

Canada : Un parfum de stagflation

Par Matthieu Arseneau et Alexandra Ducharme

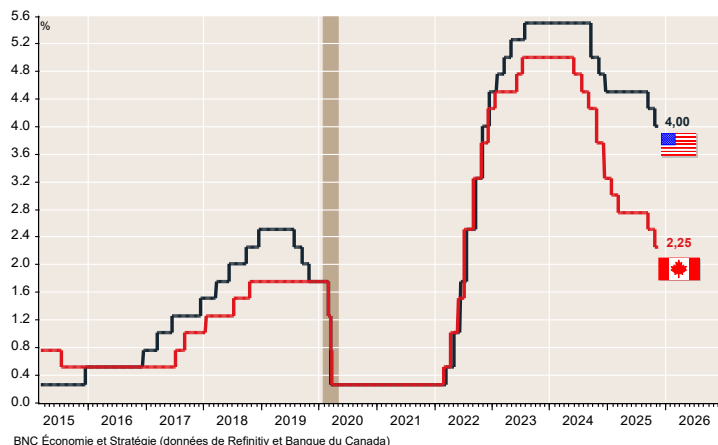
Sommaire

- La Banque du Canada a abaissé son taux directeur pour la deuxième fois consécutive en octobre, mais a indiqué qu'elle estimait avoir terminé ses baisses de taux pour le moment. Il est probable que cette conviction se soit renforcée au cours des dernières semaines.
- Les données économiques ont été mixtes, mais les pressions salariales ont accéléré récemment malgré de nombreux indicateurs suggérant une situation d'offre de travailleurs excédentaire. En 2025, les employés concernés par des négociations salariales ont obtenu une augmentation salariale annuelle moyenne de 3,3 %, soit un niveau bien plus élevé que celui observé au cours de la décennie précédant la pandémie.
- Cette situation se répercute sur l'inflation, notamment au niveau des services qui sont beaucoup plus tributaires des pressions salariales. En octobre, l'inflation annuelle des services hors logement augmentait de 3,5 %, soit le rythme le plus élevé depuis mai 2023. Dans un tel contexte, la suspension des baisses de taux d'intérêt nous apparaît appropriée.
- Combinées aux baisses de taux d'intérêt, les annonces du gouvernement fédéral ont limité les dégâts en 2025 et devraient permettre à l'économie de sortir de la léthargie en 2026, à condition qu'une désescalade des tensions commerciales avec les États-Unis survienne. Nous prévoyons une croissance du PIB limitée à 1,1 % en 2026 par la faiblesse démographique, après 1,7 % en 2025. Cette prévision intègre des faiblesses économiques qui perdureraient jusqu'à la fin de l'année en cours, ainsi qu'une embellie graduelle l'an prochain.

Dans un contexte où l'économie a été fragilisée par les tensions commerciales avec les États-Unis et que l'incertitude perdure, la Banque du Canada a opté pour une seconde baisse de taux consécutive du taux directeur en octobre qui atteint désormais 2,25 %, un niveau neutre, voire légèrement stimulant, selon les estimations de la Banque elle-même. Les membres du comité directeur de la Banque ont toutefois partagé leur conviction selon laquelle ils estiment que ce taux devrait être approprié dans les prochains mois compte tenu des circonstances actuelles et de leurs prévisions.

Canada: La BdC juge en avoir fait assez pour le moment

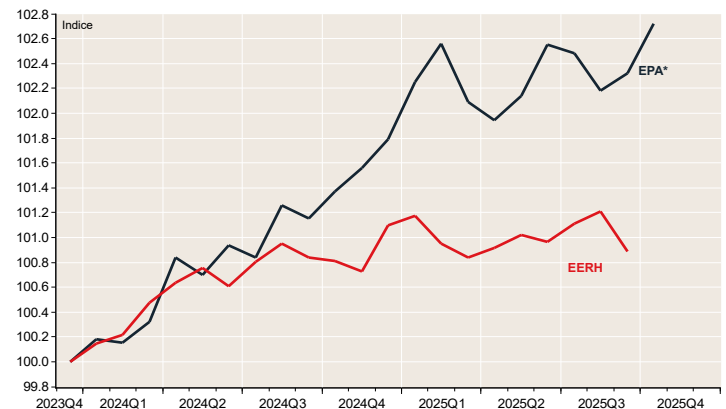
Taux directeur des banques centrales, Canada vs États-Unis



