

# Étude spéciale

Économie et Stratégie



**BANQUE NATIONALE  
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

## Le secteur immobilier au Canada est-il au bord du gouffre?

---

Matthieu Arseneau / Alexandra Ducharme

27 mai 2020

### Sommaire :

- Au cours des dernières semaines, plusieurs observateurs ont partagé leurs vues sur le secteur immobilier. Certains prétendent que comme par le passé, le marché immobilier canadien devrait faire preuve de résilience. D'autres s'inquiètent plutôt d'un recul marqué des prix des logements dont la SCHL qui anticipe un déclin entre 9% et 18%. La grande variabilité des pronostics démontre à quel point le contexte actuel est hautement incertain. Bien que nous ne nous attendions pas à une crise à l'américaine, nous prévoyons un recul marqué des prix des logements au Canada, soit de 10%. Un repli d'une telle ampleur n'a pas été observé au cours des trois dernières récessions au pays. Cette note vise à mettre en lumière les différents éléments qui supportent notre prévision actuelle.
- Plus d'un cinquième des emplois au Canada sont concentrés dans des secteurs qui risquent d'être éprouvés dans les prochains mois à savoir le commerce de détail, l'hébergement et la restauration, les arts et spectacles. Ceci nous laisse croire que le taux de chômage pourrait persister aux alentours de 9% au cours de la prochaine année. Toutefois, l'impact potentiel de ces pertes d'emploi sur le marché de l'immobilier résidentiel pourrait être moins grand qu'on le pense. En effet, les travailleurs de ces secteurs affichent les taux de propriété parmi les plus faibles de tous les secteurs.
- Alors pourquoi anticipons-nous un recul inédit des prix des logements au Canada? C'est que par le passé, des baisses de taux d'intérêt substantielles ont favorisé la stabilisation du marché de l'immobilier en période de récession. Cette fois-ci, l'impact de la politique monétaire pourrait être bien plus limité. En effet, les taux d'intérêt étaient déjà très bas avant la crise et ont très peu de potentiel à la baisse étant donné la borne zéro qui limite les banques centrales.
- Dans le contexte actuel, un autre élément pourrait affecter négativement le marché de l'immobilier. Le secteur du tourisme risque de tourner au ralenti pour un certain temps et nous ne pouvons écarter que des propriétés actuellement destinées aux touristes sur les plateformes de location à court terme (de type Airbnb) se retrouvent sur le marché de la revente en raison de la faiblesse des revenus.
- Nous continuons de croire que les risques de crise immobilière à l'américaine demeurent faibles. Contrairement au boom immobilier américain qui fut stimulé par un assouplissement des critères d'octroi de crédit, le dynamisme du marché canadien de la dernière décennie tire ses sources de la démographie. Qui plus est, la crise américaine avait été amplifiée par une vague de défauts stratégiques. Un tel phénomène risque moins de se produire au Canada étant donné que la grande majorité des prêts sont avec recours contrairement à ce qu'on retrouve aux États-Unis.
- Il y a toutefois des facteurs de risque à notre scénario qui pourraient causer une baisse plus prononcée des prix des logements. D'abord, une réduction plus importante que prévue de l'immigration dans les trimestres à venir. Un relèvement de la mise de fonds minimale tel que suggéré par la SCHL le 15 mai dernier pourrait aussi nous amener à réviser notre prévision à la baisse.
- L'amplitude des baisses de prix prévues dans notre scénario de base actuel varie d'une ville à l'autre. Par exemple, le recul de 7% que nous entrevoyons à Montréal, est inférieur à celui des trois autres grandes villes canadiennes. En effet, Toronto (-13%) et Vancouver (-12%) pourraient connaître des reculs plus prononcés puisque l'accessibilité au logement représente un enjeu. De son côté, Calgary (-10%) a été frappée par un double choc à savoir le confinement et la faiblesse des cours pétrolier.

