



## Protectionnisme et monnaies

- L'USD pondéré des échanges commerciaux se déprécie plus vite que jamais depuis dix ans, et ce, malgré une performance économique vigoureuse des États-Unis qui encourage la Fed à resserrer sa politique monétaire. Les investisseurs étrangers font peut-être preuve d'appréhension devant la montée du protectionnisme à Washington et sont peut-être moins enclins à financer les déficits américains en croissance, qui entretiennent une corrélation historique avec l'affaiblissement du billet vert. Le manque de confiance dans le billet vert pourrait aussi s'être propagé aux banques centrales du monde dont la part des réserves de change affectée à l'USD est maintenant au plus bas depuis quatre ans. Bref, les perspectives pour le dollar américain ne sont pas roses.
- Qui profitera des déboires de l'USD ? Pour les spéculateurs, c'est l'euro. Ils ont augmenté les positions longues sur la monnaie commune à un nouveau record en mars. Alors que la Banque centrale européenne a fait savoir clairement qu'elle n'est pas prête encore à resserrer sa politique monétaire puisque l'inflation est encore sous sa cible, elle devra bien finir par amorcer une normalisation de sa politique monétaire en accord avec son économie qui continue de croître à un rythme supérieur à son potentiel.
- Malgré la remontée des prix mondiaux du pétrole, le dollar canadien est une des grandes monnaies les moins performantes cette année. L'effet d'écart de taux d'intérêt défavorables entre le Canada et les États-Unis continue de dominer et de suffoquer le huard. Les investisseurs semblent inquiets des renégociations de l'ALENA, du marché immobilier résidentiel (en raison de la directive B20) et de la durabilité de la croissance de la consommation (en raison du lourd endettement des ménages). Mais si, comme nous le prévoyons, ce facteur peut diminuer au cours des prochains mois, le taux USDCAD pourrait se diriger vers 1.20.

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

### Perspectives des devises\*

	Actuel 2-avr-18	2018T2	2018T3	2018T4	2019T1	2019T2
USDCAD	1.29	1.25	1.23	1.21	1.20	1.22
Cents U.S. par CAD	0.77	0.80	0.82	0.83	0.83	0.82
EURUSD	1.23	1.23	1.25	1.26	1.28	1.25
USDJPY	106	108	110	111	112	110
AUDUSD	0.77	0.80	0.82	0.83	0.84	0.83
GBPUSD	1.40	1.41	1.43	1.43	1.44	1.42
USDCNY	6.28	6.25	6.15	6.10	6.05	6.10
USDMXN	18.24	18.10	17.90	17.80	17.70	18.00

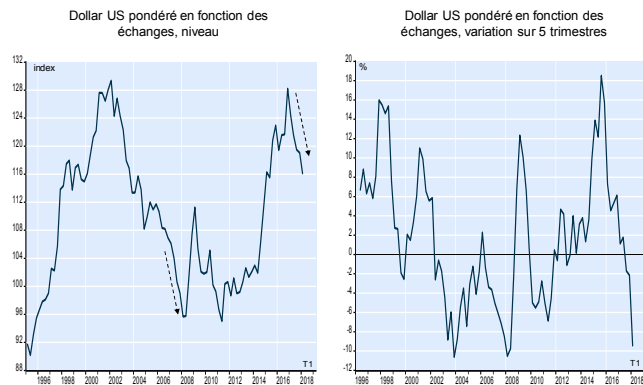
\*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

## Le dérapage de l'USD continue

La dérout de l'USD continue. La dépréciation trimestrielle du dollar américain au T1 était la cinquième de suite, avec une baisse cumulative de 9% depuis la fin de 2016, la pire dégringolade en une décennie. Et ce, malgré des perspectives économiques généralement positives qui ont incité la Réserve fédérale non seulement à resserrer sa politique monétaire en mars, mais aussi à laisser entendre que d'autres hausses des taux d'intérêt suivront.

