



## Le sentiment d'aversion pour le risque soutient l'USD

- Notre opinion selon laquelle l'USD est sur le point de culminer suppose une diminution de l'aversion pour le risque. Nous comptons sur le fait que Washington reconnaîtra le danger que représente la démondialisation pour la croissance du PIB mondial et atténué par conséquent ses mesures protectionnistes. De plus, si comme nous le prévoyons, la croissance et l'inflation américaines n'atteignent pas les prévisions de la Fed l'an prochain, les marchés pourraient revoir leurs attentes au sujet du resserrement de la politique monétaire aux États-Unis. La dépréciation du billet vert connexe serait amplifiée par l'inversion des positions longues nettes massives sur l'USD.
- L'euro restera probablement sous pression à court terme étant donné la vigueur relative de l'économie américaine et les querelles intestines continues (p. ex., Brexit, politiques italiennes), mais il pourrait rebondir fortement au cours de la prochaine année avec l'augmentation des attentes du marché au sujet d'un début de normalisation de la politique de la BCE ou la fin du resserrement de la politique de la Fed. Nous laissons notre prévision pour la fin de 2019 inchangée à 1.23 pour le taux EURUSD.
- Le huard est resté à la peine en octobre puisque ni la signature de l'AEUMC ni les signes de fermeté donnés par la Banque du Canada n'ont réussi à compenser l'aversion pour le risque en octobre et la faiblesse des prix du brut Western Canada Select. Nous nous attendons à ce que des améliorations sur ces deux fronts avec la diminution de l'aversion pour le risque (déclenchée peut-être par une administration Trump un peu moins protectionniste après les élections de mi-mandat) et une hausse des prix du brut WCS (à mesure que les stocks reviennent à la normale) soutiennent le huard au cours des prochains mois. Les écarts des taux d'intérêt pourraient aussi s'améliorer encore en faveur du CAD si le gouvernement fédéral proposait des mesures de stimulation dans son *Énoncé économique de l'automne* de ce mois. Par conséquent, nous maintenons notre prévision de taux USDCAD sans changement à 1.27 d'ici la fin de l'année.

Stéfane Marion / Krishen Rangasamy  
514-879-3781 514-879-3140

### Perspectives sur les devises\*

	Actuel 1-nov-18	2018T4	2019T1	2019T2	2019T3	2019T4
<b>USDCAD</b>	1.31	1.27	1.25	1.25	1.27	1.28
Cents U.S. par CAD	0.77	0.79	0.80	0.80	0.79	0.78
<b>EURUSD</b>	1.14	1.16	1.19	1.21	1.22	1.23
<b>USDJPY</b>	113	113	114	115	115	113
<b>AUDUSD</b>	0.72	0.73	0.74	0.74	0.73	0.71
<b>GBPUSD</b>	1.29	1.30	1.31	1.32	1.30	1.28
<b>USDCNY</b>	6.94	6.90	6.87	6.83	6.80	6.80
<b>USDMXN</b>	20.19	19.40	18.50	18.20	18.40	18.70

\*fin de période  
FBN Économie et Stratégie

## La déroute boursière soutient l'USD

Après avoir marqué une pause le mois précédent, le dollar américain pondéré en fonction des échanges a repris sa tendance à la hausse antérieure en progressant de plus de 1% en octobre. Le retour de l'aversion pour le risque provoqué par la débâcle boursière mondiale a dopé le billet vert au cours du mois, en renforçant la corrélation typiquement négative entre les deux variables.

### Monde : L'aversion pour le risque a propulsé l'USD en octobre

Dollar américain pondéré des échanges et indice MSCI Tous pays



FBN Economie et Stratégie (données de Datastream)

Les données économiques positives ont aussi ajouté du vent dans les voiles du billet vert, en augmentant les probabilités d'une hausse des taux d'intérêt par la Fed en décembre. Par exemple, les résultats du PIB réel du T3 étaient meilleurs que prévu, avec une croissance de 3.5% qui maintient les États-Unis en bonne voie d'enregistrer leur plus forte croissance annuelle depuis des années. Les rapports sur le marché du travail de septembre dénotent aussi une économie en effervescence. On se rappellera que le taux de chômage a baissé à tout juste 3.7%, soit le plus bas niveau depuis décembre 1969. Considérant le trimestre dans son ensemble, les salaires ont accéléré au rythme de 3.4% en chiffres annualisés au T3, plus que jamais depuis 10 ans. Et il n'est pas surprenant que le déflateur de base des dépenses personnelles de consommation (PCE), l'indicateur de l'inflation préféré de la Réserve fédérale, ait augmenté au niveau cible de 2% sur une base annuelle au troisième trimestre, soit le plus haut niveau depuis 2012. Par conséquent, la Fed va probablement maintenir son approche de normalisation graduelle de la politique monétaire à court et moyen termes.

