

Faits saillants

- La teneur du communiqué de presse du FOMC d'octobre nous incite à maintenir notre scénario de base d'une première hausse des taux d'intérêt avant la fin de l'année. Mais comme nous prévoyons pour 2016 une croissance de 2.3% aux États-Unis, plus forte au premier semestre qu'au deuxième, le FOMC devrait rester sur la touche après le milieu de l'année, laissant le taux des fonds fédéraux dans une fourchette de 0.75% à 1.0% jusqu'à la fin de l'année. Nous prévoyons que les obligations du Trésor de 10 ans se négocieront autour de 2.45% en décembre 2016, mais avec moins de resserrements de la politique monétaire que prévus le mois passé les taux pour les échéances plus courtes demeureront relativement bas. Par conséquent, la pente de la courbe des rendements devrait être plus accentuée que ce que nous projetions le mois dernier.
- À notre avis, le taux de financement à un jour de 0.50% canadien dénote une politique monétaire relativement accommodante. Nous ne voyons aucune nécessité d'accentuer la détente, mais plutôt celle de faire preuve de patience en attendant que l'économie continue de s'adapter à la nouvelle réalité. Alors que nous anticipons moins de hausses aux États-Unis et plus d'assouplissement monétaire dans la zone Euro, nous avons revu à la baisse nos prévisions de 2016 pour les taux à 10 ans.

Paul-André Pinsonnault

Prévisions de taux d'intérêt en date du 28 octobre 2015

États-Unis

Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
23/10/2015	0.25	0.00	0.64	1.42	2.09	2.90
T4	0.50	0.36	0.97	1.62	2.25	2.99
T1/2016	0.75	0.61	1.11	1.73	2.30	3.02
T2	1.00	0.82	1.24	1.83	2.36	3.04
T3	1.00	0.82	1.37	1.93	2.40	3.06
T4	1.00	0.98	1.48	2.03	2.45	3.08
T1/2017	1.25	1.10	1.57	2.12	2.49	3.10
T2	1.50	1.32	1.67	2.22	2.53	3.13
T3	1.75	1.57	1.95	2.43	2.62	3.21

Canada

Trimestres	Un jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
23/10/2015	0.50	0.39	0.53	0.85	1.50	2.30
T4	0.50	0.40	0.53	0.94	1.67	2.41
T1/2016	0.50	0.46	0.55	1.01	1.72	2.43
T2	0.50	0.46	0.60	1.12	1.81	2.49
T3	0.50	0.46	0.64	1.21	1.87	2.53
T4	0.50	0.65	0.86	1.41	2.03	2.68
T1/2017	0.75	1.03	1.34	1.74	2.27	2.89
T2	1.25	1.28	1.53	1.93	2.33	2.95
T3	1.50	1.45	1.70	2.09	2.44	3.06

La BCE laisse entrevoir plus de détente

En conférence de presse le 22 octobre après la réunion du Conseil des gouverneurs, le président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, a dit que quelques membres du Conseil ont évoqué la possibilité d'agir à cette réunion, mais que ce n'était pas le thème dominant de la discussion. Celle-ci a plutôt porté sur la panoplie d'outils pouvant servir au besoin. Un nouvel abaissement du taux de dépôt déjà négatif n'a pas été exclu, dit-il. La BCE a réévalué, à la lumière de l'expérience d'autres banques centrales, où se situait réellement la borne inférieure de sa fourchette de taux de dépôt. La BCE pourrait aussi modifier la taille, la composition ou la durée de son programme d'achat d'actifs, a dit M. Draghi. L'ambiance générale de cette réunion n'était pas celle de l'attente, mais plutôt celle du travail suivi d'une évaluation. Il faudra réexaminer le degré de détente de la politique monétaire à la réunion de décembre, a-t-il ajouté, quand les nouvelles projections macroéconomiques de l'Eurosystème seront disponibles.

En d'autres termes, la BCE se prépare à agir si elle constate en décembre que des conditions intérieures ou extérieures entravent l'évolution de l'inflation vers son objectif.

Dérapiage de l'euro pendant la conférence de Mario Draghi



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Les marchés ont interprété le ton accommodant du président comme une indication claire qu'il posera un nouveau geste en décembre. Avant même la fin de sa conférence, les opérateurs avaient fait baisser l'euro.