Il est probable que cette intention de suspendre les baisses de taux se soit renforcée au cours des dernières semaines. Le produit intérieur brut du troisième trimestre est sorti bien plus solide que la Banque ne le prévoyait, à 2,6 %. Toutefois, la demande intérieure stagnante fera certainement l'objet d'une attention particulière de la part des artisans de politique monétaire. Quant à elles, les données d'octobre du marché de l'emploi, selon l'Enquête sur la population active (EPA), ont surpris positivement avec une hausse de 67 000 emplois, après une augmentation de 60 000 le mois précédent. Cela a permis au taux de chômage de baisser de deux dixièmes, pour atteindre 6,9 %. Si ces données sont certes rassurantes, il faut toutefois rester prudent avant de conclure que le pire est passé pour le marché du travail. En effet, ces données peuvent être très volatiles, et notre prudence est d'autant plus grande qu'elles contredisent d'autres indicateurs suggérant que le marché du travail pourrait rester fragile. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés en octobre montrent que les intentions d'embauche des grandes entreprises se situent à un niveau généralement associé à une hausse du taux de chômage, tandis que la proportion d'entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre est la plus faible depuis la crise financière de 2008-2009. Par ailleurs, l'enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures (EERH) brosse un tableau beaucoup moins favorable de l'emploi au Canada. Les données du mois de septembre montrent plutôt une contraction de 58 000 emplois, et non les 26 000 suggérés par l'EPA après ajustement pour être comparable. Pour les neuf premiers mois de l'année, l'EERH indique une contraction de 38 000 emplois, tandis que l'EPA suggère plutôt une augmentation de 101 000.

Canada: Un portrait mitigé du marché du travail

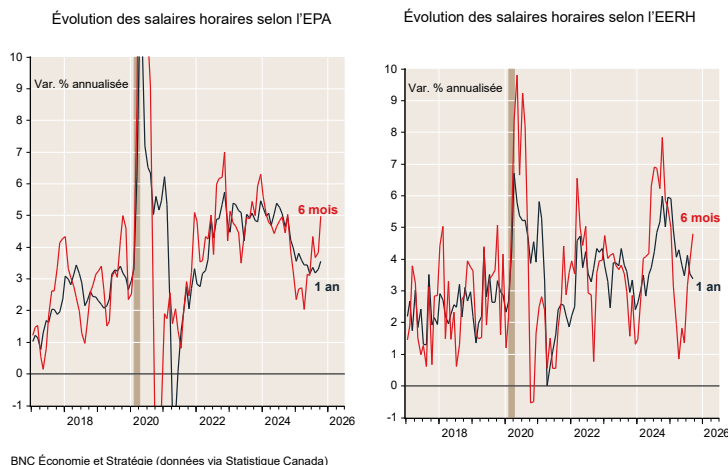
Évolution des emplois depuis 2023, EERH vs EPA (données ajustées pour être comparables)



* Les travailleurs autonomes ne sont pas considérés ni le secteur agricole. Nous tenons compte des détenteurs d'emplois multiples.
BNC Économie et Stratégie (donnée via Statistique Canada)

Si les tendances de l'emploi divergent, le message qu'envoient ces enquêtes quant aux pressions salariales est constant. Sur un an, la croissance du salaire horaire s'établit à environ 3,5 % mais cela masque une accélération au cours des 6 derniers mois. En effet, dans les deux cas, les salaires augmentent à un rythme effarant qui avoisine les 5,0 %.