### Le dérapage le plus rapide de l'USD en une décennie



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

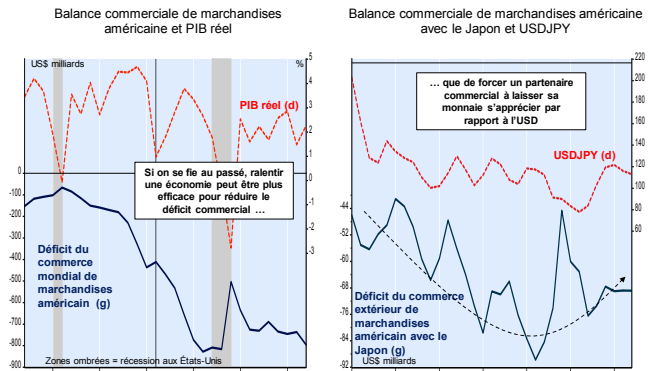
Comme nous l'avons fait remarquer le mois dernier, les déficits budgétaires massifs américains projetés sont probablement un boulet pour l'USD. Les investisseurs étrangers ne trouvent peut-être pas les titres de créance américains aussi intéressants au vu d'une situation budgétaire clairement intenable – le déficit budgétaire de l'Oncl Sam devrait dépasser 5% du PIB l'an prochain.

Et si le penchant protectionniste de Washington fait monter les républicains dans les sondages dans les anciens États industriels – la *rust belt* – en prévision des élections de mi-mandat en novembre, il n'aide pas la réputation de l'Amérique et par extension de l'USD ailleurs dans le monde. Les départs de modérés tels que Gary Cohn et Rex Tillerson de l'administration Trump et l'imposition de droits de douane par la Maison Blanche en mars n'ont rien fait pour rassurer les partenaires commerciaux étrangers et les investisseurs inquiets de la détérioration des relations commerciales internationales des États-Unis. La Chine a réagi en imposant elle-même des droits de douane sur certaines importations des États-Unis, manifestant clairement qu'elle ne craint pas de combattre le feu par le feu.

Si on peut se référer le moins à l'histoire, de telles tentatives américaines pour résorber les déficits commerciaux ont peu de chances de réussir. On se souviendra que le Plaza Accord de 1985 devait aider à réduire le déficit commercial américain en forçant le Japon à faire monter sa monnaie. Le yen s'est effectivement apprécié fortement après 1985, mais la balance commerciale des États-Unis avec le Japon s'est en fait détériorée puisque la demande américaine de biens portant le label « *Made in Japan* » est restée forte. La seule manière sûre de réduire le déficit commercial des États-Unis est un puissant ralentissement économique, qui tend à faire

augmenter l'épargne et baisser la consommation et les investissements.

### États-Unis : Comment réduire le déficit commercial?

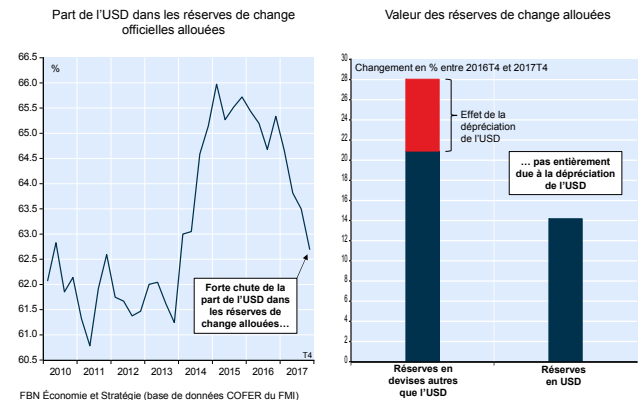


FBN Économie et Stratégie (données du U.S. Census Bureau, BEA)

À moins que les tensions commerciales actuelles se dégradent et aboutissent à une guerre commerciale mondiale totale, il est peu probable qu'une décélération de la croissance américaine aussi rapide se produise, d'autant moins avec les mesures de stimulation budgétaires annoncées qui encouragent les dépenses et maintiennent le taux d'épargne américain bas.