Les probabilités d'une réduction du taux de dépôt de 10 points de base à -0.30% et d'une prolongation du programme d'assouplissement quantitatif au-delà de septembre 2016 sont maintenant considérables.

... et au Canada

La Banque du Canada vient tout juste de mettre à jour ses projections macroéconomiques. Dans son *Rapport sur la politique monétaire* du 21 octobre, elle a maintenu sa projection de croissance du PIB pour 2015 au niveau du RPM de juillet, à 1.1%, tout en intervertissant les taux de croissance des troisième et quatrième trimestres. Pour 2016, elle a nettement revu à la baisse ses prévisions d'investissement en immobilisations des entreprises, qui n'ajoutent plus 0.4 point de pourcentage, mais soustraient 0.2 point de la croissance. D'autre part, l'apport des exportations nettes à la croissance en 2016 a été révisé à la hausse de 0.8 point à 1.1 point. Bref, les révisions d'octobre des prévisions sectorielles ont fait baisser les projections de croissance du PIB de 2016 de 2.3% en juillet à 2.0%.

Comme nous nous y attendions, la BdC a reconnu que dans le contexte actuel d'investissement inférieur aux prévisions, le potentiel de croissance à court terme se situe maintenant plus près du bas de la fourchette de 1.3% à 2.3% des estimations antérieures pour 2017. Avec une telle incertitude au sujet du PIB potentiel, l'intervalle de confiance concernant l'écart de production et le moment où celui-ci se résorbera est relativement important. On peut s'attendre à ce que la banque centrale qui navigue dans le brouillard maintienne sa politique prudente actuelle, espérant que ses mesures de détente monétaire antérieures soutiendront les secteurs en dehors des ressources naturelles et faciliteront une réaffectation du travail et capital pour « reconstruire les capacités dans le secteur des exportations hors produits de base », comme le dit le RPM.

Sur ce front, la probabilité d'une accentuation de la détente par la BCE et son effet sur le taux de change EUR-USD ajouteront de la pression sur la BdC pour qu'elle reste accommodante afin de maintenir la compétitivité des exportateurs par rapport à ceux de la zone euro sur le marché américain.

Dans un document de discussion de la BdC l'an dernier (2014-5), Rhys R. Mendes indiquait qu'une croissance de 1.9% du PIB potentiel impliquerait que le taux nominal neutre canadien serait de 3.25%. En utilisant son équation réduite et présumant une croissance du PIB potentiel qui aurait chuté de 1.9% à 1.3%, nous obtenons un taux réel de 0.83% à 1.34%, toutes choses étant égales par ailleurs.

Dans un scénario de stagnation longue qui maintient l'inflation tendancielle autour de 1.5%, légèrement en dessous de l'objectif de 2% de la BdC, la fourchette nominale neutre serait de 2.3% à 2.8%, comparativement

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

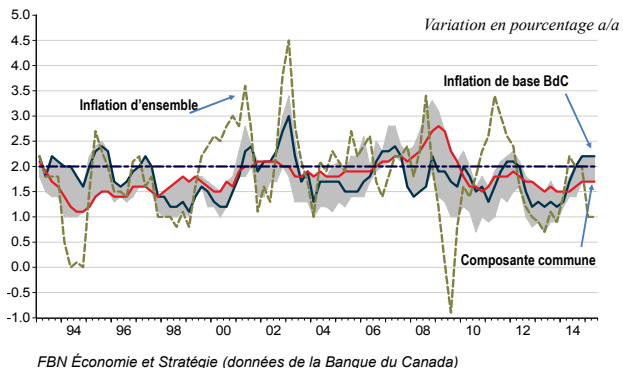
à 4.5% à 5.5% pendant la période d'avant la crise financière.

Dans ce scénario d'une fourchette de 2.3% à 2.8%, combiné à une prime de durée moindre, le rendement à 10 ans se situerait aussi plus bas que dans le passé.

