

Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich et Warren Lovely

- Ayant orchestré ce qui entrera probablement dans les annales comme un des cycles de resserrement monétaire les plus extraordinaires de l'histoire, les banques centrales nord-américaines semblent se rapprocher de ce qui deviendra le taux directeur terminal. Il va sans dire qu'il a fallu plus de temps pour atteindre la destination – c'est-à-dire une politique monétaire suffisamment restrictive pour maîtriser durablement l'inflation sous-jacente – qu'on le prévoyait initialement. Mais il y a de plus en plus de signes manifestes que, au Canada et aux États-Unis, nous sommes à la fin ou presque du cycle des hausses de taux directeurs.
- Jay Powell et d'autres membres influents du FOMC ont consacré beaucoup de temps depuis la « pause haussière » de juin dans ce cycle à jeter les bases d'un resserrement monétaire additionnel. Ironiquement, une partie des tensions inflationnistes sous-jacentes qui avaient présument conduit beaucoup de membres du comité à pencher du côté d'un resserrement (voir le graphique à points de juin) donne des signes d'affaiblissement. Le plus récent rapport sur l'IPC des États-Unis semble de nature à changer la donne sur beaucoup de marchés. Si les progrès balbutiants dans la maîtrise de l'inflation de base (et superfondamentale) se maintiennent et se confirment, la prochaine hausse du FOMC – à 5.5% pour la borne supérieure de la fourchette de taux des fonds fédéraux le 26 juillet – pourrait bien être la dernière. À nos yeux, l'affaiblissement de la croissance du PIB qui commence à paraître et le ralentissement de l'embauche/l'augmentation du chômage pourraient bien écartier la nécessité de nouveaux tours de vis dans la politique monétaire.
- Pour la Banque du Canada, la résilience économique et une dynamique de diminution insuffisante de l'inflation ont motivé l'imposition d'une deuxième hausse d'un quart de point de suite à la mi-juillet. Maintenant que la BdC a administré 10 hausses, son taux directeur cible se situe à 5% pile. Alors qu'il n'y avait aucune indication prospective claire dans le plus récent communiqué sur les taux d'intérêt de la banque centrale, l'insistance sur les risques de hausse de l'inflation (plus précisément la prévision d'une inflation persistante alors que les ménages ne manquent pas de moyens) implique qu'on ne peut pas exclure une autre hausse à court terme. Nous reconnaissons la résilience des consommateurs canadiens et reconnaissons aussi clairement le soutien au marché immobilier résidentiel (et aux loyers) qu'apporte l'immigration, mais nous maintenons une prévision de croissance indéniablement prudente pour le Canada. Là où la BdC voit des perspectives revues à la hausse pour 2023 et un ralentissement bénin en 2024, la prévision macroéconomique de la Banque Nationale pour le Canada intègre un arrêt de la croissance à court terme, avec une augmentation des ressources inutilisées plus rapide que celle qu'implique la plus récente prévision de la banque centrale. Cela explique notre prévision d'une trajectoire de la politique monétaire de la part de la BdC dans laquelle le taux cible de 5% actuel est jugé suffisant pour assurer la stabilité des prix.
- Alors que le niveau et le moment des taux directeurs terminaux à la fois du FOMC et de la BdC sont inchangés par rapport à notre prévision antérieure, nous avons reporté l'échéance et réduit l'ampleur des réductions de taux. Il ne faut pas confondre l'atteinte du taux terminal avec un retour rapide à une politique monétaire accommodative. À en juger par toutes les apparences externes, il faudra peut-être plus de temps pour accumuler des données susceptibles de justifier l'adoption d'une politique moins restrictive. En outre, quand les réductions des taux d'intérêt en Amérique du Nord commenceront – dès le printemps prochain –, elles se feront probablement à un rythme moins décisif, terminant à des niveaux historiquement élevés étant donné les risques sous-jacents/structurels d'augmentation de l'inflation.

États-Unis						
Trimestre	Fonds Fed	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
17 juillet 2023	5.25	5.23	4.76	4.03	3.82	3.94
T3 2023	5.50	5.35	4.70	4.00	3.80	3.90
T4 2023	5.50	5.35	4.55	3.90	3.75	3.85
T1 2024	5.50	5.10	4.25	3.65	3.60	3.75
T2 2024	5.00	4.80	4.00	3.45	3.50	3.60
T3 2024	4.75	4.55	3.75	3.35	3.40	3.55
T4 2024	4.50	4.25	3.55	3.30	3.35	3.45
T1 2025	4.25	4.00	3.40	3.25	3.30	3.40
T2 2025	4.00	3.75	3.30	3.20	3.30	3.35

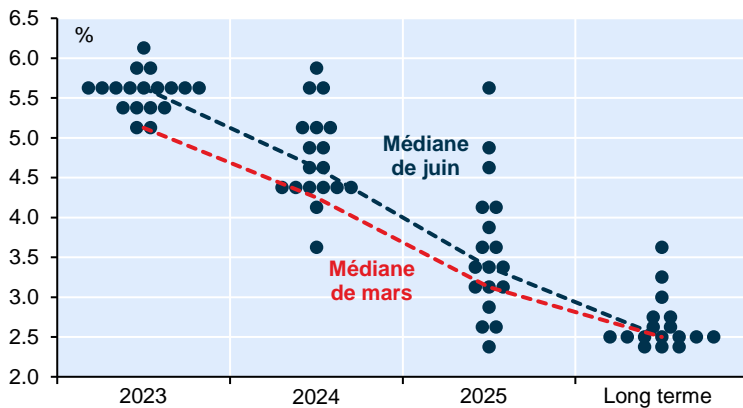
Canada						
Trimestre	Taux 1 jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
17 juillet 2023	5.00	4.99	4.68	3.80	3.40	3.27
T3 2023	5.00	4.95	4.50	3.70	3.35	3.25
T4 2023	5.00	4.95	4.20	3.55	3.30	3.20
T1 2024	5.00	4.65	3.85	3.35	3.20	3.15
T2 2024	4.50	4.25	3.55	3.20	3.10	3.10
T3 2024	4.25	3.95	3.30	3.10	3.05	3.05
T4 2024	4.00	3.70	3.15	3.05	3.00	3.00
T1 2025	3.75	3.45	3.05	3.00	2.95	3.00
T2 2025	3.50	3.20	3.00	3.00	3.00	3.05

FOMC : Enfin, la renverse de la marée?

