

## Sommaire

Par Stéphane Marion et Kyle Dahms

- Comme nous l'avons fait remarquer le mois dernier, des perspectives moins certaines pour la trajectoire future de la politique monétaire américaine, avec une divergence potentielle du reste du monde, ont agi en faveur de la vigueur de l'USD, car la Fed serait empêchée de réduire les taux d'intérêt. Plus la politique monétaire restera restrictive, plus il y a de risques de surprises négatives dans la croissance et les résultats des entreprises au deuxième semestre de l'année. Étant donné la forte corrélation négative entre l'indice S&P 500 et l'indice de l'USD, nous nous attendons à ce que l'accalmie des marchés boursiers entraîne une appréciation du dollar américain.
- Le dollar canadien continue de se déprécier par rapport au dollar américain au début du deuxième trimestre. Comme si la situation des taux d'intérêt n'était pas suffisamment défavorable au CAD, n'oublions pas que le récent budget fédéral a augmenté le taux d'inclusion des gains en capital de 50% à 67% à partir du 25 juin. Ottawa s'attend à d'importants encaissements de profits d'ici là, certains investisseurs décidant d'éviter la hausse de cet impôt, ce qui pourrait précipiter la vente d'actifs en CAD. Dans ces circonstances, et étant donné notre prévision de prix du baril de pétrole WTI à US\$75, nous continuons de penser que le taux de change USD/CAD passera au-dessus de 1.40 au deuxième semestre de 2024.
- Alors que le yen semblait sur le point de remonter la pente, la devise a connu un nouvel accès de faiblesse. En cours de journée, elle a dépassé son niveau le plus bas en 34 ans et a brièvement franchi la barre des 160 USD/JPY. Bien que la chute ait été stoppée par l'intervention des décideurs politiques de la nation insulaire, des questions subsistent quant à la capacité de résistance à de nouvelles baisses désordonnées. La banque centrale est coincée entre la maîtrise des prix et l'augmentation du coût de la dette, tout en gérant l'impact sur la monnaie. Cette dernière semble être tendue par rapport aux périodes passées et nous prévoyons une légère amélioration pour le yen d'ici la fin de l'année, mais cela nécessitera un resserrement des écarts de rendement, ce qui pourrait ne pas se produire avant que la Fed ne commence à assouplir sa politique.

### FBN Perspectives sur les devises

Devises		Actuel	Prévisions			
		1 mai, 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025
<b>Dollar Canadien</b>	<i>(USD / CAD)</i>	<b>1.38</b>	<b>1.38</b>	<b>1.40</b>	<b>1.42</b>	<b>1.40</b>
<i>Dollar É-U</i>	<i>(CAD / USD)</i>	0.73	0.72	0.71	0.70	0.71
Euro	<i>(EUR / USD)</i>	1.07	1.06	1.04	1.03	1.04
Yen Japonais	<i>(USD / JPY)</i>	158	152	148	145	142
Dollar Australien	<i>(AUD / USD)</i>	0.65	0.64	0.63	0.63	0.64
Livre Sterling	<i>(GBP / USD)</i>	1.25	1.24	1.22	1.20	1.22
Yuan Chinois	<i>(USD / CNY)</i>	7.24	7.20	7.25	7.30	7.25
Peso Mexicain	<i>(USD / MXN)</i>	17.0	17.5	18.0	18.5	19.0
<b>Dollar américain pondéré avec les échanges<sup>(1)</sup></b>		<b>122.4</b>	<b>122.9</b>	<b>124.6</b>	<b>125.9</b>	<b>125.3</b>

1) Federal Reserve Broad Index (26 devises)

### Devises croisées avec le dollar Canadien

Devises		Actuel	Prévisions			
		1 mai, 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025
Euro	<i>(EUR / CAD)</i>	1.47	1.46	1.46	1.46	1.46
Yen Japonais	<i>(CAD / JPY)</i>	115	110	106	102	101
Dollar Australien	<i>(AUD / CAD)</i>	0.89	0.88	0.88	0.89	0.90
Livre Sterling	<i>(GBP / CAD)</i>	1.72	1.71	1.71	1.70	1.71
Yuan Chinois	<i>(CAD / CNY)</i>	5.26	5.22	5.18	5.14	5.18
Peso Mexicain	<i>(CAD / MXN)</i>	12.4	12.7	12.9	13.0	13.6

## USD : L'ascension a repris

Après une pause de plusieurs semaines, le billet vert grimpe de nouveau. L'USD pondéré des échanges commerciaux a même frisé son point culminant de 2023 avant de battre un peu en retraite ces derniers jours (graphique).