Le manque de confiance dans l'USD s'est peut-être aussi propagé aux banques centrales du monde. Les informations les plus récentes de la base de données COFER (*Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*) du FMI révèlent que les banques centrales diversifient leurs réserves de change au détriment du grand dollar. Si bien que, à la fin de l'année dernière, la part en USD dans les réserves de change était tombée au plus bas depuis quatre ans. Certes, la dépréciation de l'USD, qui a augmenté la valeur en dollars des devises autres que l'USD, a joué un rôle. Mais même après avoir supprimé cet effet, les réserves de devises autres que l'USD ont clairement augmenté plus rapidement que ceux de l'USD.

### La part de l'USD au plus bas dans les réserves de change depuis 4 ans



FBN Économie et Stratégie (base de données COFER du FMI)

Bref, les perspectives du dollar américain ne sont pas roses. Cela ne veut pas dire que le billet vert ne connaîtra pas des sursauts de vigueur coïncidant avec des événements liés au resserrement de la politique monétaire par la Fed – p. ex., des discours de membres du FOMC et des surprises en matière

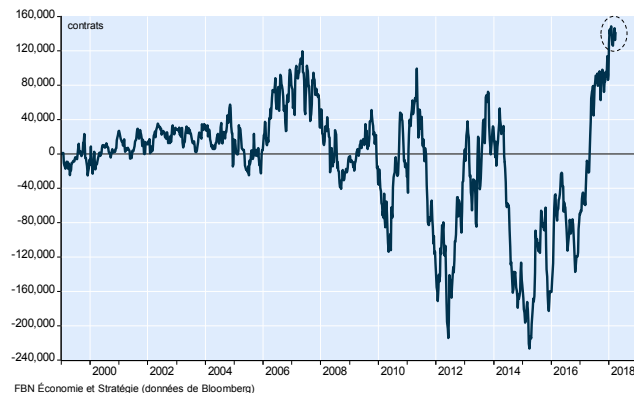
d'inflation, d'emploi et de croissance — ou avec l'aversion aux risques sur les marchés financiers.

## L'euro indifférent aux élections italiennes

Qui profitera des déboires de l'USD ? Pour les spéculateurs, c'est l'euro. Ils ont augmenté leurs positions longues sur la monnaie commune à un nouveau record en mars.

### Positions spéculatives longues records sur l'euro

Positions non-commerciales nettes longues sur l'euro



Les incertitudes engendrées par les élections italiennes non concluantes — qui laissent entrevoir une coalition instable — ne semblent pas avoir dérangé beaucoup les investisseurs. Peut-être est-ce parce que l'économie de la zone euro se porte bien. Après une année 2017 exceptionnelle où la croissance était la plus forte en 10 ans, l'économie de la zone euro a poursuivi sa tendance à la hausse au T1 si l'on en juge par les solides indicateurs PMI composés de Markit. Les grandes puissances exportatrices comme l'Allemagne et la France continuent de profiter du dynamisme du commerce international. La demande intérieure s'améliore aussi sur le Vieux continent grâce au renforcement du marché du travail et à une meilleure croissance du crédit.

L'assouplissement monétaire extraordinaire de la Banque centrale européenne pendant la crise a été payant, même si c'est avec un certain décalage. L'absence d'inflation implique que la BCE restera patiente à l'égard des taux d'intérêt, mais l'anticipation d'une politique monétaire plus resserrée à la fin de 2018 ou l'an prochain pourrait aider à propulser l'euro au cours des prochains trimestres, encore que le dénouement des positions spéculatives longues record devrait freiner un peu l'ascension.

