

Points saillants

- Avec l'adoption de la loi budgétaire bipartite intitulée *Bipartisan Budget Act*, les probabilités d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire des États-Unis ont augmenté. Mais cette entente budgétaire combinée aux réductions d'impôts votées à la fin de l'an dernier devrait faire monter l'offre nette de titres de créances négociables du Trésor au-delà de US\$1,000 milliards en 2018, deux fois plus qu'en 2017, ce qui accroîtra la pression à la hausse sur les rendements des obligations de 10 ans. Dans ce contexte, le FOMC devra se concentrer sur les conditions financières générales. Comme les taux à long terme ont plus d'effet sur l'économie que ceux à court terme, nous nous attendons à ce que le FOMC appuie un peu moins sur le frein. Nous entrevoyons donc, d'ici la fin de l'année, une combinaison de taux à 10 ans oscillant autour de 3.17% et d'une fourchette de taux cibles des fonds fédéraux de 2.0 à 2.25% comme le scénario le plus probable.
- Au Canada, les salaires devraient augmenter plus vite à mesure que l'année avancera, préparant le terrain à une poursuite de la normalisation par la Banque du Canada. Mais nous nous attendons à ce que la Banque agisse avec prudence, puisqu'une normalisation rapide pourrait déclencher une révision des prix hypothécaires (des écarts plus importants par rapport aux taux de swap en hausse) au moment où le marché immobilier résidentiel doit composer avec des mesures macro-prudentielles plus rigoureuses (B-20) et la montée des taux d'intérêt hypothécaires. Nous prévoyons que la Banque haussera les taux d'un quart de point en mai puis à nouveau en octobre. Si les taux d'intérêt mondiaux accusent un retard sur nos prévisions, limitant le resserrement des conditions financières au Canada, la Banque pourrait toujours donner un tour de vis de plus en décembre. Nous prévoyons que le taux de financement à un jour se situera à 1.75% en décembre et que l'obligation du Canada de 10 ans se négociera autour de 2.68%.

Paul-André Pinsonnault

Prévisions datées du 23 février 2018

États-Unis							
Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	
23/02/2018	1.50	1.64	2.24	2.62	2.87	3.16	
T1/18	1.75	1.60	2.25	2.69	2.93	3.17	
T2	1.75	1.60	2.35	2.75	2.97	3.19	
T3	2.00	1.85	2.46	2.83	3.00	3.21	
T4	2.25	2.10	2.56	2.89	3.17	3.36	
T1/19	2.25	2.10	2.63	2.94	3.22	3.40	
T2	2.50	2.35	2.77	3.01	3.27	3.43	
T3	2.75	2.60	2.91	3.11	3.33	3.48	
T4	3.00	2.85	3.00	3.18	3.38	3.52	
Canada							
Trimestres	Taux cible de la BdC	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	
23/02/2018	1.25	1.15	1.78	2.05	2.24	2.40	
T1/18	1.25	1.30	1.89	2.15	2.38	2.50	
T2	1.50	1.46	1.96	2.18	2.51	2.60	
T3	1.50	1.65	2.05	2.28	2.63	2.71	
T4	1.75	1.88	2.13	2.33	2.68	2.74	
T1/19	2.00	1.96	2.31	2.57	2.87	2.93	
T2	2.00	2.18	2.37	2.62	2.94	2.98	
T3	2.25	2.21	2.48	2.74	3.02	3.06	
T4	2.25	2.21	2.55	2.77	3.05	3.08	

Réflexions sur la politique monétaire

Le chemin, des profondeurs de la grande récession au retour à la croissance du potentiel économique, a été ardu pour les banques centrales. Des États-Unis au Japon, en passant par la zone euro, celles-ci ont eu largement recours à des achats d'actifs à grande échelle et usé de leurs indications prospectives pour créer des conditions de détente financières et monétaires que n'auraient pas permis d'obtenir les outils de politique traditionnels.

Maintenant que les économies ont renoué avec une croissance soutenue, les analyses rétrospectives des banques centrales portent notamment sur leurs cadres de politique monétaire. L'examen par la Banque du Canada fait partie de ses recherches pour préparer le renouvellement de son mandat de maîtrise de l'inflation. Aux États-Unis, le compte rendu de la réunion du FOMC du 31 janvier indique que les participants ont souligné la nécessité critique pour le FOMC de maintenir un objectif d'inflation à long terme crédible. Quelques participants ont estimé que, pour répondre à ce besoin, il faudrait peut-être que le FOMC adopte un autre mode opératoire que l'actuel ciblage flexible de l'inflation.

