

Points saillants

- Nous prévoyons que le FOMC maintiendra son cap dans la normalisation de la politique monétaire. Comme on prévoit que le PIB devrait croître de 3.0% T4/T4 en 2018, nous avons modifié le moment prévu des hausses de taux, mais laissé inchangé leur niveau terminal en 2019. Notre prévision des taux à long terme pour la fin de l'année 2019 reste aussi inchangée, à 3.47%. Dans les prévisions de ce mois, nous introduisons notre scénario de 2020, année à la fin de laquelle nous prévoyons que le taux des fonds fédéraux se situera entre 3.25% et 3.50%, alors que celui des obligations du Trésor de 10 ans s'établira à 3.57%.
- Le sort de l'ALENA dont les négociations sont encore en cours au moment de rédiger ces notes reste un des principaux risques pour notre prévision du taux à un jour de la Banque du Canada. Mais notre scénario de base prévoit que la BdC haussera les taux d'intérêt en octobre prochain puis à nouveau au T1 et au T2 de 2019. À l'extrémité éloignée de la courbe des rendements, nous prévoyons que l'obligation du Canada de 10 ans se négociera autour de 2.57% d'ici la fin de l'année et montera au-dessus du seuil de 3.0% au deuxième semestre de 2019.

Paul-André Pinsonnault

Prévision en date du 30 août 2018

États-Unis							
Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	
30/08/18	2.00	2.10	2.65	2.75	2.86	3.01	
T3	2.25	2.13	2.68	2.82	2.96	3.13	
T4	2.50	2.31	2.79	2.92	3.07	3.21	
T1/19	2.50	2.40	2.85	2.97	3.17	3.29	
T2	2.75	2.66	3.04	3.15	3.34	3.45	
T3	3.00	2.82	3.20	3.25	3.42	3.52	
T4	3.00	2.83	3.20	3.32	3.47	3.57	
T1/20	3.00	3.00	3.26	3.34	3.48	3.58	
T2	3.25	3.12	3.33	3.50	3.61	3.70	
T3	3.25	3.12	3.33	3.53	3.66	3.73	
T4	3.50	3.30	3.59	3.52	3.57	3.69	

Canada							
Trimestres	Taux cible de la BdC	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	
30/08/18	1.50	1.53	2.11	2.21	2.27	2.29	
T3	1.50	1.53	2.15	2.29	2.32	2.34	
T4	1.75	1.88	2.28	2.46	2.57	2.63	
T1/19	2.00	1.96	2.31	2.49	2.74	2.79	
T2	2.25	2.18	2.40	2.65	2.93	2.97	
T3	2.50	2.46	2.58	2.78	3.03	3.07	
T4	2.50	2.46	2.60	2.80	3.10	3.15	
T1/20	2.50	2.46	2.66	2.86	3.14	3.19	
T2	2.50	2.47	2.79	3.03	3.28	3.34	
T3	2.50	2.47	2.81	3.06	3.33	3.39	
T4	2.50	2.47	2.84	3.09	3.36	3.42	

Jusqu' où ira la Fed?

Le compte rendu de la réunion du FOMC des 31 juillet et 1^{er} août publié le 22 août a convaincu les opérateurs du marché qu'une hausse des taux d'intérêt aurait lieu en septembre. Selon ce compte-rendu, beaucoup de participants de la réunion ont estimé qu'il serait probablement bientôt approprié de faire un pas de plus dans le retrait des mesures de détente de la politique monétaire. Sous réserve, bien entendu, que les statistiques continuent de valider leurs prévisions économiques.

En ce qui concerne cette hypothèse-là, la plupart des participants considéraient l'escalade des différends commerciaux internationaux comme un risque potentiellement important pour l'économie, et certains ont jugé que, advenant une telle escalade, la nature complexe des questions commerciales, dont toute la palette de leurs effets sur la production et l'inflation, présente un défi pour déterminer la réponse de politique monétaire appropriée.