Dans l'intérêt de la patience et de la prudence, la Fed a opté pour une pause en juin, laissant aux responsables de la politique monétaire plus de temps pour glaner des données économiques et d'inflation afin d'évaluer la politique monétaire et l'intensité de son caractère restrictif. Malgré cette première pause dans son cycle de hausse depuis janvier 2022, le FOMC n'était pas prêt à signaler la fin de ses tours de vis. En fait, ses propres prévisions avaient été relevées dans le graphique à points de juin par rapport à celles de mars, parues après des faillites retentissantes de banques. Au cours des quatre dernières réunions de 2023, la Fed s'attendait collectivement à deux augmentations additionnelles des taux d'intérêt.

Malgré la pause de juin, des prévisions de hausse du FOMC

Graphique à points du FOMC de juin 2023 comparativement à la médiane de mars

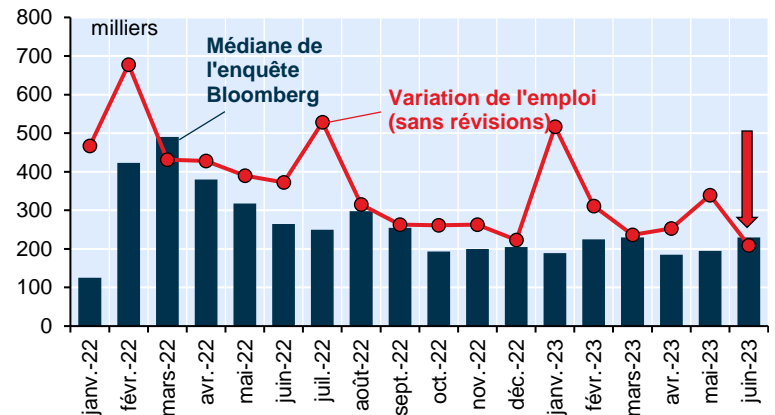


Source : FBN, FRB

La première de ces augmentations marginales de taux semble acquise puisque les participants du FOMC en ont donné des indications claires au marché avant la période d'interdiction de communiquer précédant la réunion (la Fed a largement prouvé qu'elle ne veut pas surprendre avec ses décisions de politique monétaire). Et la deuxième augmentation qui a été signalée? Il n'est pas évident qu'elle soit nécessaire. De fait, certains indices émergents annoncent un ralentissement du marché du travail et les tensions inflationnistes sous-jacentes se calment. Les données sur l'emploi de juin ont révélé que l'embauche était moins forte que prévu pour la première fois depuis mars 2022, ce qui a mis fin à une série de 14 surprises à la hausse d'affilée. En outre, chaque rapport précédent de 2023 a fait l'objet de révisions à la baisse, réduisant aussi la vigueur des données antérieures.

Enfin, une surprise négative dans les données sur l'emploi

Variation de l'emploi indiquée initialement aux États-Unis comparativement aux attentes consensuelles

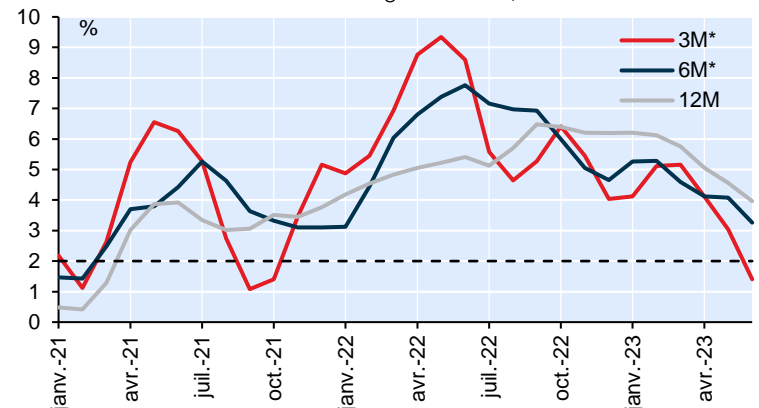


Source : FBN, Bloomberg

Les données sur l'inflation selon l'IPC de juin étaient plus encourageantes encore. Les pressions sur les prix d'ensemble ont chuté d'un point de pourcentage complet, de 4.0% à 3.0%. Bien que cela s'explique en grande partie par les effets de base, les données d'un mois à l'autre (de l'indice d'ensemble et de l'indice de base) étaient également plus faibles que prévu. Mais surtout, la mesure superfondamentale préférée de M. Powell (c.-à-d. l'indice de base des services sans le logement) a enregistré sa plus faible progression mensuelle depuis 2021. On se souvient que M. Powell avait laissé entendre que ce serait là la partie la plus persistante de l'inflation et qu'il faudrait probablement un important affaiblissement du marché du travail pour la faire baisser. Malgré les statistiques des effectifs salariés non agricoles inférieures au consensus en juin, le marché du travail reste tendu et un soulagement se fait attendre. Au cours des trois derniers mois, elles ont progressé à un rythme annualisé de 1.8% seulement, comparativement à plus de 8% en juin 2022.

