



Sommaire des prévisions

Par Taylor Schleich, Warren Lovely et Ethan Currie

- Pendant ses premiers mois, l'administration Trump s'en est prise à ses partenaires commerciaux, déployant la force brute des droits de douane pendant les 100 premiers jours de la présidence. Mais, après cette envolée initiale, la Maison-Blanche est passée à la négociation. Un accord étriqué avec le Royaume-Uni a été suivi d'une entente à plus fort impact avec la Chine, pour laquelle les taux des droits de douane à trois chiffres antérieurs ont été réduits pour une durée de 90 jours. Si toute désescalade est accueillie positivement, il a toujours été clair que les droits de douane imposés sur les produits chinois étaient insoutenables et allaient être rabaissés. Les États-Unis restent aux prises avec un taux des droits de douane effectif d'un peu moins de 15 %, qui continuera d'affecter les perspectives de croissance et les prévisions d'inflation. L'incertitude a un peu diminué – c'est clairement ce qui ressort des marchés boursiers –, mais une politique commerciale qui demeure protectionniste ne sera pas sans conséquences.
- La Fed est coincée dans une situation contradictoire. D'une part, le contexte de droits de douane élevés présente des risques d'inflation, même si l'effet sur les prix se révélait passager. D'autre part, les risques pour la croissance et l'emploi sont ceux d'une baisse, pour les mêmes raisons. Quelle est alors la meilleure réponse de politique monétaire dans cet environnement? Ne rien faire. À mesure qu'on commencera à y voir plus clair et que les nouvelles données indiqueront lesquelles des variables du mandat de la Fed sont le plus affectées, les grands argentiers seront mieux informés sur l'orientation à donner à la politique monétaire. Mais cette clarté pourrait bien ne pas apparaître avant que l'année soit bien avancée. Nous pensons maintenant que la Fed attendra plus longtemps avant de relancer le cycle de détente, et décalons le moment de la première réduction en 2025 de juin à octobre. Ultimement cependant, nos révisions concernent plus le moment d'une réduction que son ampleur. Dans notre prévision mise à jour, la Fed sera forcée à opérer un rattrapage par des données économiques plus faibles à la fin de 2025 et au début de 2026, mais nous nous attendons toujours à ce que son taux cible se situe à 3,25 % d'ici le milieu de 2026. L'allègement des taux à long terme pourrait n'être que limité alors que la politique budgétaire s'engage sur une voie encore moins durable.
- Alors que la Banque du Canada est restée dans l'expectative en attendant d'y voir plus clair lors de sa décision d'avril, des événements récents justifient la reprise du cycle de détente en juin. La réouverture de l'écart de production milite aussi en faveur d'une poursuite de la détente cette année. Notre prévision du taux de financement à un jour est inchangée par rapport à avril et implique une baisse des taux à 2 % d'ici la fin de 2025. Alors que le plus clair de l'année sera ardu en termes de croissance, nous espérons qu'une reprise se manifesterà vers le tournant de l'année, ce qui pourrait permettre à la BdC de rester sur la touche en 2026. En ce qui concerne les rendements obligataires, une baisse est à anticiper sur toute la courbe. Mais l'augmentation des déficits (fédéraux et provinciaux) entraînera l'émission de plus d'obligations, ce qui pourrait entraver une décline des taux à long terme. En même temps, nous craignons moins de fortes augmentations des coûts d'emprunt qu'aux États-Unis étant donné un avantage budgétaire encore substantiel.

