

## Les conditions pour une réduction? Voir les tendances se poursuivre

Par Taylor Schleich, Jocelyn Paquet et Warren Lovely

### Communiqué sur les taux

Une fois de plus, la Banque du Canada a laissé son taux de financement à un jour cible à 5.0%, sans changement, en une décision qui concordait avec un consensus unanime. Quant à sa politique de gestion du bilan, « la Banque poursuit sa politique de resserrement quantitatif ». Voici quelques points saillants additionnels du communiqué sur les taux (l'analyse du RPM actualisé et de ses projections suit) :

- Le Conseil de direction dit que « l'inflation reste trop élevée et que des risques demeurent », mais que les pressions sur les prix ont diminué ces derniers mois. À l'avenir, il sera à l'affût de « signes que ce mouvement à la baisse est durable ».
- Il continuera de se focaliser sur l'équilibre entre la demande et l'offre, les attentes d'inflation, la croissance des salaires et les pratiques d'établissement des prix des entreprises.
- Le communiqué a réitéré que l'économie est passée à un état d'offre excédentaire au deuxième semestre de 2023, mais qu'une « reprise de la croissance économique » est attendue en 2024 grâce à une forte augmentation de la population, à un redressement des dépenses des ménages et à une augmentation des dépenses publiques. L'investissement des entreprises devrait aussi « remonter graduellement ». La demande de logements reste robuste, ce qui conduit à un raffermissement de l'investissement résidentiel.
- Pour le marché du travail, un « large éventail d'indicateurs donne à penser que les conditions du marché du travail s'assouplissent encore ». Il a aussi réitéré l'évaluation de mars selon laquelle « on a vu récemment certains signes que les pressions sur les salaires se modèrent ».
- Quant à l'inflation, l'atténuation des pressions sur les prix s'est « étendue à un plus grand nombre de biens et de services », bien que l'inflation du logement « reste très élevée ». Le Conseil dit que les données récentes « laissent entrevoir un mouvement à la baisse » de l'inflation fondamentale.
- Dans sa déclaration d'introduction de la conférence de presse, Tiff Macklem a évoqué les conditions nécessaires à une réduction des taux : « Pour résumer, les données correspondent à ce que nous voulons voir, mais nous voulons voir le mouvement se poursuivre pour être certains que les progrès vers la stabilité des prix vont durer. »

6 mars 2024 : « [Le Conseil de direction] demeure préoccupé par les risques entourant les perspectives d'inflation, surtout la persistance de la forte inflation sous-jacente. Le Conseil de direction veut voir l'inflation fondamentale continuer de baisser, et ce, de façon durable. Il surveille encore de près l'équilibre entre l'offre et la demande, les attentes d'inflation, la croissance des salaires et les pratiques d'établissement des prix des entreprises. »

10 avril 2024 : « Bien que l'inflation reste trop élevée et que des risques demeurent, l'inflation mesurée par l'IPC et l'inflation fondamentale ont encore diminué ces derniers mois. Le Conseil sera à l'affût de signes que ce mouvement à la baisse est durable. Il surveille en particulier l'évolution de l'inflation fondamentale, et continue de s'intéresser de près à l'équilibre entre l'offre et la demande dans l'économie, aux attentes d'inflation, à la croissance des salaires et aux pratiques d'établissement des prix des entreprises. »

### Rapport sur la politique monétaire

La banque centrale a aussi publié la plus récente édition de son Rapport sur la politique monétaire (RPM), qui révèle une trajectoire de la croissance nettement plus robuste en 2024 (de +0.8% à +1.5%). Cela reflète une plus grande demande des États-Unis (c.-à-d. des exportations plus fortes), un contexte budgétaire plus propice, un assouplissement des conditions financières et, par-dessus tout, une croissance de la population plus forte que prévu. Soulignant l'importance de ce dernier facteur, la Banque du Canada a fait remarquer qu'elle prévoit toujours une croissance du PIB par habitant négative en 2024. À un horizon plus éloigné, la Bdc voit l'économie croître de 2.2% l'an prochain (en baisse par rapport aux 2.4% du RPM de janvier) et de 1.9% en 2026.