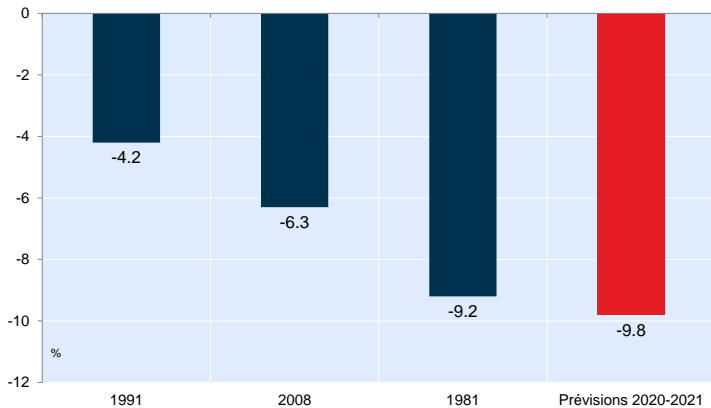
## Le secteur immobilier au Canada est-il au bord du gouffre?

Depuis la récession de 2008-2009, le marché de l'immobilier canadien est perçu par certains comme une source de vulnérabilité pour le système financier. L'ampleur de la chute d'activité économique ce printemps causée par la pandémie de COVID-19 et son impact sur le marché du travail suggère un taux de chômage qui risque de demeurer élevé pour un certain temps. Sous ces conditions, qu'advient-il du secteur immobilier et des prix des logements au pays?

Au cours des dernières semaines, plusieurs observateurs ont partagé leurs vues sur le secteur immobilier. Certains prétendent que comme par le passé, le marché immobilier canadien devrait faire preuve de résilience. D'autres s'inquiètent plutôt d'un recul marqué des prix des logements dont la SCHL qui a annoncé qu'elle anticipe un déclin entre 9% et 18%. La grande variabilité des pronostics démontre à quel point le contexte actuel est hautement incertain. Bien que nous ne nous attendions pas à une crise à l'américaine, nous prévoyons un recul marqué des prix des logements, soit de 10%<sup>1</sup>. Un repli d'une telle ampleur n'a pas été observé au cours des trois dernières récessions au pays (graphique). Cette note vise à mettre en lumière les différents éléments qui supportent notre prévision actuelle.

### Canada: Perspective sur les prix des logements

Recul des prix des logements lors des dernières récessions et prévisions FBN 2020-2021 (sommet au creux)



FBN Économie et Stratégie (données via OCDE)

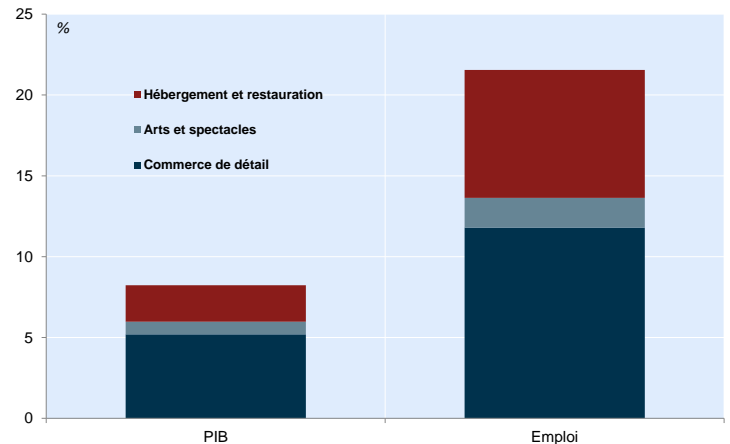
## Sévère détérioration de l'emploi

Avec la fermeture des services non-essentiels décrétée par le gouvernement pour réduire la propagation de la COVID-19, le taux de chômage est passé de 5,6% en février à 13% en avril en raison de la perte de 3 millions d'emplois. Même si l'activité économique devrait rebondir dès le mois de mai au pays, alors que les mesures de distanciation sociale sont progressivement levées, les capacités inutilisées sur le marché du travail devraient persister un certain temps. En effet, plus d'un cinquième des emplois sont concentrés

dans des secteurs qui risquent d'être éprouvés dans les prochains mois à savoir le commerce de détail, l'hébergement et la restauration et les arts et spectacles (graphique). Ceci nous laisse croire que le taux de chômage pourrait persister aux alentours de 9% au cours de la prochaine année.

