

Points saillants

- En attendant d'en savoir plus sur ce que fera l'administration Trump, notre scénario de base est une croissance du PIB de 2.2% en 2017 et de 2.4% en 2018, résultant en un taux de chômage de 4.8% en fin d'année 2017 et de 4.6% en 2018. Dans ces conditions, nous n'entrevoions toujours que deux hausses des taux de la part de la Fed en 2017 et trois en 2018.
- Si la politique du président élu Trump est favorable à la croissance pour l'Amérique du Nord et que les obligations du Trésor américain de 10 ans s'orientent vers 3.03%, nous nous attendons à ce que les obligations du Canada de 10 ans suivent le mouvement, mais dans une moindre mesure, atteignant 2.14% d'ici la fin de 2017.

Paul-André Pinsonnault

Prévisions de taux d'intérêt en date du 16 décembre 2016

États-Unis: Prévisions de taux d'intérêt

Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
16/12/16	0.50	0.50	1.25	2.07	2.59	3.17
T4	0.75	0.55	1.22	2.00	2.54	3.15
T1/17	0.75	0.58	1.55	2.27	2.70	3.22
T2	1.00	0.80	1.60	2.34	2.78	3.25
T3	1.00	0.84	1.75	2.41	2.82	3.27
T4	1.25	1.05	1.89	2.62	3.03	3.43
T1/18	1.50	1.29	2.05	2.69	3.08	3.45
T2	1.50	1.29	2.35	2.81	3.15	3.52
T3	1.75	1.55	2.56	2.90	3.21	3.57
T4	2.00	1.93	2.58	2.92	3.24	3.59

Canada

Trimestres	Taux cible de la BdC	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
16/12/16	0.50	0.49	0.82	1.21	1.83	2.42
T4	0.50	0.48	0.80	1.18	1.80	2.40
T1/17	0.50	0.48	0.89	1.34	1.96	2.49
T2	0.50	0.48	0.89	1.36	2.00	2.50
T3	0.50	0.48	0.94	1.42	2.05	2.50
T4	0.50	0.63	1.03	1.52	2.14	2.56
T1/18	0.75	0.74	1.14	1.67	2.30	2.68
T2	1.00	0.96	1.37	1.91	2.51	2.86
T3	1.00	1.13	1.45	1.98	2.55	2.89
T4	1.25	1.21	1.65	2.09	2.62	2.96

Passé difficile pour les obligations. Quelle en est la cause?

En un geste que la présidente de la Fed Janet Yellen a qualifié de « vote de confiance dans l'économie », le FOMC a haussé le taux cible des fonds fédéraux d'un quart de point à 0.50%–0.75%, le 14 décembre. La hausse était attendue par tous les observateurs, mais la modification des indications prospectives tirées des évaluations des participants du FOMC sur le niveau approprié du taux directeur à la fin des années suivantes – ce qu'on appelle communément le graphique à points – a été surprenante. La nouvelle projection médiane suggérait trois hausses sur les huit prochaines réunions du FOMC, ce qui représente une normalisation plus rapide de la politique monétaire en 2017 que celle à deux hausses qui avait été préconisée en septembre. Cet avis n'était pas unanime. Sur les 17 participants, le graphique à points indique que cinq pensaient que quatre à six hausses d'un quart de point pourraient être justifiées en 2017, six prônant trois hausses du taux des fonds fédéraux qui atteindrait 1.375% à la fin de l'année, et les six autres prévoyant moins de trois hausses.