Cela dit, nous doutons que la Fed puisse hausser les taux aussi énergiquement que le laisse penser son graphique à points. On se souviendra que la projection médiane du FOMC de septembre indique une ou plusieurs hausses de taux avant la fin de l'année suivie de trois hausses en 2019. Nous nous attendons également à une hausse additionnelle des taux d'intérêt par la Fed avant la fin de 2018. Mais comme nous ne sommes pas aussi optimistes qu'elle pour la croissance du PIB américain en 2019, nous ne retenons que pas plus de deux augmentations des taux pour l'an prochain. La croissance devrait rester supérieure au potentiel l'an prochain, mais nous pressentons une forte décélération par rapport au

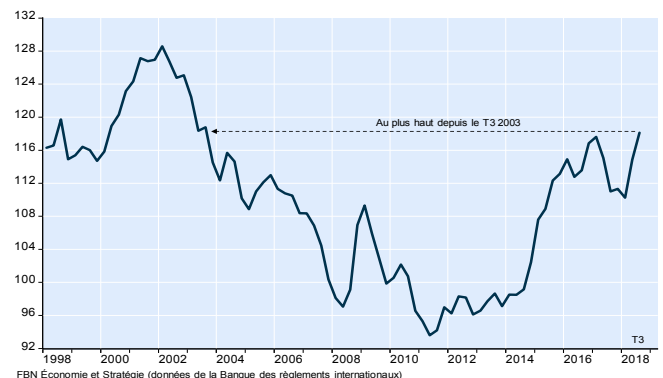
rythme de cette année avec la dissipation de l'effet des mesures de stimulation budgétaires.

Bien sûr, le Congrès pourrait voter une nouvelle vague de réductions d'impôt — M. Trump a récemment lancé l'idée d'une réduction de 10% pour la classe moyenne —, ce qui nous amènerait à réviser nos prévisions de croissance pour 2019. Mais nous avons de sérieuses doutes au sujet de nouvelles réductions d'impôt étant donné la détérioration de la situation budgétaire des États-Unis. On se souviendra que le déficit budgétaire a augmenté à près de 4% du PIB au cours de l'exercice 2018. Et selon le Congressional Budget Office qui est non-partisan, même en l'absence d'une récession, sur la base de la loi actuelle, le déficit budgétaire américain devrait dépasser les 5% du PIB en 2022, ce qui est clairement un rythme insoutenable.

L'envol du dollar américain est une autre raison qui nous rend moins optimistes que la Fed au sujet de la croissance de 2019 et donc du rythme du resserrement monétaire aux États-Unis. La combinaison d'une appréciation nominale du dollar et de l'augmentation de l'inflation depuis le début de l'année a poussé le billet vert à un sommet inégalé depuis 15 ans en termes effectifs réels. Cette diminution de sa compétitivité relative finira par causer du tort aux exportateurs américains. Et ce, avant même de prendre en considération les dommages infligés par la guerre commerciale de la Maison-Blanche avec la Chine.

### Le dollar américain est le moins concurrentiel en 15 ans

Taux de change effectif réel de l'USD



FBN Economie et Stratégie (données de la Banque des règlements internationaux)

La Fed pourrait aussi sous-estimer la sensibilité de l'économie à une hausse des taux d'intérêt. Les dépenses de consommation ne fléchiront probablement pas du fait de ces hausses — après le désendettement opéré pendant la grande récession, les bilans des ménages sont généralement sains —, mais l'investissement des entreprises pourrait en pâtir si l'augmentation du loyer de l'argent entraîne une panne de la croissance des prêts commerciaux et industriels. En outre, les entreprises fortement endettées qui ont peut-être abusé de l'émission d'obligations ces dernières années, auront plus de mal à renouveler les dettes parvenues à échéance. Le marché immobilier résidentiel fragile justifie aussi une approche plus lente de la Fed. Les ventes de logements et les mises en chantier résidentielles ont de fait été faibles cette année, coïncidant avec la hausse des taux d'intérêt. Il n'est donc pas étonnant que le taux de propriétaires reste inférieur aux niveaux d'avant la récession pour tous les groupes démographiques.