### USD : Reparti à la hausse

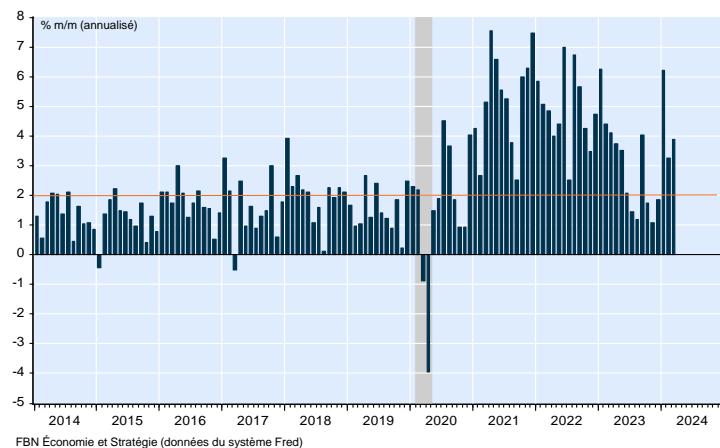
USD\* pondéré des échanges commerciaux par rapport à un panier de 26 devises



Comme nous l'avons fait remarquer le mois dernier, des perspectives moins certaines pour la trajectoire future de la politique monétaire américaine, avec une divergence potentielle du reste du monde, ont agi en faveur de la vigueur de l'USD, car la Fed serait empêchée de réduire les taux d'intérêt. Nous restons du même avis. Sur le front de l'inflation, nous notons que le déflateur du PCE de base refuse de rester bas, le dernier relevé mensuel ayant bondi au niveau annualisé de 4% en mars. C'était le troisième mois de suite que l'inflation mesurée par l'indicateur PCE de base a augmenté au-dessus de la cible de 2% de la Fed (graphique).

### États-Unis : L'inflation refuse de rester basse

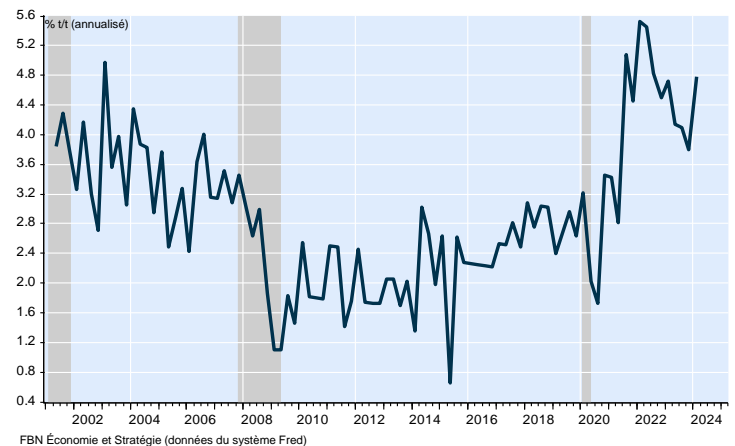
Déflateur de l'indicateur PCE de base



Les salaires ne semblent pas non plus vouloir coopérer, l'indice des coûts salariaux (ECI) – une des mesures de l'inflation des salaires préférées de la Fed – ayant augmenté à un rythme annualisé de 4.8% au T1 2024, ce qui représente l'accélération la plus forte depuis 2022 (graphique).

### États-Unis : Les coûts de rémunération du travail augmentent

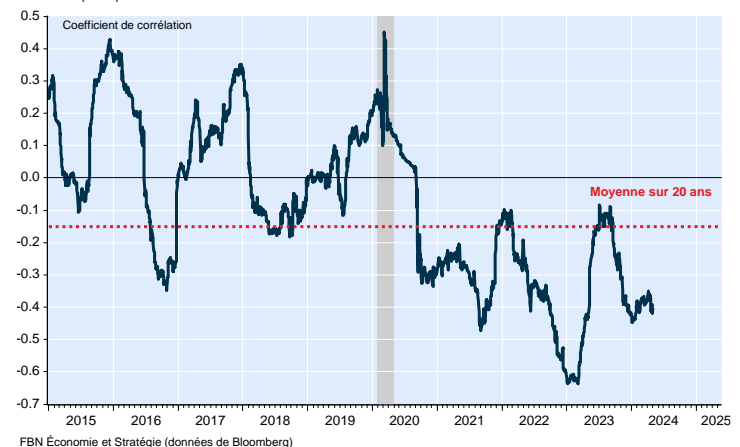
Indice des coûts salariaux (ECI) de tous les travailleurs civils