États-Unis							Canada						
Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A	Trimestre	Cible	3 M	2 A	5 A	10 A	30 A
14 mai 25	4,50	4,29	4,04	4,15	4,52	4,97	14 mai 25	2,75	2,62	2,59	2,83	3,24	3,55
T2 2025	4,50	4,30	4,00	4,10	4,50	4,95	T2 2025	2,50	2,45	2,50	2,75	3,20	3,50
T3 2025	4,50	4,15	3,90	4,05	4,45	4,90	T3 2025	2,25	2,15	2,30	2,60	3,10	3,40
T4 2025	4,00	3,65	3,70	3,90	4,35	4,85	T4 2025	2,00	1,95	2,15	2,50	3,00	3,35
T1 2026	3,50	3,30	3,50	3,75	4,25	4,75	T1 2026	2,00	1,95	2,05	2,45	2,95	3,30
T2 2026	3,25	3,10	3,40	3,65	4,20	4,70	T2 2026	2,00	1,95	2,10	2,50	2,95	3,30
T3 2026	3,25	3,05	3,45	3,60	4,15	4,65	T3 2026	2,00	1,95	2,20	2,55	3,00	3,35
T4 2026	3,25	3,10	3,50	3,65	4,15	4,60	T4 2026	2,00	2,00	2,35	2,65	3,10	3,40
T1 2027	3,25	3,15	3,55	3,70	4,20	4,60	T1 2027	2,00	2,05	2,50	2,75	3,15	3,45

FOMC : Taxes en avril, accords en mai?

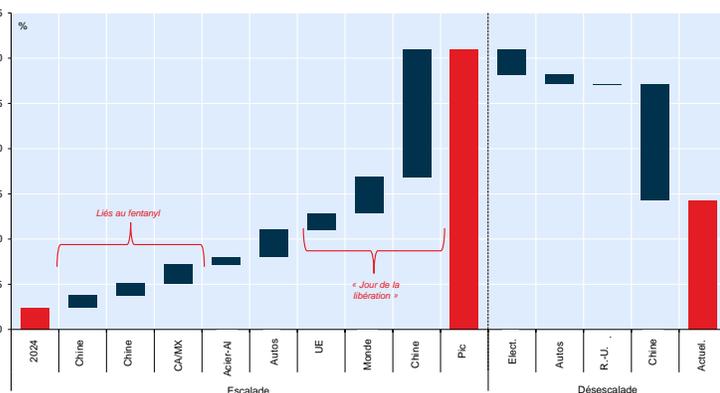
Pendant ses premiers mois, l'administration Trump s'en est prise à ses partenaires commerciaux, déployant la force brute des droits de douane pendant les 100 premiers jours de la présidence. Les premières taxes liées à la sécurité des frontières imposées au Mexique, au Canada et à la Chine ont cédé la place à des mesures sectorielles spécifiques (p. ex., acier et aluminium), mais le « jour de la libération » en avril a marqué le summum du massacre commercial, comme nous en avons fait état dans le [Mensuel obligataire](#) du mois dernier. Alors que la plupart des pays ont obtenu une suspension de 90 jours des taux de droits de douane dits « réciproques » (les produits de ces pays sont maintenant plutôt assujettis à un taux uniforme de 10 %), la Chine n'a pas eu la même chance. En fait, le rival économique des États-Unis a été frappé encore plus durement, les droits sur la plupart des importations en provenance de Chine explosant au niveau astronomique de 145 %.

Depuis, l'administration américaine est passée de la volonté de punir à la négociation et divers pays se seraient empressés de conclure des accords avant la fin de la suspension de 90 jours des droits de douane réciproques. Le Royaume-Uni – un partenaire commercial relativement petit – a été le premier sur les rangs quoique, [comme cela a été expliqué à l'époque](#), l'accord obtenu n'était pas particulièrement inspirant. Les droits de douane sur certaines importations britanniques ont été négociés à la baisse, mais pas éliminés entièrement. Et si toute désescalade est accueillie positivement, l'accord révèle clairement que le protectionnisme n'a pas disparu. C'est déterminant à l'heure où nous attendons des négociations avec des partenaires commerciaux plus importants.

À ce propos, l'événement le plus marquant des dernières semaines a été la conclusion d'un accord avec la Chine visant un abaissement mutuel des droits de douane pendant les 90 prochains jours. La taxe de 145 % sur les produits chinois a été réduite à 30 % et les deux gouvernements s'efforceront au cours des trois prochains mois de parvenir à une entente plus globale. Le recul a indiscutablement été plus important que ce que beaucoup d'investisseurs avaient anticipé (juste avant l'entente, le président Trump avait dit que le chiffre de 80 % « semblait juste »). Par conséquent, les marchés ont salué l'annonce avec enthousiasme et les indices boursiers clés sont remontés au-dessus des niveaux antérieurs au « jour de la libération ». Là encore, nous hésitons à participer à la célébration, restant attentifs au propos du secrétaire au Trésor Scott Bessent qui a qualifié le taux des nouveaux droits de « plancher ». En d'autres termes, tout ce qui pouvait être obtenu facilement a été pris.