### Canada: Perspective sur les secteurs à risque

Industries sélectionnées en % du PIB et en % de l'emploi (moyenne de 2019)



FBN Économie et Stratégie (données via Statistique Canada)

Toutefois, l'impact potentiel de ces pertes d'emploi sur le marché de l'immobilier résidentiel pourrait être moins grand qu'on le pense. En effet, les travailleurs de ces secteurs affichent les taux de propriété parmi les plus faibles de tous les secteurs (graphiques). Un même constat est observable pour la proportion d'entre eux qui détiennent une hypothèque. Autrement dit, la hausse du taux de chômage pourrait avoir cette fois-ci un moins grand impact sur l'immobilier étant donné que les pertes d'emplois sont concentrées dans ces secteurs.

### Canada: Taux de propriété et détenteurs d'hypothèques selon l'emploi

Catégorie d'emploi du principal soutien du ménage	Taux de propriété du ménage (%)	Proportion des ménages détenant une hypothèque (%)
Services publics	86.8	64.8
Extraction minière, de pétrole et de gaz	84.2	63.6
Agriculture, foresterie, pêche et chasse	82.4	45.8
Administrations publiques	76.7	58.9
Commerce de gros	75.4	55.0
Finance et assurances	75.3	57.2
Fabrication	73.4	54.1
Construction	72.5	53.4
Services immobiliers	72.1	48.6
Services professionnels	71.6	50.4
Services d'enseignement	71.6	52.4
Transport et entreposage	70.8	53.2
Soins de santé et assistance sociale	64.9	48.9
Industrie de l'information et industrie culturelle	64.4	49.8
Autres services	63.3	44.6
Commerce de détail	60.4	43.3
Arts, spectacles et loisirs	59.8	40.4
Services administratifs et de soutien	52.9	38.1
Hébergement et services de restauration	43.6	32.2
Total des employés	68.6	50.1

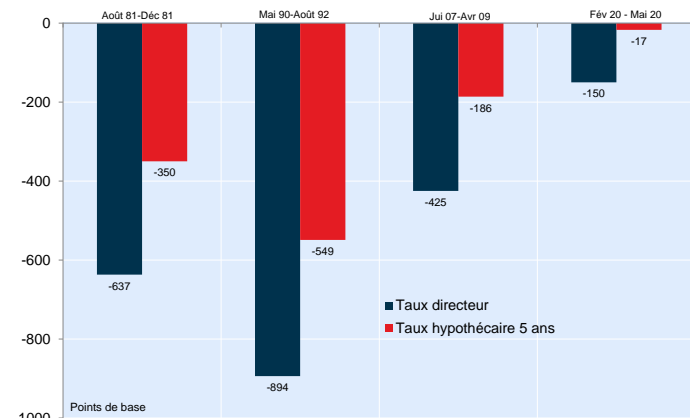
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada Recensement de 2016)

<sup>1</sup> Sommet au creux (2020 à 2021) sur une base trimestrielle de l'indice Teranet-Banque Nationale composite 11.

Alors pourquoi anticipons-nous un recul inédit des prix des logements au Canada? C'est que par le passé, des baisses de taux d'intérêt substantielles ont favorisé la stabilisation du marché de l'immobilier en période de récession. Cette fois-ci, l'impact de la politique monétaire pourrait être bien plus limité. En effet, les taux d'intérêt étaient déjà très bas avant la crise et ont très peu de potentiel à la baisse étant donné la borne zéro qui limite les banques centrales. Depuis le début de la crise, les taux d'intérêt hypothécaire à échéance 5 ans sont en baisse de seulement 17 points de base, ce qui est très peu par rapport aux baisses observées lors autres récessions (graphique).

### Canada: Perspective sur les cycles passés d'assouplissement monétaire

Variation du taux directeur et du taux hypothécaire 5 ans dans les périodes de récession