Les travaux universitaires sur les différentes possibilités abondent, allant d'une cible d'inflation plus élevée à un ciblage du niveau des prix et du PIB nominal. Quelles idées sont les plus prometteuses ? Le débat est loin d'être clos. Pendant ce temps, les banquiers centraux ont une mission à accomplir dans une conjoncture économique qui a nettement évolué au fil des ans.

Dans une allocution à Winnipeg le 15 février, le sous-gouverneur de la Banque du Canada, Lawrence Schembri, a présenté un bon résumé des tendances sous-jacentes dans les économies avancées qui ont rendu le travail des banques centrales encore plus difficile :

« Au cours des 25 dernières années, nous avons observé une baisse graduelle des taux d'intérêt, y compris des rendements des obligations à long terme et, surtout, des estimations du taux d'intérêt neutre. Cette diminution réduit la latitude dont les banques centrales disposent pour ajuster leur taux directeur ...

« [L]a croissance tendancielle de l'économie s'est inscrite en baisse en raison de forces fondamentales : une croissance plus lente de la population active, qui tient au vieillissement de la population, et le fléchissement de la croissance de la productivité du travail [...]. L'expansion sous-jacente de l'économie devrait rester faible ou ralentir davantage. Par conséquent, les forces cycliques qui contribuent normalement à sortir une économie d'un ralentissement imprévu, à savoir les investissements des entreprises et l'investissement résidentiel ainsi que les achats de biens durables onéreux, peuvent être moins puissantes, en particulier lorsque les niveaux d'endettement sont élevés et que la confiance tarde à se redresser. Dans de telles

circonstances, les autorités pourraient devoir adopter des mesures plus vigoureuses pour stimuler la confiance et la demande. »

La présidente de la Fed de Cleveland, Loretta Mester, membre votante du FOMC, a tenu des propos similaires dans une allocution à New York le 23 février, en disant que comparativement au passé, il resterait moins de marge aux autorités monétaires pour amortir un choc économique négatif, la probabilité que le taux directeur atteigne la borne inférieure de zéro serait plus grande et des outils de politique monétaire non traditionnels devraient être employés plus souvent. Elle ajoutait que, dans la mesure où ces outils sont moins efficaces que l'outil traditionnel des taux d'intérêt ou si leur utilisation était limitée, il serait possible que les récessions durent et que les taux d'inflation restent bas plus longtemps.

Les banques centrales se trouvent donc dans une situation inconfortable. M. Schembri de la BdC prévient que, en cas de ralentissement, la politique pourrait devoir être plus énergique, mais M^{me} Mester du FOMC pense que les outils disponibles pourraient être moins efficaces. Il pourrait être assez difficile d'être énergique avec des outils moins efficaces.

Il en découle qu'on ne peut pas tenir l'ancienne fonction de réaction des banques centrales — leur réaction aux déviations par rapport aux objectifs d'inflation et de croissance — pour acquise.

S'il est probable que des récessions plus longues débouchent sur des périodes plus persistantes d'inflation faible, cela pourrait désancrer les attentes d'inflation à la baisse, ce qui réduirait l'efficacité de la politique monétaire pour contrebalancer des chocs macroéconomiques négatifs. On peut alors s'attendre à ce qu'une banque centrale craigne plus les ralentissements économiques maintenant que pendant la période de 1995 à 2006 et soit plus disposée à laisser l'inflation filer au-dessus du point médian de sa fourchette cible. À ce propos, nous trouvons intéressant que l'ancienne présidente, Janet Yellen, ait, dans sa première apparition publique depuis son départ de la Fed, laissé entendre que si le débat au sujet de la fixation de l'objectif d'inflation repartait de zéro, la Fed pourrait avancer un chiffre plus élevé que le niveau actuel de 2%.