Dans notre propre scénario de base, ce risque pour les prévisions ne se matérialisera pas. Alors que les dépenses des ménages et des entreprises affichent un élan considérable à l'aube du T3 et que les dépenses publiques devraient encore ajouter du vent dans les voiles au T4, nous prévoyons une croissance T4/T4 de l'économie américaine de 3.0% en 2018. Nous nous attendons actuellement à ce que, dans ces conditions, la Fed hausse sa fourchette cible de taux des fonds fédéraux de 50 pb de plus d'ici la fin de l'année, à 2.25%–2.50%.

Et comment pourrait évoluer le rythme de la normalisation par la suite ? Pour répondre à cette question, il faut évaluer ce que sera le taux neutre – le taux qui n'accélère pas ni ne ralentit la croissance économique. Malheureusement, ce taux clé est une cible mouvante et change avec le temps. En outre, la politique budgétaire et les achats d'actifs à grande échelle par les banques centrales ont élargi l'intervalle de confiance autour de l'estimation actuelle du taux neutre. Cette situation incite à la prudence et à une action très graduelle dans la normalisation du taux directeur.

Heureusement, les nouvelles données sur l'inflation ne laissent entrevoir aucune nécessité d'accélérer le rythme de la normalisation. Elles donnent du temps au FOMC pour pondérer les indicateurs économiques avant de décider du régime moteur approprié. La neutralité estime-t-on actuellement oscille autour de 3%. Cela implique que, si les taux des fonds fédéraux se situent à 2.5% à la fin de l'année comme nous le prévoyons, et si l'économie continue sur une voie durable, de nouvelles hausses des taux seront justifiées en 2019.

Le CBO estime que le PIB potentiel – la capacité fondamentale de l'économie de produire des biens et des services – a augmenté à un rythme annuel moyen de 1.5% entre 2008 et 2017, mais pense que ce potentiel croîtra de 2.0% en moyenne

par an de 2018 à 2022. Entre autres raisons de cette accélération prévue, on peut citer les coups de pouce à l'investissement et l'offre de main-d'œuvre qui devrait découler de la réforme fiscale de 2017. Si les projections du CBO sont exactes, le taux réel neutre (R^*) devrait monter de l'estimation actuelle du FOMC de 0.9% à 1.4% d'ici le milieu de 2020. Dans un contexte de 2% d'inflation, le taux nominal neutre pour les deux prochaines années devrait donc dériver de 2.9% vers 3.4%.

Dans ce scénario, le FOMC pourrait hausser le taux directeur de 150 pb d'ici 2020 sans que celui-ci soit même modestement restrictif.

Cela dit, nous reconnaissons que tous les membres de la Fed n'adhèrent pas à la projection du PIB potentiel du CBO et donc à cette valeur projetée de R^* dans deux ans. Pour beaucoup, l'effet des réductions d'impôts sur la productivité reste à voir – les indicateurs de croissance de la productivité demeurent bloqués en mode mineur. Ainsi, dans un contexte de grande incertitude au sujet du taux R^* et de son orientation, le FOMC essaie de trouver le juste milieu entre avancer trop vite et abrégé inutilement l'expansion et intervenir trop lentement au risque d'une surchauffe déstabilisante, comme l'a dit le président de la Fed, Jerome Powell, dans son allocution à Jackson Hole, le 24 août.

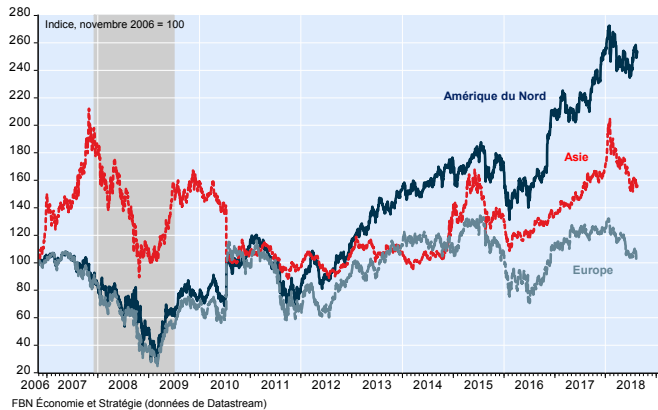
En juillet, le personnel de la Fed a remis aux participants du FOMC une analyse sommaire de la capacité des outils de politique monétaire de la Fed d'assurer une détente suffisante en cas de ralentissement économique. Cette analyse notait que quand le taux nominal atteint sa limite inférieure effective, des outils tels que les indications prospectives ou les politiques misant sur le bilan ont un effet limité pour atténuer le ralentissement initial (et donc les pertes d'emplois), bien qu'ils puissent être utiles pour freiner les tensions désinflationnistes. Cela représente au mieux un avantage tout à fait relatif pour une banque centrale qui a pour mandat de promouvoir le plein emploi. De plus, on considère qu'une dette publique élevée et en croissance limite l'option de la politique budgétaire comme outil anticyclique. Comme l'a récemment expliqué le président de la Fed de Dallas, Robert S. Kaplan, devant l'efficacité asymétrique des outils de politique monétaire pour remplir les mandats de la Fed, il est logique que la Fed intervienne graduellement.

