

Un indice métropolitain de momentum économique (IMMÉ)

Sommaire

- L'indice métropolitain de momentum économique (IMMÉ) veut refléter l'élan économique courant de 20 régions métropolitaines de recensement au Canada, avec une préoccupation particulière quant à leur capacité fiscale.
 - Pour ce faire, nous calculons un indice dont la croissance reflète celle de six indicateurs économiques trimestriels. Ces derniers sont le niveau d'emploi moyen du trimestre, le taux de chômage moyen du trimestre, les mises en chantier de logements, le nombre de logements vendus via le système Inter-Agences, les dépenses de construction de bâtiments non résidentiels en dollars constants et l'indice de prix de maison Teranet-Banque-Nationale^{MC}.
 - Selon la variation de l'IMMÉ au cours des quatre derniers trimestres, la RMR de Hamilton a été la plus performante, bien que cela soit dû à une croissance de l'emploi selon Statistique-Canada qui peut paraître invraisemblable, soit de 12.5%, et d'une baisse consécutive du taux de chômage de 2.1 points de pourcentage. Compte tenu des intervalles de confiance liés à l'estimation du niveau de l'emploi, on estime une hausse minimum de 3.1% de l'emploi, ce qui indique de toute façon que l'emploi a probablement crû plus vite que dans la plupart des autres RMR.
 - Après Hamilton, St. Catharines - Niagara est la RMR qui a connu l'élan économique le plus prononcé, suivi de Kitchener- Cambridge - Waterloo. Ces deux régions, tout comme celles de Toronto et des autres régions du *Golden Horseshoe*, ont connu une hausse du prix des maisons largement dans les deux chiffres. St. Catharines - Niagara a aussi bénéficié de la plus forte poussée des investissements en construction de bâtiments non résidentiels, tandis que Kitchener a connu la plus forte hausse de l'emploi après Hamilton. Victoria rate de peu le podium, suivie de Gatineau.
 - Si on s'en tient aux trois plus grandes RMR du Canada, Montréal a eu le dessus depuis un an sur Toronto et Vancouver. Montréal a dominé ses deux consœurs au plan de la croissance de l'emploi et de l'investissement en bâtiments non résidentiels.
-

Méthodologie

L'indice métropolitain de momentum économique (IMMÉ) veut refléter l'élan économique courant d'une région métropolitaine de recensement (RMR)¹, avec une préoccupation particulière quant à sa capacité fiscale. Pour ce faire, nous calculons un indice dont la croissance reflète celle de six indicateurs économiques trimestriels. Ces derniers sont le niveau d'emploi moyen du trimestre, le taux de chômage moyen du trimestre, les mises en chantier de logements, le nombre de logements vendus via le Système inter-agences (SIA), les dépenses de construction de bâtiments non résidentiels en dollars constants et l'indice de prix de maison Teranet-Banque-Nationale².

Ces six indicateurs ont été retenus pour les raisons suivantes :

1. Ils sont disponibles pour toutes les RMR considérées.
2. Leur publication est très ponctuelle (le plus tardif est le niveau des dépenses en construction de bâtiments non résidentiels qui est habituellement disponible durant la troisième semaine après le fait).
3. Ils sont publiés en version désaisonnalisée, sauf les indices de prix de maison, que nous désaisonnalisons nous-mêmes.
4. Aucun n'est très retardé par rapport au cycle économique.
5. Nous avons l'information sur ces indicateurs lors de la dernière récession économique.

Ainsi, les ventes au détail n'ont pas été retenues, parce qu'elles ne sont disponibles que pour les RMR de Toronto, Montréal et Vancouver. Un autre indicateur disponible, soit le nombre de faillites et de propositions aux créanciers, tant pour les ménages que pour les entreprises, n'a pas été retenu parce cet indicateur est publié deux mois après le fait en plus d'être retardé par rapport au cycle économique. De plus, cet indicateur n'est disponible que depuis T1 2010, et n'a donc pas été observé lors de la dernière récession. Nous avons préféré les dépenses en construction de bâtiments non résidentiels à la valeur des permis de bâtir non résidentiels parce que ces derniers sont disponibles entre cinq et six semaines après le fait. Le ratio de l'emploi à temps plein sur l'emploi total de même que la population civile âgée de 25 à 54 ans ne sont pas désaisonnalisés.

