

Points saillants

- Les risques pour nos prévisions nord-américaines ont augmenté, tant du côté de la hausse que de celui de la baisse cet automne, élargissant les intervalles de confiance de nos projections. Dans ce contexte, les primes de risque des actions et les primes de terme des obligations ont aussi bondi. Mais nos opinions sur le degré de normalisation des politiques monétaires canadiennes et américaines nécessaire en 2019 restent inchangées. Nous continuons de prévoir que le taux de financement à un jour canadien se situera à 2.5% et que la borne supérieure de la fourchette cible des fonds fédéraux américains atteindra 3.0% à la fin de l'année 2019. Le rendement jusqu'à l'échéance des obligations de 10 ans continuera probablement de dériver à la hausse au cours des 12 prochains mois en réponse à des statistiques d'inflation plus fermes et à une poursuite de la normalisation monétaire de part et d'autre de la frontière. Nous pensons que les obligations du Trésor de 10 ans oscilleront autour de 3.50% et les obligations du Canada de 10 ans, autour de 3.50% d'ici un an.

Paul-André Pinsonnault

Prévision en date du 30 octobre 2018

États-Unis						
Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
30/08/18	2.25	2.32	2.85	2.96	3.12	3.37
T4	2.50	2.41	2.91	3.03	3.20	3.39
T1/19	2.50	2.44	2.96	3.06	3.25	3.41
T2	2.75	2.71	3.05	3.16	3.33	3.47
T3	3.00	2.93	3.20	3.25	3.42	3.55
T4	3.00	2.93	3.27	3.37	3.50	3.62
T1/20	3.00	2.96	3.35	3.41	3.52	3.63
T2	3.25	3.18	3.40	3.52	3.62	3.74
T3	3.25	3.23	3.46	3.58	3.69	3.80
T4	3.50	3.43	3.31	3.27	3.41	3.51

Canada						
Trimestres	Taux cible de la BdC	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
30/08/18	1.75	1.70	2.31	2.40	2.45	2.49
T4	1.75	1.91	2.36	2.48	2.57	2.60
T1/19	2.00	2.11	2.41	2.51	2.62	2.65
T2	2.25	2.40	2.54	2.70	2.96	2.99
T3	2.50	2.46	2.59	2.79	3.03	3.06
T4	2.50	2.44	2.60	2.80	3.10	3.13
T1/20	2.50	2.44	2.66	2.86	3.14	3.17
T2	2.50	2.44	2.78	3.03	3.28	3.32
T3	2.50	2.45	2.81	3.06	3.33	3.38
T4	2.50	2.43	2.74	2.90	3.19	3.24

Mêmes objectifs, autres discours

Le mois dernier, nous avons relevé que le FOMC comptait fournir moins d'indications prospectives que ce à quoi les marchés financiers se sont habitués ces dernières années, ce qui était déjà perceptible dans le communiqué de presse de la réunion de fixation des taux de juin. Des pas de plus ont été faits sur cette même voie en septembre dans le communiqué sur les taux d'intérêt et dans les communications de la Fed depuis.

Dans son communiqué de juin, le FOMC a supprimé la référence au fait que le taux des fonds fédéraux allait probablement rester inférieur aux niveaux attendus à long terme pendant un certain temps. Dans l'annonce des taux de septembre, elle a laissé tomber la mention indiquant que la politique monétaire reste accommodante. Depuis le mois d'août cependant, les représentants de la Fed se dissocient de plus en plus de l'exercice qui consistait à estimer le taux directeur neutre (R^* – le taux théorique qui n'aurait pour effet ni d'accélérer ni de ralentir la croissance économique). À ce propos on a notamment relevé le commentaire du président de la Fed de New York, John Williams, concernant le taux R^* , dont il a dit que ce qui semblait être un point brillant à l'horizon était en fait une lueur assez floue. Le président de la Fed, Jerome Powell, a aussi minimisé l'utilité des estimations du taux R^* dans les décisions de politique monétaire en expliquant que toute estimation est au mieux imprécise et sujette à révision. En outre, le compte rendu de la réunion du FOMC de septembre indique que, dans la discussion des prévisions de la trajectoire du taux directeur, beaucoup de participants ont noté que les estimations du niveau des taux des fonds fédéraux neutres ne seraient qu'un facteur parmi bien d'autres que le comité prendrait en considération pour prendre ses décisions.