Si comme nous le prévoyons la croissance et l'inflation américaines n'atteignent pas les prévisions de la Fed l'an prochain, les marchés pourraient revoir leurs attentes au sujet du resserrement de la politique monétaire aux États-Unis. La dépréciation du billet vert connexe serait amplifiée par l'inversion des positions longues nettes massives sur l'USD. Notre opinion selon laquelle l'USD est sur le point de culminer suppose cependant une diminution de l'aversion pour le risque. Nous comptons sur le fait que Washington reconnaîtra le danger que représente la démondialisation pour la croissance du PIB mondial et atténuée par conséquent ses mesures protectionnistes.

Mais, avec les politiciens, on ne sait jamais. Si les négociations entre les États-Unis et leurs grands partenaires commerciaux comme la Chine ou l'Union européenne tournaient au vinaigre, l'aversion pour le risque persisterait et soutiendrait l'USD déjà surgonflé au détriment d'autres monnaies, dont le yuan chinois (qui a sombré en octobre au plus bas depuis dix ans par rapport à l'USD) et l'euro.

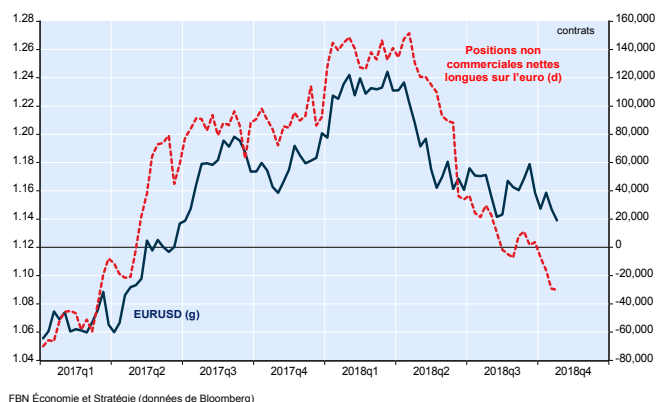
### Le yuan peut-il encore se déprécier davantage? Yuan par USD



## L'euro hanté par des problèmes anciens

L'euro a perdu plus de 2% en octobre, écrasé par la vigueur de l'USD mais aussi malmené par les problèmes intérieurs. Les spéculateurs ont accéléré sa chute en octobre en le vendant à découvert. À tel point que les positions courtes sur l'euro sont maintenant au plus haut depuis plus d'un an.

### Les spéculateurs perdent confiance dans l'euro Positions non commerciales nettes longues sur l'euro et EURUSD



Spéculateurs et investisseurs en général sont déçus par la perte d'élan économique et ce n'est pas étonnant. Le PIB réel de la zone euro aurait progressé d'à peine 0.8% en chiffres annualisés au T3, ce qui est sa plus mauvaise performance depuis le T2 2014. Et sur la base des indices éclair des directeurs des achats, — l'indice PMI de la fabrication est descendu au plus bas en 26 mois en octobre —, il semble que le dernier trimestre de 2018 ne sera pas glorieux non plus.

Les incertitudes entourant les perspectives économiques et inspirées par le Brexit et les menaces pour la cohésion interne n'aident pas non plus la monnaie commune. Le dernier budget de l'Italie, qui prévoit une augmentation du déficit à 2.4% du PIB (trois fois plus que celui proposé par le gouvernement précédent), a été rejeté par la Commission européenne qui a demandé un plan révisé d'ici la mi-novembre. Si l'Italie ne se plie pas à cette exigence, Bruxelles pourrait invoquer une « procédure de déficit excessif » qui ouvrirait la porte à des sanctions, y compris des amendes, en 2019. Cela pourrait rendre le climat politique italien interne déjà fragile — l'Italie est gouvernée par une coalition — encore plus instable. Les investisseurs semblent inquiets de la situation budgétaire apparemment insoutenable de la péninsule, se défaisant des obligations et propulsant les rendements à la hausse.

### Monde : L'attitude budgétaire de l'Italie sous la loupe Écart entre le rendement des obligations d'Etat italiennes et allemandes de 10 ans



On ne sait pas encore jusqu'où les taux italiens devront grimper pour que Rome révise son programme populiste. Mais entre-temps, il ne faudrait pas sous-estimer le risque d'une propagation à d'autres titres souverains européens, considérant ce qui s'est produit en 2011-2012 dans la foulée de crise des dettes grecques.