L'indice est une moyenne pondérée des taux de croissance trimestriels symétriques de chaque indicateur. Le taux de croissance symétrique est donné par :

$$C = 200 * (X_t - X_{t-1}) / (X_t + X_{t-1})$$

où X est un indicateur, t le trimestre courant et t-1 le trimestre précédent. Le propre d'un taux de croissance symétrique est qu'une hausse de l'indicateur (disons $X_1 - X_0 > 0$) générera le même pourcentage (avec signe inverse) qu'une baisse de X_0 à X_1 . La variation du taux de chômage étant elle-même une variation symétrique en points de pourcentage, dans ce cas l'équation se résume à $C = -(X_t - X_{t-1})$, ce qui fait qu'une hausse du taux de chômage a un apport négatif dans le calcul de l'indice et vice versa.

Le taux de croissance symétrique de chaque indicateur est ensuite divisé par l'écart type du taux de croissance symétrique de l'indicateur agrégé pour toutes les régions. Ainsi, pour chaque RMR, le taux de croissance symétrique de l'emploi est divisé par l'écart-type du taux de croissance symétrique de l'emploi dans l'ensemble des RMR considérées. Par une telle division, nous obtenons un taux de croissance normalisé, comparable d'un indicateur à l'autre même si certains indicateurs ont plus de variance que d'autres.

Pour chaque RMR, les taux de croissance symétriques normalisés de chaque indicateur sont ensuite sommés, puis cette somme est elle-même divisée par une constante qui est la somme des écarts types des taux de croissance symétriques des indicateurs agrégés. À la suite de cette dernière opération, nous obtenons un taux de croissance qui a la dimension d'une variation trimestrielle (symétrique, mais non normalisée) d'un seul indicateur, quel que soit le nombre d'indicateurs considérés. Une fois converti en taux de croissance conventionnel, il devient le taux de croissance trimestrielle de l'indice de la RMR considérée. Ainsi, le résultat pour le T2 2005 est appliqué à 100 (qui est la valeur de base de l'indice au T1 2005), et à la valeur de l'indice ainsi obtenue on applique le résultat du T3 2005 pour obtenir la

¹ Une région métropolitaine de recensement est formée d'une ou de plusieurs municipalités adjacentes situées autour d'un centre de population, aussi appelé le noyau. Une RMR doit avoir une population totale d'au moins 100 000 habitants et son noyau doit compter au moins 50 000 habitants d'après le recensement précédent sur la population. Pour être incluses dans une RMR, les autres municipalités adjacentes doivent avoir un degré d'intégration élevé avec le noyau, lequel est déterminé par le pourcentage de navetteurs (déplacement domicile-lieu de travail) établi d'après les données du Programme du recensement précédent sur le lieu de travail. Une RMR restera une RMR même si sa population totale devient inférieure à 100 000 habitants ou si la population de son noyau devient inférieure à 50 000 habitants.

² Cet indice n'étant pas disponible pour Regina et Saskatoon, nous avons choisi pour ces dernières l'indice de l'Association canadienne de l'immeuble.