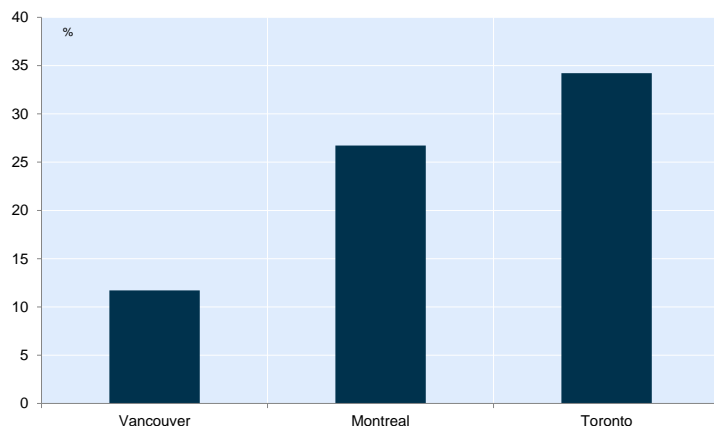


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Dans le contexte actuel, un autre élément pourrait affecter négativement le marché de l'immobilier. Le secteur du tourisme risque de tourner au ralenti pour un certain temps et nous ne pouvons écarter que des propriétés actuellement destinés aux touristes sur les plateformes de location à court terme (de type Airbnb) se retrouvent sur le marché de la revente en raison de la faiblesse des revenus. En supposant que 25% des propriétés en location sur Airbnb se retrouvent sur le marché de la revente, on assisterait à une hausse de 34% des inscriptions à Toronto, de 27% à Montréal et de 12% à Vancouver (graphique). Un tel phénomène pourrait donc exacerber l'excès d'offre dans le prochains mois.

### Canada: Impact potentiel des Airbnb sur le marché de la revente

Pourcentage d'augmentation des inscriptions si 25% des Airbnb sont affichés pour la revente



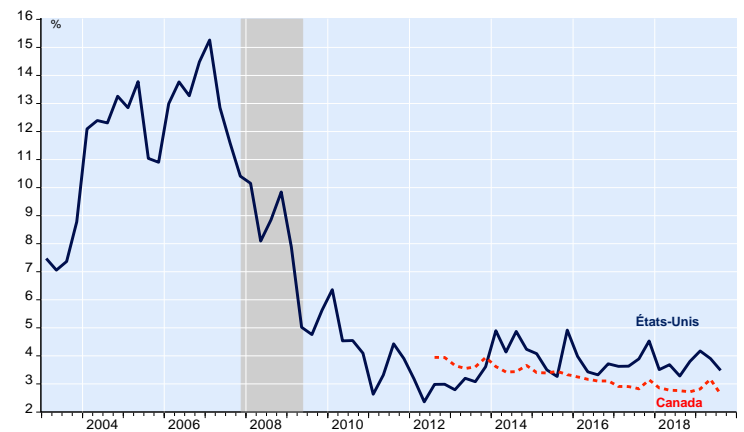
FBN Économie et Stratégie (données de insideairbnb.com, REBGV, CIGM, TREB)

## Une crise à l'américaine?

Nous continuons de croire que les risques de crise immobilière à l'américaine (recul de 35% des prix des logements entre 2006 et 2012) demeurent faibles. Contrairement au boom immobilier américain qui fut stimulé par un assouplissement des critères d'octroi de crédit, le dynamisme du marché canadien de la dernière décennie s'est produit malgré un resserrement des conditions d'attribution de crédits immobiliers. Il y a eu notamment une réduction de l'amortissement maximal, un relèvement des mises de fonds minimums et des taux d'intérêt de qualification plus élevés. D'ailleurs, on dénote une prudence des institutions financières canadiennes au cours de cette expansion comme en témoigne la proportion de nouveaux prêts accordés à des emprunteurs avec des cotes de crédit faibles. Cette proportion est en effet demeurée stable et quatre fois inférieure à la moyenne observée aux États-Unis entre 2004 et 2007 (graphique).

### Canada: Pas de laxisme quant aux critères d'octroi

Proportion des prêts hypothécaires accordés avec une cote de crédit faible (<620)

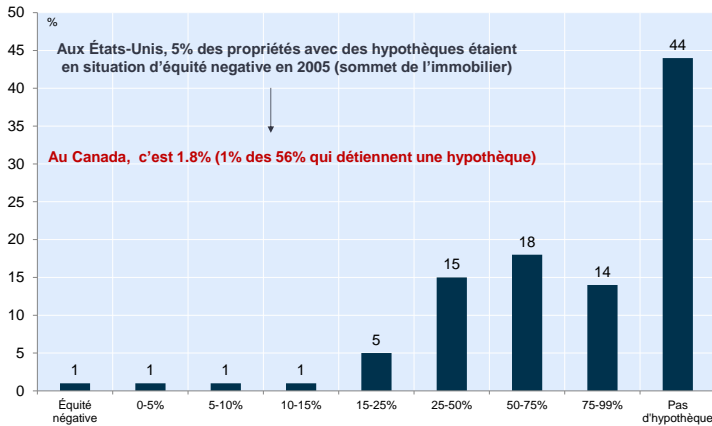


FBN Économie et Stratégie (Données d'Equifax et de la Réserve Fédérale de New York)