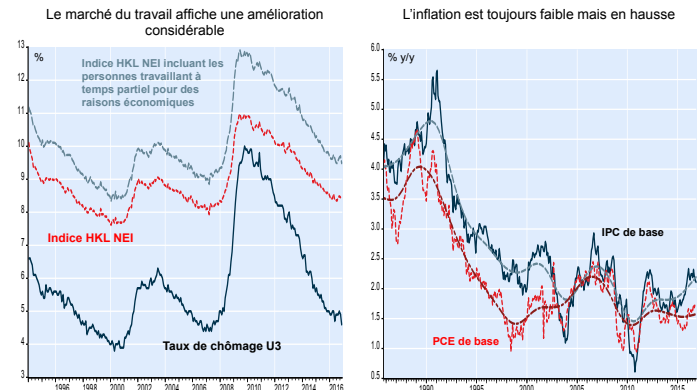
Tout en disant à sa conférence de presse qui a suivi la réunion qu'il était trop tôt pour connaître la tournure que prendront les politiques de la nouvelle administration, M^{me} Yellen a reconnu que certains participants « ont incorporé certaines hypothèses d'un changement de politique budgétaire dans leurs projections ». Celles-ci pourraient avoir contribué à la transition vers un rythme plus rapide de hausses en 2017. Cela a pris de court de nombreux analystes, dont nous, puisque les banquiers centraux attendent habituellement plus de certitude à propos de changements de la politique budgétaire avant de les intégrer dans leurs prévisions.

Dans son évaluation de la conjoncture économique, M^{me} Yellen a relevé « les progrès considérables de l'économie » vers le double objectif de la Fed.

Sur le front de l'inflation, la hausse sur 12 mois du dégonfleur des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) excluant aliments et énergie est passée de 1.31% en septembre 2015 à 1.74% en octobre dernier, alors que l'indice incluant toutes les catégories sur 12 mois dépassait d'un point de pourcentage complet les 0.3% de 2015. Un autre indicateur, l'IPC de base sur 12 mois, affichait une inflation de 2.1% en novembre.

Quant à l'emploi, M^{me} Yellen a jugé que la marge inutilisée de la main-d'œuvre a diminué. C'est ce que dénote le taux de chômage, qui est passé de 10.0% au sortir de la récession à 4.6% en novembre.

Janet Yellen : Des « progrès considérables » vers les deux objectifs



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et Federal Reserve Bank of Richmond) 2016-12-15

Mais bien que l'économie américaine ait récupéré la plupart des emplois perdus au cours de la dernière récession, beaucoup se sont demandé si la mesure habituelle du chômage (U3) n'exagère pas la bonne santé du marché du travail. Qu'en est-il des travailleurs « découragés » (qui ont abandonné la recherche d'un emploi) ou de ceux qui travaillent à temps partiel faute de trouver un poste à temps plein? Andreas Hornstein, Marianna Kudlyak et Fabian Lange qui ont exploré ces questions¹ ont établi un autre étalon de mesure du chômage. Le *HKL Non-Employment Index* (NEI) est une moyenne pondérée de toutes les personnes sans emploi, dont les pondérations tiennent compte des différences persistantes entre les sous-groupes de sans-emploi dans leur probabilité de réintégration du monde du travail. Cet indicateur peut être élargi pour inclure les personnes travaillant à « temps partiel pour des raisons économiques » (PTER), c.-à-d. qui préféreraient travailler à temps plein.

Entre juin et décembre 2004, quand la Fed a relevé son taux directeur de 1 point, les indicateurs NEI et NEI+PTER se situaient en moyenne à 8.65% et 9.66% respectivement. Aujourd'hui, ils sont à 8.36% et 9.48%. Même comparées à leurs niveaux d'avant la récession de 8.23% et 9.19%, ces mesures corroborent l'opinion de M^{me} Yellen sur la santé du marché du travail. Celle-ci s'est aventurée à dire qu'à ce stade-ci du cycle, il n'est « pas évident que la politique budgétaire soit nécessaire pour

¹ Hornstein-Kudlyak-Lange Non-Employment Index, Federal Reserve Bank of Richmond

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

stimuler [l'économie] afin de nous aider à retrouver le plein emploi ».

Pour le moment, le penchant du FOMC en faveur de plus de normalisation semble justifié à la lumière de sa progression vers l'objectif que lui confère son double mandat.

