

## Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich, Ethan Currie et Warren Lovely

- La paralysie budgétaire de l'administration américaine, d'une durée record de 43 jours, a pris fin. Au moment où l'administration a commencé à manquer de fonds, l'anxiété pour le marché du travail dominait. Le ralentissement de l'embauche avait retenu l'attention de la Fed et poussé les rendements des obligations du Trésor à un creux cyclique. Malgré une deuxième réduction des taux d'intérêt d'affilée à la fin d'octobre, les anticipations d'une détente ont diminué, le président de la Fed ayant clairement fait savoir qu'une nouvelle réduction des taux en décembre n'était pas acquise d'avance. Bien qu'on ne sache pas exactement quand les données retardées seront publiées, le brouillard devrait graduellement se lever. À notre avis, cela n'entraînera pas une révision importante de la perception du marché du travail, puisque les indicateurs non gouvernementaux disponibles donnent tous à penser la même chose : l'embauche reste faible.
- Nous ne contestons pas que le marché du travail américain est en quasi-stagnation, mais nous nous attendons à ce que cette contre-performance soit passagère. Malgré la volatilité depuis le début de l'année [les motifs géopolitiques ne manquent pas], l'économie continue de croître à un rythme impressionnant. Depuis le pic de pessimisme qui a suivi le « jour de la libération », les prévisionnistes révisent régulièrement à la hausse leurs projections de la croissance du PIB américain et prévoient que l'économie continuera de tourner au-dessus de son potentiel. Ajoutez à cela les mesures de stimulation budgétaire induites par la loi de finances « *One Big Beautiful Bill Act* » et il devient encore plus difficile d'envisager un ralentissement important l'an prochain.
- Malgré un niveau de l'IPC en septembre inférieur aux attentes, la plupart des mesures de l'inflation sont élevées et un élan préoccupant se dessine dans ses mesures de base. Ajoutez à cela une expansion budgétaire et les coûts reliés aux droits de douane (directement ou par une reconfiguration de la chaîne d'approvisionnement) et il est difficile d'entrevoir une trajectoire vers la stabilité des prix prochaine. Peut-être alors ne sommes-nous pas loin du taux terminal de la Fed. Des réductions additionnelles de 25 à 50 points de base autour du tournant de l'année peuvent encore être justifiées au vu du marché du travail, mais l'attention des investisseurs (et des responsables de la politique monétaire) devrait se réorienter vers l'autre volet du double mandat de la Fed. Avec cela, nous nous attendons à ce que les rendements obligataires montent progressivement à mesure que le cycle de détente décousu s'achève.
- La Banque du Canada a aussi procédé à des réductions des taux d'intérêt consécutives en septembre et en octobre. Mais toute bonne chose a une fin. C'est ce que semble dire le Conseil de direction qui a considéré que « le taux actuel est essentiellement au niveau approprié » pour garder l'inflation proche de sa cible tout en aidant l'économie à traverser une période d'ajustement économique structurel. Prévoyant un retour à la tendance centrale, les projections économiques de la BdC concordent globalement avec les propres prévisions de BNC, qui nous ont conduits à retirer l'hypothèse d'une réduction en décembre de nos prévisions des taux d'intérêt.
- L'évaluation équilibrée de la politique monétaire par la BdC est compréhensible sur la base de l'inflation. Bien que la Banque se soit éloignée de ses indicateurs de base « préférés », la plupart des mesures de l'inflation dépassent la cible, ne serait-ce que modestement. La principale motivation des récentes réductions du taux directeur était le marché du travail, le Canada ayant enregistré de fortes diminutions mensuelles de l'emploi cet été. Depuis, l'embauche a repris, mais nous ne sommes pas convaincus que le marché du travail soit tiré d'affaire. À nos yeux, le marché du travail a plus de chances de stagner avec un taux de chômage oscillant autour de 7 %. Cela ne suffira probablement pas pour faire intervenir la BdC, mais il reste un certain risque qu'une nouvelle réduction soit nécessaire.
- Pour ce qui est des taux à long terme, les marchés ont su jongler avec succès avec une inconnue : le budget fédéral attendu depuis longtemps. Un déficit plus faible que prévu (mais quand même important) a permis une diminution décisive des taux tout le long de la courbe des rendements et les investisseurs ont poussé un soupir de soulagement. Bien que les nouvelles émissions *nettes* resteront considérables l'an prochain, il a été prouvé que ce rythme plus rapide peut être absorbé. Avec le maintien de la BdC sur la touche, les rendements sur l'ensemble de la courbe des obligations du Canada devraient se maintenir dans une fourchette étroite au cours des prochains trimestres.