Qui plus est, la crise américaine avait été amplifiée par une vague de défauts stratégiques. Un tel phénomène risque moins de se produire au Canada étant donné que la grande majorité des prêts sont avec recours contrairement à ce qu'on retrouve aux États-Unis. Également, la proportion de détenteurs d'hypothèque en situation d'équité négative est trois fois moins élevée au Canada en ce moment (1,8%) par rapport à la proportion qui prévalait au sommet de la bulle immobilière américaine. Par ailleurs, selon nos calculs, seulement 3% des propriétaires se retrouveraient en situation d'équité négative advenant un recul de 10% des prix des logements (graphique).

### Canada: Perspective sur les risques de défauts stratégiques

Distribution des propriétaires selon leur équité en % de la valeur de la maison

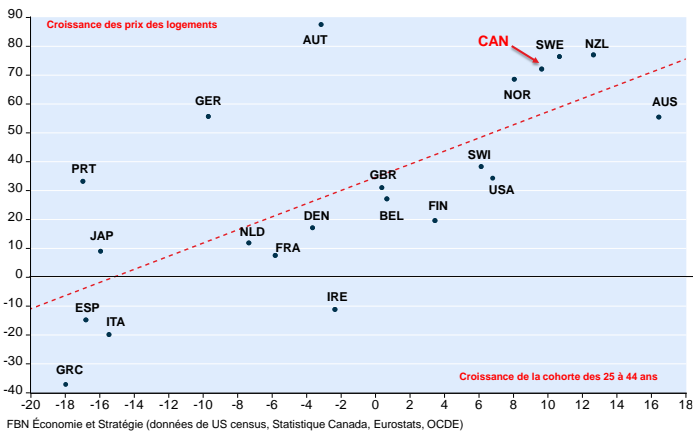


FBN Économie et Stratégie (Données via Mortgage professionals et Attom)

La vitalité du marché immobilier des dernières années au Canada tire ses sources de la démographie. C'est que la politique d'immigration du Canada est unique tant par son dynamisme que par sa prédilection pour les immigrants économiques (voir [étude](#) publiée en février dernier). Bon an mal an, environ 60% des immigrants relèvent de la catégorie économique, c'est-à-dire des candidats sélectionnés pour leur capacité à s'intégrer rapidement au marché du travail. Qui plus est, l'immigration n'a jamais été aussi concentrée sur les 25 à 44 ans qu'actuellement. L'évolution de cette cohorte, cruciale pour la formation de ménages, est un déterminant important des divergences observées entre les pays quant aux prix des actifs immobiliers depuis 2008 (graphique). Tous les pays, dont le Canada, qui ont connu une croissance de cette cohorte de plus de 8% sur 11 ans, ont vu les prix des logements augmenter d'au moins 50% de 2008 à 2019.

### Canada: La démographie joue rôle déterminant sur l'immobilier

Croissance de la cohorte des 25 à 44 ans et des prix des logements (2008-2019)



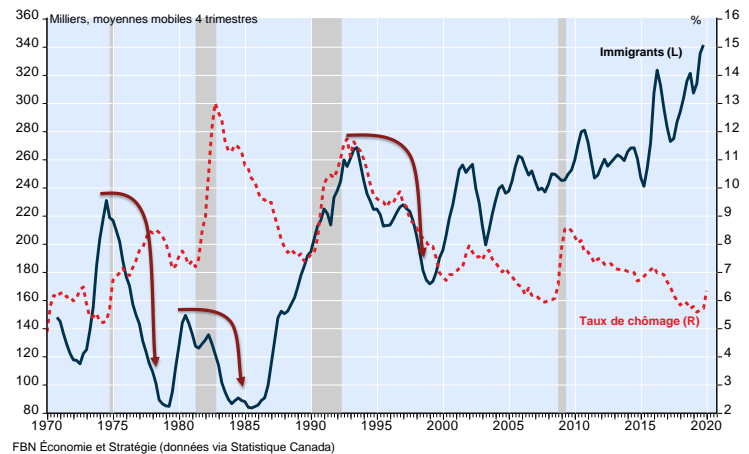
FBN Économie et Stratégie (données de US census, Statistique Canada, Eurostats, OCDE)