Mais malgré l'évolution du discours du FOMC, une caractéristique des indications prospectives antérieures a été conservée : les représentants de la Fed continuent de parler de trajectoire de normalisation « graduelle ». Le 25 octobre, le nouveau vice-président de la Fed, Richard Clarida, a dit, dans sa première allocation publique, qu'il pensait qu'un certain ajustement graduel supplémentaire de la fourchette de la politique monétaire serait probablement approprié.

Notre interprétation : Le FOMC semble dire qu'il ne sait pas avec certitude de combien il devra hausser le taux directeur avec le temps, mais qu'il procédera graduellement afin de trouver l'équilibre entre le risque d'un resserrement trop rapide de la politique monétaire et le risque d'une intervention trop lente. À notre avis, cet exercice d'équilibrisme est crucial pour maintenir l'expansion économique sur la bonne voie. Et compte tenu des outils monétaires de la Fed et des contraintes de la politique budgétaire (ratio dette/PIB) utilisés comme outil

anticyclique, il est clair que les autorités américaines disposaient de peu de munitions pour stimuler l'économie si un choc devait faire plus que ralentir la croissance.

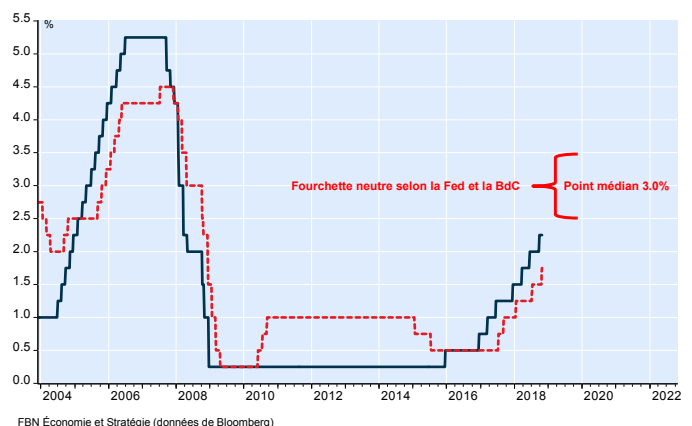
De ce côté-ci de la frontière, la Banque du Canada a, comme on s'y attendait très généralement, augmenté le taux de financement à un jour d'un quart de point à 1.75% le 24 octobre. Mais le retrait de son communiqué de presse sur les taux de la mention d'une hausse des taux d'intérêt à un rythme graduel a pris beaucoup d'observateurs par surprise, particulièrement à un moment où les marchés financiers du monde donnent des signes de vulnérabilité. Autant les taux à court terme canadiens que le marché de change ont réagi à ce changement de formulation.

Pour les participants du marché, le penchant de la Banque semble être assez clair : plus haut et plus vite, si possible. Non seulement le mot d'ouverture de la conférence de presse a rappelé que le taux directeur devra augmenter jusqu'au niveau neutre afin d'atteindre l'objectif d'inflation, mais la première sous-gouverneure, Carolyn Wilkins, a dit que la destination est assez claire. Après tout, la Banque claironne que son estimation de la fourchette de taux neutre est de 2.5% à 3.5%. La propre évaluation de la Banque pour laquelle le taux directeur reste relativement stimulant – il est encore négatif en termes réels – a encore renforcé la perception du marché à un moment où l'économie n'en a pas besoin. Pour les participants du marché, la Banque venait juste de reconnaître qu'elle a pris du retard dans la course.

Le gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, a essayé de limiter la perception d'un durcissement par les participants du marché de la communication de la BdC du 24 octobre en disant qu'en abandonnant l'adjectif « graduel », la Banque se donnait plus de latitude pour ajuster son taux directeur plus vite ou plus lentement, selon les données de l'heure. Pour beaucoup, cela équivalait au rappel habituel que les banques centrales sont tributaires des statistiques économiques. Mais cela n'a rien changé à leur opinion sur le penchant de la Banque.