Dans une allocution du 27 octobre, le sous-gouverneur de la BdC, Timothy Lane, se demandait si la Banque devait continuer de recourir à une mesure prééminente pour orienter la conduite de la politique monétaire. Bien que l'IPCX ait joué ce rôle, la Banque a aussi utilisé plusieurs autres indicateurs de l'inflation ainsi qu'une vaste gamme d'informations pour établir la politique monétaire qui convenait. La concentration sur l'IPCX dans les communications de la Banque a rendu son message facile à comprendre par le public. Mais depuis son édition d'octobre 2014, un autre indicateur de l'inflation sous-jacent a commencé à apparaître régulièrement dans le RPM. En s'écartant de l'IPCX, la Banque pourrait plus facilement centrer son message sur sa propre estimation de la tendance de l'inflation sous-jacente, en se projetant au-delà de facteurs temporaires qui influent sur les divers indicateurs de l'inflation.

Les indicateurs de l'inflation de base sont proches de 2%

Fourchette de huit autres indicateurs de l'inflation de base, trimestriellement



Pour les marchés financiers, le choix d'une mesure opérationnelle n'est pas aussi crucial. Ce qui importe, c'est de comprendre ce que la Banque vise à réaliser et, par conséquent, ce qu'il faut, c'est une communication claire par la banque centrale de son analyse de l'inflation et des pressions sur la capacité, particulièrement quand le ciblage de l'inflation est flexible.

En vue du renouvellement de l'accord de maîtrise de l'inflation avec le gouvernement fédéral, prévu à la fin de 2016, la question que devraient se poser les porteurs d'obligations est de savoir si la cible d'inflation pourrait être rehaussée. L'argument en faveur d'une hausse serait qu'elle réduirait la probabilité que la politique monétaire ne bute contre la borne inférieure de zéro du taux directeur

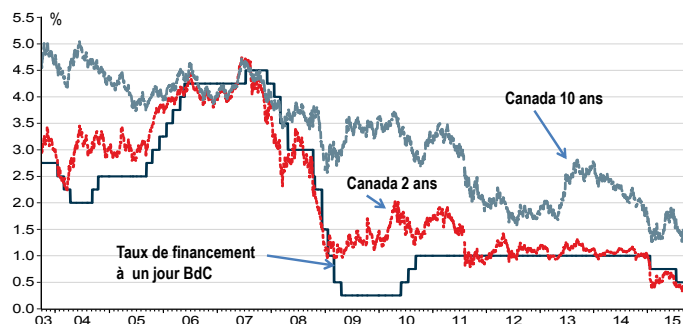
nominal. Comme le taux directeur réel équivaut au taux nominal moins l'inflation, une augmentation du taux d'inflation rendrait possible un taux directeur réel moindre (négatif). L'expérience récente a révélé que la gestion de la politique monétaire à proximité de la limite de zéro peut être problématique. La cible d'inflation de 2% a été choisie dans l'hypothèse selon laquelle, si le taux réel neutre était de 2.5%, la Banque n'atteindrait la borne inférieure de zéro que dans 5 années sur 100. Les simulations de la Banque laissent entrevoir qu'avec un taux réel neutre de 1.5% cette probabilité augmente à 15%. Mais si le vieillissement de la population entraîne une forme de stagnation durable – croissance plus faible et inflation plus basse –, il pourrait y avoir un risque qu'à terme l'économie soit moins stable et que le taux directeur ait plus de chances de se heurter à la borne zéro. Ces réflexions militent assurément en faveur d'une analyse attentive de l'efficacité d'outils de politique non conventionnels à la borne zéro comparativement aux coûts et avantages du ciblage d'un taux d'inflation plus élevé.

La Banque mènera donc une réflexion sur ce sujet. L'obstacle à un changement de cible d'inflation est de taille parce que la cible actuelle a acquis une certaine crédibilité avec le temps ce qui a permis une flexibilité relative de la politique monétaire et une plus grande efficacité.

En d'autres termes, il semblerait que tout se ligue contre une augmentation de la cible d'inflation. Cependant, cela n'empêcherait pas d'adopter une règle opérationnelle qui serait « proche de 2%, mais supérieure », la fourchette cible actuelle restant inchangée à 1% à 3%.