Mais même si les indicateurs du marché intérieur ont jusque-là donné à penser que le FOMC devrait s'en tenir à des ajustements graduels de sa politique monétaire, certaines forces structurelles pourraient faire monter le niveau ultime du taux directeur plus haut que ce à quoi on s'attend généralement actuellement. En ce moment, le marché ne prévoit que trois hausses de plus, à 2.625%, d'ici décembre 2020.

En dehors de ces considérations, une intensification des facteurs de risque extérieurs et intérieurs nécessiterait une réponse relativement différente en matière de politique.

Banques d'importance systémique: une histoire de trois continents

Indices boursiers pondérés par la valeur de marché à la parité de pouvoir d'achat



Dans les économies émergentes, par exemple, la crainte du marché de voir la chute des taux de change déclencher un cycle vicieux et une instabilité financière internationale est bien réelle. La Fed maintient ce risque sur sa liste des points à surveiller mais doute qu'il se matérialise. Si elle a raison, nous prévoyons que la demande d'obligations du Trésor à titre de valeurs refuges se dissipera avec le temps.

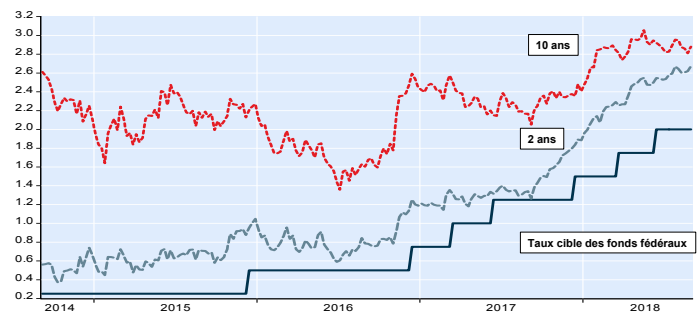
Quel autre facteur pourrait inciter le FOMC à ralentir la normalisation? L'aplatissement de la courbe des rendements?

Certains participants du FOMC ont fait entendre leur opposition à des interventions de politique qui inverseraient la pente de la courbe des rendements. Ils font remarquer que les récessions sont habituellement précédées d'une inversion de la courbe, avec des taux à court terme réels élevés et des écarts de crédit comprimés. D'autres se sont montrés plus nuancés, soulignant, comme le note le compte rendu de du FOMC, que déduire une causalité économique de corrélations statistiques n'est pas approprié. Un certain nombre de facteurs mondiaux contribuent, pensent-ils, à la pression à la baisse sur les primes de risque-durée, notamment les programmes d'achat d'actifs des banques centrales et la forte demande mondiale d'actifs sûrs. Dans un tel contexte, une inversion de la courbe des rendements pourrait ne pas avoir la même signification que le laissent penser les antécédents historiques; le signal que donne la courbe des rendements devrait être par conséquent interprété dans le contexte des autres indicateurs économiques et financiers.

D'ici la fin de septembre cependant, les achats de titres du Trésor par les caisses de retraite induits par des considérations fiscales appartiendront au passé, et si les marchés émergents donnent des signes de stabilisation, il est tout à fait concevable que le rendement des obligations du Trésor de 10 ans dérive à la hausse. Cela augmenterait la marge de manœuvre de la Fed pour maintenir la phase de normalisation actuelle.