Malgré une révision à la hausse importante de la récente trajectoire de la croissance (les chiffres du PIB du T4 n'étaient pas aussi faibles que la Bdc l'avait initialement prévu et le T1 laisse envisager une forte augmentation), la banque centrale croit que l'économie reste en situation d'offre excédentaire. Elle a estimé l'écart de production dans la fourchette de -0.5% à -1.5% au premier trimestre. La réconciliation de ces tendances apparemment contradictoires s'est faite par une augmentation de 0.4 % de la production potentielle cette année. La Bdc situe

Tableau : Croissance plus forte et inflation plus faible dans le RPM  
Prévisions du PIB réel et de l'inflation mesuré par l'IPC de la Bdc

Source de la projection		T4	T1	T2	2023	2024	2025	2026
PIB réel	RPM octobre	0.8	-	-	1.2	0.9	2.5	-
	RPM janvier	0.0	0.5	-	1.0	0.8	2.4	-
	RPM avril	1.0	2.8	1.5	1.1	1.5	2.2	1.9
Inflation IPC	RPM octobre	3.3	-	-	3.9	3.0	2.2	-
	RPM janvier	3.3	3.2	-	3.9	2.8	2.2	-
	RPM avril	3.3	2.8	2.9	3.9	2.6	2.2	2.1

Source : FBN, Banque du Canada | Tous les chiffres en glissement annuel sauf pour le PIB trimestriel qui s'entend T/T. Les chiffres du PIB sont des taux annuels désaisonnalisés.

maintenant le potentiel à 2.5%, ce qui reflète une croissance démographique plus forte. Un excédent d'offre modéré devrait persister en 2024 et ensuite se dissiper lentement en 2025 et 2026, « la progression de la demande étant appelée à rester solide et celle de l'offre à se modérer ». La BdC prévoit effectivement que la croissance potentielle diminuera à 1.7% l'an prochain, chiffre qui concorde avec les objectifs du gouvernement fédéral annoncés récemment pour les résidents non permanents. Cette révision compensant plus ou moins celle apportée à 2024, le niveau de la production potentielle reste sensiblement inchangé d'ici la fin de 2025.

La banque centrale a aussi augmenté son estimation du taux directeur nominal neutre de 25 points de base par rapport à son évaluation de l'an dernier, à une fourchette de 2.25% à 3.25%. La révision à la hausse a été opérée pour refléter celle du taux neutre aux États-Unis (comme le Canada est une petite économie ouverte, son taux d'intérêt neutre est influencé par les conditions économiques mondiales) et une croissance du facteur travail tendanciel (comprendre, croissance de la population). « Une forte croissance démographique fait monter la proportion des jeunes emprunteurs par rapport aux épargnants d'âge moyen ou âgés, ce qui est une source de pression haussière sur le taux neutre », dit le RPM.

Du côté de l'inflation, les perspectives à court terme ont été révisées à la baisse reflétant des données plus faibles que prévu en janvier et février. Plus précisément, l'inflation au T1 a été revue de 3.2% à 2.8%, entraînant un ajustement de la projection sur l'ensemble de l'année de 2.8% à 2.6%. L'offre excédentaire continue devrait aider à un retour de l'inflation à la cible en 2025, bien que la BdC ait continué de signaler le risque important qu'elle puisse s'ajuster plus lentement. Elle a notamment mentionné les prix des services persistants et la récente augmentation des prix de l'essence. D'autre part, elle a fait état d'un marché du travail moins tendu, de premiers signes d'une croissance des salaires plus faible et d'une déflation des biens comme des facteurs qui contribueraient à faire baisser l'inflation.

### Conférence de presse :

Sans surprise, la première question portait sur la possibilité d'une réduction des taux d'intérêt à la prochaine décision, en juin. M. Macklem a convenu que cela faisait partie du domaine des possibilités. Poursuivant sa réflexion, il a expliqué que « si les choses évoluent globalement en accord avec les perspectives publiées aujourd'hui, nous aurons une plus grande assurance d'être clairement sur la voie d'une inflation à 2% et il sera approprié de réduire notre taux d'intérêt ». En plus des progrès sur le front de l'inflation, M. Macklem a souligné que beaucoup d'indicateurs de la BdC (c.-à-d. les pratiques d'établissement des prix des entreprises, les attentes d'inflation) « évoluent dans la bonne direction ». Quant aux risques d'inflation, le logement en est un (mais pas le seul). La BdC s'attend à ce que les prix immobiliers résidentiels augmentent, mais il y a un risque qu'ils croissent plus vite que prévu. Il a aussi été interrogé sur les impacts sur l'inflation d'un affaiblissement du huard. Sans surprise, il a minimisé l'influence de la monnaie sur la fixation de la politique monétaire. Quant au risque d'importer une inflation plus forte des États-Unis, M. Macklem a indiqué qu'il ne voit pas cela comme une probabilité même si « l'évolution de la situation aux États-Unis a un impact sur le Canada ».