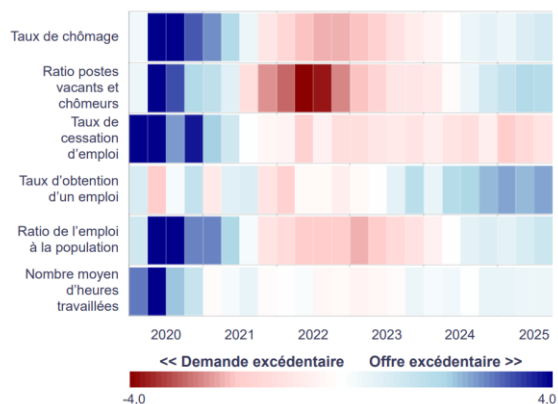
Canada: Les pressions salariales se sont accélérées en 2025



Un tel développement est surprenant, car plusieurs indicateurs du marché du travail étaient déjà en situation d'offre excédentaire au moment où les tensions commerciales se sont intensifiées au début de l'année, et ces indicateurs se sont encore plus fragilisés, comme l'indiquait la Banque du Canada dans son rapport sur la politique monétaire d'octobre. Concernant le taux de chômage, il serait revenu à son niveau d'équilibre au troisième trimestre de 2024 et serait de plus en plus en situation d'offre excédentaire depuis lors. Il est normal que les conditions du marché du travail se répercutent sur les salaires avec un certain délai, mais celui-ci semble particulièrement long en ce moment.

Canada: Le marché du travail est en situation d'offre excédentaire

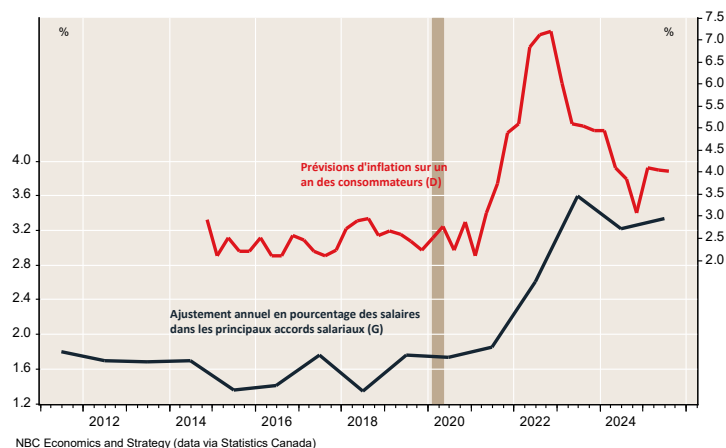
Situation du marché du travail telle qu'évaluée par la Banque du Canada



Le choc inflationniste que nous venons de connaître a pu contribuer à augmenter ce délai, accentuant ainsi le décalage entre les pressions salariales persistantes et l'offre excédentaire sur le marché du travail. D'une part, plusieurs travailleurs tentent de compenser la perte de pouvoir d'achat subie par le passé en raison de l'inflation, notamment les syndiqués. De plus, les attentes en matière d'inflation ont également été modifiées, les consommateurs s'attendant toujours à ce que les prix augmentent à un rythme supérieur à celui du passé. En 2025, les employés concernés par des négociations salariales ont obtenu une augmentation salariale annuelle moyenne de 3,3 %, soit un niveau bien plus élevé que celui observé au cours de la décennie précédant la pandémie. En moyenne, les accords ont été conclus pour une durée de 4,1 ans, ce qui témoigne du fait que la flambée inflationniste des dernières années continuera d'avoir des répercussions sur les coûts des entreprises et, in fine, sur l'inflation.

Canada: Des travailleurs encore préoccupés par l'inflation

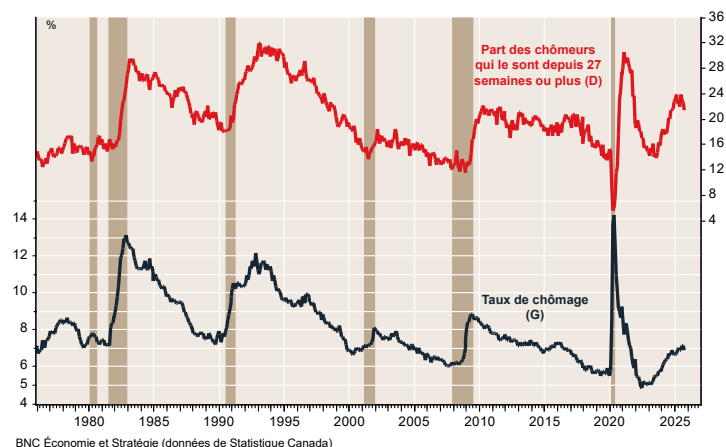
Anticipations inflationnistes sur un an et ajustement annuel en % des salaires dans les accords salariaux



