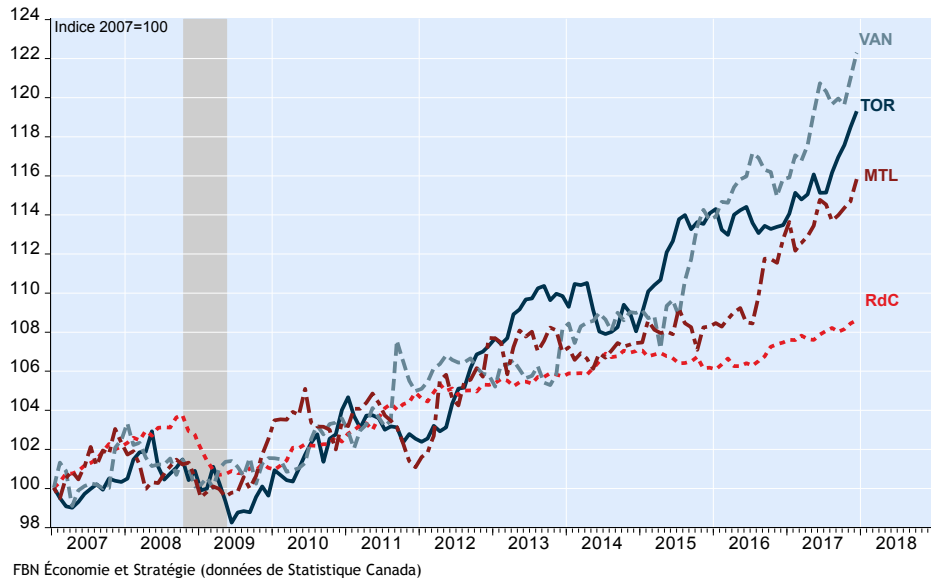
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada et du U.S. Census)

24

La politique d'immigration du Canada augmente la demande de logements dans les grandes régions urbaines. Les régions métropolitaines de Toronto, Vancouver et Montréal, qui hébergent 37% de la population du Canada, comptent pour 79% de sa croissance de l'emploi.

Canada : Création d'emplois dans les principales villes

Création d'emplois dans le grand Vancouver, le grand Toronto, le grand Montréal et le reste du Canada (RdC)

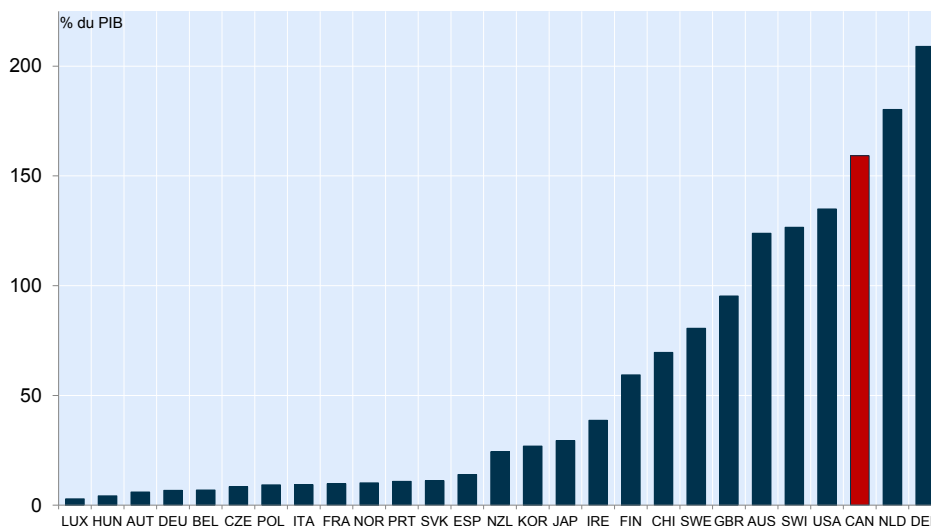


25

Dans une étude de 2013 sur les ratios dette/revenu disponible des ménages, la banque centrale de Norvège a attiré l'attention sur l'influence des variations d'un pays à l'autre des systèmes de retraite et de sécurité sociale. **Les transferts et les prestations sociales et de retraite font partie des ressources attendues d'un ménage sur l'ensemble de sa vie, même s'ils n'apparaissent pas dans les comptes des ménages.** Ces facteurs peuvent entraîner une grande différence dans les comparaisons internationales.¹

Monde : Actifs des caisses de retraite

Total des actifs dans des régimes de retraite financés et privés en pourcentage du PIB (2016)