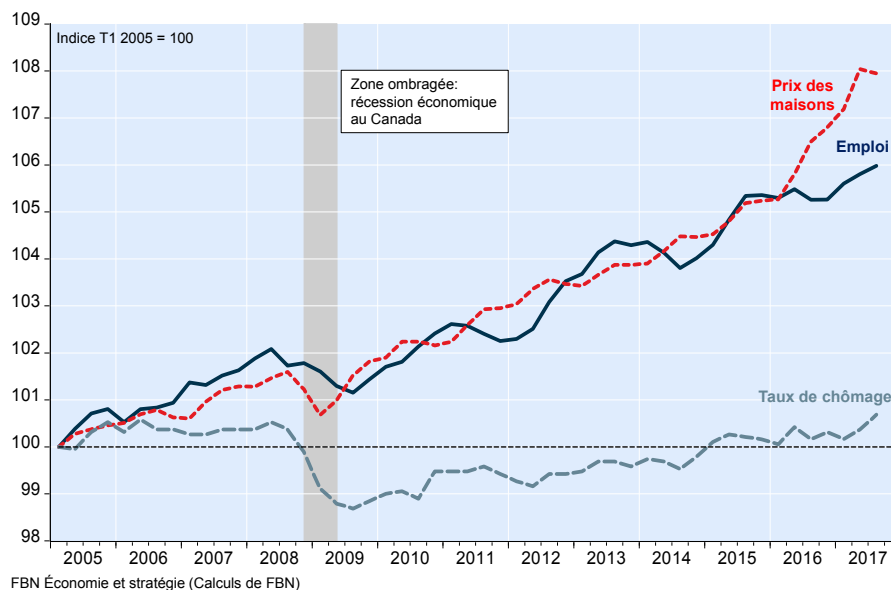
valeur de l'indice à ce trimestre, et ainsi de suite. De cette façon, nous obtenons une série historique de l'IMMÉ pour chaque RMR.

Le profil de l'IMMÉ en longue période

Tous les indicateurs considérés ont leur mot à dire dans la variation à court terme de l'IMMÉ d'une RMR. Cependant, deux indicateurs sur les six considérés affichent habituellement une croissance structurelle. Ces deux indicateurs sont l'emploi et les prix des logements. Leur croissance structurelle domine, et de loin, dans la croissance de l'IMMÉ en longue période.

Graphique 1

Toronto: Contribution d'indicateurs choisis à la progression de l'IMMÉ

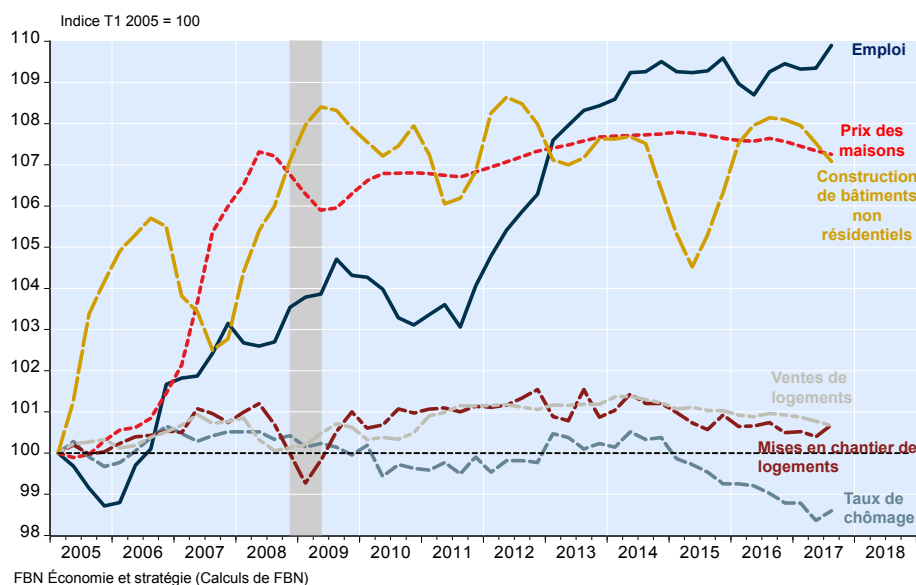


Le graphique 1 permet de se rendre compte de ce phénomène. On y voit la contribution à la valeur de l'IMMÉ de Toronto de ces deux indicateurs, plus celle du taux de chômage. Si on additionne l'apport à la croissance de l'IMMÉ des deux indicateurs dotés d'une croissance structurelle, on explique presque entièrement la croissance totale de 17.8% de l'IMMÉ de Toronto du premier trimestre de 2005 au troisième trimestre de 2017. En comparaison, l'apport du taux de chômage en longue période est minime, même s'il prédomine à certains moments, comme lors de la récession. L'apport en longue période des autres indicateurs (mises en chantier, ventes de maisons et construction de bâtiments non résidentiels) s'avère semblable à celle du taux de chômage.