Preuves croissantes d'une désinflation superfondamentale

Taux d'inflation des services sans le logement sur 3, 6 et 12 mois

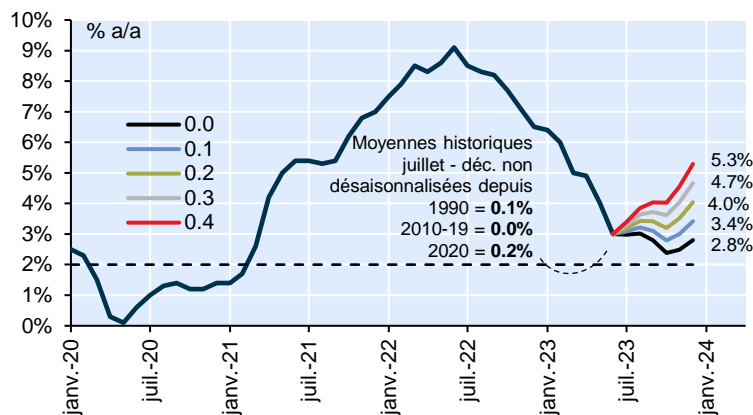


Source : FBN, Bloomberg | Nota : *Les taux à 3 et 6 mois sont annualisés

Certes, la Fed ne déclarera pas tout de suite victoire sur l'inflation - et ne devrait probablement pas le faire. La totalité des données ne démontrent que nous sommes tirés d'affaire (cf. la croissance toujours forte des salaires). En outre, en ce qui concerne l'inflation tous éléments confondus, il est maintenant beaucoup plus difficile d'enregistrer des progrès nets puisque les effets de l'année de base commenceront à œuvrer contre une poursuite de la désinflation. Ainsi l'inflation selon l'IPC d'ensemble restera probablement voisine de 3%

pendant le reste de l'année, selon nos prévisions, des hausses surprises risquant de pousser ce chiffre clé au-dessus de 3%.

À moins d'une déflation, peu de désinflation en vue en 2023
Inflation a/a selon l'IPC américain basée sur des variations mensuelles constantes pour juillet à décembre 2023



Source : FBN, Bloomberg

Malgré un arrêt attendu à court terme, il reste beaucoup de motifs de hausse. À nos yeux, les chiffres militent en faveur du statu quo en septembre après une hausse présumée en juillet. Une attente jusqu'en novembre permettrait ensuite d'accumuler davantage de données économiques, et si celles-ci concordent avec nos prévisions, une pause isolée se transformera alors en pause durable.

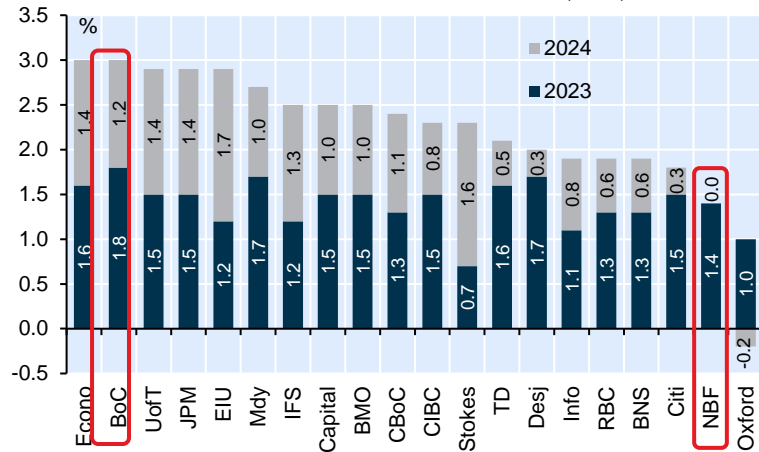
BdC : Après une hausse de 25 pb, les possibilités de nouvelles hausses demeurent

Après la **reprise** par la Banque du Canada de son cycle de hausse en juin, il semblait inévitable (à moins d'une détérioration économique rapide ou importante) qu'une autre hausse suivrait. Après tout, si la politique n'était jugée pas assez restrictive à 4.5%, pourquoi une seule hausse de 25 pb aurait-elle nettement changé les choses? Corroborant cette interprétation, la BdC a de nouveau augmenté son taux directeur en juillet, lequel atteint 5% pour la première fois depuis 2001. Et alors que certains s'attendaient à une « hausse accommodante » dans laquelle les grands argentiers auraient potentiellement relevé la barre pour de nouvelles augmentations, ce n'est pas le message qui a été véhiculé. Les autorités ont plutôt conservé un net penchant pour de nouveaux tours de vis, implicitement dans leur communiqué et explicitement pendant la conférence de presse. Il faudrait prendre les banquiers centraux au mot, croire qu'ils resserreront la politique au vu de données plus fortes que prévu, mais nous ne sommes pas convaincus que les prochaines données soutiendront une telle attitude de faucon bien plus longtemps.

Prenons les prévisions économiques de la Banque. La BdC a de nouveau révisé sa prévision de la croissance du PIB réel en 2023 à la hausse. Et malgré 50 pb d'augmentations marginales depuis avril, sa projection relativement forte pour 2024 est aussi restée essentiellement intacte. À nos yeux, des prévisions économiques aussi optimistes laissent plus de place à un potentiel de baisse que de hausse. À notre avis, le PIB sera beaucoup plus faible, cette année et l'an prochain.