Un autre élément pouvant expliquer le décalage entre l'évolution des salaires et le nombre élevé de chômeurs est leur composition. Il s'avère en effet que la hausse du taux de chômage depuis 2022, et plus particulièrement au cours de la dernière année, a été graduelle, sans qu'il y ait eu de vagues importantes de licenciements. Il en résulte une proportion élevée de chômeurs de longue durée qui, selon plusieurs études, ont moins d'impact sur l'évolution des salaires dans l'économie. Cela peut s'expliquer par un décalage entre leurs compétences et celles des travailleurs recherchés, ou par une érosion de leurs compétences et de leur employabilité.

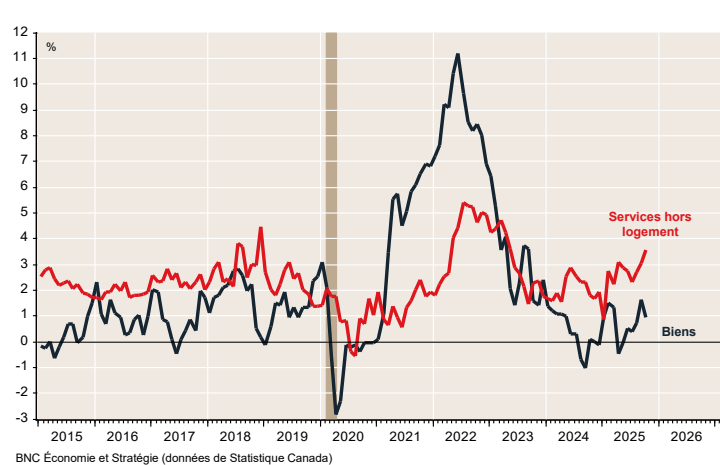
Canada: Le chômage de long terme augmente

Taux de chômage et part des chômeurs qui le sont depuis 27 semaines et plus



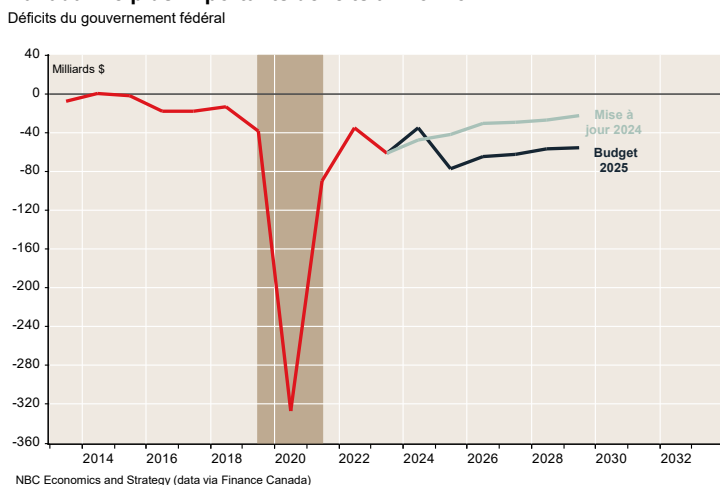
Il ne fait aucun doute que les pressions salariales encore trop élevées contribuent à la persistance de l'inflation. En octobre, les mesures d'inflation de base augmentaient à un rythme mensuel annualisé de 3.0%. Ce rythme est également pratiquement identique au taux observé sur trois mois et au cours de la dernière année. L'inflation annuelle des prix des biens a considérablement diminué, mais c'est une autre histoire du côté des services, qui sont beaucoup plus tributaires des pressions salariales au pays. En octobre, l'inflation annuelle des services hors logement augmentait de 3.5%, soit le rythme le plus élevé depuis mai 2023.