Les contributions relatives de chaque indicateur à la croissance à long terme de l'IMMÉ de Toronto sont représentatives de ce qui est observé dans chacune des RMR considérées, sauf une exception. À Saskatoon, les investissements en construction de bâtiments non résidentiels ont connu une croissance, du T3 2007 au T2 2009, qui ne s'est jamais résorbée par la suite. Si bien que cet indicateur a eu une contribution du même ordre que le prix des maisons à la croissance de l'IMMÉ de cette RMR sur l'ensemble de la période.

Graphique 2

Saskatoon: Contributions des indicateurs à la croissance de l'IMMÉ



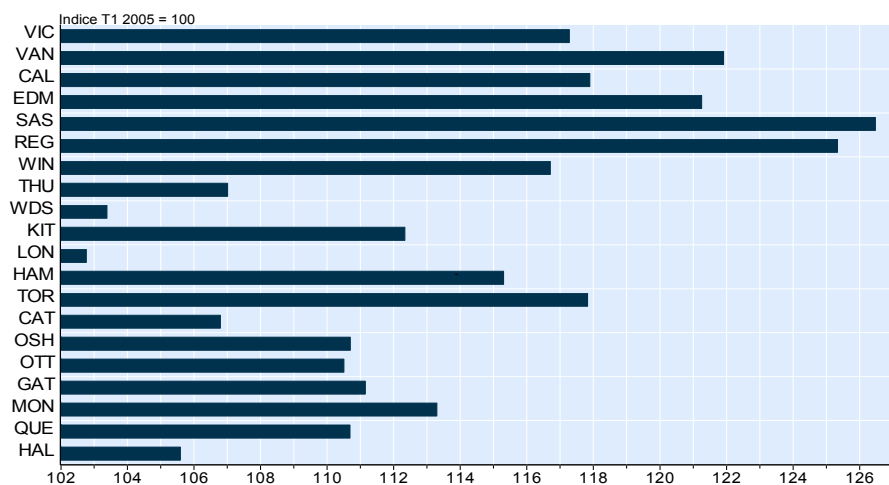
Il n'y a rien de contre-intuitif à ce que la croissance de seulement deux indicateurs sur six ait été, sauf exception, déterminante en longue période. En effet, cela ne fait que refléter le fait qu'à long terme, la croissance démographique (en particulier la capacité du marché du travail d'une RMR de retenir ses habitants et d'attirer des habitants d'autres régions) et la valeur du parc de logements sont des vecteurs déterminants de la croissance à long terme de la capacité fiscale d'une RMR.

Le profil historique de l'IMMÉ pour chaque RMR

Nous avons calculé l'IMMÉ de 2005 au T3 2017 pour 20 RMR. Sur l'ensemble de cette période, la plus forte progression est venue de Saskatoon (SAS; 26.5%) suivie de Régina (REG; 25.3%), Vancouver (VAN; 21.9%), Edmonton (EDM; 21.2%), Calgary (CAL; 17.9%) et Toronto (TOR; 17.8%).

Graphique 3

Valeur de l'IMMÉ au T3 2017 pour 20 RMR*



* Vous trouverez en annexe la liste des RMR correspondant aux abréviations utilisées dans les graphiques