Par conséquent, nous prenons avec un grain de sel l'affirmation des membres de la Fed qui disent que leur objectif d'inflation est symétrique, c'est-à-dire qu'ils s'inquiéteraient autant de la montée de l'inflation au-dessus de leur cible que de sa descente en dessous et agiraient pour la ramener à 2%. Une inflation proche de 3%, mais inférieure à ce niveau, pourrait sembler plus rassurante qu'une inflation proche de 1% lorsque l'écart de production menace de se creuser. En d'autres termes, nous pensons que dans sa fonction de réaction, le FOMC est maintenant plus préoccupé par les capacités inutilisées de l'économie et moins par un certain

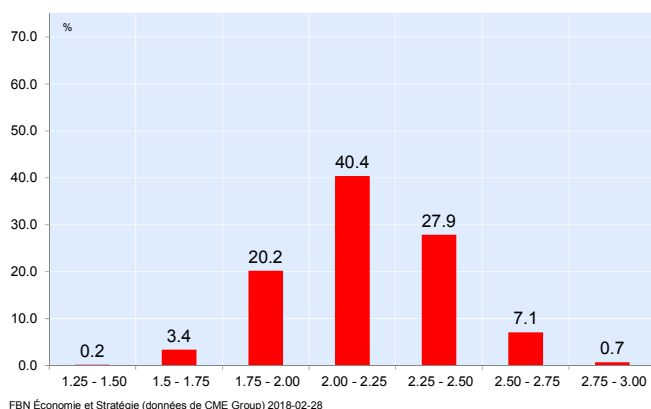
dépassement de la cible d'inflation qu'avant la grande récession.

Par conséquent, quand les membres votants du FOMC ont dit en janvier qu'ils s'attendaient à ce que la conjoncture économique évolue d'une manière garantissant de nouvelles augmentations graduelles du taux des fonds fédéraux, nous pensons qu'ils voulaient dire qu'ils avaient une plus grande confiance dans leurs opinions sur l'objectif approprié pour le taux directeur à la fin de 2018 (médiane à 2.1%), et non pas qu'ils songeaient à accélérer le rythme de la normalisation cette année.

Cela dit, la réunion de janvier a eu lieu avant le 9 février, jour où le projet *Bipartisan Budget Act* est devenu loi. Nous nous attendons à ce que les dépenses supplémentaires qu'elle autorise augmentent la croissance du PIB américain d'un peu moins d'un demi-point de pourcentage au cours des deux prochaines années, à 2.8% en 2018 et 2.3% en 2019. Cependant, nous prévoyons que les banques resteront enclines à une certaine inertie dans le relèvement de leurs taux directeurs. Alors que les spéculations en faveur d'un resserrement plus rapide font des adeptes au sein des marchés, nous pensons que le FOMC donnera seulement trois tours de vis cette année poussant la fourchette de son taux directeur à 2.0%–2.25%. Au moment de rédiger ces notes, le marché des contrats à terme sur fonds fédéraux privilégie toujours ce scénario (graphique, ci-dessous). À notre avis, c'est en 2019 que le FOMC deviendra plus proactif que ce qui avait été suggéré en décembre. Nous situons la cible des fonds fédéraux à 2.75%–3.0% d'ici la fin de 2019, un cran au-dessus de la projection médiane des participants du FOMC.

Niveaux probables des taux du FOMC fin 2018 selon le marché à terme

Probabilités pour la réunion du FOMC de décembre 2018



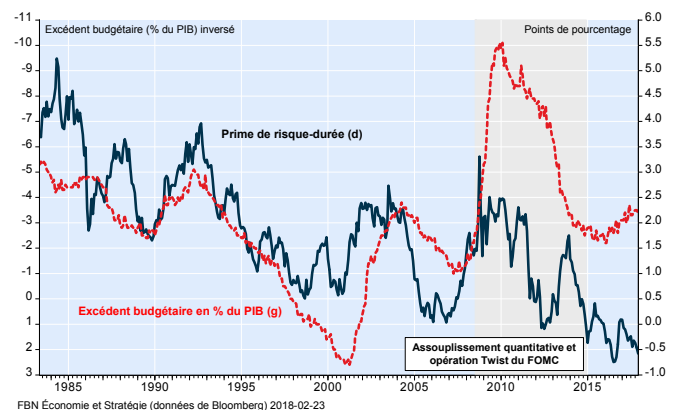
À la suite du compte rendu semestriel sur la politique monétaire du président de la Fed, Jerome Powell, devant le comité des services financiers de la Chambre des représentants, où celui-ci a présenté une appréciation optimiste des perspectives économiques américaines, les *Treasuries* de 10 ans se sont négociées à 2.92%, en hausse de 26 points de base par rapport au 26 janvier. Nous prévoyons

qu'elles monteront encore de 25 à 30 pb d'ici la fin de l'année.