La Fed et la BdC évoquent un taux directeur neutre voisin de 3%

Sur la base du point médian de la BdC et du sommaire du FOMC : des fourchettes estimées à 2.5 à 3.5%



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Il ne fait aucun doute que, à la fois le FOMC et la Banque du Canada penchent en faveur d'une hausse de leurs taux directeurs avec le temps. La question est de savoir si la possibilité de le faire leur restera acquise au cours des prochains mois.

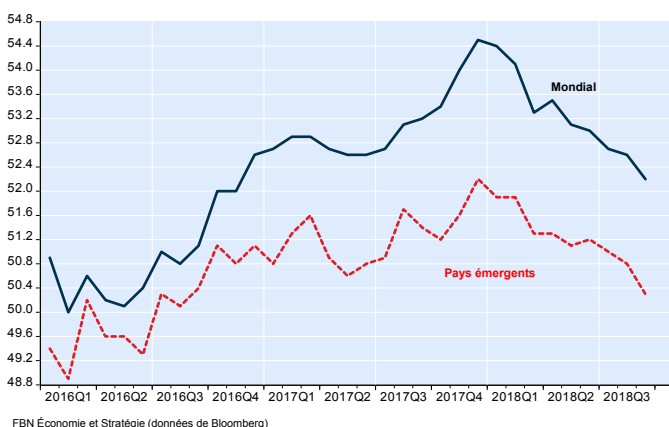
Jusqu'à-là, les banques centrales ont considéré la faiblesse du marché boursier comme un ajustement normal à des taux à long terme plus élevés – un taux d'actualisation plus élevé pour les bénéfices attendus des sociétés. Néanmoins, près de la moitié des actions de l'indice MSCI États-Unis étaient en baisse de plus de 20% au cours des derniers jours d'octobre. Le 26 octobre, l'indice S&P 500 avait perdu 9.3% par rapport à son sommet des 52 dernières semaines. Il n'était pas seul dans ce cas : la baisse par rapport au sommet des 52 dernières semaines était de 10.0% au Canada, de 14.1% pour l'indice Eurostoxx, de 23.3% pour l'indice MSCI Asie émergente et de 10.6% pour l'indice MSCI Monde Tous pays.

Faut-il voir en cela plus qu'un ajustement du facteur d'actualisation?

Bien que la Banque du Canada affirme que les perspectives de la croissance économique mondiale restent solides, les indices PMI de la fabrication de Markit ont perdu de leur élan. Les craintes que la croissance mondiale ait culminé s'intensifient alors que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pèsent sur les intentions d'investissement et sur les prix de certaines matières premières. En d'autres termes, le réajustement des prix des marchés financiers semble refléter plus qu'un simple ajustement des taux directeurs des banques centrales.

Monde : La croissance décélère

Indices PMI de la fabrication selon Markit



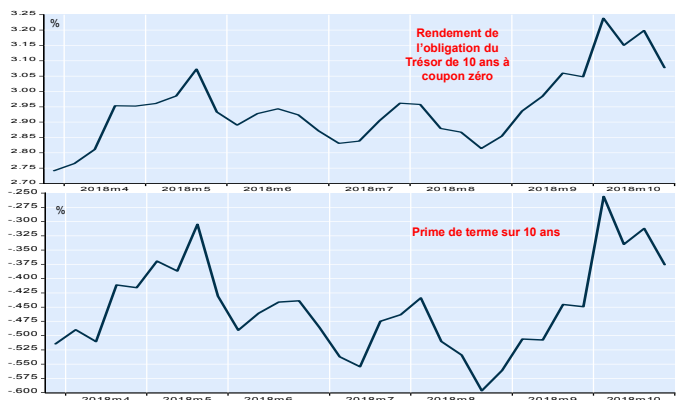
Sur le front de l'inflation, les marchés du travail tendus au Canada et aux États-Unis donnent à penser que les investisseurs devraient pour le moins garder un œil sur les risques d'inflation nord-américaine. Après des années de faible inflation, les preuves anecdotiques de sociétés transférant à leurs clients la hausse de leurs coûts se multiplient au sud de la frontière et, au Canada, l'Enquête

sur les perspectives des entreprises de la BdC révèle que les sociétés s'attendent à ce que les hausses de salaires reprennent au cours des prochains trimestres.