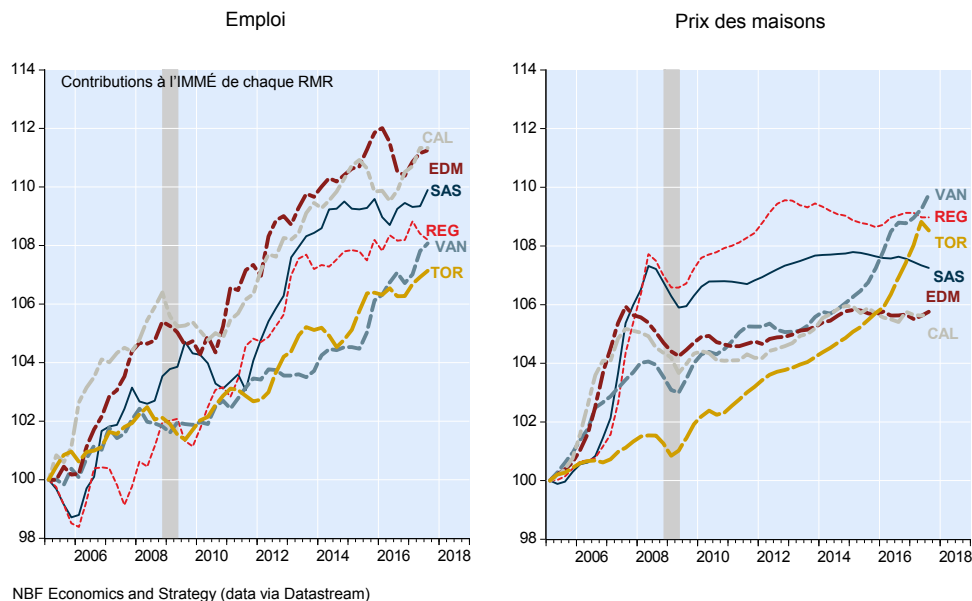
FBN Économie et stratégie (Calculs de FBN)

Ainsi que nous l'avons vu, la position de tête de Saskatoon vient de ce que l'investissement en construction de bâtiments non résidentiels a contribué de façon déterminante à la croissance de l'IMMÉ, alors que dans les autres RMR, cet indicateur n'a au mieux que contribué légèrement. Pour les autres RMR les plus performantes, le niveau de l'IMMÉ au T3 2017 s'explique, comme nous l'avons vu plus haut, par la progression de l'emploi et du prix des maisons durant la période.

Graphique 4

Les six RMR les plus performantes à long terme selon l'IMMÉ

Contributions de l'emploi et du prix des maisons à la variation de l'IMMÉ de T1 2015 à T3 2017



Ainsi, la deuxième place de Régina et la troisième place de Vancouver sont surtout attribuables à la croissance du prix des maisons. Par contre, la quatrième place d'Edmonton et la cinquième place de Calgary sont surtout attribuables à la croissance de l'emploi.

Dans le cas de Windsor-Essex, la faible progression de l'IMMÉ s'explique par une progression tenue de l'emploi et du prix des maisons sur l'ensemble de la période. Dans le cas de London, l'emploi a même reculé.

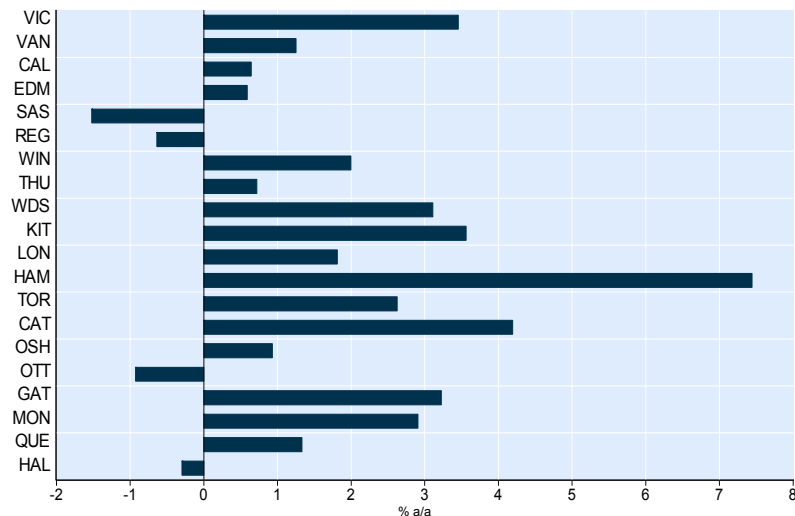
La performance récente de l'IMMÉ

Lors des mises à jour de l'IMMÉ, nous insisterons surtout sur sa progression récente, au moyen des graphiques 5 et 6.