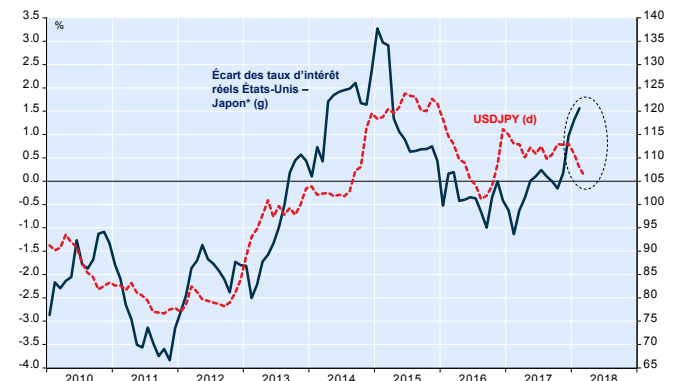
## Le yen se démarque de l'évolution des écarts de taux

Ayant gagné plus de 5% au T1, le yen japonais est en passe d'inscrire une troisième année consécutive de gains par rapport à l'USD. Les bulletins économiques parus au premier trimestre ont confirmé l'expansion du PIB de 1.6% l'an dernier,

le double de ce que la Banque du Japon estime être le potentiel de croissance et la meilleure performance en quatre ans. Les exportations réelles du Japon ont aussi bondi à un niveau jamais atteint. La plus récente phase d'appréciation du yen était due à l'aversion mondiale pour le risque. Si les marchés financiers se ressaisissent sous l'influence de l'amélioration de l'économie mondiale, et si la croissance du PIB revient vers son potentiel, le yen cédera sans doute une partie de ses gains récents et reflétera donc mieux l'écart des taux d'intérêt entre le Japon et les États-Unis.

### Le yen ne suit pas l'évolution de l'écart entre les taux d'intérêt

Écart de taux d'intérêt réel entre les États-Unis et le Japon et USDJPY

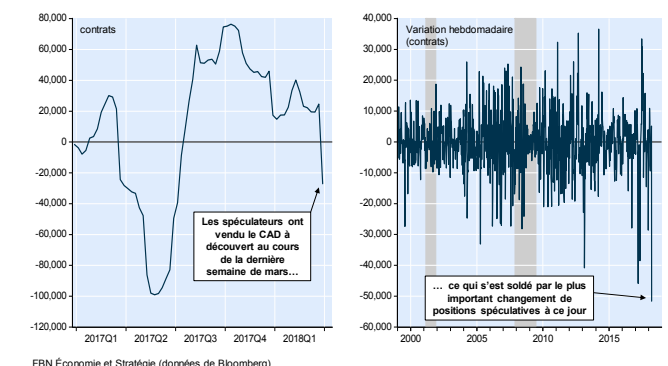


## Le huard plombé par l'écart entre les taux d'intérêt

Le dollar canadien a pratiquement perdu 3% par rapport à l'USD au T1, ce qui représente la pire dépréciation trimestrielle en plus de deux ans et confirme sa place parmi les grandes monnaies les moins performantes cette année. Les spéculateurs ont même échangé leurs positions sur le CAD de nettes longues à nettes courtes en mars, et ce, pour la première fois depuis l'été dernier.

### Le huard vendu à découvert pour la première fois depuis l'été dernier

Positions nettes longues non commerciales en dollars canadiens

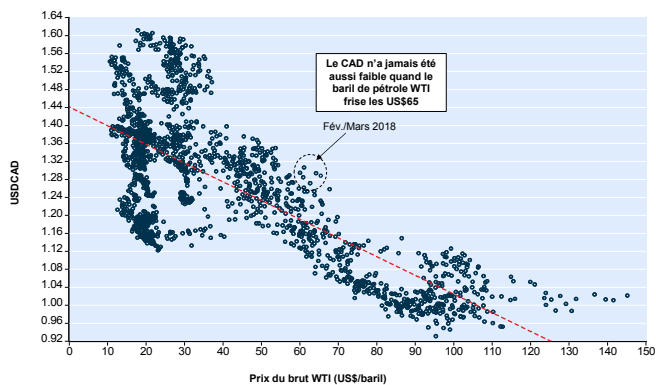


La faiblesse du huard a persisté malgré la poursuite de la remontée des prix mondiaux du pétrole au premier trimestre. En fait, d'après les données hebdomadaires des 35 dernières

années, c'est la première fois que le dollar canadien est aussi faible quand le prix du baril de pétrole WTI frise les US\$65. La conclusion est la même avec le prix WCS.