Taux d'intérêt canadiens

Observations hebdomadaires et prévisions en fin de trimestre



	Prévisions de taux d'intérêt								
	29/10/15	T4	T1/16	T2	T3	T4	T1/17	T2	T3
Taux à 1 jour	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.25	1.50
2 ans	0.53	0.53	0.55	0.60	0.64	0.86	1.34	1.53	1.70
10 ans	1.50	1.67	1.72	1.81	1.87	2.03	2.27	2.33	2.44
Taux à terme 10 ans		1.59	1.64	1.69	1.74	1.79	1.85	1.90	1.95

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-10-23

Dans notre scénario de base, l'économie canadienne ne croît que de 1.6% en 2016 plutôt que des 2.0% projetés par la BdC et l'inflation d'ensemble atteint en moyenne

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

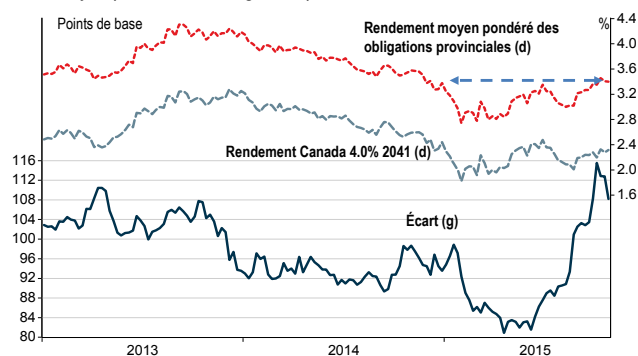
1.7%. La croissance économique serait légèrement supérieure à la limite inférieure de la fourchette des estimations de la Banque de la croissance du PIB potentiel. À notre avis, le taux de financement à un jour actuel de 0.50% de la politique monétaire canadienne est relativement accommodant comparativement à une fourchette neutre nominale de 2.35% à 2.8%. Dans ces conditions, nous ne voyons aucune nécessité d'assouplir davantage la politique, mais la nécessité d'être patients en attendant que l'économie s'adapte à la nouvelle réalité. Cependant, alors que nous anticipons moins de hausses aux États-Unis et plus d'assouplissement monétaire dans la zone Euro, nous avons revu à la baisse nos prévisions de 2016 pour les taux à 10 ans.

Obligations provinciales

De la première semaine de juin à la première semaine d'octobre, les écarts de taux des obligations provinciales longues se sont nettement creusés, passant de 82 pb à 116 pb.

Écart des obligations provinciales par rapport aux obligations du Canada

Écart moyen pondéré des obligations provinciales 2040-42 aux Canada 4% 2041



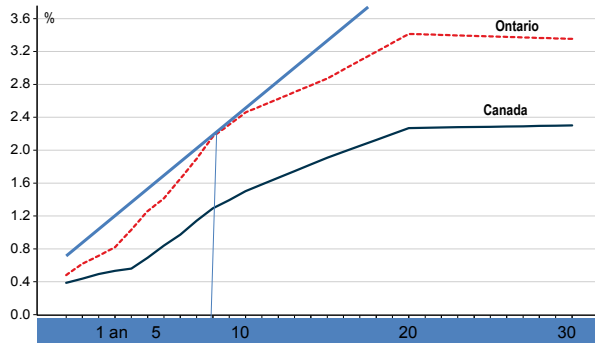
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-10-23

Pendant ce temps, le sentiment à l'égard des produits rapportant une prime de risque de défaut était négatif et les obligations de sociétés devaient offrir des concessions pour trouver preneurs. Néanmoins, comme les rendements jusqu'à l'échéance des obligations provinciales sont revenus à des niveaux qu'on n'avait pas vus depuis la fin de 2014, les trésoriers provinciaux ont été en mesure de placer un bon volume de nouvelles émissions en octobre. L'humeur à l'égard des obligations provinciales s'est améliorée le 19 octobre avec l'élection de Justin Trudeau au poste de premier ministre. Une des promesses de la campagne libérale était un engagement à discuter avec les premiers ministres provinciaux et territoriaux en vue de renforcer le système de santé canadien, notamment en négociant un nouvel accord sur la santé prévoyant un

financement à long terme. Cela pourrait être important pour les provinces à moyen terme, puisqu'elles consacrent entre 35% et 41% de leurs revenus à la santé.