En ce qui concerne les prévisions économiques revues à la hausse de la BdC, M. Macklem a noté que le principal facteur des révisions était une croissance de la population plus forte au premier semestre de l'année. À l'inverse, la banque centrale a révisé à la baisse ses perspectives de croissance de la population au deuxième semestre, reflétant les nouveaux plafonds du gouvernement concernant les résidents non permanents. Cependant, d'ici là, il prévoit un rebond des dépenses des ménages et de l'investissement des entreprises. Il n'a pas souhaité commenter la politique budgétaire, mais a simplement souligné que l'autorité monétaire prend les projets de dépenses du gouvernement comme ils sont et les intègre dans ses modèles. Par conséquent, le RPM de juillet incorporera les données du budget fédéral (qui doit être déposé le 16 avril). Globalement, la BdC s'attend à des données houleuses du PIB à l'avenir, mais en moyenne, elle prévoit une croissance de 2% par trimestre cette année.

Par ailleurs, M. Macklem a indiqué qu'il existait un « consensus clair » pour maintenir les taux inchangés aujourd'hui, bien qu'il y ait certaines divergences de vues en ce qui concerne la proximité d'une réduction des taux. Parlant de la prévision de taux neutre révisé à la hausse de la BdC, le gouverneur a reconnu que cela constitue un élément pris en compte dans ses modèles, mais que cela n'a pas beaucoup d'influence sur l'établissement de la politique en temps réel.

### Conclusion :

Cette série de communications était sensiblement conforme à nos attentes, reflétant clairement les données très encourageantes sur l'inflation ces deux derniers mois. Alors que le communiqué ne dit pas explicitement que des réductions de taux sont maintenant sur la table, c'est effectivement le message qui a été véhiculé, particulièrement dans la conférence de presse. M. Macklem a en effet dit qu'il « voit déjà ce qu'il a besoin de voir » pour déterminer quand des réductions de taux d'intérêt seront appropriées. Il faut juste que cela tienne dans la durée. Cela situe clairement le mois de juin comme un moment probable pour une réduction des taux (M. Macklem l'a plus ou moins reconnu dans sa conférence de presse) alors que deux rapports sur l'IPC doivent paraître d'ici le moment de cette décision. Cela dit, le Conseil s'est laissé beaucoup de latitude au cas où les données ne resteraient pas aussi faibles que ces derniers temps. Par conséquent, nous ne voyons pas la décision du mois de juin comme d'ores et déjà acquise. Alors que les responsables de la politique monétaire restent prudemment optimistes pour une poursuite de la baisse des pressions de l'inflation, nous ne doutons pas qu'ils seraient prêts à retarder toute réduction si l'inflation sous-jacente devait réaccélérer. En termes simples, les prochaines statistiques orienteront la décision de juin, mais au moins, les grands argentiers sont maintenant disposés à discuter d'une réduction des taux d'intérêt.

La prochaine décision de la Banque sera prise le 5 juin. Le résumé des délibérations en vue de la décision d'aujourd'hui sera publié le 24 avril.

### Voici le communiqué d'annonce des taux :

La Banque du Canada maintient le taux directeur au même niveau, et poursuit le resserrement quantitatif

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui qu'elle maintient le taux cible du financement à un jour à 5 %. Le taux officiel d'escompte demeure à 5¼ %, et le taux de rémunération des dépôts, à 5 %. De même, la Banque poursuit sa politique de resserrement quantitatif.