Les autorités monétaires ont été forcées de reconnaître l'évolution récente sur le front de l'inflation. Tout en laissant les taux d'intérêt inchangés le 1<sup>er</sup> mai, le FOMC a reconnu que les pressions sur les prix ont été plus fortes que prévu et que les perspectives d'inflation sont plus incertaines, bien qu'il pense toujours que la politique monétaire est suffisamment restrictive et que l'inflation devrait ralentir pendant le reste de l'année. Résultat, il est « improbable » qu'une nouvelle hausse des taux soit appropriée. Quant à des réductions des taux d'intérêt, nous en attendons, mais elles ne devraient pas dépasser 50 points de base en 2024 et il est peu probable qu'elles se produisent avant la fin de l'été. Plus la politique monétaire restera restrictive, plus il y a de risques de surprises négatives dans la croissance et les résultats des entreprises au deuxième semestre de l'année. Étant donné la forte corrélation négative entre l'indice S&P 500 et l'indice de l'USD, nous nous attendons à ce que l'accalmie des marchés boursiers entraîne une appréciation du dollar américain (graphique).

### USD : Forte corrélation avec l'indice S&P 500

Corrélation mobile sur 26 semaines entre les variations journalières de l'indice S&P 500 et l'indice du dollar américain (DXY)



## CAD : Budget inamical pour le huard

Le dollar canadien continue de se déprécier par rapport au dollar US au début du deuxième trimestre, le rapport USD/CAD ayant récemment atteint 1.38 pour la première fois depuis novembre 2023 (graphique).

## CAD : De retour au niveau de résistance de 1.38

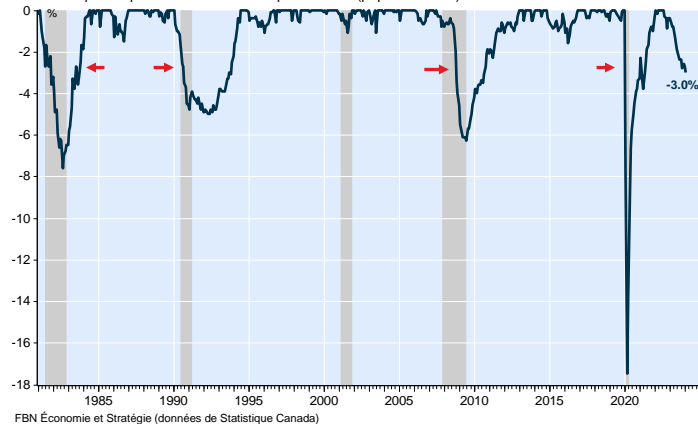
Taux de change entre le Canada et les États-Unis



Le plafond de résistance de 1.38 sera-t-il défoncé? Nous le pensons. La faiblesse économique du Canada plaide assurément en faveur d'une divergence des taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis. La croissance du PIB de février de 0.2% n'était pas à la hauteur des estimations qui faisaient consensus (+0.3%) ni de l'estimation préliminaire publiée par Statistique Canada le mois dernier (+0.4%). Bien que le PIB du T1 soit actuellement en passe de croître de 2.5%, soit légèrement moins que l'estimation de la Banque du Canada de 2.8%, ce chiffre n'a rien d'impressionnant étant donné la croissance record de la population (3.7% annualisé) au cours des trois premiers mois de 2024. Résultat, le PIB par habitant poursuit sa tendance à la baisse et se situe maintenant à 3% en dessous de son point culminant de septembre 2022. Une baisse de cette ampleur ne s'est jamais vue en dehors d'une récession (graphique).