La récente entente budgétaire à Washington donnera lieu à beaucoup plus de dépenses qu'on le prévoyait auparavant. Combinée aux réductions des impôts votées à la fin de l'an dernier, elle creusera le déficit fédéral qui atteindra plus de 5% du PIB l'an prochain. Cela se produira au moment même où le FOMC sera occupé à normaliser son bilan, faisant gonfler l'offre d'obligations du Trésor sur le marché de plus de US\$200 milliards en 2018 et en 2019.

Treasuries : Prime à terme des titres de 10 ans et déficit fédéral

Déficit budgétaire en pourcentage du PIB et prime à terme des *Treasuries* de 10 ans



Historiquement, les déficits budgétaires sont en corrélation avec les primes à terme — la rémunération que touchent les investisseurs qui prennent le risque de détenir des titres de longue durée. Par contre la période de novembre 2008 à octobre 2014 se démarque de cette tendance, ce qui n'est pas surprenant puisque pendant ce laps de temps le FOMC intervenait sur le marché à grand renfort d'achats d'obligations du Trésor destinés justement à faire baisser la prime à terme. La Fed normalise maintenant son bilan, mais on ne s'attend pas à ce qu'elle le ramène à sa norme historique. De plus, la demande d'actifs sûrs comme les obligations du Trésor américain a été dopée par les changements de la réglementation. Par conséquent, alors que nous nous attendons à ce que des primes à terme plus généreuses soient nécessaires pour désengorger le marché, nous ne pensons pas que le mouvement sera aussi prononcé que le laisserait penser la corrélation historique.

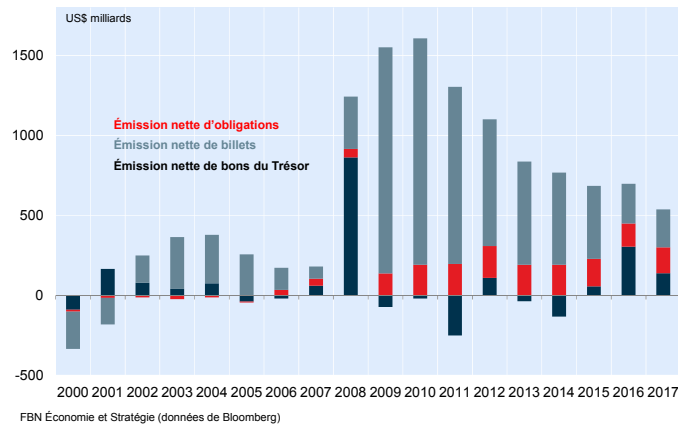
Quotidiennement, la Fed de New York Fed publie les résultats de son modèle de la structure des taux d'intérêts qui scinde les rendements nominaux des obligations du Trésor en deux éléments : un taux à court terme moyen attendu sur l'horizon de placement et une prime à terme.

Dans sa plus récente mise à jour, le rendement des obligations du Trésor de 10 ans à coupon zéro de 2.91% est la somme d'un taux moyen à court terme attendu de 3.15% au cours des 10 prochaines années et d'une prime de -24 pb. Nous considérons cette estimation du taux à court terme moyen comme raisonnable. Cependant, nous pensons que la

prime à terme sera probablement ajustée à la hausse à mesure que le marché absorbera une augmentation de la l'encours de la dette négociable du Trésor de plus de US\$1,000 milliards en 2018, soit deux fois plus qu'en 2017.