Après les « accords », les droits de douane sont moindres, mais sont loin d'être bas

Contributions au taux de droits de douane moyen effectif des États-Unis (AETR)

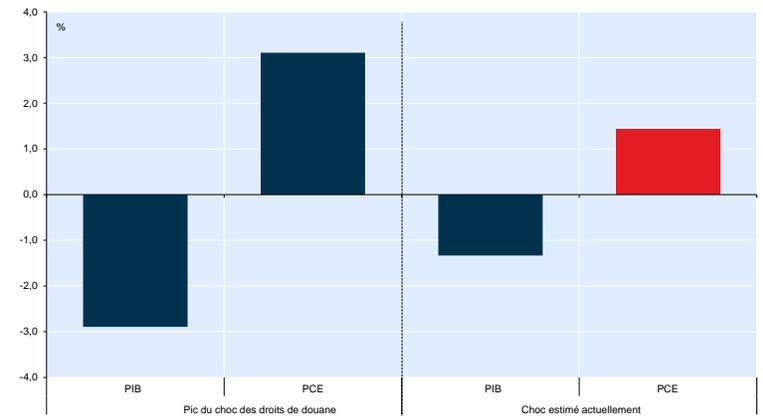


Source : BNC, U.S. Census Bureau, BBG

Alors, où en sommes-nous aujourd'hui ? Le taux des droits de douane moyen effectif (AETR) des États-Unis a baissé de plus de 30 % à son plus récent pic à environ 14 % après les réductions récentes. Là encore, la désescalade est une bonne nouvelle, mais il avait toujours été évident que la politique appliquée après le « jour de la libération » n'allait pas durer. À l'avenir, de nouveaux accords seront probablement conclus, mais il est difficile d'envisager un scénario dans lequel l'AETR descendrait sous les 10 % prochainement. Cela signifie que le contexte commercial restera sous-optimal, perturbateur et incertain. Les risques d'inflation continuent de pointer vers le haut alors que les risques pour la croissance et l'emploi sont ceux d'une baisse.

Les risques pour la croissance et l'emploi ont diminué, mais pas disparu

Impact des droits de douane estimés à court terme sur le PIB et indicateur PCE d'après le taux des droits de douane moyen effectif



Source : BNC, BBG, Yale, Réserve fédérale

Que peut faire la Fed ? Alors que la réponse du président à cette question a été et continue d'être « RÉDUIRE » [les taux d'intérêt], le FOMC a choisi une approche prudente. C'est-à-dire de ne rien faire et d'attendre. Au cours de sa réunion du début de mai, le FOMC a décidé à l'unanimité de laisser son taux directeur inchangé, ce à quoi tout le monde s'attendait. Le seul changement important dans le communiqué de la Fed sur les taux était une nouvelle déclaration selon laquelle les « risques d'une hausse du chômage et de l'inflation ont augmenté ». Pendant la conférence de presse, Jerome Powell habituellement inspiré, est resté laconique. Il a choisi de ne donner aucune indication quant au moment où des réductions de taux seraient envisageables, relevant simplement que le comité est bien positionné pour faire face aux risques pour l'un ou l'autre des deux volets de son mandat, et qu'il en coûterait peu d'attendre. Si le FOMC était confronté à une situation de hausse simultanée de l'inflation et du chômage, il déterminerait laquelle des variables s'est le plus écartée de son mandat et agirait en conséquence.

À en croire les prix qui ont cours sur le marché, celui-ci semblait penser que la baisse de la demande l'emporterait sur les hausses de prix motivées par les droits de douane. En fait, il y a deux semaines encore, les marchés des swaps indexés sur le taux à un jour s'attendaient à ce que la Fed procède à quatre réductions des taux avant la fin de 2025.