## Canada : Forte baisse du PIB par habitant depuis le début du resserrement de la politique monétaire

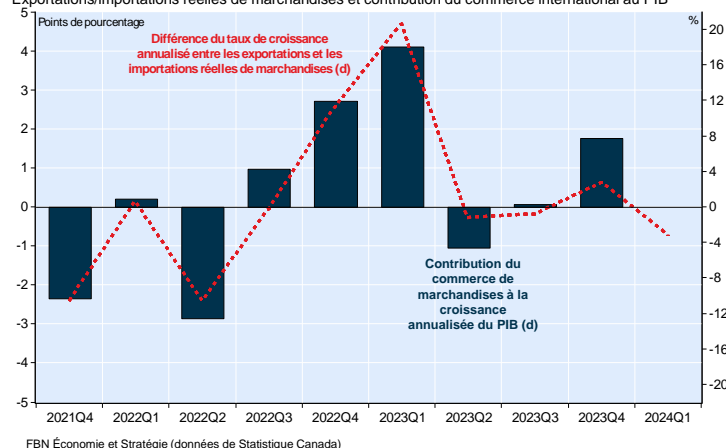
Variation depuis le point culminant du PIB par habitant (population 15+)



Qui plus est, malgré une économie américaine plus résiliente, le commerce extérieur ne s'est pas amélioré. La balance commerciale de marchandises est passée d'un excédent de CA\$0.48 milliard en février (initialement, estimé à CA\$1.39 milliard) à un déficit de CA\$2.28 milliards en mars. On est loin de l'excédent de CA\$1.21 milliard attendu par les analystes. Nous estimons que le commerce de marchandises a probablement contribué le plus négativement à la croissance du PIB au T1 depuis deux ans, les exportations réelles s'étant contractées (-1.3% annualisé) alors que les importations réelles ont augmenté (+2.0% annualisé) (graphique).

## Canada : Le commerce de marchandises a nui à la croissance du PIB au T1

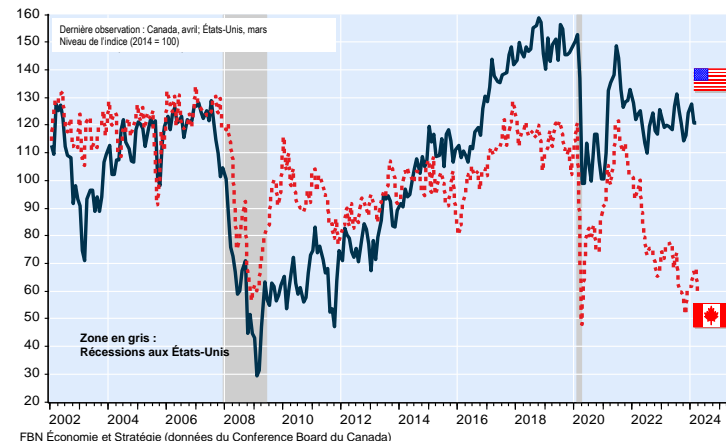
Exportations/importations réelles de marchandises et contribution du commerce international au PIB



Alors que la création d'emplois dans le secteur privé marque le pas et que le taux de chômage augmente, les tensions inflationnistes diminuent beaucoup plus rapidement de ce côté-ci de la frontière. Témoinant devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce le 1<sup>er</sup> mai, le gouverneur de la Banque du Canada, Tiff Macklem, a reconnu que les taux d'intérêt ont un effet plus mordant au Canada qu'aux États-Unis. Une politique monétaire excessivement restrictive ne sera pas nécessaire encore bien longtemps au nord du 49<sup>e</sup> parallèle d'après les indications les plus récentes de la confiance des consommateurs (graphique).