Treasuries : Émissions nettes d'obligations du Trésor négociables

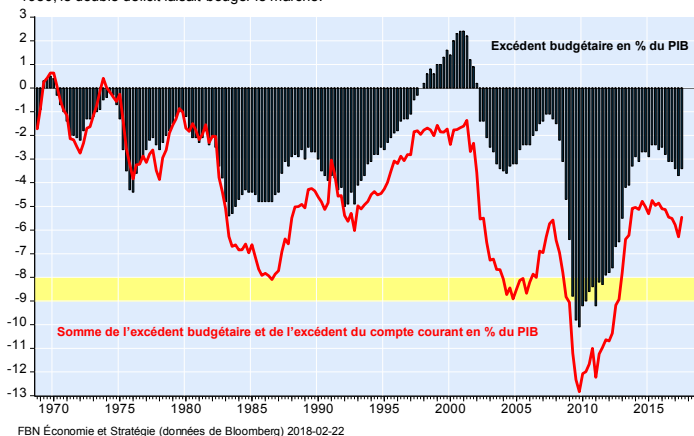
Devraient dépasser les \$1,000 milliards après les réductions d'impôt et le *Balanced Budget Act*



À ce stade-ci, nous entrevoyons des risques à la hausse pour notre scénario de base. Comme l'a fait remarquer le personnel du FOMC, certaines études laissent penser que la relation entre l'utilisation des ressources et l'inflation pourrait être non linéaire. Cette non-linéarité se manifesterait-elle quand le chômage atteindra notre prévision pour 2019 de 3.6% ? Peut-être. Nous notons que la médiane des estimations des participants du FOMC du taux de chômage normal à long terme était en décembre de 4.6%.

Forte détérioration attendue du double déficit américain

Après la fin de l'AQ, comment réagiront les marchés à un double déficit de 8% ou 9% ? Dans les années 1980, le double déficit faisait bouger le marché.



La perspective d'un double déficit des États-Unis est un autre sujet de préoccupation. Une croissance économique plus forte pourrait stimuler la demande d'importations de marchandises, ce qui aggraverait le déficit commercial. Ajoutez un déficit budgétaire surgonflé à un compte capital en détérioration et le double déficit des États-Unis pourrait atteindre un niveau inconfortable (-8% à -9% du PIB). Une telle évolution à une époque où beaucoup remettent en

question la viabilité à long terme des finances publiques américaines pourrait faire monter la prime à terme plus que ce que nous pensons actuellement.

Conclusion : Nous reconnaissons que les probabilités d'une accélération de la normalisation de la politique monétaire ont augmenté avec l'adoption de la loi intitulée *Bipartisan Budget Act*. Mais des déficits budgétaires plus lourds exerceront aussi une pression à la hausse sur les rendements des obligations de 10 ans. Dans ces conditions, l'effort du FOMC pour promouvoir ses objectifs à la fois de plein emploi et de maîtrise de l'inflation devra être concentré sur les conditions financières générales. Comme les taux à long terme ont plus d'effet sur l'économie que les taux à court terme, nous pensons que le FOMC appuiera un peu moins fort sur le frein en raison des effets néfastes pour la croissance qu'on peut attendre de l'augmentation des taux à long terme. Une combinaison de taux des obligations de 10 ans légèrement supérieur à 3% et d'une fourchette de taux cible des fonds fédéraux de 2.00–2.25% d'ici la fin de l'année nous semble probable.

FOMC : Poursuite de la normalisation de la politique monétaire en 2018

La conjonction des risques pour la stabilité financière, de l'économie et de l'inflation appelle une normalisation graduelle



Prévision économique É.-U.	Prévisions 2018					2018
	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	
PIB réel (var. t/t %, dés. t. a.)	2.5	1.9	3.8	3.2	2.2	2.8
IPC (var. a/a %)	2.1	2.3	2.7	2.7	2.4	2.5
IPC de base (var. a/a %)	1.7	2.0	2.4	2.5	2.6	2.3
Taux de chômage (%)	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.9
Taux cible des fonds fédéraux	1.75	1.75	2.00	2.25		
Obligations du Trésor 10 ans	2.93	2.97	3.00	3.17		

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2018-03-02

... et au Canada

L'économie canadienne qui vient d'enregistrer sa meilleure performance en six ans devrait croître de 2.6% en 2018. Le renforcement de l'économie américaine avantagera les exportateurs, à un moment où la demande intérieure sera soutenue par les largesses budgétaires provinciales. Avec une économie canadienne croissant au-delà de son potentiel, nous nous attendons à ce que le taux de chômage baisse de quatre dixièmes de point à 5.5% en 2018. Les salaires devraient augmenter plus vite à mesure que l'année avancera, préparant le terrain à une poursuite de la normalisation de la politique monétaire par la Banque du Canada.