## Le haard devrait être plus fort au prix actuel du pétrole

Baril de WTI et taux USDCAD, données hebdomadaires des 35 dernières années

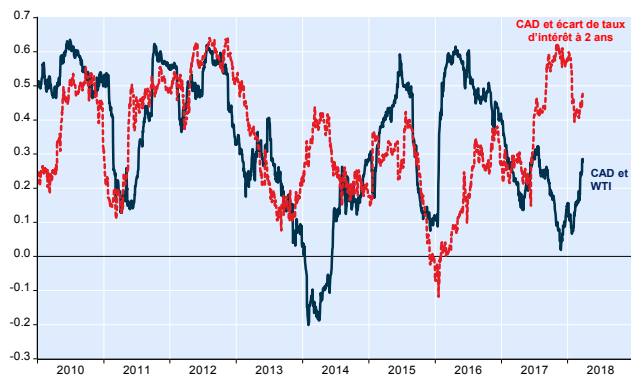


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Il en ressort que l'effet de l'écart de taux d'intérêt défavorable entre le Canada et les États-Unis continue de supplanter les incidences positives d'une hausse des prix du pétrole. On notera que la corrélation des variations du CAD avec le brut WTI, en moyenne mobile sur 100 jours, est maintenant d'environ 0.3 comparativement à 0.5 pour la corrélation avec l'écart des taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis.

## Les écarts entre les taux d'intérêt influencent le plus le CAD

Corrélation mobile sur 100 jours des variations du CAD p. r. au WTI et à l'écart des taux canadiens et américains

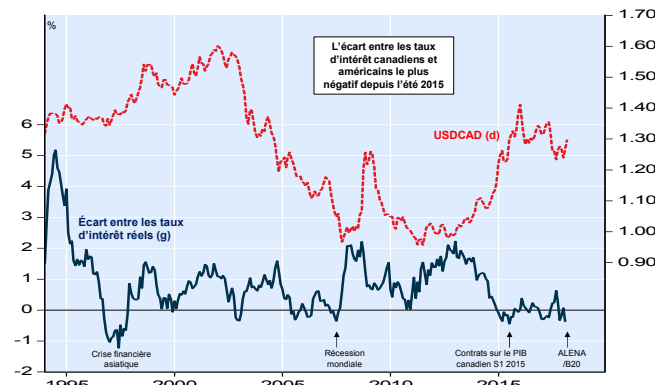


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le haard souffre clairement des écarts de taux d'intérêt réels entre le Canada et les États-Unis, qui sont le plus négatifs depuis l'été 2015. À l'époque, les investisseurs craignaient pour la capacité du Canada de surmonter l'effondrement des prix du pétrole. Cette fois-ci, leurs craintes semblent plutôt motivées par les renégociations de l'ALENA, le marché immobilier résidentiel (en raison de la directive B20) et la durabilité de la croissance de la consommation (du fait de l'endettement élevé des ménages), qui aggravent tous ces écarts de taux et nuisent ainsi à la monnaie canadienne.

## Les pires écarts de taux d'intérêt depuis l'été 2015

Écart entre les taux d'intérêt réels à deux ans au Canada et aux États-Unis\* et taux USDCAD



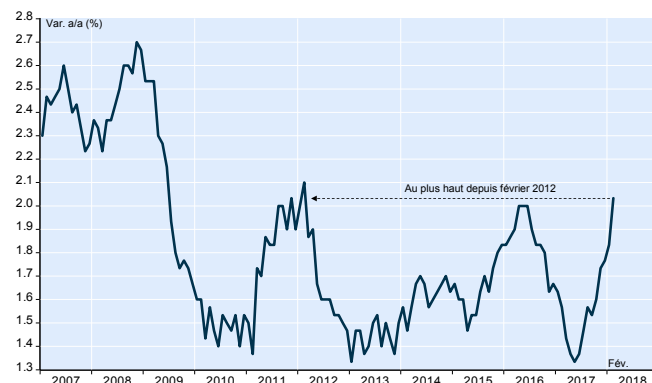
\*Taux d'intérêt réel dans chaque pays : rendement de l'obligation de 2 ans moins taux d'inflation annuel de l'IPC (sauf aliments et énergie)  
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