Canada : L'inflation des services reste persistante



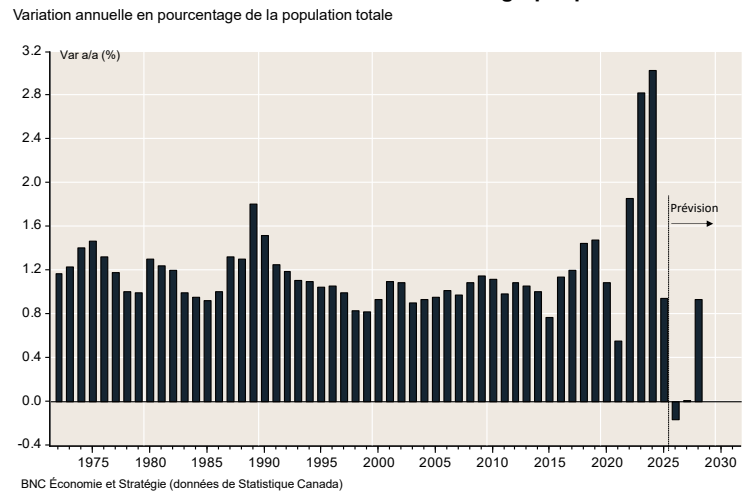
Compte tenu de la situation actuelle, qui a des airs de stagflation, nous sommes également d'avis que, pour l'instant, la voie à privilégier est celle de la suspension des baisses de taux d'intérêt. Nous continuons de croire que l'inflation de base devrait modérer au cours des prochains mois, dans un contexte d'offre excédentaire, mais le peu de progrès réalisés sur le front de l'inflation incite à la prudence. La Banque du Canada a donc laissé le soin aux gouvernements de peaufiner le stimulus nécessaire à injecter dans l'économie, dans un contexte de tensions commerciales. En effet, la politique fiscale est plus souple que la politique monétaire et peut cibler des secteurs spécifiques de l'économie. À ce sujet, le gouvernement fédéral a présenté un budget dans lequel il annonçait des déficits deux fois plus importants que lors de la dernière mise à jour, en automne 2024. Le budget prévoyait en effet un déficit de 78 milliards de dollars pour 2025-2026 et de 65 milliards de dollars pour 2026-2027 (contre 42 milliards de dollars et 31 milliards de dollars précédemment estimés). Il chiffrait plusieurs mesures visant à renforcer la résilience de la consommation des ménages, telles qu'une baisse d'impôts depuis juillet, la suppression de la taxe sur le carbone en avril dernier et la volte-face concernant la taxation des gains en capital. Le gouvernement a également annoncé des investissements supplémentaires dans les secteurs du logement et des infrastructures, ainsi que des mesures pour stimuler l'investissement des entreprises.

Canada : De plus importants déficits à l'horizon



Combinées aux baisses de taux d'intérêt, ces mesures ont limité les dégâts en 2025 et devraient permettre à l'économie de sortir de la léthargie en 2026, à condition qu'une désescalade des tensions commerciales avec les États-Unis survienne. Selon nous, la sécurisation de l'accès des entreprises canadiennes au marché américain est une condition nécessaire à l'embellie. Nous prévoyons une croissance du PIB limitée à 1,1 % en 2026, après 1,7 % en 2025 (révisée à la hausse en raison des données historiques et de la bonne croissance au T3). Cette prévision intègre des faiblesses économiques qui perdureraient jusqu'à la fin de l'année en cours, ainsi qu'une embellie graduelle l'an prochain. Sur les quatre trimestres de 2026, nous anticipons une croissance de 1,6 %, ce qui n'est pas spectaculaire habituellement, mais supérieur à la croissance potentielle que nous estimons entre 0,5% et 1% compte tenu du frein démographique actuel. Cela devrait permettre au taux de chômage de diminuer légèrement.