Le graphique 5 fait état d'une croissance démesurée de l'IMMÉ de Hamilton (HAM) au cours des quatre derniers trimestres. Les panneaux du haut du graphique 6 nous révèlent pourquoi. Selon Statistique Canada, la croissance de l'emploi dans la RMR de Hamilton a été de 12.5% entre le T3 2016 et le T3 2017, passant de 383,900 à 431,800, avec en parallèle une baisse du taux de chômage de 6.3% à 4.2%. Cela fait ressortir le risque d'utiliser des données portant sur les RMR, dont l'intervalle de confiance peut être très large. Ainsi, dans le cas de Hamilton, à un niveau de confiance à 95 %, l'estimation de l'emploi au T3 2016 se situait entre 364,700 et 403,100. Au T3 2017, cette estimation se situait entre 415,000 et 448,600. En utilisant les extrêmes des intervalles de confiance, la variation entre ces périodes peut être de 3,1 % (en utilisant la borne supérieure T3 2016 et la borne inférieure T3 2017) ou encore de 23 % (en utilisant la borne inférieure de T3 2016 et la borne supérieure de T3 2017). Quoique cet intervalle de confiance soit très large, on peut estimer avec 5% de chances de se tromper que la croissance de l'emploi a effectivement été très forte à Hamilton au cours des quatre derniers trimestres (minimum de 3.1%), et que Hamilton se situerait de toute façon dans le peloton de tête des RMR.

Graphique 5

Croissance de l'IMMÉ au T3 2017



FBN Économie et stratégie (Calculs à partir de données de Statistique Canada, de la SCHL, de l'ACI et de l'indice de prix de maison Teranet - Banque Nationale)

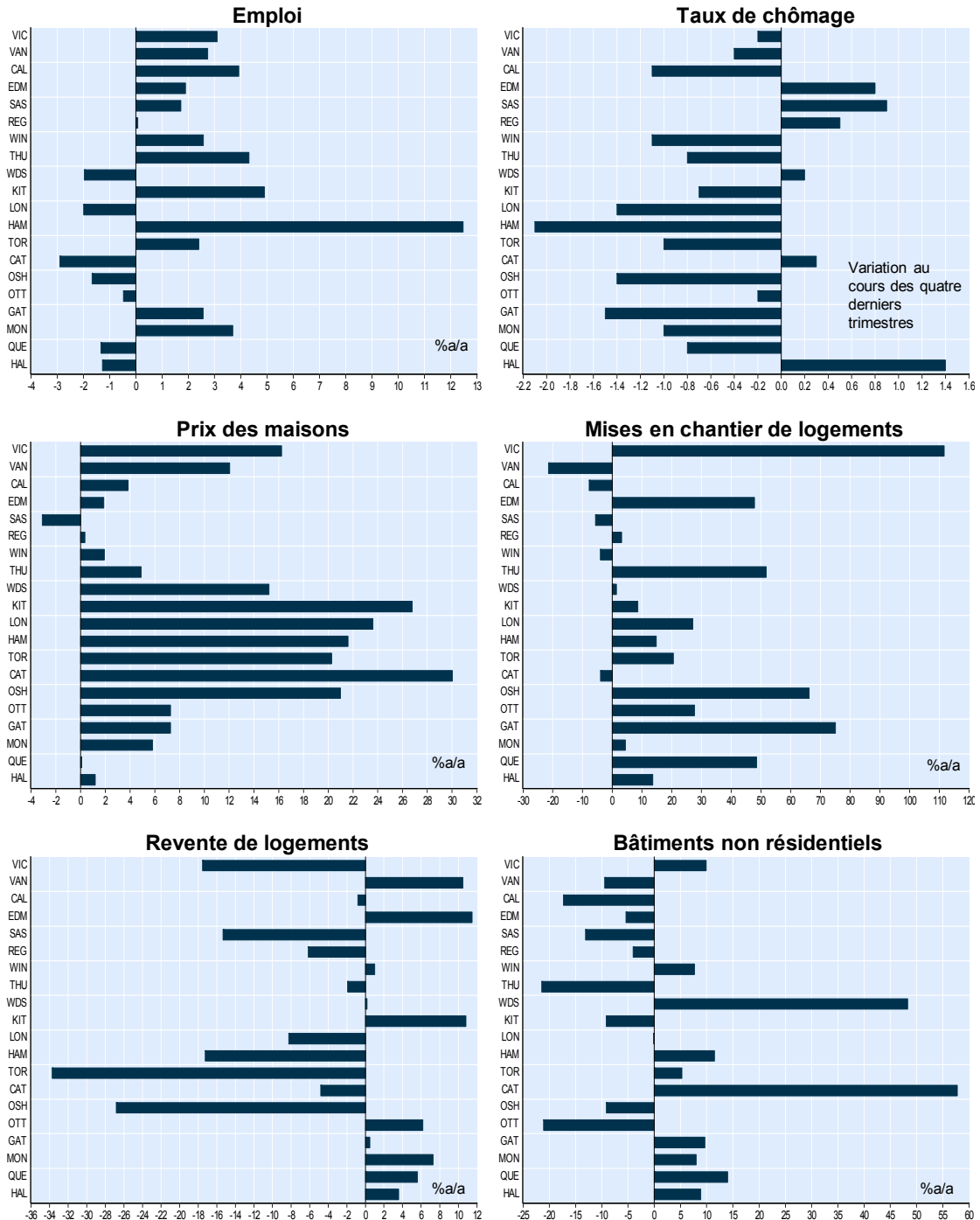
La RMR de St. Catharines - Niagara (CAT) vient au deuxième rang de la progression de l'IMMÉ au cours des quatre trimestres se terminant au T3 2017. Cette performance vient du prix des maisons, qui selon l'indice Teranet - Banque Nationale a crû de près de 28%, et de la construction de bâtiments non résidentiels, laquelle a progressé de 30.6% en termes réels. La troisième place revient à Kitchener - Cambridge - Waterloo (KIT), qui s'est distinguée avec la plus forte croissance de l'emploi après Hamilton, la plus forte croissance du prix des maisons après St. Catharines - Niagara et une des plus fortes croissances du nombre de logements vendus dans le SIA. Victoria (VIC) rate de peu le podium, s'étant distinguée par un niveau inhabituellement élevé de mises en chantier de logements au T3 2017 et une poussée vigoureuse du prix des maisons, ce qui a largement compensé le repli au plan de la revente de logements.