Les marchés **tablaient** sur de fortes baisses des taux en 2025

Taux implicite des swaps indexés sur le taux à un jour en décembre 2025 et graphique à points de mars, taux actuel



Source : BNC, BBG | Nota : Aligné sur le haut de la fourchette du taux directeur

Dans cette perspective, la relation habituellement étroite entre les attentes d'inflation et les attentes en matière de taux d'intérêt éclaterait.

Baisse des taux sans baisse de l'inflation ?

Swaps indexés sur l'inflation et sur le taux à un jour, en USD à 2 ans, depuis 2023



Source : BNC, BBG

Plus récemment, le marché a commencé à basculer et les prévisions de réductions des taux importantes en 2025 se sont embrouillées. L'attitude patiente de la Fed a conduit à repenser la situation, tout comme la désescalade des tensions commerciales. Cependant, les récentes statistiques économiques *quantitatives* n'ont pas non plus milité en faveur d'une détente, contrairement à des données *qualitatives* plus négatives. Cela s'est particulièrement manifesté dans le rapport sur l'emploi d'avril, qui n'indiquait que peu, voire aucun, impact de l'avalanche de droits de douane d'avril. L'embauche est restée ferme, dépassant les attentes un deuxième mois de suite. Le taux de chômage pour sa part n'a pas bougé, malgré l'augmentation du taux d'activité, et il reste bien inférieur à l'estimation de la Fed datant d'avant le « jour de la libération ».

Le chômage reste inférieur aux attentes de la Fed

Taux de chômage américain et projection du FOMC pour le T4 2025



Source : BNC, BBG | Nota : La projection du SPE de mars représente la moyenne du T4

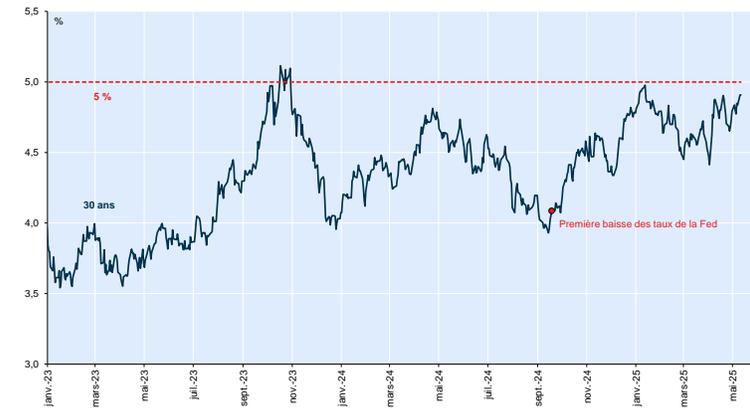
Il était probablement trop tôt pour s'attendre à constater les conséquences des tensions commerciales dans les données récentes sur l'emploi. L'incertitude au sujet de la durée et de l'ampleur des droits de douane fait en sorte que les entreprises optent probablement pour une approche attendiste avant de prendre des décisions importantes sur leurs effectifs. Cela signifie que les données du marché du travail de mai et de juin pourraient afficher également une tenue relativement bonne. Mais à terme, nous ne pensons pas que l'épisode des droits de douane – quelle qu'en soit l'issue – sera sans conséquences. Notre prévision de base table sur un ralentissement de la croissance du PIB au deuxième semestre de l'année ce qui entraînera une décélération graduelle de l'embauche. Bien que nous envisagions une pression à la hausse très modeste du taux de chômage au cours des prochains mois, la principale variable du marché du travail pourrait augmenter plus nettement vers la fin de l'année.