Les obligations de l'Ontario échéant dans 7 à 8 ans offrent une bonne valeur

Le point idéal pour profiter d'une descente le long de la courbe des rendements



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-10-23

En dehors des rendements séduisants en termes absolus à l'extrémité éloignée de la courbe, les obligations provinciales échéant entre 7 et 8 ans offrent une bonne valeur. Elles sont bien placées pour profiter de la descente sur la courbe des rendements (rolling down the yield curve) dans un environnement dans lequel la Banque du Canada devrait rester sur la touche pendant un bon moment et que les chances sont élevées que le taux des fonds fédéraux se situera plus bas à la fin de 2016 que ce que laisse entrevoir la projection médiane des participants du FOMC.

Obligations de sociétés

Après des placements de plus de \$13 milliards de nouvelles émissions en septembre, les émissions d'obligations de sociétés étaient plus rares au cours des trois premières semaines d'octobre (\$4.6 milliards). L'indice CDX des investissements de bonne qualité en Amérique du Nord a augmenté d'environ 15 pb pendant ces trois semaines alors qu'en même temps l'indice S&P 500 gagnait 155 points (+6.4%), permettant à l'indice boursier de récupérer 89% de ses pertes du mois d'août. Bien que les actions canadiennes aient rebondi moins fortement, récupérant 59% des pertes depuis le 31 juillet, l'environnement a néanmoins permis une stabilisation des écarts de crédit des obligations de sociétés après une importante augmentation.

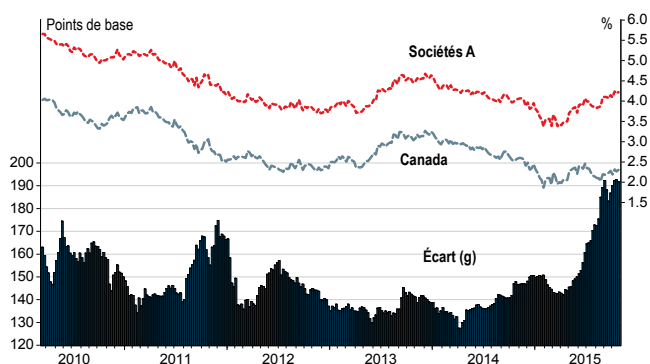
Comme les écarts de crédit des obligations de sociétés ont augmenté non seulement à long terme, mais aussi à l'extrémité rapprochée de la courbe, notre surpondération d'obligations de sociétés courtes a été coûteuse. Entre le 24 juillet et le 23 octobre, le rendement total de l'univers des obligations de sociétés à court terme a accusé un

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

retard sur les obligations du Canada comparables de 35 pb. Ce chiffre est à comparer aux 108 pb de contreperformance dans l'univers des obligations de sociétés à moyen terme et de 163 pb dans l'univers des obligations à long terme.

Écarts entre obligations de sociétés A et fédérales

Observations hebdomadaires pour les échéances à 30 ans



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-10-23

Cependant, l'augmentation des écarts impose aux rendements à l'échéance actuels des différences importantes par rapport aux obligations du Canada – 133 pb pour le court terme, 167 pb pour le moyen terme et 215 pb pour le long terme. À la fin d'avril, les chiffres correspondants étaient respectivement 97 pb, 134 pb et 182 pb. Si la structure actuelle des écarts de crédit devait rester inchangée, l'augmentation de rendement supplémentaire à l'extrémité courte de la courbe serait suffisante pour récupérer les 35 pb de contreperformance dans les trois mois. Par conséquent, nous maintenons notre surpondération des obligations de sociétés dans cette partie de la courbe.

Le FOMC vise toujours décembre

À sa réunion de fixation des taux d'octobre, le Comité de politique monétaire fédéral américain (FOMC) a maintenu sa politique sans changement, mais a indiqué clairement qu'il penchait en faveur d'une hausse des taux en décembre : « Pour déterminer s'il sera opportun de relever la fourchette cible des taux d'intérêt à sa prochaine réunion, le Comité évalue les progrès – accomplis et attendus – vers des objectifs d'emploi maximum et de 2 pour cent d'inflation. » (Italiques ajoutés par nous.)