Conclusion : Notre scénario de base reste que le FOMC maintiendra le cap dans sa normalisation de la politique monétaire. Avec un PIB qui devrait croître de 3.0% T4/T4 en 2018, nous avons modifié le moment prévu des hausses de taux, mais avons laissé le niveau final en 2019 inchangé. Nous gardons aussi notre prévision de taux à long terme pour la fin de 2019 inchangée à 3.47%. Dans la prévision de ce mois, nous introduisons notre scénario pour 2020, dans lequel nous entrevoyons une fourchette cible des taux des fonds fédéraux d'ici la fin de l'année de 3.25% à 3.50% avec des obligations du Trésor à 3.57%.

Obligations du Trésor américain



Prévisions américaines

	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T4 2020
Taux cible des fonds fédéraux, limite supérieure	prévision 2,25	prévision 2,50	prévision 2,50	prévision 2,75	prévision 3,00	prévision 3,00	prévision 3,50
Rendement des Treasuries 10 ans (fin du trimestre)	2,96	3,07	3,17	3,34	3,42	3,47	3,57

FBN Economie et Stratégie (données de Bloomberg)

... et au Canada

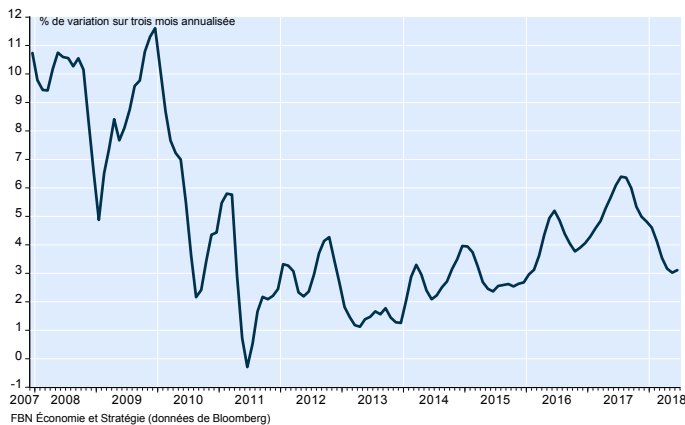
Le président de la Fed n'était pas le seul banquier central à Jackson Hole à se plaindre de ce que l'application de règles de politique conventionnelles à l'établissement d'une politique monétaire est devenue problématique. Non seulement les valeurs cardinales de ces règles – le taux de chômage naturel estimé (U*) et le taux réel neutre estimé (R*) – sont-elles entourées de beaucoup d'incertitude, mais même les données publiées de l'inflation et du chômage peuvent être trompeuses sur l'état de l'économie. À titre d'illustration, M. Powell a cité les deux dernières récessions, précédées par des excès principalement des cours des actifs financiers plutôt que des prix à la consommation.

Pour le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, l'énigme est celle de l'effet sur l'économie de la généralisation des technologies numériques et le risque qui en résulte d'une erreur d'appréciation de la croissance du PIB à la fois potentiel et effectif. À son avis, les révisions de cet été du PIB américain historique révèlent que l'erreur peut être importante. « Nos outils pour mesurer l'incidence de la numérisation sont continuellement à la remorque de la technologie » et de ses effets sur la croissance. Il a conclu que « la rupture numérique sera vraisemblablement l'une des grandes préoccupations des banquiers centraux dans un avenir proche ».

Comme l'ancien patron de la Fed, Alan Greenspan, qui dans la deuxième moitié des années 1990 avait exprimé certains doutes au sujet du niveau réel du taux U* à l'époque et s'était par conséquent montré disposé à attendre des indices plus clairs de l'inflation avant de resserrer la politique monétaire, M. Poloz semblait à l'aise avec une normalisation de la politique « selon un processus beaucoup plus graduel que ceux qu'autorisaient les modèles traditionnels avec règle de Taylor intégrée ».

La vision des décideurs de la politique monétaire canadienne est aussi brouillée par l'incertitude au sujet de la sensibilité de l'économie au taux d'intérêt à une époque où les ménages sont fortement endettés.