Qu'est-ce que cela implique pour la Fed ? Comme c'est le cas actuellement, l'incertitude au sujet de l'emploi et de l'inflation incitera probablement la Fed à ne pas intervenir à court terme. Plutôt qu'en juin, comme nous le prévoyions depuis longtemps, nous pensons maintenant que la première baisse des taux par la Fed en 2025 aura lieu au quatrième trimestre. D'ici là, les effets inflationnistes des droits de douane auront probablement culminé et les ressources économiques inutilisées auront augmenté, permettant à la Fed d'abandonner sa politique restrictive. Mais nos révisions tiennent plus au moment d'une réduction des taux qu'à son ampleur. La cadence d'une réduction toutes les deux réunions de la Fed de nos prévisions antérieures est maintenant remplacée par une situation dans laquelle la Fed sera forcée de faire du rattrapage à la fin de 2025 et au début de 2026. Mais, dans le droit fil de notre prévision antérieure, nous continuons de nous attendre à ce que le taux directeur de la Fed se situe à 3,25 % d'ici le milieu de 2026.

En ce qui concerne les taux à long terme, nous nous attendons avant tout à ce que la volatilité continue. C'est le résultat naturel de la politique imprévisible de la Maison-Blanche. En dehors de la volatilité, notre prévision de base pour les fonds fédéraux concorde avec une baisse des rendements sur l'ensemble de la courbe des taux. Cependant, les risques pour cette prévision tendraient plutôt à la hausse, la politique budgétaire demeurant la grande inconnue. Le projet de loi de finances des républicains de la Chambre des représentants comprend des réductions d'impôts de 4 000 milliards \$ sur la prochaine décennie, qui ne seront que partiellement contrebalancées par une diminution des dépenses de 1 500 milliards \$. Alors que la confiance des investisseurs dans les États-Unis a déjà été ébranlée cette année, nous craignons qu'un nouveau relâchement budgétaire se révèle problématique. Nous surveillerons par conséquent de près les taux à 30 ans qui, au moment de rédiger ces notes, oscillent juste sous les 5 %. Cela représentait un niveau clé de résistance ces dernières années, mais la vigueur de ce plafond psychologique pourrait être mise à l'épreuve.

5 % est une barrière psychologique et un niveau de résistance prouvé

Taux des obligations du Trésor américain de 30 ans depuis 2023



Source : BNC, BBG

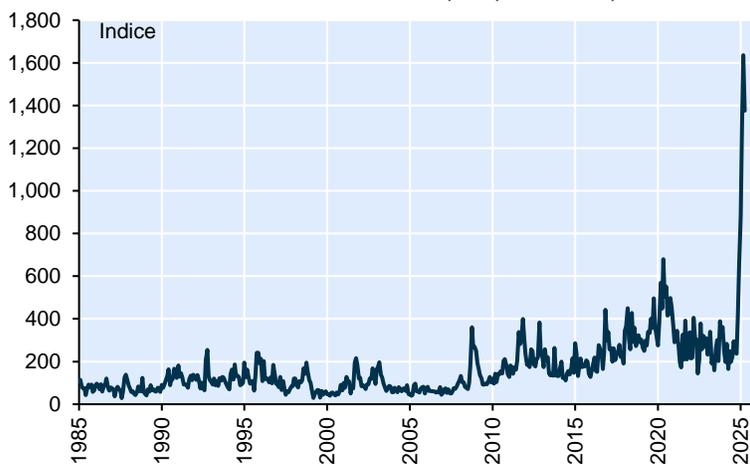
BdC: Après la pause d'avril, une baisse en juin

Quand nous avons publié le *Mensuel obligataire* d'avril, il y avait des indices clairs et évidents que le contexte du commerce international perturbé affectait le moral des entreprises et des ménages canadiens. La confiance des entreprises a chuté au plus bas depuis toujours et celle des consommateurs n'était guère meilleure. Entravée par l'incertitude, l'activité des marchés immobiliers résidentiels canadiens s'est arrêtée. Dans un contexte « normal », la Banque du Canada se montrerait sensible à cette crise de confiance et détendrait probablement les taux d'intérêt. Mais, les anxiétés économiques dues aux tensions commerciales entre le Canada et les États-Unis étaient accompagnées à la fois par des droits de douane en rétorsion et des attentes d'augmentation de l'inflation.