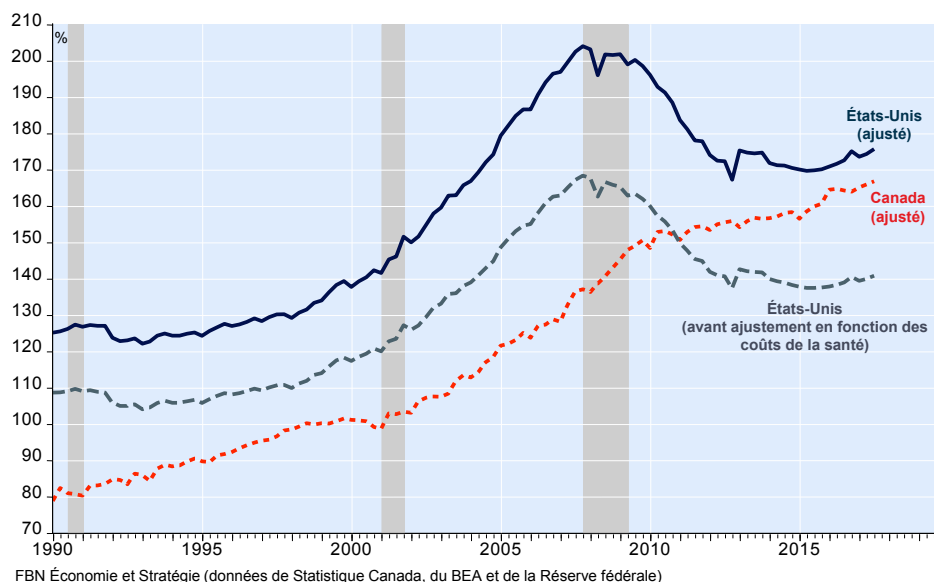
¹ « Comparison of household debt relative to income across four Nordic countries », Norges Bank (2013).

26

Les Américains paient moins d'impôts que les Canadiens aujourd'hui, mais ils doivent consacrer jusqu'à 20% de leur revenu disponible à des dépenses de santé, qui ne sont pas discrétionnaires. Au Canada, la part du revenu consacré à la santé non couverte par une assurance publique est d'environ 4%. Si on corrige le revenu disponible pour tenir compte de ce facteur, l'endettement des ménages aux États-Unis est en fait plus élevé que celui au Canada, pas plus bas.

Ratio dette / revenu disponible des ménages (net des coûts de santé)

Ménages et organismes sans but lucratif

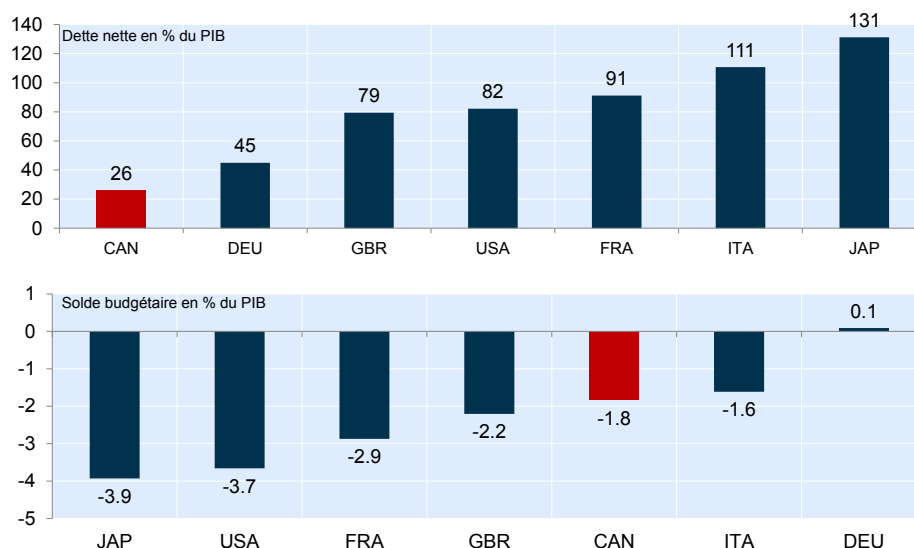


27

Bien entendu, plus les finances d'un pays sont solides, plus son système de protection sociale est crédible. Une gestion budgétaire saine est un critère de confiance des ménages.