Canada: Fort ralentissement de la croissance du crédit à la consommation



Avec des mesures macroprudentielles en place, une croissance du crédit qui ralentit, des attentes stables en matière d'inflation et les mesures de l'inflation de base de la Banque actuellement à 2%, le gouverneur de la BdC utilisera probablement toute la latitude dont il pense disposer pour définir le rythme de la hausse des taux directeurs – un rythme qui lui permettra de vérifier son intuition selon laquelle l'économie pourrait être au milieu d'un choc de l'offre globale positif, en espérant que cela ne sera pas éliminé par une rupture du système commercial mondial.

Dans ce contexte, la définition de la politique monétaire dépend moins des règles de politique et beaucoup plus des données à mesure qu'elles paraissent. Il apparaît par conséquent que, à ce stade-ci, l'approche de la gestion des risques de la BdC implique encore que la Banque agisse graduellement, mais soit préparée à intervenir plus énergiquement si c'était nécessaire.

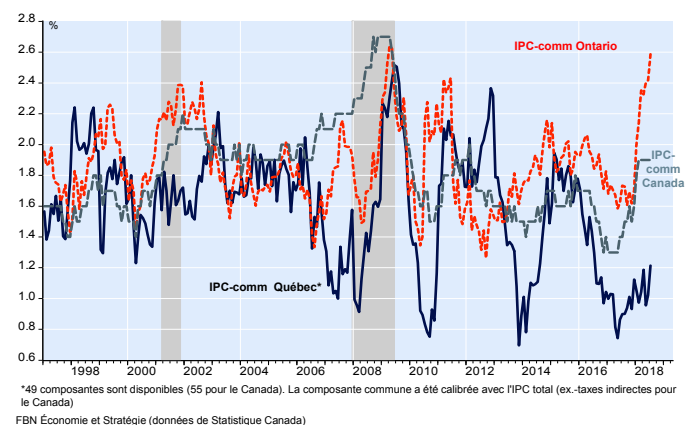
Dans notre projection, l'économie canadienne croîtra de 1.9% au cours des quatre trimestres terminés au milieu de 2019 et le taux de chômage baissera de 5.8% actuellement à 5.6%. Cette prévision milite en faveur de trois hausses de taux pendant cette période, étant entendu que les estimations des conditions financières doivent tenir compte des changements des règles hypothécaires qui ont été mis en œuvre ces dernières années.

L'IPC d'ensemble a surpris à la hausse en juillet avec une inflation sur 12 mois de 3.0%. Cependant, le bond inattendu était essentiellement dû à une hausse mensuelle atypique de 15% des coûts des transports interurbains. Les mesures de l'inflation utilisées par la Banque du Canada pour écarter les données perturbatrices laissent entrevoir un rythme beaucoup plus timide de 2.0% annuellement. De plus, dans notre réplique maison de l'inflation annualisée sur 3 mois, les indicateurs IPC-tronqué et IPC-médian ne révèlent aucune accélération. Ils se situent à 2.0% et 2.1% respectivement.

En analysant les données un peu plus encore, nous entrevoyons des motifs de prudence dans nos prévisions. Notre estimation maison de l'IPC-commun provincial révèle des divergences entre le Québec et l'Ontario.

Inflation de base au Canada, au Québec et en Ontario

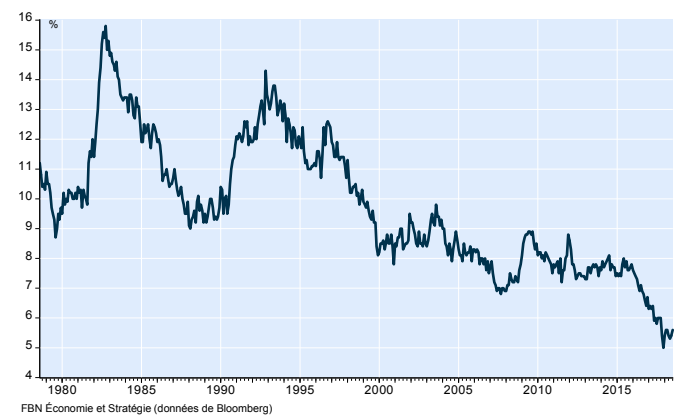
Variation sur 12 mois des IPC-comm



Alors que le taux de chômage au Québec est près d'un creux historique, ce qui laisse penser qu'il reste peu de ressources inutilisées sur le marché du travail, nous nous demandons combien de temps encore l'inflation tendancielle du Québec continuera de brider la moyenne nationale.