## Canada – États-Unis : Indice de confiance des consommateurs

Mensuel

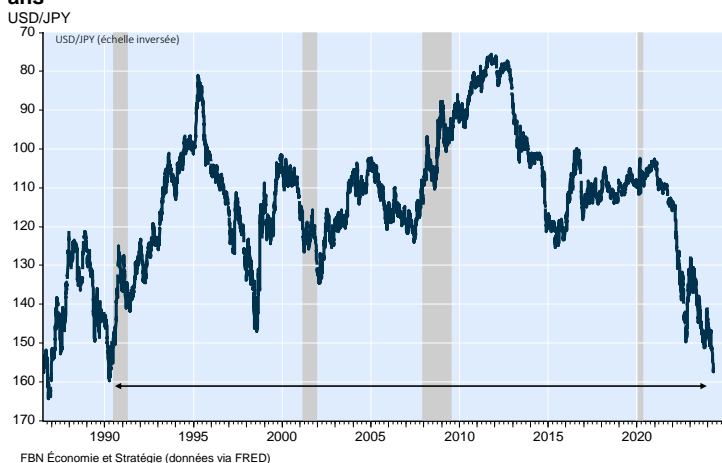


Comme [l'explique](#) notre stratégie des taux d'intérêt : « Que le début du cycle d'assouplissement de la politique monétaire soit en juin ou en juillet, il est de plus en plus clair que la Banque du Canada réduira ses taux plus tôt que la Réserve fédérale ou que bon nombre d'autres banques centrales ». Comme si la situation des taux d'intérêt n'était pas suffisamment défavorable au CAD, n'oublions pas que le récent budget fédéral a augmenté le taux d'inclusion des gains en capital de 50% à 67% à partir du 25 juin. Ottawa s'attend à d'importants encaissements de profits d'ici là, certains investisseurs décidant d'éviter la hausse de cet impôt, ce qui pourrait précipiter la vente d'actifs en CAD. Dans ces circonstances, et étant donné notre prévision de prix du baril de pétrole WTI à US\$75, nous continuons de penser que le taux de change USD/CAD passera au-dessus de 1.40 au deuxième semestre de 2024.

## JPY: Intervention

Alors que le yen semblait sur le point de remonter la pente, la devise a connu un nouvel accès de faiblesse. En cours de journée, elle a dépassé son niveau le plus bas en 34 ans et a brièvement franchi la barre des 160 USD/JPY. Bien que la chute ait été stoppée par l'intervention des décideurs politiques de la nation insulaire, des questions subsistent quant à la capacité de résistance à de nouvelles baisses désordonnées. La divergence de politique monétaire entre le Japon et les États-Unis n'a fait que s'accroître au cours des deux dernières semaines et pourrait continuer à soutenir un accès de dépréciation. Pour ne rien arranger, la Banque du Japon est coincée entre le marteau et l'enclume en matière de politique monétaire.

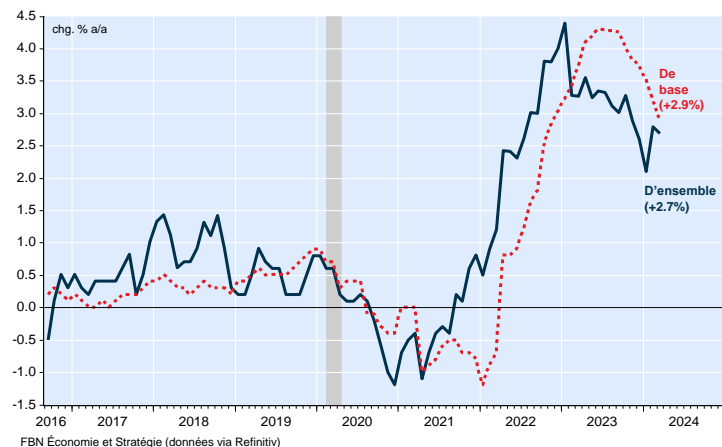
### Japon : En intrajournalier, le yen a dépassé son point le plus bas en 34 ans



L'inflation ayant atteint des niveaux inégalés depuis près de dix ans, la Banque du Japon a fait le premier pas vers la fin de sa politique monétaire ultra-accommodante. Associée à des négociations salariales qui ont alimenté les craintes d'une spirale inflationniste, la banque centrale semblait prête à prendre de nouvelles mesures. Cela n'a pas nécessairement été le cas, et les responsables ont admis qu'ils étaient prêts à laisser l'inflation dépasser l'objectif fixé pour que les prix se maintiennent de manière fiable au-dessus du seuil déflationniste. La BoJ est sur la corde raide entre l'augmentation des coûts du service de la dette pour le pays développé ayant le ratio dette/PIB le plus élevé et la maîtrise du risque d'emballement des prix. Pour l'instant, les prix restent trop élevés pour être confortables et pourraient être exacerbés par un affaiblissement de la monnaie.