Tout bien considéré, les extrémités de la répartition des probabilités de ce qu'il peut advenir au cours des prochains trimestres semblent s'être gonflées depuis l'été. Cela concorde avec l'augmentation de la prime de terme sur les obligations du Trésor de 10 ans de -60 pb à la fin du mois d'août à -38 pb actuellement.

La hausse des primes de terme a le plus propulsé le taux à 10 ans

Légère hausse des attentes du marché pour le taux à court terme moyen sur 10 ans : +4 pb depuis le 24 août

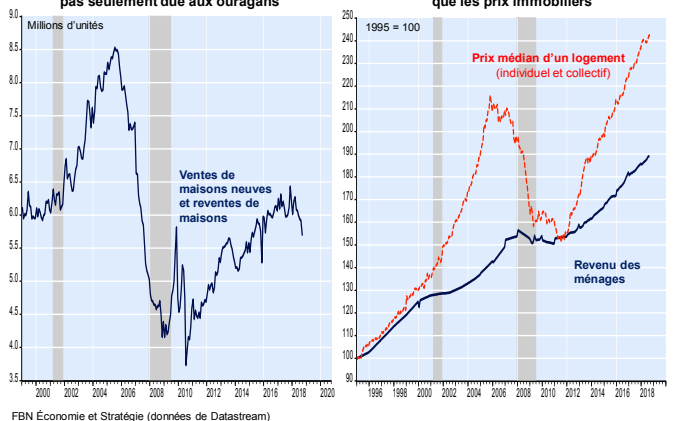


L'ascension des taux d'intérêt depuis août n'a bien entendu pas été limitée au taux des obligations du Trésor de 10 ans. Les taux hypothécaires américains ont emboîté le pas au marché souverain et les taux d'un contrat de 30 ans ont augmenté de 33 pb à 5.11% depuis le 24 août. Ce n'est pas une bonne nouvelle pour les ventes de logements et les mises en chantier résidentielles qui ont été faibles cette année.

Le secteur de l'immobilier incite la Fed à avancer lentement

La faiblesse de l'immobilier résidentiel n'est pas seulement due aux ouragans

États-Unis : Le revenu familial croît moins vite que les prix immobiliers

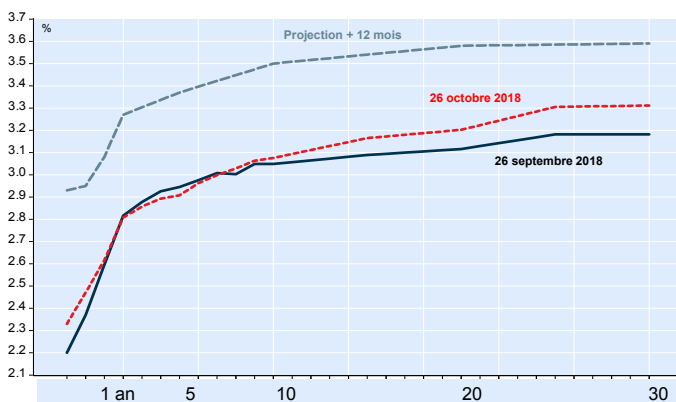


Il ne s'agit pas simplement d'une question de taux d'intérêt. Selon les enquêtes, jusqu'à 78% des répondants croient qu'il coûte moins cher de louer que de posséder une maison. Ce n'est pas surprenant étant donné que la croissance du

revenu familial médian n'a de loin pas suivi celle des prix des logements. Le secteur immobilier résidentiel comme composante de la croissance économique milite ardemment en faveur d'une approche gradualiste de la part de la Fed.