La lenteur du démarrage de l'économie en 2018 – contraction du PIB réel en janvier, pertes d'emplois, faiblesse de l'investissement des entreprises et des exportations, ralentissement des ventes de biens immobiliers résidentiels – ainsi que les signaux toujours accommodants de la Banque du Canada ont renforcé les attentes du marché tablant sur un maintien de taux d'intérêt bas. Mais il est possible que les marchés revoient leurs avis sur les taux à la hausse au cours des prochains mois, si, comme nous le prévoyons, certains facteurs passagers qui ont freiné la croissance au début de 2018 finissent par s'inverser et se transformer en courants porteurs. L'adoption d'une nouvelle version de l'ALENA serait le facteur dynamisant le plus important, ce qui écarterait la principale source d'inquiétude assombrissant des perspectives économiques par ailleurs positives. Cela permettrait à la Banque du Canada de s'attaquer enfin, par un resserrement de sa politique, aux pressions sur les capacités industrielles qui ont fait monter l'inflation de base à un niveau inégalé depuis six ans.

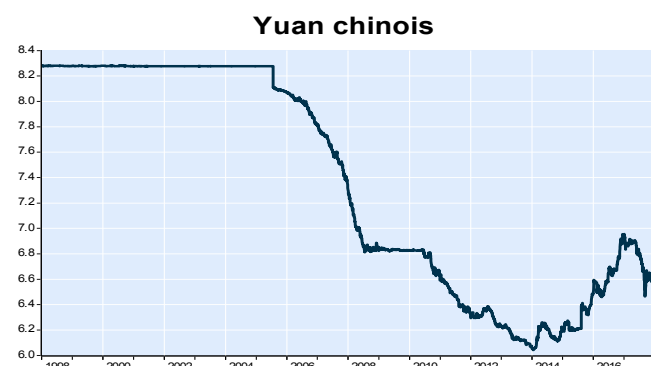
Par conséquent, si, comme nous le prévoyons, le facteur de crainte actuel pour l'économie canadienne diminue au cours des prochains mois, le taux USDCAD pourrait revenir vers 1.20. C'est pourquoi nous laissons nos prévisions pour le taux USDCAD inchangées.

## Canada : L'inflation de base à un niveau inégalé depuis six ans

Moyenne des trois mesures préférées de l'inflation selon l'IPC de la Banque du Canada



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

<b>Dollar Canadien*</b>						
	<b>Actuel</b>	<b>2018T2</b>	<b>2018T3</b>	<b>2018T4</b>	<b>2019T1</b>	<b>2019T2</b>
	<b>2-avr-18</b>					
USDCAD	1.29	1.25	1.23	1.21	1.20	1.22
EURCAD	1.59	1.54	1.53	1.53	1.54	1.52
CADJPY	82	86	90	92	93	90
AUDCAD	0.99	1.00	1.01	1.01	1.01	1.01
GBPCAD	1.81	1.76	1.75	1.73	1.73	1.73
CADCNY	4.86	5.00	5.01	5.03	5.02	5.00
CADMXN	14.12	14.48	14.59	14.69	14.69	14.76

\*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal 514 879-2529

**Stéfane Marion**

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

**Paul-André Pinsonnault**

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

**Krishen Rangasamy**

*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

**Marc Pinsonneault**

*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

**Matthieu Arseneau**

*Économiste principal*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Angelo Katsoras**

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

**Kyle Dahms**

*Économiste*  
kyle.dahms@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

### 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 en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

## Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.