La Banque centrale européenne a reconnu dans son communiqué d'octobre que les chiffres avaient été plus faibles que prévu, mais elle s'est gardée de signaler tout changement d'attitude, exprimant plutôt sa confiance dans l'évolution de la croissance et de l'inflation pour justifier le démantèlement de son programme d'assouplissement quantitatif d'ici la fin de l'année. La banque centrale a réitéré qu'un grand degré d'accommodement monétaire est encore nécessaire et s'attend donc à ce que les taux restent à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019. Mais l'anticipation du début de la normalisation de la politique de la BCE ou de la fin du resserrement de la politique de la Fed, qui réduirait dans les faits l'avantage de rendement des

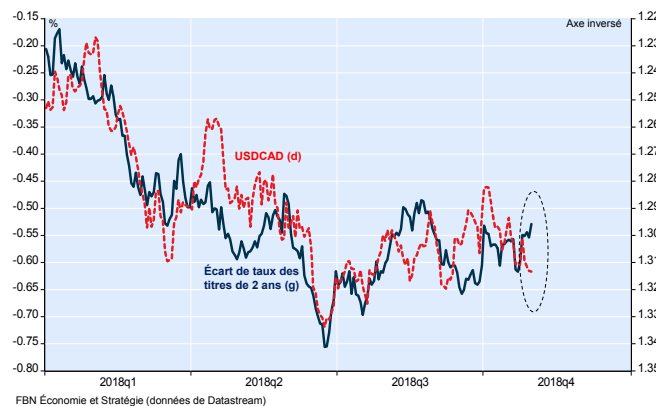
États-Unis, pourrait se manifester plus tôt. Ainsi, s'il est probable que l'euro reste sous pression à court terme face à la vigueur relative de l'économie américaine et aux querelles intestines (Brexit, politique italienne), il pourrait rebondir fortement au cours de la prochaine année. Nous laissons notre prévision pour la fin de 2019 inchangée à 1.23 pour le taux EURUSD.

## Même l'AEUMC n'a pas réussi à sauver le huard en octobre

Comme beaucoup d'autres grandes monnaies, le dollar canadien a été pénalisé en octobre où l'USD régnait sans partage. Les statistiques économiques dépassant le consensus des analystes publiées au cours du mois, notamment celles de l'emploi en septembre et celles de la croissance du PIB en août, et le nouvel accord commercial AEUMC n'ont pas non plus aidé le huard. Même le ton empreint de fermeté de la Banque du Canada a eu peu d'effet sur la monnaie, bien qu'il ait aidé à réduire un peu l'avantage des rendements américains. La banque centrale a non seulement haussé le taux de financement à un jour d'un quart de point en octobre à 1.75% (ce à quoi les marchés s'attendaient), mais elle a étonnamment abandonné toute référence à des hausses de taux futures « graduelles » ce qui pourrait laisser présager une attitude plus énergique à l'égard du resserrement de la politique monétaire qu'auparavant.

### Le dollar canadien à la peine malgré l'amélioration des écarts

Écart de taux des obligations canadiennes et américaines de 2 ans et USDCAD

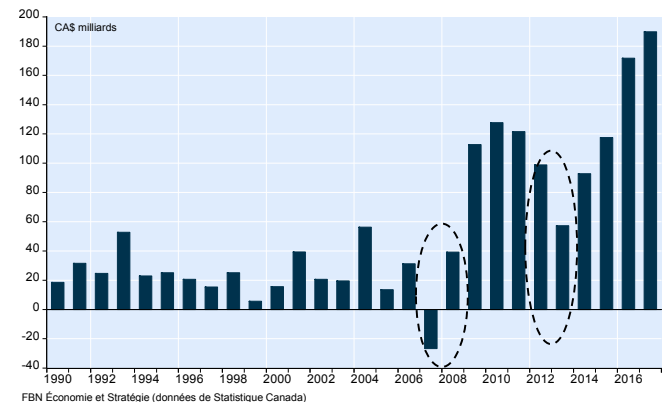


Alors pourquoi le huard ne réagit-il pas à l'amélioration des écarts de taux? Il est possible que les rentrées de capitaux étrangers aient encore diminué en octobre. Certes, le manque de données récentes ne nous permet pas de confirmer cela. Mais on remarquera que face aux incertitudes reliées à l'ALENA, les rentrées de capitaux étrangers ont été particulièrement décevantes avec tout juste CA\$65 milliards d'achats étrangers nets de valeurs mobilières canadiennes au cours des huit premiers mois de 2018, c.-à-d. moins de la moitié sur la même période l'an dernier. Avec l'augmentation généralisée de l'aversion pour le risque en octobre, on peut sans trop craindre imaginer que les investisseurs étrangers ont encore réduit leurs achats d'actifs canadiens, voire se sont départis de ceux qu'ils possédaient.