Les incertitudes entourant les projections économiques ont donc augmenté. Cependant, nos prévisions pour les États-Unis restent centrées sur les mêmes chiffres que le mois dernier. Nous continuons de nous attendre à ce que la croissance atteigne en moyenne 2.4% en 2019 et 2.00% en 2020, avec une inflation d'ensemble de 2.3% et de 2.4% respectivement. Étant donné ces perspectives, nous maintenons aussi notre projection d'une hausse de taux par le FOMC de plus cette année, en décembre. Comme notre prévision de la croissance pour 2019 égale la borne inférieure des projections de la tendance centrale des participants du FOMC en septembre de 2.4% à 2.7%, nous entrevoyons une hausse de taux de moins l'an prochain que le nombre suggéré par la médiane du graphique à points dans le sommaire des projections économiques.

Courbe des rendements américaine



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2018-10-26

De ce côté-ci de la frontière, l'annonce du projet massif de LNG Canada en Colombie-Britannique combinée à la réduction de l'incertitude commerciale grâce à la signature de l'AEUMC nous a incités à hausser notre projection de croissance de 1.9% à 2.0% en 2019 et de 1.5% à 1.7% en 2020. Cependant, la révision de 2019 n'est pas suffisamment importante pour modifier notre prévision de taux de financement à un jour pour la fin de l'année 2019. Nous

continuons de prévoir que la Banque marquera une longue pause à 2.5% (la borne inférieure de sa propre estimation de la fourchette du taux neutre).

Mais qu'en est-il du rythme de la normalisation au cours de l'année?

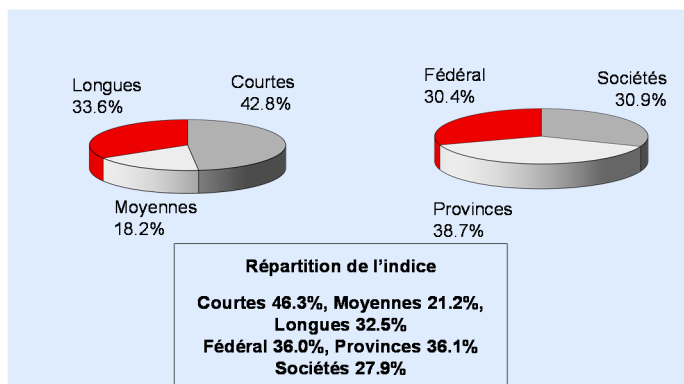
Bien que la BdC penche en faveur d'une hausse plus rapide du taux directeur, elle reste très tributaire des statistiques et les conditions financières internationales se sont resserrées. Les marchés de change et boursiers ont été volatils, ajoutant de l'incertitude aux prévisions. Dans ces conditions, nous sommes enclins à nous en tenir à nos projections du mois dernier – hausses en janvier, avril et juillet 2019.

La mise à jour financière du ministre des Finances Bill Morneau attendue le 21 novembre est un des risques pesant sur cette prévision. Le ministre a indiqué qu'il veut s'assurer que les Canadiens et les entreprises internationales aient la possibilité d'investir au Canada. Selon la nature et la portée des mesures qu'il pourrait annoncer, la Banque pourrait décider d'augmenter sa normalisation de la politique monétaire avec une hausse de taux dès le 5 décembre.

Conclusion : Les risques pour nos prévisions nord-américaines ont augmenté, tant du côté de la hausse que de celui de la baisse cet automne, élargissant l'intervalle de confiance autour des prévisions. Dans ce contexte, les primes de risque des actions et les primes de terme des obligations ont aussi bondi. Mais nos opinions sur le degré de normalisation des politiques monétaires canadiennes et américaines nécessaire en 2019 restent inchangées. Nous continuons de prévoir que le taux de financement à un jour canadien se situera à 2.5% et que la borne supérieure de la fourchette cible des fonds fédéraux américains atteindra 3.0% à la fin de l'année 2019. Le rendement jusqu'à l'échéance des obligations de 10 ans continuera probablement à dériver à la hausse au cours des 12 prochains mois en réponse à des statistiques d'inflation plus fermes et à la poursuite de la normalisation de la politique monétaire. Nous pensons que les obligations du Trésor de 10 ans oscilleront autour de 3.50% et les obligations du Canada de 10 ans, autour de 3.50% d'ici un an.

Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 7.31 contre la projection de 7.31 pour l'indice de référence
Maintenir une surpondération de titres provinciaux et de société.