Peu ou pas de ressources inutilisées sur le marché du travail québécois

Taux de chômage au Québec



Quant à l'IPC-commun de l'Ontario, la question est de savoir quelle proportion de son excédent par rapport à la moyenne nationale peut être attribuée à l'augmentation des salaires minimums. Alors que le taux de chômage de l'Ontario se situe

Le mensuel obligataire

actuellement à 5.4% comparativement au creux historique de 4.7%, nous sommes enclins à penser que l'inflation tendancielle véritable de la province dépasse légèrement la moyenne nationale actuelle.

Mais même si l'intuition de M. Poloz selon laquelle l'inflation mondiale est freinée par un choc d'offre positif se vérifie, la banque centrale devra surveiller le marché du travail canadien comme le lait sur le feu pour éviter tout débordement.

Un des principaux risques pour notre prévision concernant le taux de financement à un jour de la BdC reste le sort de l'ALENA dont les négociations étaient encore en cours au moment de la rédaction de ces notes. Le scénario du pire est celui de l'absence d'entente et de droits de douane élevés sur les exportations d'automobiles du Canada. Même dans un scénario plus clément dans lequel l'accord de libre-échange actuel serait remplacé par les tarifs de l'OMC, la Banque des règlements internationaux estime dans un document de travail (No. 739) que le PIB canadien pourrait baisser de 2.2%. Les perspectives de la politique monétaire seraient alors

nettement différentes. Dans le cas d'une résolution positive, nous prévoyons que la Banque voudra voir comment les investissements des entreprises réagiront avant de modifier son rythme de normalisation de la politique monétaire.

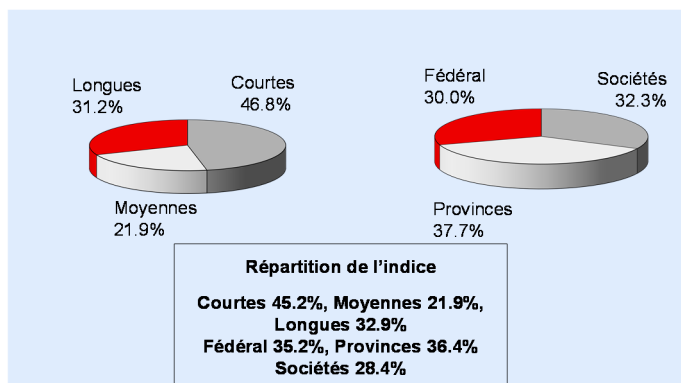
Conclusion : Dans notre scénario de base, la Banque du Canada haussera son taux directeur en octobre puis à nouveau au T1 et au T2 de 2019. Quant à la partie plus éloignée de la courbe des rendements, nous prévoyons que les obligations du Canada de 10 ans se négocieront autour de 2.57% d'ici la fin de l'année pour augmenter au-dessus de 3% au deuxième semestre de 2019.

Prévisions canadiennes

	T3 2018 prévision	T4 2018 prévision	T1 2019 prévision	T2 2019 prévision	T3 2019 prévision	T4 2019 prévision	T4 2020 prévision
Taux de financement à 1 jour BdC	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50
Rendement des OdC 10 ans (fin trim.)	2.32	2.57	2.74	2.93	3.03	3.10	3.36

Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 7.2 contre la projection de 7.52 pour l'indice de référence en début septembre
Maintenir une surpondération de titres provinciaux et de société.