Nous avons déjà constaté des réponses de ce genre de la part des investisseurs étrangers lors de tensions financières antérieures (2007-2008 et 2012-2013 par exemple).

### Canada : Les achats de titres faibles pendant les périodes de tension

Achats étrangers nets de titres canadiens, par année



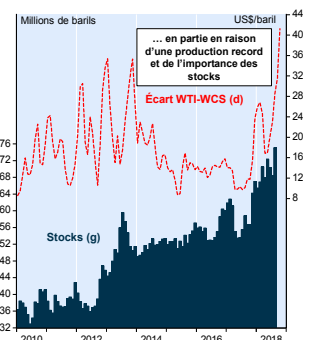
Les malheurs du huard peuvent aussi s'expliquer en partie par la faiblesse persistante du prix du pétrole Western Canada Select. L'écart entre le WTI-WCS est maintenant de plus de US\$40 le baril, le niveau le plus élevé à ce jour. Les producteurs canadiens se voient obligés d'accepter des prix réduits principalement en raison de stocks records qui eux-mêmes sont le résultat du manque de capacités de transport (p. ex., manque d'oléoducs et de trains pétroliers) ainsi que d'une production pétrolière record. Dans ce contexte, l'investissement étranger dans le secteur pétrolier n'est probablement pas à l'ordre du jour.

### Canada : L'écart de prix entre le brut WTI-WCS peut-il encore augmenter?

Prix du pétrole WTI et Western Canada Select



Stocks de pétrole brut et équivalent en Alberta et écart WTI-WCS



Nous nous attendons à ce que des améliorations sur ces deux fronts avec la diminution de l'aversion pour le risque (déclenchée peut-être par une administration Trump un peu moins protectionniste après les élections de mi-mandat) et une hausse des prix du brut WCS (à mesure que les stocks reviennent à la normale) soutiennent le huard au cours des prochains mois. Les écarts des taux d'intérêt pourraient aussi s'améliorer encore en faveur du CAD si le gouvernement fédéral proposait des mesures de stimulation dans son *Énoncé économique de l'automne* de ce mois. Par conséquent, nous maintenons notre prévision de taux USDCAD sans changement à 1.27 d'ici la fin de l'année.

**Euro**



**Dollar canadien**



**Yen japonais**



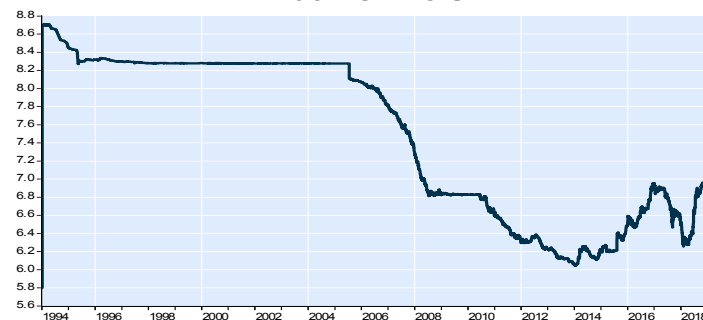
**Dollar australien**



**Livre sterling**



**Yuan chinois**



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

### Dollar Canadien\*

	Actuel 1-nov-18	2018T4	2019T1	2019T2	2019T3	2019T4
USDCAD	1.31	1.27	1.25	1.25	1.27	1.28
EURCAD	1.49	1.47	1.49	1.51	1.54	1.58
CADJPY	86	89	91	92	91	88
AUDCAD	0.94	0.92	0.93	0.93	0.92	0.91
GBPCAD	1.69	1.65	1.64	1.65	1.65	1.64
CADCNY	5.31	5.45	5.50	5.46	5.37	5.30
CADMXN	15.45	15.33	14.80	14.56	14.54	14.59

\*fin de période

FBN Économie et Stratégie

## 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

**Bureau Toronto**  
416 869-8598

**Warren Lovely**  
DG RF, Chef Recherche et stratégie,  
Dette publique  
warren.lovely@bnc.ca

**Marc Pinsonneault**  
Économiste principal  
marc.pinsonneault@bnc.ca

**Angelo Katsoras**  
Analyste géopolitique  
angelo.katsoras@bnc.ca

### Général

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

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

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

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

**Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.**

### Résidents du Canada

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

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

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

### Résidents du Royaume-Uni

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

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des **membres du personnel** employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces **membres du personnel** hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement reliée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

**Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.**

## 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 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.