États-Unis							Canada						
Trimestre	Cible	3M	2A	5A	10A	30A	Trimestre	Cible	3M	2A	5A	10A	30A
13-nov-25	4,00	3,79	3,59	3,69	4,09	4,67	13-nov-25	2,25	2,19	2,46	2,75	3,16	3,60
T4 2025	3,75	3,60	3,45	3,60	4,05	4,75	T4 2025	2,25	2,15	2,40	2,70	3,15	3,55
T1 2026	3,50	3,40	3,35	3,50	4,10	4,75	T1 2026	2,25	2,20	2,40	2,70	3,15	3,55
T2 2026	3,50	3,30	3,30	3,50	4,10	4,80	T2 2026	2,25	2,20	2,45	2,75	3,20	3,60
T3 2026	3,50	3,30	3,40	3,60	4,10	4,80	T3 2026	2,25	2,30	2,50	2,75	3,20	3,60
T4 2026	3,50	3,35	3,45	3,65	4,15	4,80	T4 2026	2,25	2,40	2,55	2,80	3,25	3,65
T1 2027	3,50	3,35	3,45	3,65	4,20	4,85	T1 2027	2,50	2,55	2,65	2,85	3,30	3,70
T2 2027	3,50	3,40	3,50	3,70	4,25	4,85	T2 2027	2,75	2,70	2,75	2,95	3,35	3,75
T3 2027	3,50	3,40	3,55	3,75	4,30	4,90	T3 2027	2,75	2,70	2,90	3,05	3,45	3,80



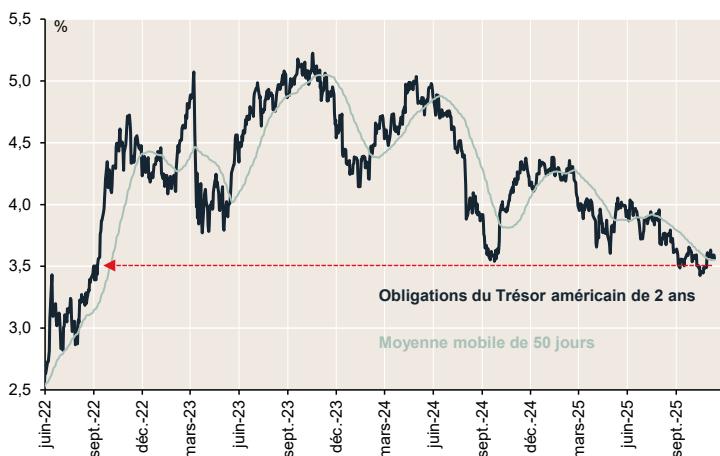
## FOMC : Le brouillard se lève, sur le même spectacle

La paralysie de l'administration fédérale américaine a pris fin après une durée record de 43 jours. Les économistes qui avaient été privés de données se réjouissent. Ils pourront à nouveau s'informer à bonne source. Il y a six semaines, quand la paralysie budgétaire a commencé, le marché du travail était le principal déterminant de la tenue du marché des obligations souveraines. Alors que le taux de chômage n'avait augmenté que modestement en 2025, la forte décélération du rythme de l'embauche avait capté l'attention de la Fed et donc du marché.

Cela n'a guère changé tandis que la paralysie se poursuivait, surtout que la seule donnée gouvernementale qui a été effectivement publiée – l'inflation – s'est révélée plus bénigne que prévu. Les taux à deux ans ont chuté à leur plus bas depuis août 2022, la reprise se répercutant sur les valeurs à échéances plus éloignées. Les taux à 10 ans ont (brièvement) plongé sous les 4 % pour la première fois depuis octobre 2024, où les marchés faisaient également face à une inquiétude pour l'emploi.