Certes, le marché immobilier résidentiel doit composer avec des mesures macro-prudentielles plus rigoureuses (B-20) et la montée des taux d'intérêt hypothécaires. Mais les écarts des taux hypothécaires par rapport aux rendements actuels des

obligations du Canada ou des taux de swap semblent faibles. Depuis le mois de mai dernier, les taux de swap de 2 et 5 ans ont augmenté de 114 et de 115 pb comparativement à seulement 65 pb pour les meilleurs taux hypothécaires sur 5 ans. Les prêteurs vont-ils restaurer les marges bénéficiaires après la saison printanière ? Peut-être. Le cas échéant, le marché immobilier résidentiel pourrait faire face à des vents contraires dus aux taux hypothécaires au deuxième semestre de 2018, et cela même si les taux à court terme canadiens ne montent que modestement.

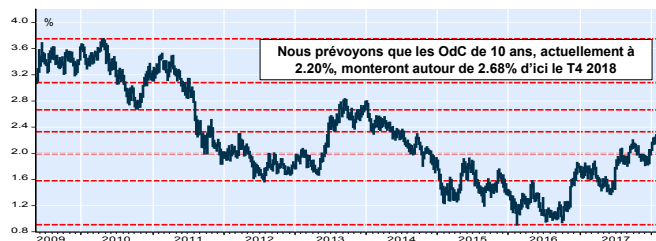
Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que la Banque agisse avec prudence, puisqu'une normalisation rapide de son taux directeur pourrait déclencher une révision des prix hypothécaires (des écarts plus importants au-dessus des taux swap en hausses). Nous prévoyons donc que la Banque du Canada haussera les taux d'intérêt d'un quart de point en mai puis à nouveau en octobre. Si les taux d'intérêt mondiaux accusent un retard sur nos prévisions, limitant le

resserrement des conditions financières au Canada, la Banque pourrait toujours donner un tour de vis de plus en décembre, si elle le juge nécessaire.

Conclusion : Nous prévoyons que le taux de financement à un jour se situera à 1.75% en décembre et que l'obligation du Canada de 10 ans se négociera autour de 2.68%.

Canada : Poursuite de la normalisation de la politique monétaire en 2018

La conjonction des risques pour la stabilité financière, de l'économie et de l'inflation appelle une normalisation graduelle

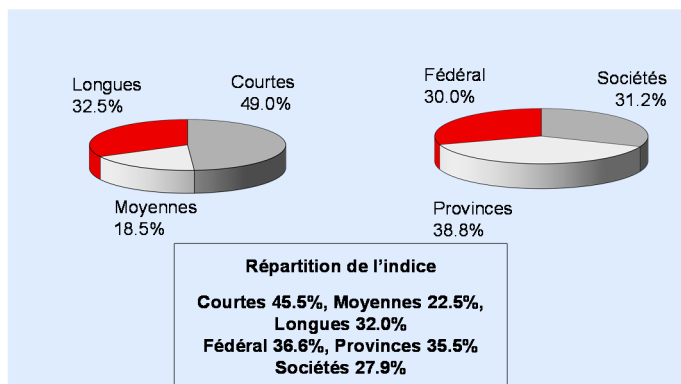


Prévision économique Canada		T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	2018
		prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, dés. t. a.)		1.7	1.7	2.5	3.4	2.1	2.6
IPC (var. a/a %)		1.8	2.0	2.4	2.6	2.3	2.3
IPC de base (var. a/a %)		1.6	1.7	2.0	2.2	2.3	2.0
Taux de chômage (%)		6.0	5.8	5.8	5.6	5.5	5.7
Taux de financement à un jour de la BdC			1.25	1.50	1.50	1.75	
Obligation du Canada de 10 ans			2.38	2.51	2.63	2.68	

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2018-03-02

Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 7.30 contre 7.41 pour l'indice de référence
Maintenir une surpondération de titres provinciaux et de société.