### Japon : L'inflation reste élevée malgré la modération

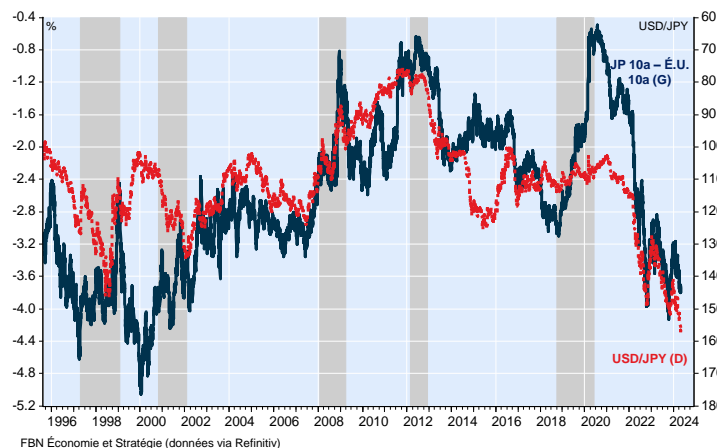
IPC global et de base (ex. aliments frais et énergie)



La perspective d'une première baisse des taux d'intérêt aux États-Unis a été repoussée à l'horizon des prévisions. La hausse des rendements du Trésor qui en a résulté n'a fait qu'accroître l'écart de rendement avec les obligations japonaises à long terme. L'appétit pour les opérations de portage est évident et, sans surprise, la monnaie s'est effondrée. Toutefois, la liquidation (et la faiblesse) du yen a été beaucoup plus prononcée que dans les situations précédentes.

### Japon : La monnaie est tendue malgré l'écart de rendement

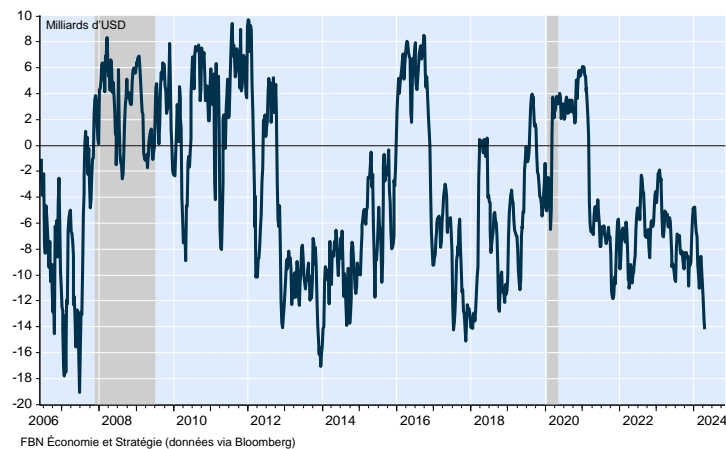
Écart de rendement entre le Japon et les États-Unis à 10 ans et USD/JPY



Les interventions du ministère des finances sur les marchés des changes ont été notables au cours de la semaine écoulée, afin de tenter d'endiguer le mouvement. Le moins que l'on puisse dire, c'est que le succès a été limité, les gains marginaux ayant été obtenus à un prix élevé. Bien que le gouvernement japonais dispose d'importantes réserves de change, cela n'a pas empêché les spéculateurs de maintenir leurs positions à découvert.

### Japon : Les spéculateurs sont à découvert sur le yen

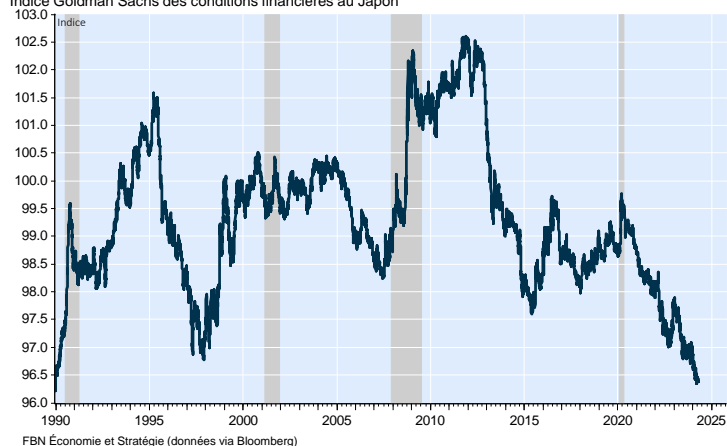
Positions spéculatives nettes non commerciales



Et peut-être les spéculateurs ont-ils raison. L'effet combiné d'un yen moins cher et d'une hausse des taux d'intérêt a conduit au resserrement des conditions financières au Japon le plus important depuis 34 ans. Normalement, c'est un signe avant-coureur d'un ralentissement de la croissance.