La RMR de Gatineau (GAT) arrive cinquième, grâce à un niveau anormalement élevé de mises en chantier de logements au dernier trimestre et à la plus forte baisse du taux de chômage après Hamilton. Elle est suivie de Windsor (WDS) puis par Montréal (MON), qui est donc, parmi les trois plus grandes RMR du Canada, celle qui a performé le mieux au cours de la dernière année. Montréal a dominé ses deux consœurs (Toronto et Vancouver) au plan de la croissance de l'emploi et de l'investissement en bâtiments non résidentiels.

Graphique 6

Variation sur quatre trimestres des indicateurs composant l'IMMÉ

Dernière observation: T3 2017



FBN Économie et stratégie (Données de Statistique Canada, de la SCHL, de l'ACI et de l'IPM Teranet - Banque Nationale)

Annexe - Abréviations des RMR utilisées dans les graphiques

RMR (province)	abb.	RMR (province)	abb.
Victoria (C.-B.)	VIC	Kitchener-Cambridge-Waterloo (Ont.)	KIT
Vancouver (C.-B.)	VAN	St. Catharines-Niagara (Ont.)	CAT
Edmonton (Alb.)	EDM	Hamilton (Ont.)	HAM
Calgary (Alb.)	CAL	Toronto (Ont.)	TOR
Saskatoon (Sask.)	SAS	Oshawa (Ont.)	OSH
Regina (Sask.)	REG	Ottawa (Ont.)	OTT
Winnipeg (Man.)	WIN	Gatineau (Qué.)	GAT
Thunder Bay (Ont.)	THU	Montréal (Qué.)	MON
Windsor (Ont.)	WDS	Québec (Qué.)	QUE
London (Ont.)	LON	Halifax (N.-É.)	HAL

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 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 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 reliée 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 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.