Canada : Situation financière saine

Dettes nette du gouvernement général et solde budgétaire en 2017

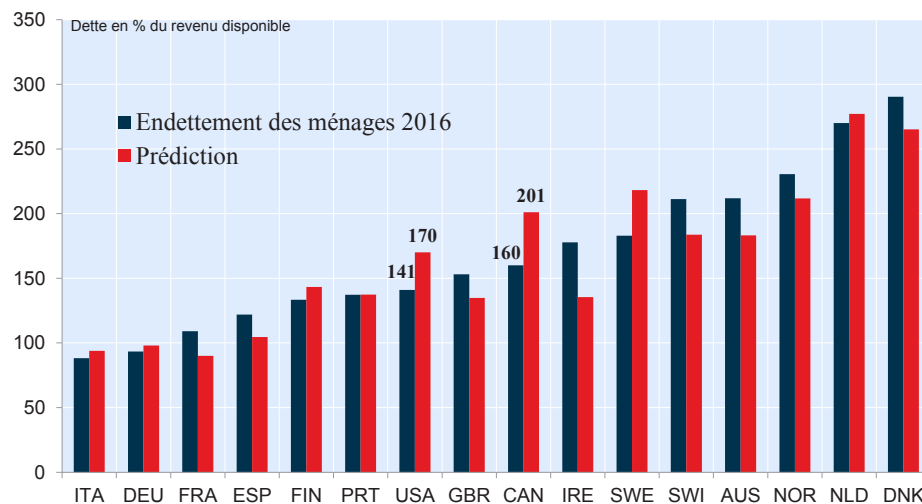


28

Le graphique ci-dessous montre comment les prédictions de notre régression transversale se comparent aux ratios dette/revenu disponible dans les pays de l'OCDE. Le modèle révèle que l'endettement des ménages canadiens compte tenu des facteurs fondamentaux est relativement mesuré (160% contre les 201% qu'indique la régression).

Monde : Endettement des ménages mis en perspective

Prédiction du modèle* de la dette des ménages dans 24 pays de l'OCDE en 2016 (R²=86%)



*Dette des ménages en % du revenu disponible = $C1 + \beta1$ Taux des emprunteurs hypothécaires + $\beta2$ Actifs dans les fonds de pension + $\beta3$ Générosité des retraites publiques + $\beta4$ Solde budgétaire

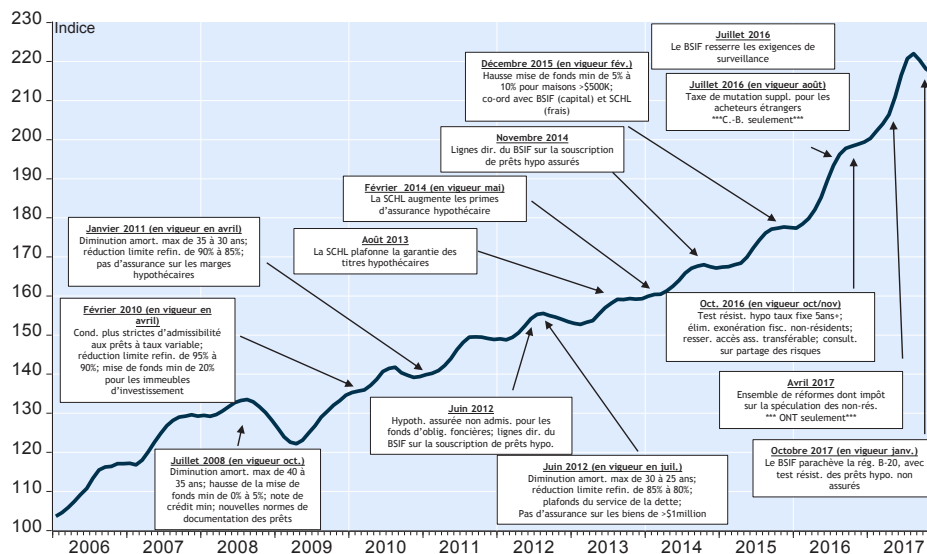
FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

29

Le ratio moins élevé que prédit pour le Canada est probablement dû aux nombreuses mesures macro-prudentielles mises en application au cours de la dernière décennie.

Canada : Mesures macroprudentielles adoptées

Indice de prix de maison Teranet/Banque Nationale et calendrier de l'adoption des mesures



FBN Économie et Stratégie (données de Teranet/Banque Nationale)

30

Conclusion

Après prise en compte de facteurs fondamentaux tels que l'emploi, la croissance démographique, le mode d'occupation du logement (propriétaire ou locataire), l'immigration, le niveau de scolarité et la solidité du système de protection sociale, notre analyse conduit à la conclusion que le ratio dette/revenu disponible des ménages au Canada est relativement mesuré. Cela reflète probablement l'effet cumulatif de toutes les mesures prises pour atténuer la vulnérabilité du système financier à l'endettement des ménages.

Stéfane Marion/Matthieu Arseneau

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), 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.

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

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 contreparties 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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

Résidents des États-Unis

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des membres du personnel employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces membres du personnel hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.

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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.