Notre prévision de l'économie diffère de celle de la BdC

Croissance du PIB du Canada : 2023 et 2024 par prévisionnistes



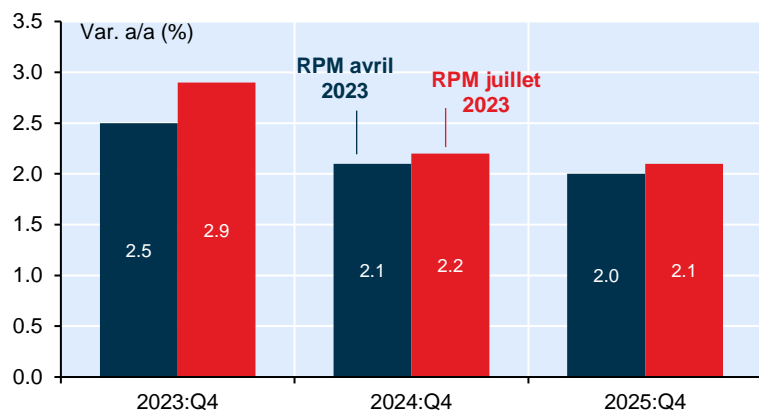
Source : FBN, Consensus Economics (juillet 2023), BdC

Nous entrevoyons une croissance plus lente se traduisant par une désinflation plus marquée, la cible de 2% étant en vue à la mi-2024. Sans surprise, nos différences d'appréciation des perspectives du PIB nous font diverger de la BdC. Une des informations qui ont le plus retenu l'attention dans la décision de juillet était que la Banque prévoit maintenant un retour à 2% « au milieu de 2025 [...] un retour à la cible plus tardif [de deux trimestres] que dans les projections de janvier et d'avril ». Cela représente donc encore deux années complètes, et une année plus tard que notre propre projection d'atteinte de la cible de 2%. Mais alors que le communiqué de la BdC concorde techniquement avec ses prévisions révisées, dans la pratique, il n'y a pas beaucoup de changements au-delà 2023. Dans son RPM antérieur, la BdC prévoyait que l'inflation mesurée par l'IPC atteindrait 2.1% et 2.0% à la fin de 2024 et de 2025, respectivement. Comment cela a-t-il évolué pour refléter un décalage de six mois de l'arrivée à la cible de 2%? Au T4 2024, elle projette maintenant 2.2% et au T4 2025, 2.1%. Non, 2.2% ce n'est pas exactement 2.0%, mais ce n'est pas non plus une différence importante et cela laisse penser que si les données faiblissent plus que la BdC le prévoit (et quand cela arrivera), la date de l'avènement des 2% pourrait changer tout aussi rapidement dans l'autre sens.

Néanmoins, il faut bien comprendre les implications de la rhétorique de la BdC sur l'inflation. Le Conseil de direction s'inquiète clairement plus des risques de hausse, ce qui signifie qu'un environnement de taux d'intérêt plus élevé devra rester en place pendant plus longtemps. Il laisse aussi entendre qu'il est réticent à engager une détente immédiate et significative dès le premier signe de faiblesse. Certes, cette attitude plus agressive est prise en compte dans nos prévisions, puisque nous avons légèrement décalé dans le temps notre prévision d'une diminution des taux d'intérêt. Néanmoins, à mesure que l'affaiblissement de l'économie se concrétisera et que l'inflation se révélera moins préoccupante, nous estimons qu'une baisse des taux au premier semestre de 2024 sera présumée appropriée.

De petites variations **de l'inflation** retiennent une attention démesurée

Prévision de l'inflation selon l'IPC du Canada : comparaison RPM avril - juillet



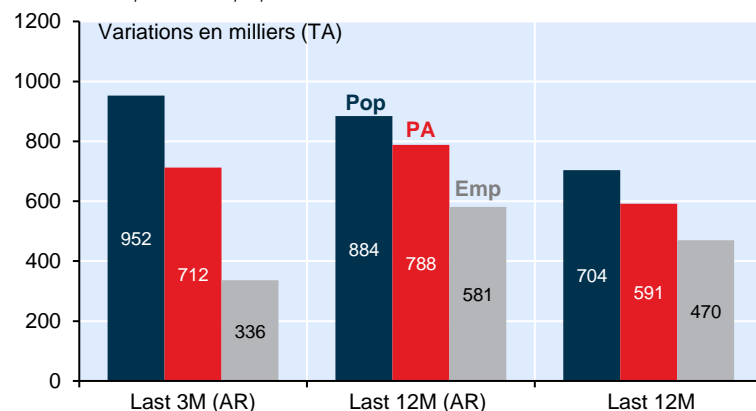
Source : FBN, BdC | Nota : Prévisions du T4 au T4

Pour le moment, la BdC peut pointer la solide croissance du PIB comme preuve de ce que la demande excédentaire est plus persistante. **Comme nous l'avons écrit**, nous ne pensons pas que ce soit la mesure appropriée et, ailleurs, nous voyons apparaître des fissures économiques – les plus apparentes, sur les marchés du travail. Avec le resserrement de la politique monétaire, la demande de main-d'œuvre a fléchi. Et si elle n'est pas faible *en elle-même*, elle n'est pas suffisamment forte pour compenser *l'offre* marginale de main-d'œuvre. Le Canada connaît une croissance démographique alimentée par l'immigration qui a vu la population nationale augmenter d'environ 1.2 million de personnes depuis un an. En 2022, toute personne entrant dans la population active pouvait trouver du travail, mais ce n'est plus le cas aujourd'hui. L'expansion de la population active dépasse de plus en plus la croissance de l'emploi, ce qui explique pourquoi le taux de chômage a bondi de 4 dixièmes

de point de pourcentage en deux mois malgré une augmentation nette de l'emploi net de 40K postes. Et cette source de main-d'œuvre n'est pas près de tarir. Mais la demande de main-d'œuvre continuera de fléchir. Le résultat en est une augmentation du taux de chômage, qui atteindra 6% d'ici la fin de l'année à notre avis. Les effets conséquents seront évidents dans les données sur les salaires puisque les employeurs seront moins contraints de payer plus cher une main-d'œuvre de plus en plus abondante. On se souviendra que le gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, avait souligné qu'un retour à une inflation de 2% nécessiterait un rééquilibrage du marché du travail. C'est exactement ce qui est en train de se passer et l'effet pourrait se faire sentir plus vite et plus fortement que les autorités monétaires l'avaient prévu.