Cela dit, l'incertitude au sujet de l'évolution de la politique monétaire sous la nouvelle administration et de l'effet qu'elle aura sur l'économie reste considérable. À titre d'illustration, un calcul rapide montre que dans un environnement à prix énergétiques plus élevés, le détricotage de l'Obamacare et l'imposition de droits de douane élevés sur les importations en provenance du Mexique et de la Chine pourraient faire monter l'IPC d'ensemble de 3 points de pourcentage à près de 5%. Des mesures de stimulation budgétaires dans une économie proche du plein emploi gonflent le PIB nominal, mais quelle partie représentera une croissance réelle et quelle partie seulement une hausse des prix? Même l'effet multiplicateur de la stimulation budgétaire dépendra largement du type de mesures adoptées et de la manière dont elles sont financées. Dans certains scénarios, elles pourraient être contreproductives, du moins à court terme.

Avec tant d'incertitude, il fallait bien s'attendre à une révision à la hausse des primes de durée/risque intégrées dans les rendements des obligations du Trésor américain. Cela relève de la finance empirique, qui souligne que la plupart des mouvements de prix des actifs sont motivés par des changements des primes de risque plutôt que par des informations sur les flux de trésorerie futurs.²

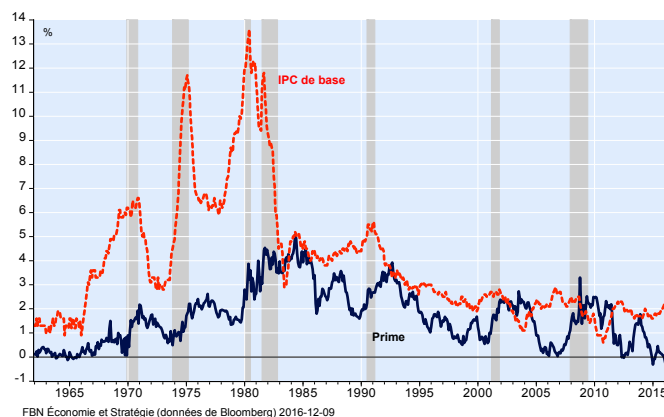
Le site Web de la Banque de réserve fédérale de New York présente une mise à jour quotidienne des estimations des primes des obligations du Trésor. Les économistes de la Fed de New York Tobias Adrian, Richard Crump et Emanuel Moench (« ACM ») estiment aussi les taux à court terme moyens attendus sur différents horizons. Dans leur modèle, le rendement jusqu'à l'échéance d'une obligation du Trésor de 10 ans à coupon zéro est la somme de la prime de durée et de la trajectoire prévisionnelle des taux à court terme nominaux sur l'horizon de placement. Dans ce contexte, la prime représente la rétribution exigée par les investisseurs pour assumer le risque que les taux à court terme divergent de leur trajectoire attendue sur l'horizon de placement. Plus le contexte est stable, plus la prime devrait être petite.

² M. Brunnermeier, Y. Sannikov, « Monetary Analysis: Price and Financial Stability », Princeton University, mai 2014.

Comme le graphique ci-dessous l'illustre, une inflation élevée et volatile appelle une montée des primes. Idem pour les récessions, quand la portée de l'intervention nécessaire des autorités monétaires devient plus incertaine.

La prime de durée sur 10 ans : Une perspective à long terme

Données mensuelles, dernières données d'octobre 2016



Pour revenir à la situation actuelle, les estimations d'ACM montrent que la hausse de la prime de durée du 8 juillet au 14 décembre (+97 pb) représentait 78% de l'augmentation (125 pb) du rendement à l'échéance des zéro coupon à 10 ans, ne laissant que 28 pb attribuables à l'évolution de l'opinion sur la trajectoire future des taux à court terme nominaux. Cela peut en surprendre certains, étant donné les thèses développées actuellement dans la presse financière selon lesquelles le bond des taux à 10 ans était en grande partie dû à l'évolution des anticipations de l'inflation.

Quel a été l'inducteur : les anticipations ou la prime de durée?



LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Dans le graphique suivant, nous jalonnons l'évolution de la prime de durée d'un certain nombre d'actes de la banque centrale, des indications prospectives et d'autres événements. Un des objectifs du programme d'achat d'actifs de la Fed a été de comprimer la prime de durée afin de faire baisser les taux à plus long terme et d'encourager un rééquilibrage des portefeuilles vers des actifs plus risqués.

États-Unis : Prime des obligations du Trésor de 10 ans

Depuis le début du débat sur la stagnation séculaire, le FOMC a révisé son taux cible à long terme de 4% à 2.9%



Si l'effet des deux premiers programmes d'assouplissement quantitatif (AQ1 et AQ2) sur la prime de durée peut sembler pour le moins ambigu, nul ne peut savoir ce qu'il serait advenu de la prime sans les interventions de la Fed. Ce qui semble plus clair, c'est l'effet de l'évocation par le président de Fed, Ben Bernanke, en 2013, de l'éventualité d'une diminution progressive de ses achats – le fameux épisode du *taper tantrum* – dans lequel la prime a violemment réagi.

L'autre observation qu'on peut faire est que la prime a diminué depuis que Larry Summers a commencé à défendre la thèse de la stagnation séculaire. Surprenant? Pas vraiment. Alors que les marchés financiers et même les banques centrales adhèrent à l'idée que le vieillissement de la population se traduira par un environnement de croissance relativement modeste, une inflation faible et une transition douce vers un taux des fonds fédéraux neutre historiquement bas, l'incertitude des taux à court terme futurs paraissait relativement modeste et la prime de durée appropriée, en conséquence, faible.

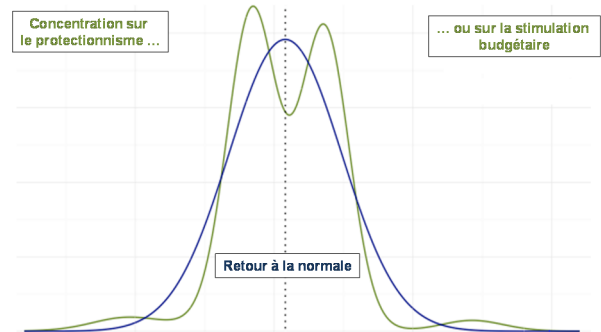
Mais, depuis, Donald Trump a été élu à la présidence des États-Unis sur la base de promesses de stimulation budgétaire et de protectionnisme.

Lequel des programmes l'emportera? Si c'est celui de la poussée en faveur de la croissance, la thèse de la stagnation séculaire perd de son influence dans les

perspectives économiques à moyen terme. Nous pourrions enregistrer plus de croissance et une inflation plus volatiles, nécessitant un ajustement à la hausse de la prime de durée.

Mais, si ce sont les intentions protectionnistes qui prennent le dessus, l'économie pourrait connaître moins de croissance et plus d'inflation. Comment la Fed réagirait-elle? Comment les projections du marché du taux nominal à court terme évolueraient-elles sur l'horizon d'investissement?

Élection de Donald Trump et répartition des probabilités



FBN Économie et Stratégie

La réponse à cette dernière question fait entrer en jeu deux variables : la trajectoire prévue du taux neutre réel (R^*) et les anticipations d'inflation. Ce qui nous ramène à l'équation de Fisher traditionnelle, dans laquelle le taux nominal à 10 ans est égal au taux à court terme réel moyen sur les 10 ans plus l'inflation prévue et une prime de durée. Dans une gamme plausible de scénarios, ce modèle situerait le rendement de l'obligation du Trésor de 10 ans dans une fourchette de 2.425% à 3.225%.