FBN Économie et Stratégie

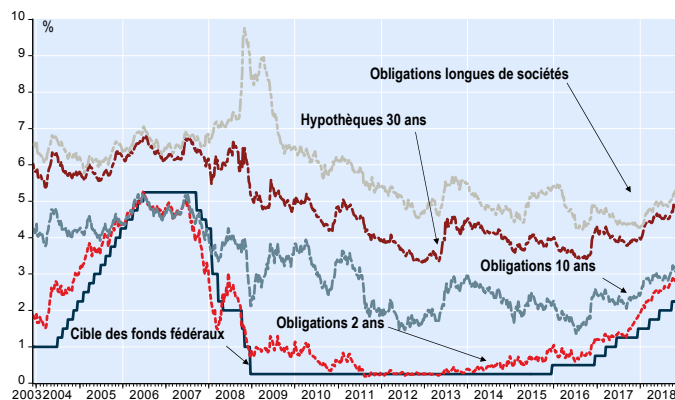
Marché obligataire canadien - Rendement totaux

10/26/2018 mois/jour/année	Depuis 9/28/2018	Depuis 7/27/2018	Depuis 4/27/2018	Depuis 10/27/2017
Encaisse	0.11	0.34	0.65	1.15
Canada				
court	0.11	0.16	0.39	0.20
moyen	0.27	-0.13	0.38	-0.96
long	0.17	-0.73	0.65	0.18
Univers	0.16	-0.06	0.47	0.02
Provinciale				
Municipale	-0.11	-0.62	0.50	0.38
Sociétés				
AA	0.05	0.35	0.58	0.37
A	-0.07	-0.32	0.10	0.26
BBB	-0.05	0.07	0.72	1.28
Univers	-0.03	0.02	0.58	0.83
Total	0.01	-0.24	0.51	0.37
S&P/TSX	-7.20	-8.50	-3.58	-3.87

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

Taux d'intérêt aux États-Unis

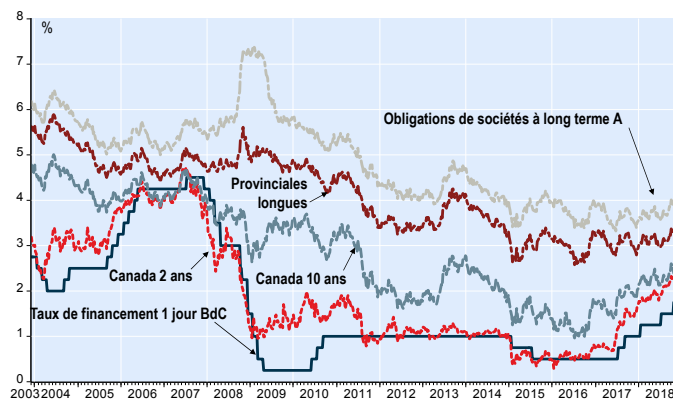
Hebdomadaire, dernière observation le 26 octobre, 2018



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Taux d'intérêt au Canada

Hebdomadaire, dernière observation le 26 octobre, 2018



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Marché obligataire - Canada

Taux d'intérêt

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

Écart

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

Devises

\$ CA / US
EUR / \$ CA

Clôture (mois/jour/année)

	10/26/18	9/28/18	7/27/18	4/27/18	10/27/17
90 jours (A.B.)	2.184	2.015	1.930	1.735	1.414
2 ans	2.265	2.214	2.064	1.898	1.444
5 ans	2.343	2.341	2.205	2.131	1.659
10 ans	2.393	2.427	2.295	2.323	1.988
30 ans	2.429	2.422	2.332	2.412	2.339
90 j. - 2 ans	8.1	19.9	13.4	16.3	3.0
2 - 5 ans	7.8	12.7	14.1	23.3	21.5
2 - 10 ans	12.8	21.3	23.1	42.5	54.4
10 - 30 ans	3.6	-0.5	3.7	8.9	35.1
\$ CA / US	1.3104	1.2909	1.3055	1.2829	1.2808
EUR / \$ CA	0.6691	0.6674	0.6574	0.6426	0.6726

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

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

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

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@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 contrares 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.