FBN Économie et Stratégie

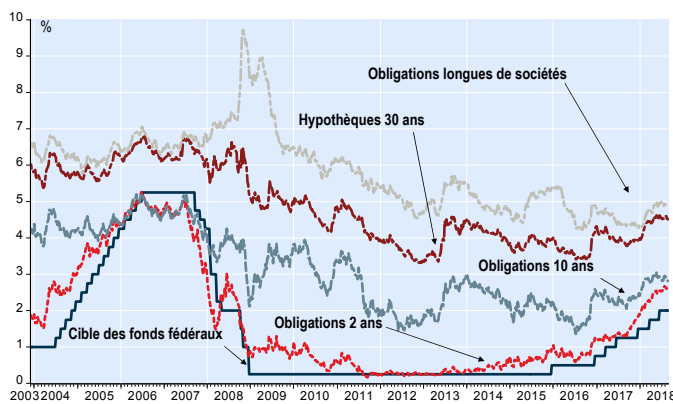
Marché obligataire canadien - Rendement total

08/28/2018 mois/jour/année	Depuis 7/31/2018	Depuis 5/29/2018	Depuis 2/27/2018	Depuis 8/29/2017
Encaisse	0.11	0.32	0.61	1.04
Canada				
court	0.06	-0.06	0.44	-0.04
moyen	0.20	-0.31	0.64	-1.32
long	0.52	-0.62	2.46	0.57
Univers	0.18	-0.21	0.90	-0.14
Provinciale	0.21	-0.10	1.45	1.35
Municipale	0.20	-0.06	1.29	1.45
Sociétés				
AA	0.22	0.07	0.57	0.30
A	0.38	-0.24	0.95	1.13
BBB	0.40	0.10	1.24	1.75
Univers	0.34	0.00	1.06	1.29
Total	0.24	-0.11	1.14	0.78
S&P/TSX	-0.34	3.46	5.92	11.62

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

Taux d'intérêt aux États-Unis

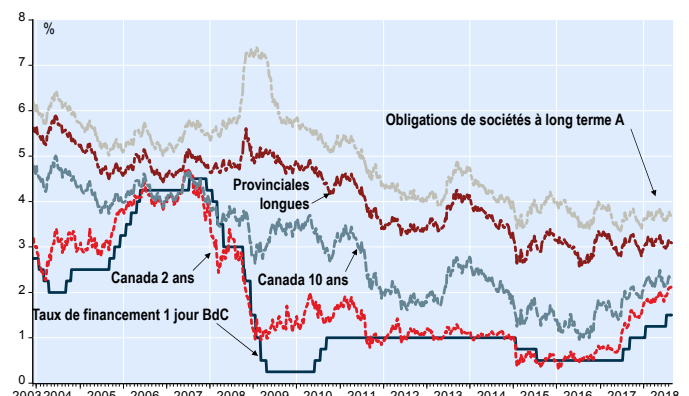
Hebdomadaire, dernière observation le 24 août, 2018



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Taux d'intérêt au Canada

Hebdomadaire, dernière observation le 24 août, 2018



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Marché obligataire - Canada

	<i>Clôture (mois/jour/année)</i>				
	<i>8/30/18</i>	<i>7/27/18</i>	<i>5/25/18</i>	<i>2/23/18</i>	<i>8/25/17</i>
<i>Taux d'intérêt</i>					
90 jours (A.B.)	1.978	1.930	1.745	1.658	1.306
2 ans	2.108	2.064	1.962	1.782	1.340
5 ans	2.211	2.205	2.191	2.054	1.543
10 ans	2.276	2.295	2.348	2.247	1.874
30 ans	2.294	2.332	2.383	2.399	2.298
<i>Écart</i>					
90 j. - 2 ans	13.1	13.4	21.7	12.5	3.4
2 - 5 ans	10.3	14.1	22.9	27.2	20.3
2 - 10 ans	16.8	23.1	38.6	46.5	53.4
10 - 30 ans	1.8	3.7	3.5	15.2	42.4
<i>Devises</i>					
\$ CA / US	1.2979	1.3055	1.2974	1.2632	1.2481
EUR / \$ CA	0.66017	0.6574	0.6615	0.6438	0.6719

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

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

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto 416 869-8598

Warren Lovely

DG RF, Chef Recherche et stratégie,
Dette publique
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. FBN 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

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.