### Les taux des Treasuries, sous les 3,5 % le mois dernier

Taux des obligations du Trésor US à 2 ans et moyenne mobile de 50 jours, depuis juin 2022

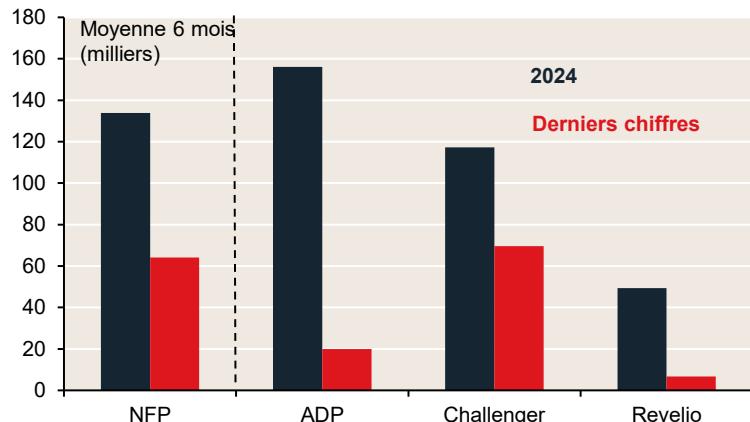


Source : BNC, Bloomberg

L'euphorie entourant une réduction des taux d'intérêt a été éteinte par la Réserve fédérale, puisque, bien qu'il ait baissé les taux une deuxième fois de suite, Jerome Powell s'est efforcé de faire savoir qu'une troisième réduction en décembre ne pouvait pas être tenue pour acquise. Comme il l'a expliqué, le manque de données et donc de clarté sur les perspectives économiques militait en fonction d'une approche plus prudente : « Que fait-on quand on conduit dans le brouillard? On ralentit. » Ce brouillard se lèvera bientôt, mais le spectacle qu'il révélera ne sera probablement pas celui d'une embellie du marché du travail. En effet, les indicateurs du secteur privé sur le marché du travail disponibles pointent tous dans la même direction : l'embauche a faibli.

### Quelle qu'en soit la mesure, la croissance de l'emploi a baissé cette année

Augmentation nette de l'emploi sur 6 mois selon diverses mesures; comparaison avec 2024



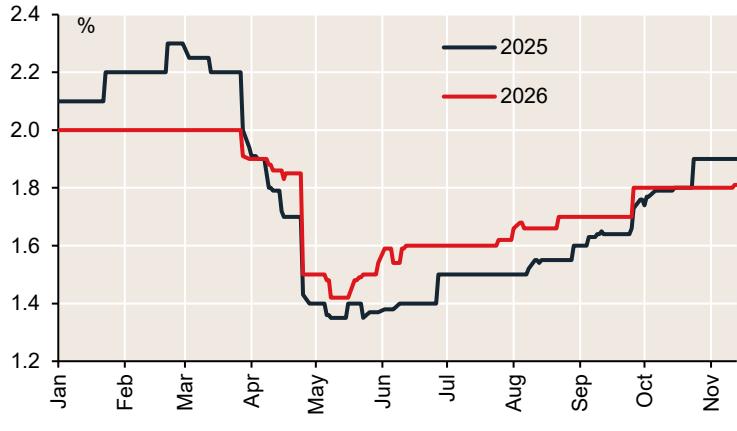
Source : BNC, Bloomberg | Toutes les mesures d'octobre 2024 et 2025, sauf pour NFP qui sont celles d'août 2024 et 2025, pour maintenir une constance de la comparaison A/A avec les dernières données disponibles

C'est vrai pour les mesures qui cherchent à répliquer ou à suivre de près la croissance des effectifs salariés non agricoles (ADP, Revelio), c'est vrai pour les annonces d'embauches/de licenciements (Challenger) et c'est vrai des mesures de la demande de main-d'œuvre (Indeed). Si on peut se fier à ces indicateurs, la publication des données gouvernementales sur l'emploi devrait donner à la Fed des arguments pour réduire les taux d'intérêt en décembre et peut-être à nouveau au début de l'année prochaine.

Nous ne contestons pas que le marché du travail évolue à un rythme voisin de la stagnation, mais cela devrait n'être que passager. Malgré tous les obstacles apparus en 2025, l'économie américaine poursuit son expansion à un rythme impressionnant. Les prévisionnistes ont régulièrement révisé leurs projections de croissance à la hausse depuis le pic du pessimisme apparu au lendemain de ce qui a été appelé le « jour de la libération ». Au moment de rédiger ces notes, l'indicateur GDPNow de la Fed d'Atlanta prédit une croissance de 4,0 % au troisième trimestre. Ajoutez à cela des mesures de stimulation budgétaire qu'injectera l'OBBB et il devient difficile d'envisager un ralentissement important l'an prochain.