## Japon : Yen faible + taux plus élevés = conditions financières plus strictes

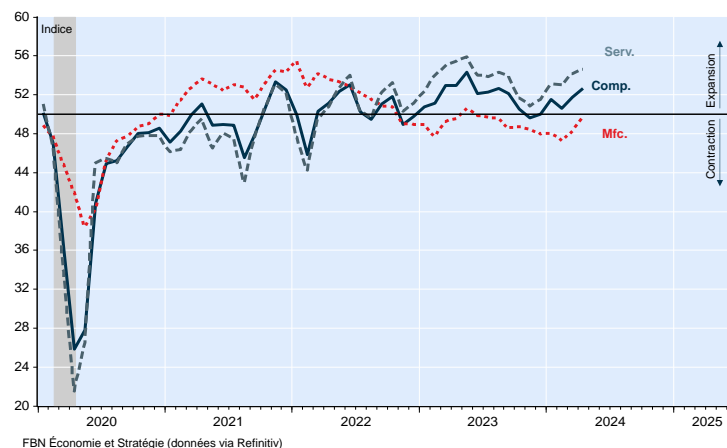
Indice Goldman Sachs des conditions financières au Japon



C'est vrai, mais les données récentes sous forme de PMI ont montré une amélioration, avec l'indice composite en territoire d'expansion et à son plus haut niveau depuis plusieurs mois. Le sous-indice de l'industrie manufacturière se situe essentiellement au point médian, ce qui représente une nette amélioration par rapport à la contraction des mois précédents.

## Japon : Les PMI se sont améliorés récemment

Markit PMI. Dernière observation : avril 2024



Dans l'ensemble, les perspectives pour le Japon sont mitigées. D'une part, la croissance a bien résisté, mais au détriment de l'inflation. La banque centrale est prise en étau entre la maîtrise des prix et l'augmentation du coût de la dette, tout en gérant l'impact sur la monnaie. Pour sa part, la monnaie semble tendue par rapport aux périodes passées et nous prévoyons une légère amélioration pour le yen d'ici la fin de l'année, mais cela nécessitera un rétrécissement des écarts de rendement, ce qui pourrait ne pas se produire avant que la Fed ne commence à assouplir sa politique.