Alors que les variables clés offraient des indications contradictoires pour la politique monétaire, le Conseil de direction était paralysé. Dans sa décision sur les taux d'intérêt d'avril, la banque centrale a opté pour un maintien du taux directeur sans modification pour la première fois cette année alors qu'il faisait face à « un degré d'incertitude inhabituel ». Le maintien a été décidé pour se donner plus de temps pour acquérir davantage d'informations sur les droits de douane et leurs impacts. Depuis, il n'y a eu que de faibles changements sur le front du commerce entre le Canada et les États-Unis (globalement, le contexte s'est amélioré), mais les effets économiques sont devenus plus clairs.

L'incertitude a diminué, mais reste intenable

Indice Baker, Bloom et Davis de l'incertitude de la politique économique canadienne

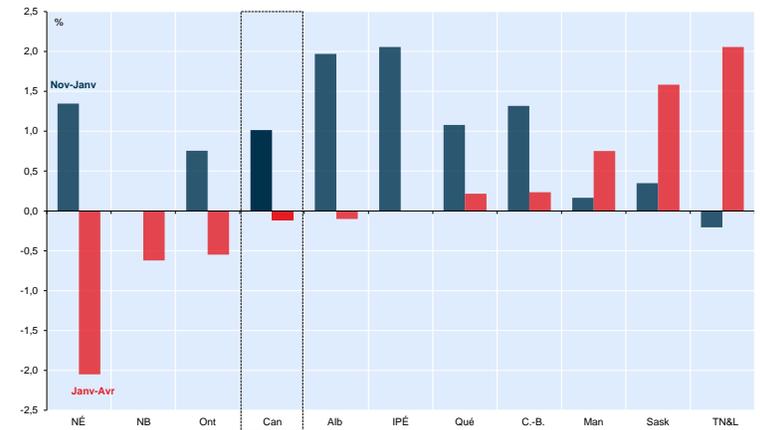


Source : BNC, BBG

Les données récentes sur l'emploi, qui donnent l'idée la plus actuelle de l'économie canadienne, sont restées négatives. Le Canada affichait techniquement des embauches nettes en avril, mais les détails du rapport sur l'emploi étaient peu inspirants. Les gains d'emplois nets de 7K étaient entièrement attribuables à des embauches de travailleurs temporaires dans le cadre de l'élection fédérale, dans le sous-secteur de l'administration publique. Sans cette catégorie, l'emploi affichait une perte d'environ 30K. Le dénouement inévitable du mois de mai devrait se traduire par un nouveau bilan décevant. Mais il faut compter aussi sur des signes de plus en plus clairs des répercussions liées aux droits de douane. Le secteur de la fabrication a perdu 31K emplois.

Les droits de douane affectent-ils déjà le marché du travail du Canada ?

Croissance de l'emploi canadien : 3 derniers mois, 3 mois précédents



Source : BBC, Statistique Canada

Globalement, il devient de plus en plus évident que l'amélioration des conditions du marché du travail qui a marqué la fin de 2024 appartient désormais au passé. Cela se constate également dans le taux de chômage, qui, en avril, a renoué avec un pic antérieur du cycle de 6,9 %. Contrairement au mois de novembre quand les conditions ont commencé à changer, nous ne pensons pas que le mois d'avril représente un pic pour le taux de chômage.