États-Unis : Rendement des obligations du Trésor de 10 ans

$$\text{Taux nominal} = E(\text{taux réel}) + E(\text{inflation}) + \text{prime}$$



Rendement nominal Treasury 10 ans

$$R^* \text{ FBN} = 0.625\%$$

$$\text{Inflation attendue} = [1.5\% - 2.0\%]$$

$$\text{Prime} = [0.30\% - 0.60\%]$$

$$\Sigma = [2.425\% - 3.225\%]$$

FBN Économie et Stratégie (données de Cleveland Fed) 2016-12-15

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Dans un scénario à peu près médian dans lequel la prime de durée passe à 0.45%, l'anticipation de l'inflation à 10 ans s'établit près de 1.9% et la Fed ramène son taux cible à un niveau neutre d'ici 2019, le modèle de Fisher chiffrerait les obligations du Trésor à 2.8% en 2017. Cependant, comme le graphique montrant une répartition bimodale des probabilités associées aux résultats des initiatives possible de l'administration Trump l'illustre, la projection médiane n'est pas nécessairement la plus probable.

En attendant d'en savoir plus sur ce que fera la nouvelle administration, notre scénario de base est une croissance du PIB de 2.2% en 2017 et de 2.4% en 2018, ce qui laisse le taux de chômage en fin d'année à 4.8% en 2017 et à 4.6% en 2018. Dans ces conditions, nous n'entrevoions toujours que deux hausses des taux en 2017 et trois en 2018. Cependant, le marché pourrait parier sur une normalisation plus rapide en 2018, ce qui laisse penser que d'ici la fin de l'année 2017 les obligations du Trésor de 10 ans pourraient se négocier près de la borne supérieure de la fourchette de 2.80% à 3.05% projetée par notre modèle de la juste valeur.

Modèle de la juste valeur : Projections

• Projections basées sur :

- Croissance du PIB, écart de production
- Anticipations d'inflation
- Politique monétaire
- Volatilité du marché obligataire
- Politique budgétaire
- Demande étrangère
- Changement de lignes directrices d'investissement : mandats longs

• Modèle de la juste valeur :

- Actuellement 2.65%
- Fin de 2017 => 2.80% à 3.03%

FBN Économie et Stratégie 2016-12-15

... et au Canada

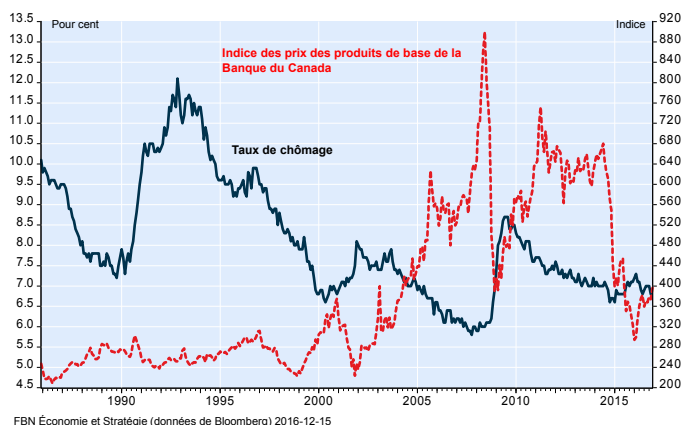
Le *Globe and Mail* a cité le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, qui aurait dit le 16 décembre dans un entretien qu'il n'avait pas imaginé que l'économie canadienne pouvait être encore si loin de l'objectif de la pleine capacité. Ce ne sont pas là les propos d'un banquier central qui s'apprête à hausser les taux. Surtout si l'on considère l'affirmation de la Banque dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre voulant que l'écart de production se résorbera autour du milieu de

2018, « nettement plus tard » qu'elle l'avait prévu en juillet. Dans le communiqué sur sa décision sur les taux du 7 décembre, la Banque a réitéré sa préoccupation, en affirmant qu'une « marge de capacité excédentaire considérable subsiste au Canada ».

Au moment de rédiger ces notes, le marché attribue une probabilité de 45% à une hausse des taux canadiens d'ici septembre 2017, ce qui semble également diverger du message de M. Poloz.