Beaucoup d'emplois, mais *plus* de main-d'œuvre disponible au Canada

Caractéristiques de la population active du Canada : Variation 3-12 mois



Source : FBN, Statistique Canada | Nota : Variation 3 M multipliée par 4; variation 6M multipliée par 2, juin 2023

Taux d'intérêt, écarts et taux de change : Niveaux actuels par rapport à ceux d'il y a 3, 6, 9 et 12 mois

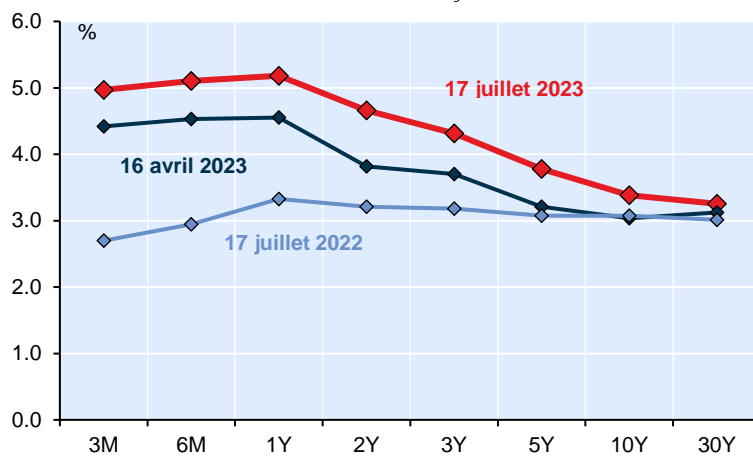
Canada						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
Taux d'intérêt (%)						
3M	4.97	4.41	4.39	3.86	2.68	1.53
1A	5.18	4.54	4.59	4.34	3.31	1.79
2A	4.66	3.82	3.66	4.16	3.21	1.73
3A	4.31	3.70	3.49	4.11	3.18	1.73
5A	3.78	3.21	3.01	3.68	3.07	1.73
10A	3.38	3.03	2.90	3.49	3.07	1.84
30A	3.25	3.12	2.93	3.41	3.01	2.09
Écarts (pb)						
3M-10A	-159	-137	-149	-37	39	31
2A-10A	-128	-78	-77	-68	-14	11
5A-10A	-40	-17	-12	-19	0	11
10A-30A	-13	9	4	-7	-6	24
Taux de change						
USD/CAD	1.32	1.34	1.34	1.39	1.30	1.31
EUR/CAD	1.48	1.47	1.45	1.35	1.31	1.47

États-Unis						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
Taux d'intérêt (%)						
3M	5.40	5.05	4.60	3.72	2.34	1.66
1A	5.33	4.78	4.68	4.48	3.06	1.83
2A	4.74	4.10	4.24	4.50	3.13	1.85
3A	4.34	3.83	3.90	4.50	3.13	1.87
5A	4.02	3.61	3.61	4.27	3.04	1.94
10A	3.81	3.52	3.51	4.02	2.92	2.15
30A	3.93	3.74	3.61	4.00	3.08	2.56
Écarts (pb)						
3M-10A	-159	-153	-109	30	58	50
2A-10A	-93	-59	-73	-48	-21	30
5A-10A	-21	-9	-11	-25	-12	21
10A-30A	12	22	11	-3	16	41
Taux de change						
CAD/USD	0.76	0.75	0.75	0.72	0.77	0.76
EUR/USD	1.12	1.10	1.08	0.97	1.01	1.12

Source : FBN, Bloomberg | Nota : Valeurs données à intervalles de 3 mois d'aujourd'hui à la date de négociation à 3M, 6M, 9M et 12M antérieure la plus proche

Évolution de la courbe des taux canadienne

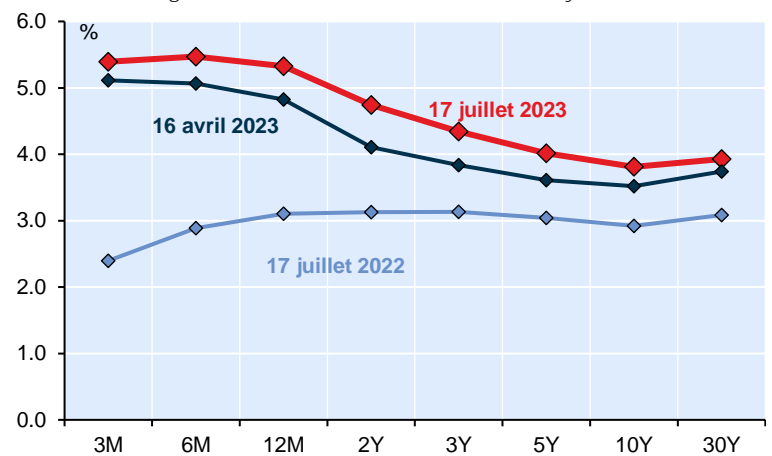
Courbe des Odc de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Évolution de la courbe des taux américaine