Le FOMC a reconnu que le rythme de création d'emplois a ralenti, mais il a dit du même souffle que la sous-utilisation des ressources en main-d'œuvre a diminué. Le président de la Fed de San Francisco, John Williams, avait dit en octobre qu'une croissance de l'emploi de l'ordre de 100,000 à 150,000 par mois serait suffisante. Selon nous, en utilisant le calculateur d'emplois de la Fed d'Atlanta, le seuil pour rassurer les membres du FOMC les plus

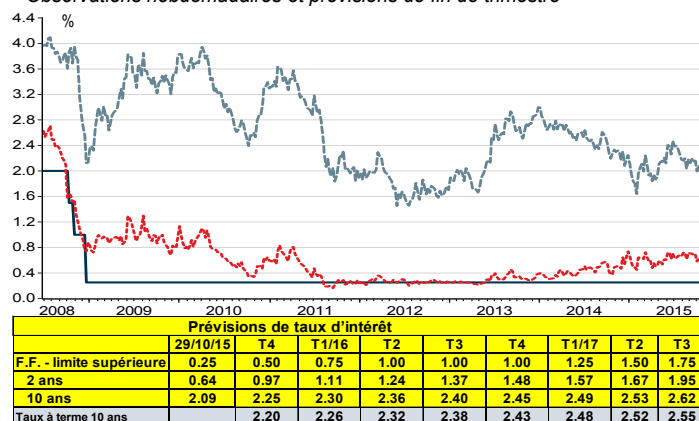
accommodants au sujet des perspectives de l'inflation et pour maintenir *de facto* la possibilité d'une hausse des taux en décembre se situerait davantage dans la fourchette de 135,000 à 175,000 emplois. Cela représente des augmentations de l'emploi salarié non agricole qui, si elles étaient maintenues au cours des 12 prochains mois (et à supposer une certaine stabilité de marchés financiers), seraient suffisantes pour faire baisser le taux de chômage à 4.8%, ce que la Fed considère comme le plein emploi.

Bien entendu comme la BCE a laissé entendre à sa dernière réunion qu'elle envisageait une augmentation de ses mesures de stimulation dans la zone euro, le FOMC ne peut pas ignorer les conséquences potentielles sur le marché de change. Heureusement, la BCE annoncera ses plans le 3 décembre, ce qui laissera à la Fed le temps de réévaluer la conjoncture économique et financière avant sa réunion de fixation des taux les 15 et 16 décembre.

À la lecture du communiqué du FOMC d'octobre, nous maintenons notre scénario de base d'une première hausse des taux avant la fin de l'année. Cependant, comme notre prévision de croissance pour les États-Unis en 2016 est de 2.3%, avec un premier semestre plus vigoureux que le deuxième, nous prévoyons que le FOMC restera sur la touche après le milieu de l'année, laissant le taux cible des fonds fédéraux dans une fourchette de 0.75% à 1.0% à la fin de l'année.

Taux d'intérêt américains

Observations hebdomadaires et prévisions de fin de trimestre



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-10-23

Nous prévoyons que les obligations du Trésor de 10 ans se négocieront autour de 2.45% en décembre 2016, mais avec moins de resserrements de la politique monétaire que prévus le mois passé, les taux pour les échéances plus courtes demeureront relativement bas. Par conséquent, la pente de la courbe des rendements devrait être plus accentuée que ce que nous projetions le mois dernier.

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 7.19 contre 7.30 pour l'indice de référence
Maintenir la surpondération des titres à court terme de sociétés

Longues 30.1% Courtes 45.3% Fédéral 33.5% Sociétés 31.6%



Moyennes
24.6%

Provinces
34.9%

Répartition de l'indice

Courtes 43.9%, Moyennes 25.0%,
Longues 31.1%
Fédéral 36.4%, Provinces 35.0%
Sociétés 28.6%