Canada : Taux de chômage et prix des produits de base

Le creux historique du chômage (5.8%) a été atteint quand les prix des produits de base étaient élevés



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2016-12-15

À 6.8%, le taux de chômage canadien reste à un point de pourcentage au-dessus du creux atteint en 2007. Mais cela s'était produit dans un environnement où les prix des produits de base étaient élevés. Depuis, les prix du pétrole ont chuté et le Canada a perdu de sa capacité d'exportation dans le secteur de la fabrication pendant la récession de 2008-2009. Cette situation a amené le gouverneur Poloz à conclure qu'une plus grande part de déficit d'exportation du Canada, par rapport aux prévisions de la Banque, pourrait être de nature structurelle plutôt que cyclique, comme elle le pensait précédemment. Néanmoins, selon lui, environ la moitié de l'insuffisance des exportations peut s'expliquer par une croissance économique plus molle chez nos partenaires commerciaux.

À notre avis, ce diagnostic n'appelle pas une nouvelle détente de politique monétaire, mais plutôt un soutien budgétaire pour rebâtir les capacités productives perdues. Mais la Banque peut encore jouer un rôle de soutien important par la promotion d'un bon équilibre du taux de change favorable, qui soutient les exportations, mais pas trop faible pour ne pas constituer un obstacle aux investissements dans de la technologie importée nécessaire pour accroître la productivité du Canada. Il s'agit d'un exercice d'équilibrisme plus difficile à réaliser qu'à énoncer. Cependant, comme la poursuite de la

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

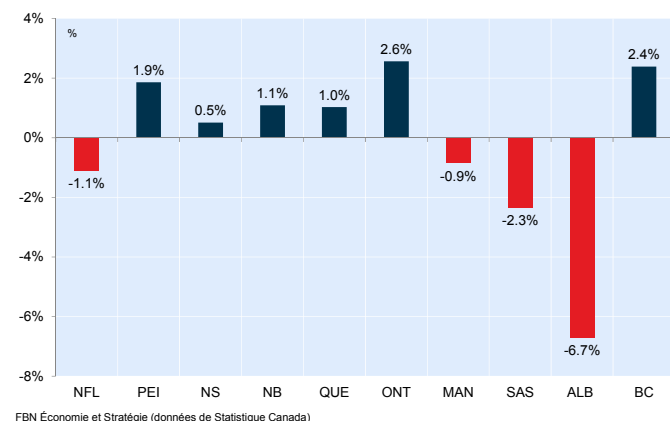
normalisation de la politique monétaire continuera au sud de la frontière, la Banque du Canada n'aura peut-être pas besoin de beaucoup plus que de quelques commentaires bien sentis.

En outre, certains peuvent se demander à quel point le marché du travail canadien est loin de l'objectif. Le taux de chômage du Québec (6.2%) n'a jamais été aussi bas. À l'échelle nationale, avant l'accélération des prix des produits de base qui a commencé en 2004, le taux de chômage le plus faible enregistré était de 6.6% en mai 2000. La réduction du taux de financement à un jour de 25 pb de plus ne peut pas compenser le plongeon de 47% de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada, de 752 en avril 2011 à 396 actuellement.

Assurer une certaine stabilité pour que les entrepreneurs puissent faire des plans d'investissement et créer de nouvelles sociétés serait avantageux. À cet égard, l'annonce d'indications prospectives pourrait aider à ancrer les taux d'intérêts à 2-5 ans.

Canada : Perspective régionale de l'écart de production

Ecart de production estimé par FBN



FBN Economie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Étant donné notre évaluation de la situation actuelle et la répartition de l'écart de production canadien, nous n'entrevoions pas de réduction des taux de la BdC en 2017. Même si la Banque a laissé entendre qu'elle y a songé en octobre dernier. Notre scénario de base (60% de probabilités) est que la Banque reste sur la touche jusqu'au T1 2018. Alors, elle entreprendra une normalisation graduelle de sa politique monétaire. Nous entrevoions la montée de la fourchette des fonds fédéraux à 1.75%-2.0% d'ici T4 2018, ce qui résultera en un écart de 75 points centésimaux avec le taux cible du financement à un jour de la Banque (1.25%). La divergence entre les taux directeurs de la Fed et de la BdC maintiendra des vents contraires pour le dollar canadien. Ceux-ci seront bien vus par la Banque.