Canada : Ralentissement de la croissance démographique





Canada – Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>	2023	2024	2025	2026	2027		2025	T4/T4 2026	2027
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.0	2.0	1.7	1.1	1.7		0.8	1.6	1.7
Dépenses personnelles	2.2	2.2	2.1	1.0	1.3		1.3	1.1	1.4
Construction résidentielle	(9.5)	(0.2)	1.5	0.8	2.5		(1.4)	1.6	2.2
Investissements des entreprises	3.1	(1.4)	(0.8)	0.4	2.7		(2.8)	2.6	2.6
Dépenses publiques	2.9	4.2	2.4	2.1	2.1		1.7	2.2	1.9
Exportations	6.2	0.9	(2.9)	(0.3)	1.9		(5.6)	1.6	2.0
Importations	1.2	0.7	(0.4)	0.6	2.0		(0.9)	1.9	2.0
Variation des stocks (millions \$)	10,912	6,536	19,951	24,442	25,192	
Demande intérieure	1.5	2.2	1.9	1.2	1.8		0.8	1.6	1.7
Revenu réel disponible	2.3	4.8	2.2	1.1	1.4		0.7	1.3	1.5
Emploi	3.0	1.9	1.4	0.4	0.5		0.9	0.5	0.5
Taux de chômage	5.4	6.4	6.9	6.9	6.6		7.0	6.8	6.5
Taux d'inflation	3.9	2.4	2.1	2.3	2.2		2.3	2.3	2.1
Bénéfices avant impôts	(11.8)	(2.3)	5.9	3.4	4.9		2.1	4.2	5.0
Compte courant (milliards, \$)	(20.4)	(15.0)	(50.0)	(55.0)	(48.0)	

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	<i>actuel</i> 27/11/25	T4 2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026		2025	2026	2027
Taux à un jour	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25		2.25	2.25	2.75
Taux préférentiel	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25		4.25	4.25	4.75
Bons du Trésor 3M	2.19	2.15	2.20	2.20	2.30		2.15	2.40	2.70
Obligations fédérales									
2 ans	2.40	2.40	2.40	2.45	2.50		2.40	2.55	2.90
5 ans	2.70	2.70	2.70	2.75	2.75		2.70	2.80	3.05
10 ans	3.13	3.15	3.15	3.20	3.20		3.15	3.25	3.45
30 ans	3.58	3.55	3.55	3.60	3.60		3.55	3.65	3.80
Taux de change									
CAD par USD	1.40	1.42	1.39	1.37	1.35		1.42	1.35	1.33
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	59	55	58	60	63		55	65	68

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T3 2024 publié	T4 2024 publié	T1 2025 publié	T2 2025 publié	T3 2025 publié	T4 2025 prévision	T1 2026 prévision	T2 2026 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	3.3	2.8	2.2	(1.8)	2.6	0.2	1.0	1.6
IPC (var. a/a %)	2.0	1.9	2.3	1.8	2.0	2.3	2.1	2.5
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.5	2.1	2.5	2.6	2.5	2.7	2.4	2.2
Taux de chômage (%)	6.6	6.7	6.6	6.9	7.0	7.0	7.0	7.0