La Banque s'attend à ce que l'économie mondiale continue de croître à un taux d'environ 3 % et à ce que l'inflation baisse graduellement dans la plupart des économies avancées. L'économie des États-Unis s'est encore une fois révélée plus forte qu'anticipé, soutenue par la résilience de la consommation ainsi que par les dépenses robustes des entreprises et des administrations publiques. La croissance du produit intérieur brut (PIB) américain devrait ralentir durant la deuxième moitié de l'année, mais rester supérieure à la prévision de janvier. Selon la projection, la croissance dans la zone euro devrait remonter progressivement après l'épisode actuel de faiblesse. Les prix mondiaux du pétrole ont augmenté et s'établissent environ 5 dollars en moyenne au-dessus des niveaux supposés dans le Rapport sur la politique monétaire de janvier. Depuis janvier, les rendements des obligations se sont accrus, mais, compte tenu de la diminution des écarts de taux sur les obligations de sociétés et de la hausse marquée des marchés des actions, les conditions financières globales se sont assouplies.

La Banque a revu à la hausse sa prévision pour la croissance du PIB mondial. Elle anticipe ainsi une croissance de 2¾ % en 2024 et d'environ 3 % en 2025 et 2026. L'inflation devrait continuer de ralentir dans la plupart des économies avancées, même si cette baisse sera probablement irrégulière. Selon la projection, les taux d'inflation atteindront les cibles des banques centrales en 2025.

Au Canada, la croissance a stagné durant la deuxième moitié de 2023 et l'offre est devenue excédentaire dans l'économie. Un large éventail d'indicateurs donnent à penser que les conditions du marché du travail s'assouplissent encore. La croissance de l'emploi a été plus lente que celle de la population en âge de travailler, et le taux de chômage a augmenté progressivement pour atteindre 6,1 % en mars. On a vu récemment certains signes que les pressions sur les salaires se modèrent.

Une reprise de la croissance économique est attendue en 2024. Cela s'explique surtout par la forte croissance démographique et le redressement des dépenses des ménages. Les investissements résidentiels devraient se raffermir, en réaction à la demande de logements encore robuste. La contribution des dépenses publiques à la croissance s'est aussi accrue. Les investissements des entreprises devraient remonter graduellement après avoir affiché une faiblesse considérable au deuxième semestre de 2023. La Banque s'attend à ce que la croissance des exportations demeure solide tout au long de 2024.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit une croissance du PIB de 1,5 % en 2024, de 2,2 % en 2025 et de 1,9 % en 2026. Ce renforcement de l'économie permettra à l'offre excédentaire de se résorber peu à peu tout au long de 2025 et au début de 2026.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a ralenti pour s'établir à 2,8 % en février, l'atténuation des pressions sur les prix s'étant étendue à un plus grand nombre de biens et de services. Toutefois, la hausse des frais de logement reste très élevée, sous l'effet de la croissance des loyers et du coût de l'intérêt hypothécaire. Les mesures de l'inflation fondamentale, qui avaient avoisiné 3½ %, sont descendues pour se situer juste au-dessus de 3 % en février et les taux annualisés sur trois mois laissent entrevoir un mouvement à la baisse. La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC soit près de 3 % dans la première moitié de 2024, passe sous la barre des 2½ % dans la seconde moitié de l'année et atteigne la cible de 2 % en 2025.

Compte tenu des perspectives, le Conseil de direction a décidé de maintenir le taux directeur à 5 % et de continuer à normaliser le bilan de la Banque. Bien que l'inflation reste trop élevée et que des risques demeurent, l'inflation mesurée par l'IPC et l'inflation fondamentale ont encore diminué ces derniers mois. Le Conseil sera à l'affût de signes que ce mouvement à la baisse est durable. Il surveille en particulier l'évolution de l'inflation fondamentale, et continue de s'intéresser de près à l'équilibre entre l'offre et la demande dans l'économie, aux attentes d'inflation, à la croissance des salaires et aux pratiques d'établissement des prix des entreprises. La Banque reste déterminée à rétablir la stabilité des prix pour la population canadienne.

#### Note d'information

La prochaine date d'établissement du taux cible du financement à un jour est le 5 juin 2024. La Banque publiera sa prochaine projection complète pour l'économie et l'inflation, ainsi qu'une analyse des risques connexes, dans le Rapport qui paraîtra le 24 juillet 2024..

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

#### Stéfane Marion

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

#### Kyle Dahms

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Alexandra Ducharme

*Économiste*  
alexandra.ducharme@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Daren King, CFA

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

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

#### Taylor Schleich

*Stratège, Taux d'intérêt*  
taylor.schleich@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.

### 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 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 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 si 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.