FBN Économie et Stratégie

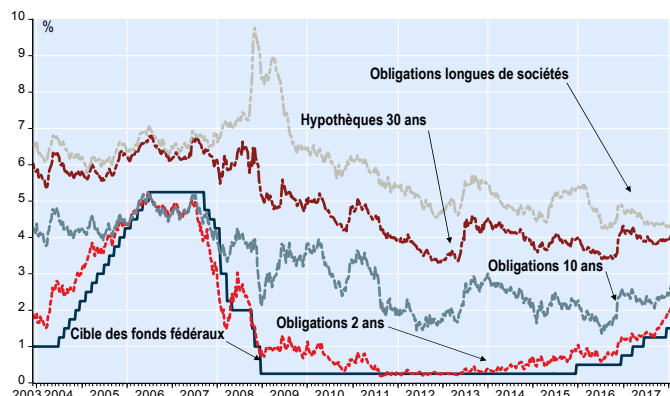
Marché obligataire canadien - Rendement total

02/23/2018 mois/jour/année	Depuis 1/26/2018	Depuis 11/24/2017	Depuis 8/25/2017	Depuis 2/24/2017
Encaisse	0.11	0.23	0.42	0.66
Canada				
court	0.24	-0.46	-0.36	-0.89
moyen	0.33	-1.97	-1.59	-2.52
long	-0.87	-2.52	-1.11	0.16
Univers	0.06	-1.15	-0.74	-0.92
Provinciale	-0.51	-1.65	0.34	1.76
Municipale	-0.26	-1.36	0.57	2.25
Sociétés				
AA	0.13	-0.57	-0.09	-0.19
A	-0.42	-0.86	0.56	2.33
BBB	-0.25	-0.46	0.84	1.90
Univers	-0.27	-0.66	0.55	1.56
Total	-0.23	-1.19	0.00	0.71
S&P/TSX	-3.54	-2.22	5.36	3.57

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

Taux d'intérêt aux États-Unis

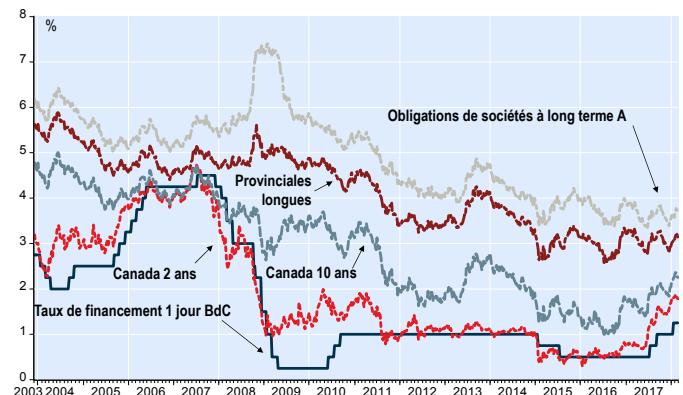
Hebdomadaire, dernière observation le 23 février, 2018



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Taux d'intérêt au Canada

Hebdomadaire, dernière observation le 23 février, 2018



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Marché obligataire - Canada

Taux d'intérêt

90 jours (A.B.)
2 ans
5 ans
10 ans
30 ans

Écart

90 j. - 2 ans
2 - 5 ans
2 - 10 ans
10 - 30 ans

Devises

\$ CA / US
EUR / \$ CA

Clôture (mois/jour/année)

	2/23/18	1/26/18	11/24/17	8/25/17	2/24/17
90 jours (A.B.)	1.658	1.673	1.402	1.306	0.953
2 ans	1.782	1.818	1.439	1.266	0.765
5 ans	2.054	2.062	1.628	1.543	1.089
10 ans	2.247	2.262	1.888	1.874	1.607
30 ans	2.399	2.330	2.233	2.298	2.328
Écart					
90 j. - 2 ans	12.5	14.6	3.7	-4.0	-18.8
2 - 5 ans	27.2	24.4	18.9	27.7	32.4
2 - 10 ans	46.5	44.4	44.9	60.8	84.2
10 - 30 ans	15.2	6.8	34.5	42.4	72.1
Devises					
\$ CA / US	1.2632	1.2311	1.2713	1.2481	1.3091
EUR / \$ CA	0.6438	0.6533	0.6592	0.6719	0.7232

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Économie et Stratégie

Bureau Montréal 514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto 416 869-8598

Warren Lovely

DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Général

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

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

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

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

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

Résidents du Canada

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. 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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

Résidents des États-Unis

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des **membres du personnel** employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces **membres du personnel** hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement reliée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.

Résidents de HK

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

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

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

Droits d'auteur

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