Banque Nationale du Canada



Prévisions économiques provinciales

	2023	2024	2025p	2026p	2027p		2023	2024	2025p	2026p	2027p
	PIB réel (croissance en %)						PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.0	2.7	1.8	1.6	2.0		-4.0	4.6	1.4	2.6	3.3
Île-du-Prince-Édouard	2.9	3.8	1.6	1.2	2.0		6.7	7.5	3.0	3.4	3.7
Nouvelle-Écosse	2.4	3.1	1.6	1.2	1.3		7.6	8.0	3.5	3.3	3.6
Nouveau-Brunswick	2.0	2.7	1.5	1.0	0.9		3.5	4.0	4.2	3.4	3.2
Québec	0.7	1.7	1.5	1.0	1.2		4.7	5.9	4.4	3.0	3.6
Ontario	2.4	1.6	1.5	0.9	1.8		6.9	5.1	4.2	3.1	3.8
Manitoba	2.8	1.7	1.6	1.1	1.4		5.4	3.3	5.0	3.5	3.1
Saskatchewan	3.1	3.0	2.1	1.3	1.8		-3.7	0.0	3.9	2.2	3.2
Alberta	2.5	3.0	2.3	1.9	2.1		-4.0	5.1	3.8	2.9	3.2
Colombie-Britannique	2.8	1.1	1.7	1.2	2.0		3.6	3.5	4.4	3.4	3.9
Canada	2.0	2.0	1.7	1.1	1.7		3.5	4.8	4.2	3.2	3.7
	Emploi (croissance en %)						Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.7	2.7	-0.1	0.4	0.0		9.8	10.0	10.2	9.8	9.5
Île-du-Prince-Édouard	6.2	3.6	0.8	-0.2	0.6		7.3	7.8	8.3	8.6	8.1
Nouvelle-Écosse	2.7	3.1	0.4	0.6	0.7		6.4	6.5	6.7	6.3	5.7
Nouveau-Brunswick	3.4	2.8	1.1	0.5	0.5		6.6	7.1	7.3	7.1	6.7
Québec	2.9	0.9	1.7	0.4	0.2		4.4	5.4	5.7	5.5	5.3
Ontario	3.1	1.7	1.0	0.2	0.6		5.6	7.0	7.7	7.7	7.3
Manitoba	2.7	2.6	1.5	0.3	0.4		4.9	5.5	5.8	5.9	5.6
Saskatchewan	1.6	2.6	2.4	0.5	1.0		4.7	5.5	5.1	5.6	5.4
Alberta	3.7	2.9	2.7	0.7	1.0		5.9	7.1	7.4	7.6	7.4
Colombie-Britannique	2.6	2.4	1.1	0.3	0.3		5.2	5.6	6.2	6.2	6.0
Canada	3.0	1.9	1.4	0.4	0.5		5.4	6.4	6.9	6.9	6.6
	Mises en chantier de logements (000)						IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.0	1.7	1.5	1.0	1.0		3.3	1.8	1.5	2.3	2.2
Île-du-Prince-Édouard	0.9	1.2	1.7	1.0	1.0		2.9	1.9	1.5	2.4	2.4
Nouvelle-Écosse	7.1	7.4	9.6	8.0	8.5		4.0	2.3	2.1	2.5	2.4
Nouveau-Brunswick	4.7	6.2	7.0	6.0	6.2		3.5	2.2	1.6	2.4	2.2
Québec	39.9	48.8	60.6	56.5	57.5		4.5	2.3	2.5	2.5	2.4
Ontario	90.0	74.5	59.9	62.0	63.5		3.8	2.4	1.9	2.3	2.1
Manitoba	7.1	7.2	7.5	7.0	7.2		3.6	1.0	2.6	2.3	2.3
Saskatchewan	4.6	4.3	6.7	5.8	6.0		3.9	1.4	2.1	2.3	2.3
Alberta	35.9	47.8	57.2	55.5	56.5		3.3	2.9	2.1	2.2	2.0
Colombie-Britannique	50.6	45.8	42.8	42.0	43.0		4.0	2.6	2.1	2.2	2.3
Canada	241.8	245.1	254.5	244.8	250.4		3.9	2.4	2.1	2.3	2.2

e: estimé

p: prévision

Données historiques de Statistique Canada et de la SCHL, prévisions de la Banque Nationale du Canada.



Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:
BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :
514-879-2529

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

Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Jocelyn Paquet
Économiste principal
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms
Économiste principal
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme
Économiste principale
alexandra.ducharme@bnc.ca

Daren King, CFA
Économiste principal
daren.king@bnc.ca

Warren Lovely
Stratège principal,
Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich
Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Ethan Currie
Stratège
ethan.currie@bnc.ca

Angelo Katsoras
Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Nathalie Girard
Coordonnatrice senior
n.girard@bnc.ca

Giuseppe Saltarelli
Infographiste
giuseppe.saltarelli@bnc.ca

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

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

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

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

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. 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 Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

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

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

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

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

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

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

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