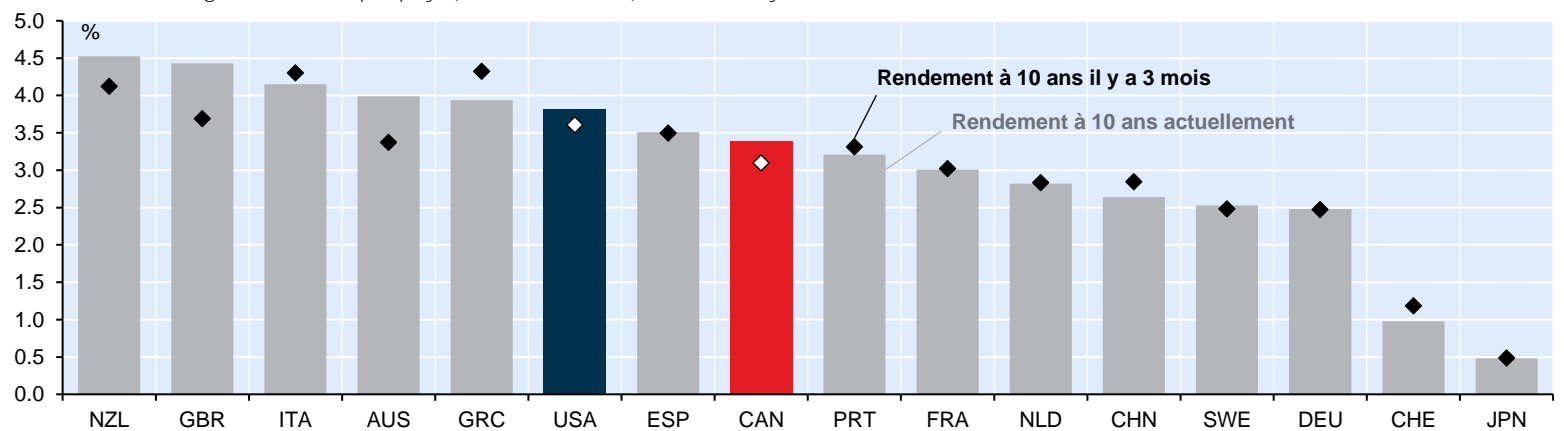
Courbe des obligations UST de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Aperçu du marché obligataire mondial

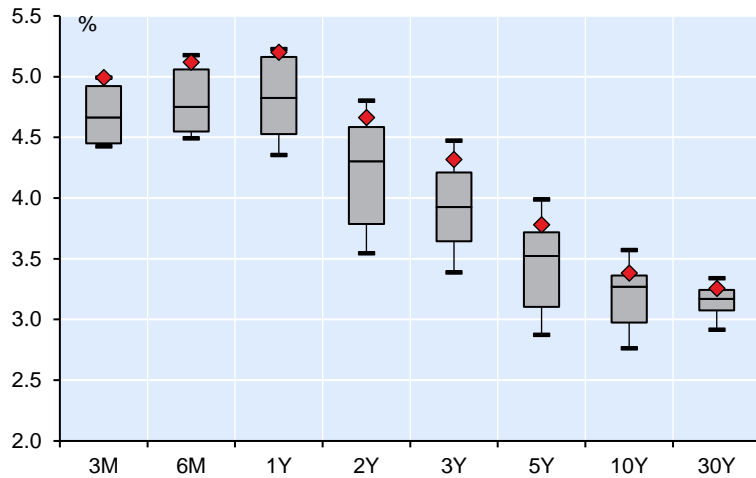
Rendement des obligations de 10 A par pays (ordre décroissant) – Actuel et il y a 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

Taux d'intérêt de référence du Canada

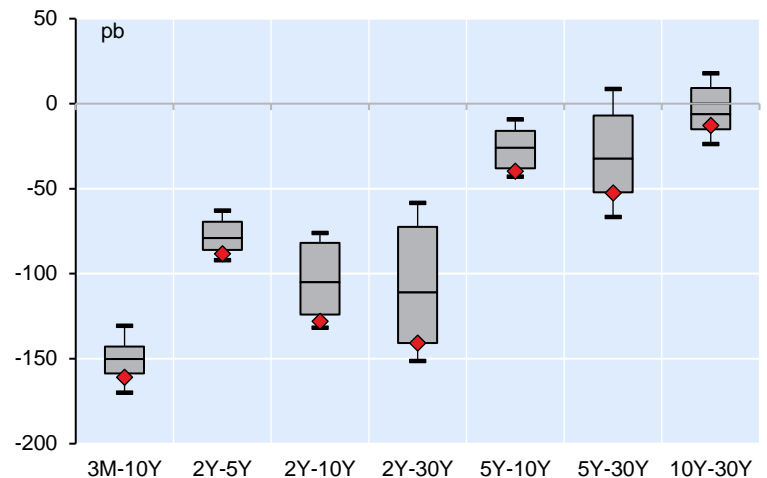
Rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25e au 75e percentile.

Courbes des taux du Canada

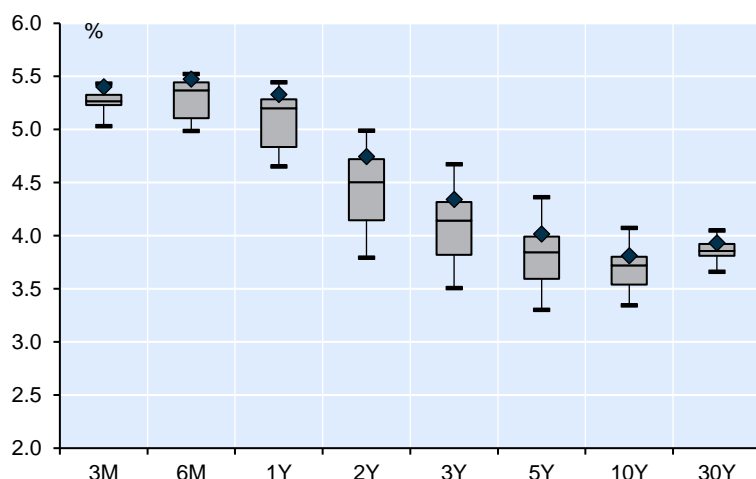
Différentiels des rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25e au 75e percentile.