### Malgré le recul de l'embauche, les prévisions de croissance augmentent régulièrement

Évolution du consensus Bloomberg de prévisions du PIB 2025 et 2026



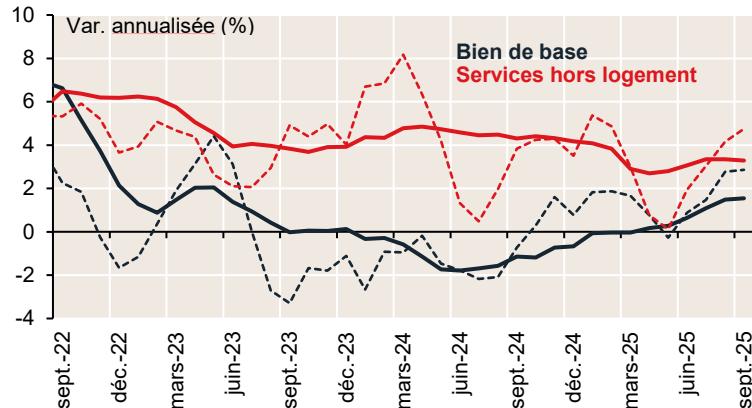
Source : BNC, Bloomberg



Malgré une baisse de l'IPC plus forte qu'attendu dans le rapport de septembre, le problème de l'inflation est loin d'être résolu. Les pressions ont plutôt augmenté dernièrement. La répercussion sur les consommateurs des droits de douane a été faible jusque-là, mais les entreprises voient leurs coûts monter et devraient finir par les faire payer aux acheteurs, ne serait-ce que graduellement.

## L'élan de l'inflation de base augmente à l'approche de 2026

Inflation des biens de base et des services hors logement : A/A et 3M annualisé



Source : BNC, Bloomberg | Note : La ligne pointillée dénote un taux annualisé 3M; l'indice de hors logement est celui des services de base sans les services de logement.

Par conséquent, nous ne sommes peut-être pas loin du taux terminal de la Fed. Une réduction ou deux autour du tournant de l'année pourraient marquer la fin de ce qui a été un cycle de détente décousu. Et une fois que les investisseurs finiront par se recentrer sur l'inflation et la politique budgétaire insoutenable, les coûts d'emprunt devraient aussi recommencer à monter. Nous n'avons pas oublié les risques d'une « Fed politisée » alors que le mandat de Jerome Powell se termine en mai. Une politique monétaire conforme aux vœux de la Maison-Blanche pourrait aider à faire baisser les taux à court terme, mais il serait peu probable que les taux à long terme suivent et ils pourraient plutôt monter jusqu'à 5 %, voire au-delà.

## BdC: Les taux sont juste au bon niveau

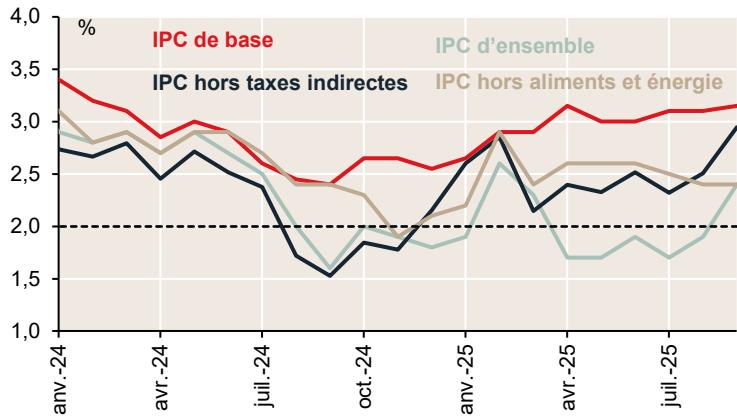
Se fondant sur la faiblesse antérieure du marché du travail et les probabilités d'une inflation plus contenue, la Banque du Canada a fait suivre sa réduction des taux de septembre d'une nouvelle baisse en octobre, plaçant le taux de financement à un jour au bas de la fourchette de ce qui est considéré comme neutre par la BdC. Mais toute bonne chose a une fin. Et le conseil de direction a clairement indiqué qu'il ne prévoit pas de devenir carrément *accommodant*, jugeant que « le taux actuel est essentiellement au niveau approprié » pour maintenir l'inflation près de 2 %.

La Banque a laissé la porte ouverte à de nouveaux ajustements des taux si l'économie devait se révéler nettement plus faible que prévu. Et alors que nous restons préoccupés par les risques de baisse des perspectives, notre scénario de base de la croissance et de l'inflation est essentiellement le même que celui de la BdC. Dans ce contexte, il est difficile d'envisager un assouplissement des taux à court terme et, par conséquent, nous avons retiré l'hypothèse d'une réduction en décembre de notre scénario de prévision de base.