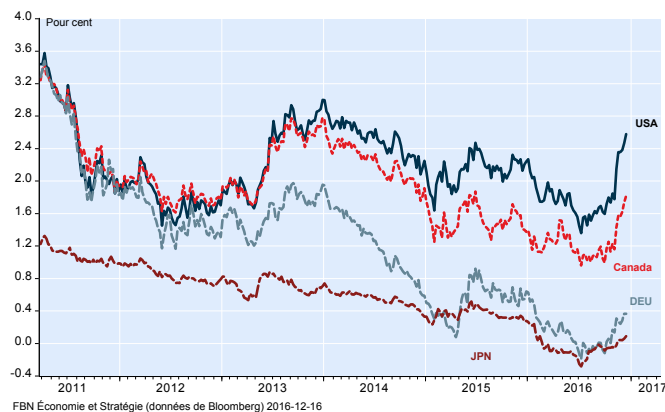
Ce scénario suppose que les mesures budgétaires annoncées en 2016 par Ottawa et la possibilité d'importantes dépenses d'infrastructure aux États-Unis seront considérées par la Banque comme fournissant un coussin suffisamment grand pour ne pas avoir à réagir à l'assouplissement de ses mesures de la tendance sous-jacente de l'inflation. Le rapport de l'inflation pour le mois de novembre montre une baisse de l'IPC-tronq de 1,6% (contre 2,0% en juin), de l'IPC-méd à 1,9% (contre 2,3%) et de l'IPC-com à 1,3% (contre 1,6%). Par contre, cela teintera le discours de la Banque dans son prochain Rapport sur la politique monétaire (18 janvier 2017).

Depuis le début de juillet, le rendement jusqu'à l'échéance de l'obligation du Canada de 10 ans a bondi de 87 pb, comparativement à 123 pb au sud de la frontière – un rappel que si la Banque n'a pas besoin d'agir au diapason de la Réserve fédérale, la partie longue de notre courbe des taux n'est pas à l'abri des événements sur la scène internationale.

Sur ce front, la décision récente de la BCE de prolonger son programme d'achat d'actifs jusqu'à la fin de décembre 2017 ou au-delà si c'est nécessaire est une bonne nouvelle. Cela ne peut que soutenir la demande étrangère d'obligations canadiennes.

Canada : Les rendements des obligations de 10 ans ne sont pas à l'abri

L'obligation du Canada a bondi de 87 pb, contre 123 pb pour les Treasuries entre le 8 juillet et le 16 décembre



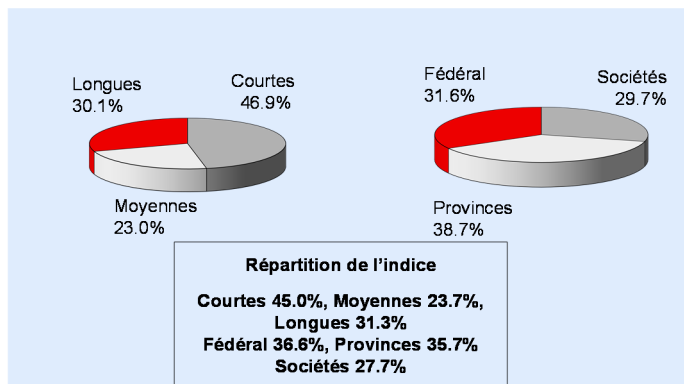
FBN Economie et Stratégie (données de Bloomberg) 2016-12-16

Donc si la politique du président élu Trump est favorable à la croissance pour l'Amérique du Nord et que les obligations du Trésor américain de 10 ans s'orientent vers 3.03%, nous nous attendons à ce que les obligations du Canada de 10 ans suivent le mouvement, mais moins vite, atteignant 2.14% d'ici la fin de 2017.

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 7.08 contre 7.38 pour l'indice de référence
Maintenir une surpondération de titres provinciaux et de société.