Taux d'intérêt de référence des États-Unis

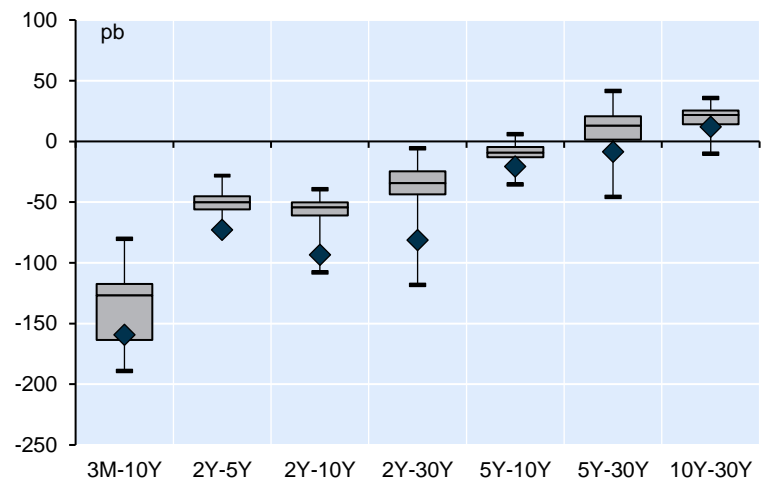
Rendements des obligations UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25e au 75e percentile.

Courbes des taux des États-Unis

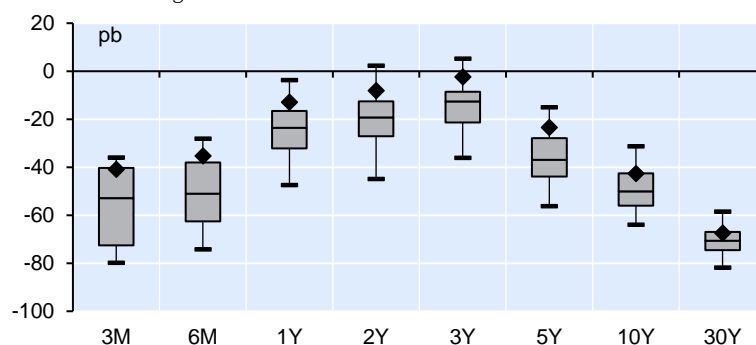
Différentiels des rendements des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25e au 75e percentile.

Différentiel de rendements Canada – États-Unis

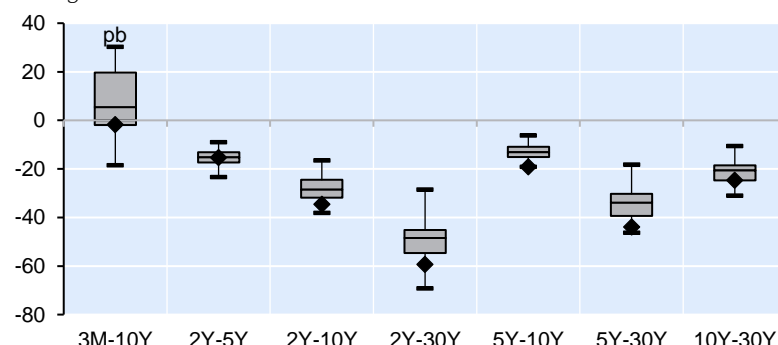
Rendements des OdC moins ceux des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25e au 75e percentile.

Courbes Canada – États-Unis

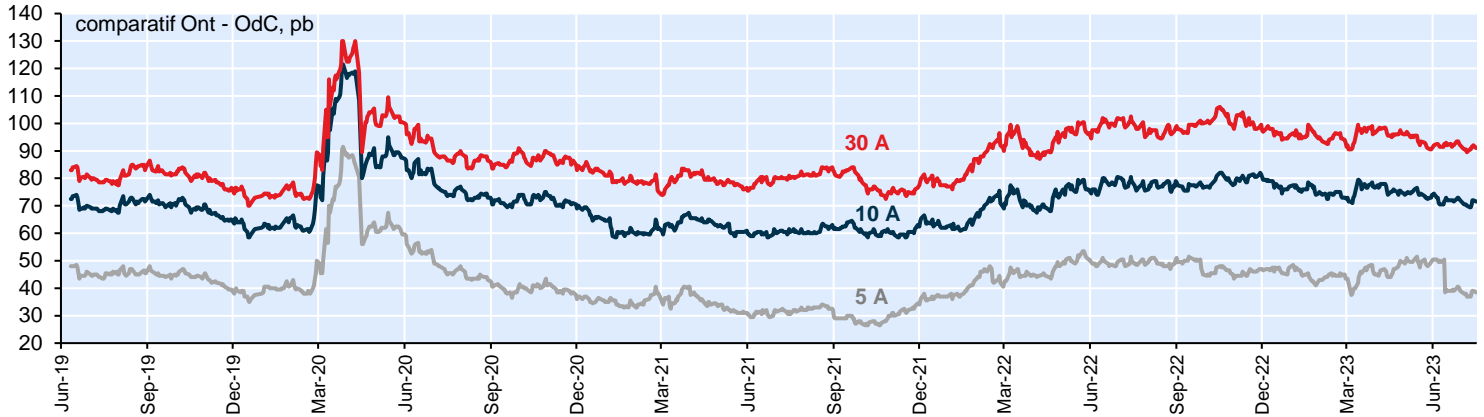
Courbe des rendements des OdC moins ceux des UST : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25e au 75e percentile.