L'embellie du marché du travail est révolue

Taux d'emploi et de chômage canadiens



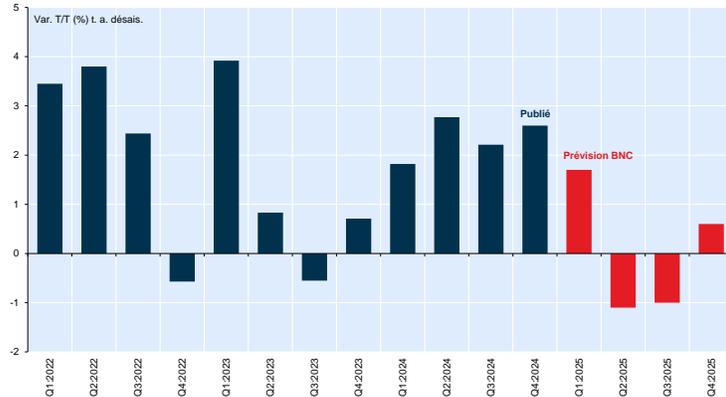
Source : BNC, Statistique Canada

Les données du PIB ne permettent pas encore d'évaluer réellement l'impact des tensions commerciales sur l'économie, mais les données publiées en décalage que nous avons pu consulter ne sont pas très rassurantes. Le PIB de février a enregistré sa plus forte contraction en plus de deux ans, situation en partie attribuable à la paralysie du marché de l'immobilier résidentiel. Les données pour l'ensemble du premier

trimestre (qui n'ont pas encore été publiées) devraient révéler une expansion proche de 2% (en partie grâce aux importations anticipées des clients américains), mais nous pensons que cette expansion sera annulée au cours des trimestres suivants, lorsque le Canada entrera dans une récession technique.

Les prévisions du PIB du Canada pour 2025 en baisse

Croissance du PIB réel canadien et projections de BNC

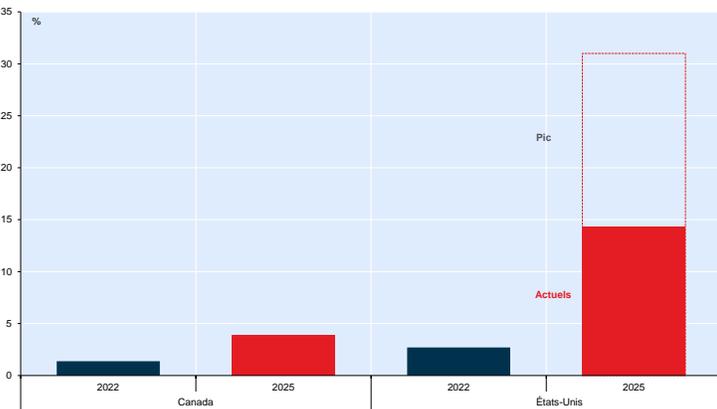


Source : BNC, BBG

L'incertitude qui plane sur les perspectives d'inflation est inhabituellement élevée, mais nous croyons que les pressions sur les prix continueront d'évoluer relativement positivement. Le rapport du mois de mars a réservé une surprise avec une baisse de l'inflation, la plus importante depuis janvier 2024, tandis que la moyenne des mesures de base préférées de la BdC a progressé à son rythme le plus lent en 13 mois. En outre, la chute des prix du pétrole et la suppression de la taxe carbone promettent un répit dans les chiffres d'ensemble au cours des prochains mois. Quant aux droits de douane eux-mêmes, une taxe à l'importation effective moyenne relativement faible devrait se traduire par des hausses de prix seulement modestes dans l'ensemble.

Le taux effectif des droits de douane du Canada en hausse, mais relativement contenu

Taux des droits de douane effectif moyen au Canada et aux États-Unis – 2022 et 2025



Source : BNC, OMC, U.S. Census Bureau

Il est certes possible que les attentes d'inflation des consommateurs aient augmenté en début d'année, mais la baisse des prix à la pompe devrait les empêcher de croître de trop à partir de là. En attendant, les mesures des attentes d'inflation basées sur le marché ont ralenti et, aux niveaux où elles se trouvent, elles sont loin de susciter l'inquiétude.