La nouvelle attitude de la BdC est compréhensible sur la seule base de l'inflation. En septembre, l'IPC a surpris à la hausse, et si la Banque a pris ses distances avec ses indicateurs de l'inflation de base « préférés » ([lien](#)), la plupart des mesures de l'inflation se situent au-dessus de la cible, même si ce n'est que modestement.

## Selon la plupart des mesures, l'inflation dépasse la cible

Variation en glissement annuel (%) de mesures de l'inflation canadienne choisies

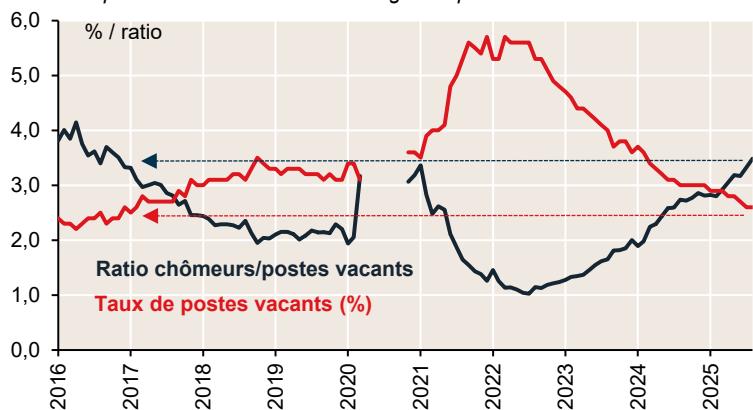


Source : BNC, Bloomberg

La principale motivation des deux dernières réductions des taux d'intérêt était le marché du travail, le Canada ayant enregistré deux baisses mensuelles de l'emploi consécutives cet été. Depuis, les données sont beaucoup plus encourageantes puisque l'économie a créé plus de 60 000 emplois nets en septembre et en octobre. Cette tendance est-elle durable ? Nous n'en sommes pas convaincus. Un mois de forte croissance de l'emploi fait naître une petite musique; deux mois, et celle-ci retient l'attention. Mais il faudra un troisième ou un quatrième mois pour nous convaincre que le marché du travail se rétablit effectivement.

## L'embauche augmente, mais les indices de difficultés persistent

Taux d'emplois vacants et ratio du chômage aux postes vacants



Source : BNC, Bloomberg, Statistique Canada

Notre scepticisme est inspiré par des données faibles qui n'annoncent pas un rebond. L'Enquête sur les perspectives des entreprises laisse envisager très peu d'embauches au cours de la prochaine année alors que l'indice PMI de la fabrication et des services de S&P Global a signalé une baisse de l'emploi cet automne. Les données sur les postes vacants n'ont pas non plus révélé la poussée de la demande de main-d'œuvre qui serait nécessaire pour absorber 127 000 nouveaux travailleurs en deux mois seulement.

Nous croyons qu'il est plus probable que le marché du travail stagne à partir de là, le taux de chômage oscillant autour de 7 % l'année prochaine. La stagnation ne pousserait pas la BdC à entrer en action, mais il y a un risque que cela se produise. Pour nous, les marchés évaluent ce risque à sa juste mesure actuellement.

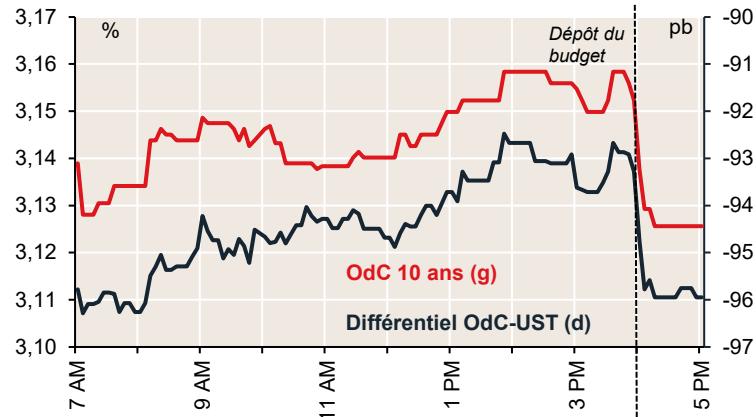
En ce qui concerne l'extrémité plus éloignée de la courbe des rendements, le marché a su faire face avec succès à un événement comportant un risque majeur qui freinait les investisseurs : le budget



fédéral. À 78 milliards \$, le déficit du budget 2025-2026 n'a pas dépassé les attentes stratosphériques qui avaient émergé dans les jours qui ont précédé le 4 novembre. Bien que la détérioration budgétaire ne soit pas mineure, on en a retenu que cela aurait pu être pire. Résultat, sur l'ensemble de la courbe des rendements, les taux ont baissé de manière décisive depuis le dépôt du projet de budget.