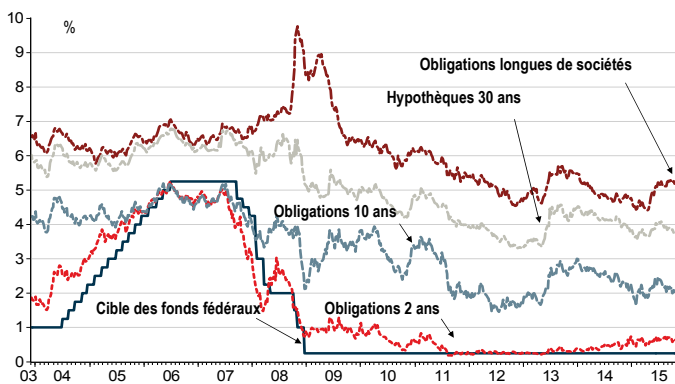
Marché obligataire canadien Rendement totaux

10/23/2015 mois/jour/année	Depuis 9/25/2015	Depuis 7/24/2015	Depuis 4/24/2015	Depuis 10/24/2014
Encaisse	0.04	0.11	0.32	0.73
Canada				
court	0.11	-0.13	0.64	2.57
moyen	0.24	0.00	0.51	5.89
long	-0.29	-1.67	-2.58	6.57
Univers	0.06	-0.44	-0.13	4.19
Provinciale				
Municipale	0.07	-2.15	-2.68	5.33
	-0.15	-2.05	-2.37	4.27
Sociétés				
AA	0.14	-0.40	0.21	3.06
A	-0.32	-1.70	-2.57	2.89
BBB	-0.38	-1.70	-1.82	3.10
Univers	-0.20	-1.32	-1.51	3.02
Total	-0.02	-1.30	-1.42	4.19
S&P/TSX	4.62	-0.86	-8.06	-1.15

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

Taux d'intérêt aux États-Unis

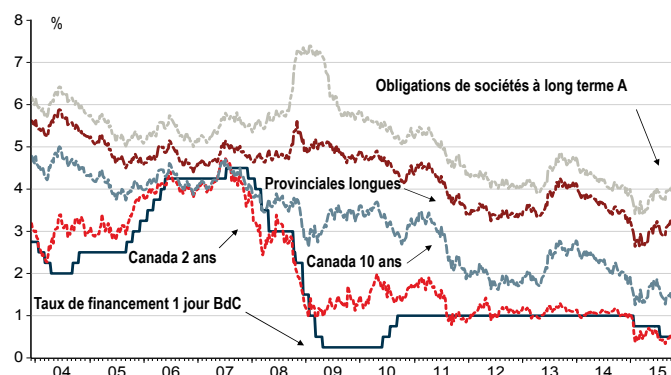
Hebdomadaire, dernière observation le 23 octobre, 2015



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Taux d'intérêt au Canada

Hebdomadaire, dernière observation le 23 octobre, 2015



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

	Ciôture 10/30/15	10/02/15	7/31/15	5/01/15	10/31/14
90 jours (A.B.)	0.84	0.80	0.75	1.00	1.28
2 ans	0.58	0.50	0.41	0.71	1.02
5 ans	0.88	0.78	0.77	1.05	1.54
10 ans	1.54	1.40	1.44	1.66	2.05
30 ans	2.30	2.19	2.13	2.24	2.59
Écart					
90 j. - 2 ans	-26	-30	-34	-29	-25
2 - 5 ans	30	27	36	34	52
2 - 10 ans	97	90	103	95	103
10 - 30 ans	76	79	69	58	54
Devises					
\$ CA / US	1.3080	1.3152	1.3091	1.2158	1.1267
EUR / \$ CA	0.6947	0.6780	0.6956	0.7344	0.7090

Source: Économie et Stratégie FBN (données via Bloomberg)

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

Bureau Montréal
514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

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

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste associé, géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto
416 869-8598

Warren Lovely

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

Généralités : Banque Nationale Marchés financiers est une unité de Financière Banque Nationale Inc. (FBN), filiale en propriété exclusive indirecte et division de la Banque Nationale du Canada. Ce rapport a été produit par FBN. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. • Les informations contenues dans les présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations qui 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 dans les présentes. • **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 ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent 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 titres ou instruments financiers connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Elles peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou 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'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. 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 pas 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 écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.



**BANQUE
NATIONALE**

MARCHÉS FINANCIERS

Une division de la Banque Nationale du Canada