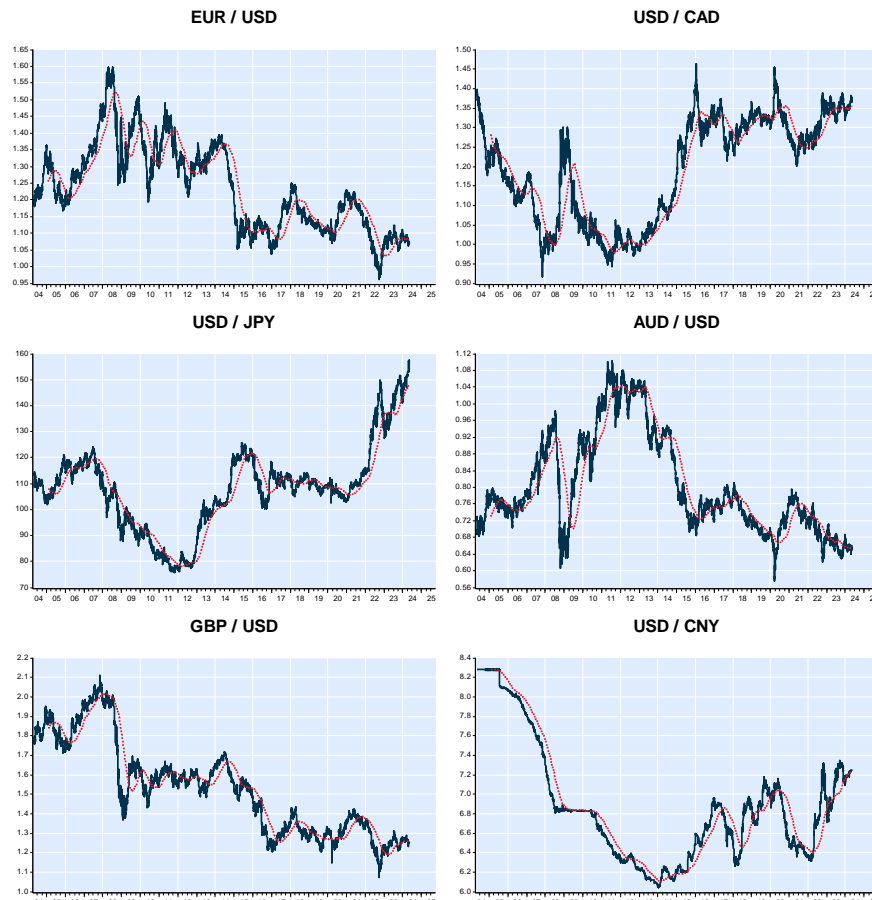
## Aperçu Régional

Region	Monnaie	\$	Actuel	1M Préalable	% Changement	Actuel	Par Rapport a UST	Actuel	Prochaine	
						USD FX	USD FX	Performance 1-m	Rendement 2 ans	Différentiel 2 ans
Canada	Dollar Canadien	CAD	(USD/CAD)	1.37	1.35	1.09%	4.25	-62.6	5.00	2024-06-05
Etats-Unis	Dollar des Etats-Unis	USD	-	-	-	4.88	-	5.50	2024-06-12	
Zone Euro	Euro	EUR	(EUR/USD)	1.07	1.08	-1.02%	2.99	-188.7	4.50	2024-06-06
Japon	Yen Japonais	JPY	(USD/JPY)	154	152	1.28%	0.29	-458.7	0.10	2024-06-14
Australie	Dollar Australien	AUD	(AUD/USD)	0.66	0.66	0.00%	4.13	-74.6	4.35	2024-05-07
Royaume-Uni	Livre Sterling	GBP	(GBP/USD)	1.25	1.27	-0.93%	4.43	-45.1	5.25	2024-05-09
Chine	Yuan Chinois	CNY	(USD/CNY)	7.24	7.23	0.11%	1.91	-296.8	2.00	2024-06-13
Mexique	Peso Mexicain	MXN	(USD/MXN)	17.0	16.5	2.68%	10.64	576.6	11.00	2024-05-09

Pays	États-Unis	Canada	Zone Euro						
Banque Centrale	Réserve Fédérale	Banque du Canada	Banque Centrale Européenne						
Taux directeur actuel	5/3/2024	5.5 ▲ niveau actuel	5/3/2024	5	▲ niveau actuel	5/3/2024	4.5 ▲ niveau actuel		
Prochaine rencontre	6/12/2024	5.292	-0.208	6/5/2024	4.8217	-0.1783	6/6/2024	3.6833	-0.8167
Rencontre subséquente	7/31/2024	5.213	-0.287	7/24/2024	4.7097	-0.2903	7/18/2024	3.5726	-0.9274
Rencontre subséquente	9/18/2024	5.072	-0.428	9/4/2024	4.5538	-0.4462	9/12/2024	3.4057	-1.0943
Rencontre subséquente	11/7/2024	4.971	-0.529	10/23/2024	4.4663	-0.5337	10/17/2024	3.2969	-1.2031
Rencontre subséquente	11/7/2024	4.825	-0.675	12/11/2024	4.3318	-0.6682	12/12/2024	3.1737	-1.3263
Rencontre subséquente	12/18/2024	4.908	-0.592						

Pays	Japon	Royaume-Uni				
Banque Centrale	Banque du Japon	Banque d'Angleterre				
Taux directeur actuel	5/3/2024	0.1 ▲ niveau actuel	5/3/2024	5.25 ▲ niveau actuel		
Prochaine rencontre	6/14/2024	0.1152	0.0152	5/9/2024	5.1745	0.1745
Rencontre subséquente	7/31/2024	0.1618	0.0618	6/20/2024	5.0896	0.0896
Rencontre subséquente	9/20/2024	0.1927	0.0927	8/1/2024	4.9567	-0.0433
Rencontre subséquente	10/31/2024	0.2362	0.1362	9/19/2024	4.8638	-0.1362
Rencontre subséquente	12/19/2024	0.2709	0.1709	11/7/2024	4.7548	-0.2452
Rencontre subséquente			12/19/2024	4.6816	-0.3184	

## Annexe : Prix au comptant avec leur MM 200 jours





**Inscrivez-vous à nos publications : [FBN.EconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:FBN.EconomieetStrategie@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 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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.