FBN Économie et Stratégie

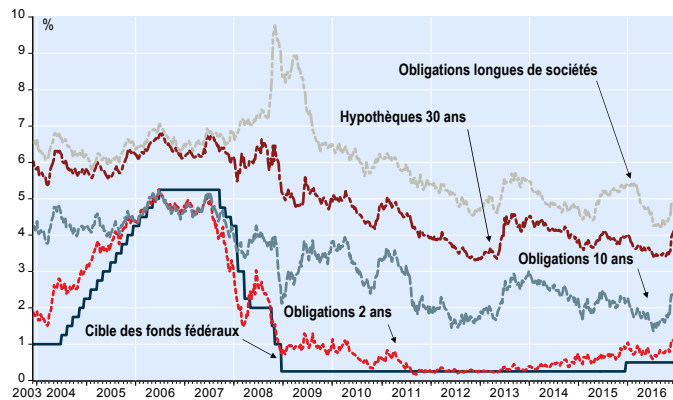
Marché obligataire canadien - Rendement totaux

12/16/2016	Depuis		Depuis		Depuis		Depuis	
mois/jour/année	11/18/2016	9/16/2016	6/17/2016	12/18/2015				
Encaisse	0.04	0.13	0.25	0.50				
Canada								
court	-0.42	-0.73	-0.70	-0.07				
moyen	-1.51	-3.48	-3.73	-0.77				
long	-3.43	-8.48	-8.80	-2.96				
Univers	-1.28	-2.98	-3.09	-0.71				
Provinciale	-1.67	-4.25	-3.62	0.64				
Municipale	-1.36	-3.40	-2.76	1.00				
Sociétés								
AA	-0.56	-0.81	-0.49	1.68				
A	-0.93	-2.63	-1.64	2.39				
BBB	-0.55	-1.33	-0.32	4.14				
Univers	-0.68	-1.63	-0.81	2.85				
Total	-1.25	-3.05	-2.64	0.76				
S&P/TSX	2.85	6.29	11.27	20.68				

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

Taux d'intérêt aux États-Unis

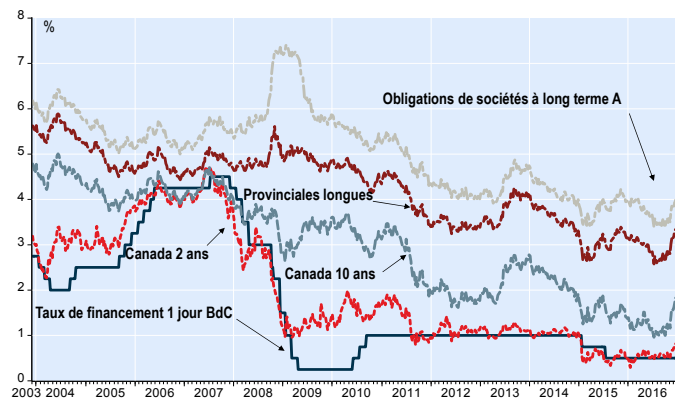
Hebdomadaire, dernière observation le 16 décembre, 2016



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Taux d'intérêt au Canada

Hebdomadaire, dernière observation le 16 décembre, 2016



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)

12/16/16

11/18/16

9/16/16

6/17/16

12/18/15

0.92

0.90

0.90

0.89

0.86

0.82

0.67

0.58

0.52

0.49

1.22

0.99

0.74

0.59

0.75

1.83

1.58

1.19

1.12

1.40

2.43

2.21

1.82

1.77

2.12

-10

-23

-32

-37

-37

39

32

15

7

26

101

91

61

60

91

59

63

63

65

72

1.3336

1.3507

1.3215

1.2894

1.3957

0.7177

0.6995

0.6779

0.688

0.6593

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

Bureau Montréal
514 879-2529

Bureau Toronto
416 869-8598

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

Marc Pinsonneault
Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

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

Paul-André Pinsonnault
Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Matthieu Arseneau
Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy
Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Angelo Katsoras
Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche 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 valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.