## Soulagement des investisseurs en OdC après le budget

Cours des OdC 10 A le 4 novembre 2025 et différentiel avec les UST 10A



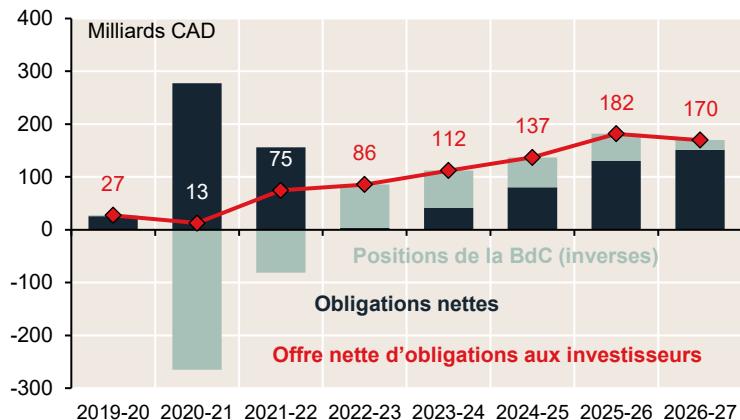
Source : BNC, Bloomberg | Note : Heures HNE; intervalles de 5 minutes

Avec un déficit projeté plus faible que ce que l'on avait craint, il ne sera pas nécessaire d'augmenter les emprunts bruts au cours du reste du présent exercice. Et les émissions d'emprunts brutes n'augmenteront pas non plus l'an prochain. En fait, les besoins diminueront ([lien](#)).

Et s'il reste un volume appréciable d'émissions d'obligations *nettes* à absorber, les investisseurs ont prouvé jusque-là cette année qu'ils sont en mesure de faire relativement bien face à ce rythme d'émissions. Un rythme plus lent de réduction des positions en obligations de la Banque du Canada sera aussi propice en 2026-2027. Cela devrait maintenir les rendements à long terme sous contrôle et, avec une BdC qui se garde d'intervenir, maintenir les taux sur l'ensemble de la courbe à un niveau stable.

## Les émissions nettes d'OdC resteront stables en 2026-2027

Émissions nettes d'OdC, variation des positions de la BdC, offre nette aux investisseurs



Source : BNC, BdC, gouvernement du Canada



## Économie et stratégie

### Abonnez-vous à nos publications:

[BNCEconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCEconomieetStrategie@bnc.ca)

### Pour nous joindre :

514-879-2529

#### Stéfane Marion

Économiste et stratégiste en chef  
[stefane.marion@bnc.ca](mailto:stefane.marion@bnc.ca)

#### Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint  
[matthieu.arseneau@bnc.ca](mailto:matthieu.arseneau@bnc.ca)

#### Jocelyn Paquet

Économiste principal  
[jocelyn.paquet@bnc.ca](mailto:jocelyn.paquet@bnc.ca)

#### Kyle Dahms

Économiste principal  
[kyle.dahms@bnc.ca](mailto:kyle.dahms@bnc.ca)

#### Alexandra Ducharme

Économiste principale  
[alexandra.ducharme@bnc.ca](mailto:alexandra.ducharme@bnc.ca)

#### Daren King, CFA

Économiste principal  
[daren.king@bnc.ca](mailto:daren.king@bnc.ca)

#### Warren Lovely

Stratège principal,  
Taux d'intérêt et secteur public  
[warren.lovely@bnc.ca](mailto:warren.lovely@bnc.ca)

#### Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt  
[taylor.Schleich@bnc.ca](mailto:taylor.Schleich@bnc.ca)

#### Ethan Currie

Stratège  
[ethan.currie@bnc.ca](mailto:ethan.currie@bnc.ca)

#### Angelo Katsoras

Analyste géopolitique  
[angelo.katsoras@bnc.ca](mailto:angelo.katsoras@bnc.ca)

#### Nathalie Girard

Coordonnatrice senior  
[n.girard@bnc.ca](mailto:n.girard@bnc.ca)

#### Giuseppe Saltarelli

Infographiste  
[giuseppe.saltarelli@bnc.ca](mailto: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 la mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

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

**Résidents du Canada :** FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport. FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la 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.