Les marchés peu préoccupés par l'inflation canadienne

Taux d'inflation au point mort du Canada sur 5 ans



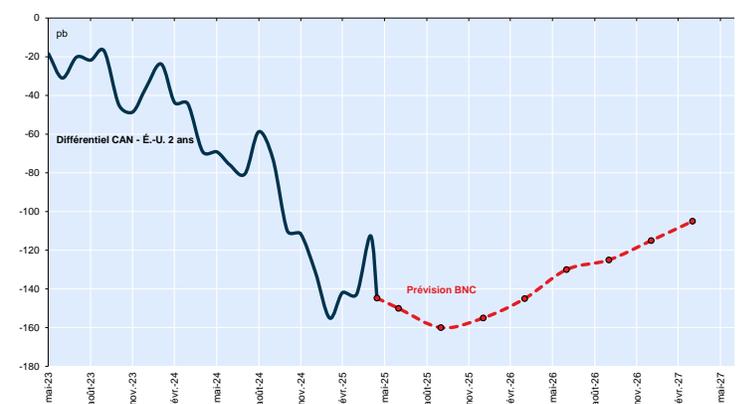
Source : BNC, BBG

Les grands argentiers, comme on a pu le lire dans le Résumé des délibérations d'avril, envisageaient sérieusement de réduire les taux en avril, quand l'incertitude était au plus fort. Maintenant que la poussière est retombée, les perspectives de croissance sont plus faibles, le marché du travail est moins effervescent et l'inflation suscite toujours relativement peu d'inquiétude. Pour nous, les conditions sont réunies pour une reprise de la détente en juin.

Conformément à nos prévisions de taux pour avril (et mars), nous pensons que la BdC continuera de réduire les taux d'ici la fin de l'année, et que le taux de financement à un jour se situera à 2 % d'ici décembre. Nous espérons que la croissance se stabilisera d'ici le début de l'année prochaine, ce qui pourrait limiter la nécessité d'un assouplissement marginal en 2025. Tandis que la Fed compose avec une économie américaine plus robuste et n'est pas exposée aux mêmes pressions la poussant à assouplir sa politique monétaire à court terme, nous croyons que les taux des obligations du gouvernement du Canada, qui se sont distingués récemment, pourraient poursuivre sur leur lancée. Les valorisations croisées des marchés pourraient s'approcher des extrêmes inscrits à la fin de 2024.

Les obligations du Canada dépassent celles des É.-U. alors que la Fed est bloquée sur la touche

Différentiel de rendement CAN – É.-U. à 2 ans – Effectif et prévision BNC

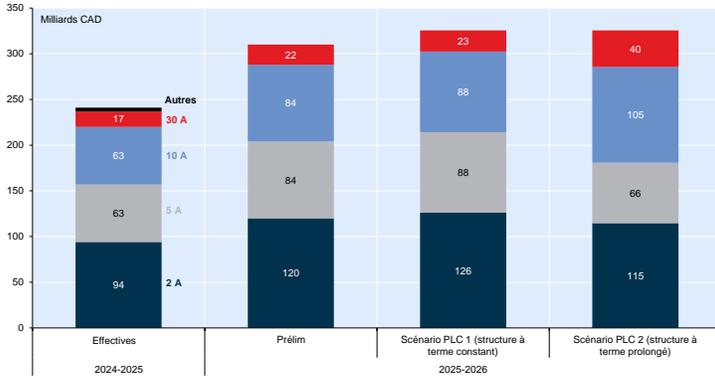


Source : BNC, BBG

Tout comme aux États-Unis, la politique budgétaire du Canada sera un point clé à surveiller. Les libéraux ont été réélus sur un programme de creusement des déficits et d'augmentation des dépenses d'investissements qui se traduiront inévitablement par des émissions marginales. L'émission nette de nouvelles obligations s'ajoute à ce qui devait déjà être une forte augmentation de l'offre d'obligations cette année. Même si nous continuons de croire que la situation budgétaire du Canada est bien meilleure que celle des États-Unis ou d'autres économies comparables, la demande croissante des investisseurs obligataires devrait limiter la compression des taux le long de la courbe que nous pourrions autrement observer.

Après les élections, plus d'émissions d'OdC cette année

Émissions brutes d'OdC par terme – effectives, préliminaires, et scénarios



Source : BNC, Banque du Canada, chiffrage du Parti libéral du Canada (PLC) | Nota : Le scénario 2 adopte la durée moyenne pondérée de l'exercice 2021-2022. « Prélim » = indications prospectives actuelles basées sur l'énoncé économique de l'automne 2024



Abonnez-vous à nos publications : BNCeconomieetStrategie@bnc.ca – Pour nous joindre : 514 879-2529

Général : Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada : FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. 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 à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de l'UE : En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

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 SFC 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.