Écarts des obligations de l'Ontario à échéance constante avec les OdC

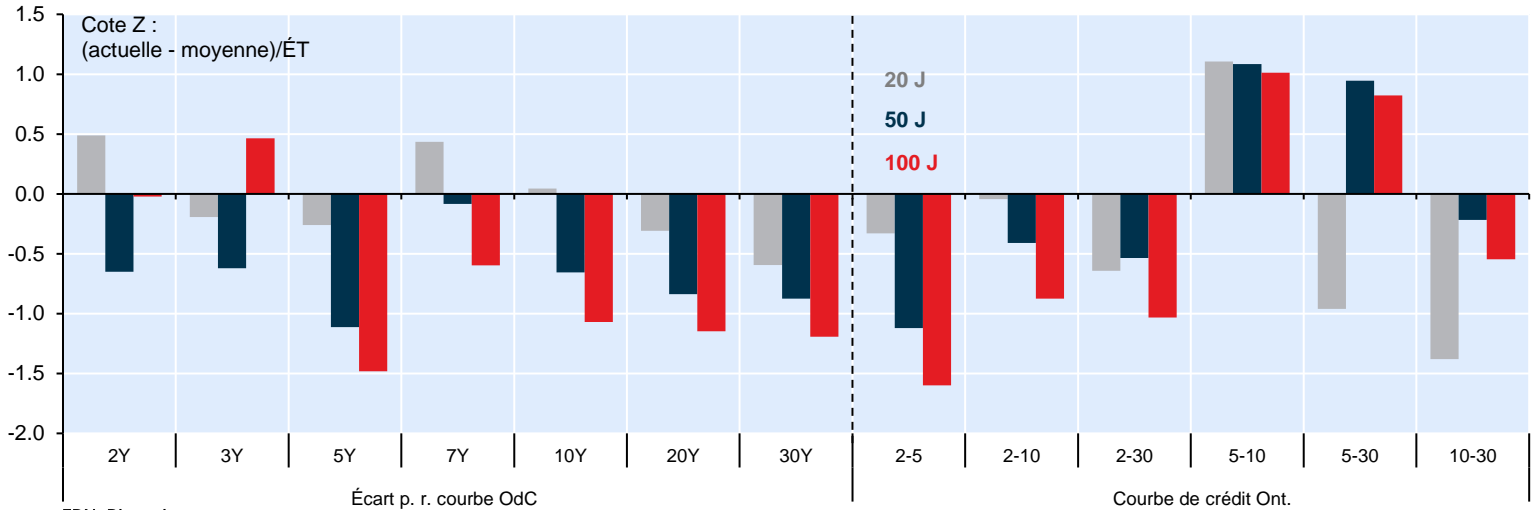
Différentiel des taux OdC moins les taux ONT – Observations des 1000 derniers jours de négociation, pour des durées de 5A, 10A et 30A



Source : FBN, Bloomberg

Cotes Z des écarts de crédit de l'Ontario

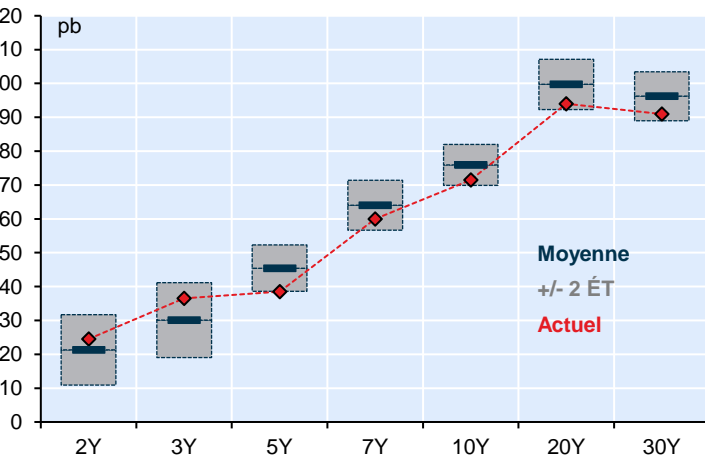
Cote Z des écarts de crédit de l'Ontario 20J / 50J / 100J



Source : FBN, Bloomberg

Écart obligations Ontario – OdC par durée

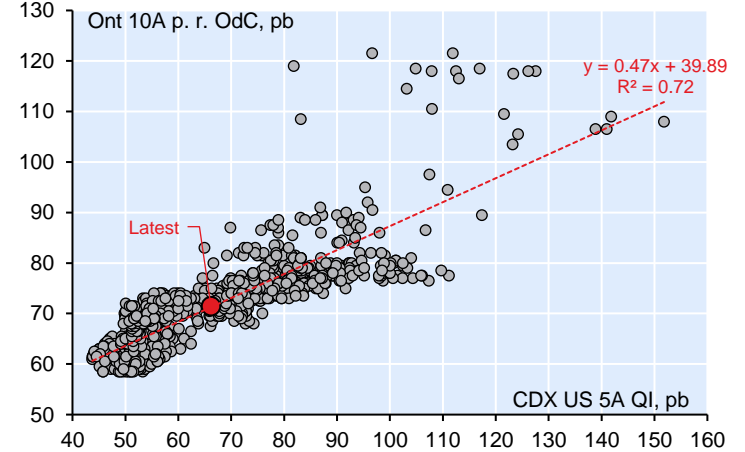
Dernier, moyenne 200J, fourchette 2 écarts-types



Source : FBN, Bloomberg

Évaluation de la valeur relative du crédit de l'Ontario

Écart crédit ONT et CDX US 5A QI : 1000 derniers jours de négociation



Source : FBN, Bloomberg

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 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.