## Facteurs de risque

Il y a certains facteurs de risque à notre scénario outre une détérioration de l'économie plus importante qu'anticipée. Tel que mentionné précédemment, l'immigration a apporté un support constant au secteur immobilier au cours des dernières années. Pour l'instant, rien n'indique que le gouvernement en place entend modifier les seuils d'immigration mais la décision du gouvernement américain de suspendre l'immigration a mis en lumière un tel risque. Bien que les seuils d'immigration n'aient pas été abaissés lors de la dernière récession au Canada, nous constatons que lors des trois récessions précédentes, les flux d'immigrants ont toujours diminués alors qu'un marché du travail difficile sévissait (graphique).

### Canada: Immigration internationale et le taux de chômage

1970 to 2019



FBN Économie et Stratégie (données via Statistique Canada)

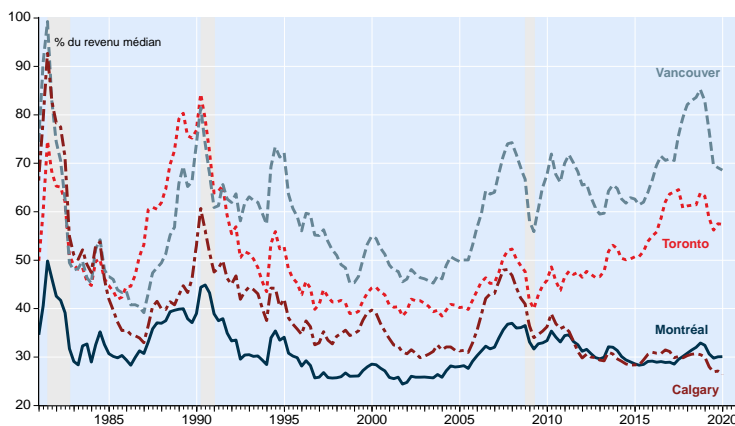
Un autre facteur de risque à notre scénario d'une baisse de seulement 10% des prix des logements serait la mise en place de restrictions quant aux critères d'octroi de crédit. La SCHL a surpris le 15 mai en laissant entendre la possibilité de relever les mises de fonds minimums pour limiter d'éventuelles pertes de l'organisation. À nos yeux, appliquer une telle politique en temps de récession aurait pour effet d'amplifier le risque de déflation immobilière en évinçant des acheteurs de maison potentiels qui ont déjà vu leurs mises de fonds fondre avec les pertes sur les marchés financiers. Nous sommes d'avis que le gouvernement devrait plutôt considérer un allègement des mesures de stabilité financière adoptées ces dernières années pour minimiser le risque que les prix des logements partent en vrille.

### Des divergences régionales

L'amplitude des baisses de prix prévues dans notre scénario de base actuel varie d'une ville à l'autre. Par exemple, le recul de 7% que nous entrevoyons à Montréal, est inférieur à celui des trois autres grandes villes canadiennes. En effet, Toronto (-13%) Vancouver (-12%) et pourraient connaître des reculs plus prononcés puisque l'accessibilité au logement représente un enjeu (graphique). De son côté, Calgary (-10%) a été frappée par un double choc à savoir le confinement et la faiblesse des cours pétroliers.

#### Canada : Mise en perspective de l'abordabilité du logement

Paiement hypothécaire mensuel sur le prix d'un logement médian (amortissement, 25 ans; terme, 5 ans)



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, Teranet-BNC, ACI)

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

**Stéfane Marion**

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

**Matthieu Arseneau**

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

**Krishen Rangasamy**

*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

**Paul-André Pinsonnault**

*Économiste principal*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

**Marc Pinsonneault**

*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

**Kyle Dahms**

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

**Jocelyn Paquet**

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

**Angelo Katsoras**

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

**Warren Lovely**

*Stratège principal Taux d'intérêt,  
Économie et Stratégie*  
warren.lovely@bnc.ca

**Taylor Schleich**

*Associé Stratégie Taux d'intérêt,  
Économie et Stratégie*  
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 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

### Résidents des États-Unis

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 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.