

## Points saillants

Par Stéphane Marion / Krishen Rangasamy

- L'aplatissement de la courbe des rendements obligataires combiné à un taux des fonds fédéraux pratiquement neutre limite la capacité de la Réserve fédérale américaine de resserrer la politique monétaire davantage. Donc, alors que le dollar américain pourrait connaître des regains occasionnels de vigueur – p. ex., coïncidant avec des signaux de la Fed ou un retour de l'aversion pour le risque –, nous continuons de nous attendre à ce que le billet vert pondéré en fonction des échanges tende essentiellement à la baisse sur l'horizon de prévision. En dehors de légers ajustements des taux GBPUSD et USDCNY cibles à court terme pour refléter un début d'année 2019 plus solide que prévu pour la livre sterling et le yuan chinois, nos prévisions de taux de change sont essentiellement inchangées par rapport au mois dernier.
- Nous continuons de nous attendre à ce que le bon sens l'emporte chez les dirigeants du monde, assez pour ne pas trop entraver les échanges commerciaux internationaux. Dans ce scénario de base, nous prévoyons une appréciation de l'euro par rapport au billet vert sur l'horizon de prévision, aidée par une faiblesse de l'USD et une amélioration des taux de rendement en faveur de la monnaie commune.
- Avec la décélération de la demande intérieure, il n'est évidemment pas indispensable que la Banque du Canada pratique une politique monétaire énergique. Cela ne veut pas dire que le dollar canadien sera nécessairement en difficulté cette année. L'influence des écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis sur le huard se dissipe, ce qui contraste fortement avec le pétrole qui se réimpose maintenant comme principal déterminant de la monnaie canadienne. Si nous voyons juste à propos des augmentations de prix du brut WTI et des flux commerciaux mondiaux sans entraves, le taux USDCAD pourrait se diriger vers notre objectif de milieu d'année de 1.27.

### Perspectives sur les devises\*

	Actuel 1-fév-19	2019T1	2019T2	2019T3	2019T4	2020T1
<b>USDCAD</b>	1.31	1.30	1.27	1.27	1.28	1.30
Cents U.S. par CAD	0.77	0.77	0.79	0.79	0.78	0.77
<b>EURUSD</b>	1.15	1.15	1.19	1.22	1.23	1.21
<b>USDJPY</b>	109	111	114	115	113	112
<b>AUDUSD</b>	0.73	0.74	0.77	0.77	0.76	0.75
<b>GBPUSD</b>	1.31	1.32	1.34	1.30	1.28	1.27
<b>USDCNY</b>	6.74	6.72	6.70	6.68	6.65	6.65
<b>USDMXN</b>	19.15	19.10	18.80	18.50	18.70	19.00

\*fin de période

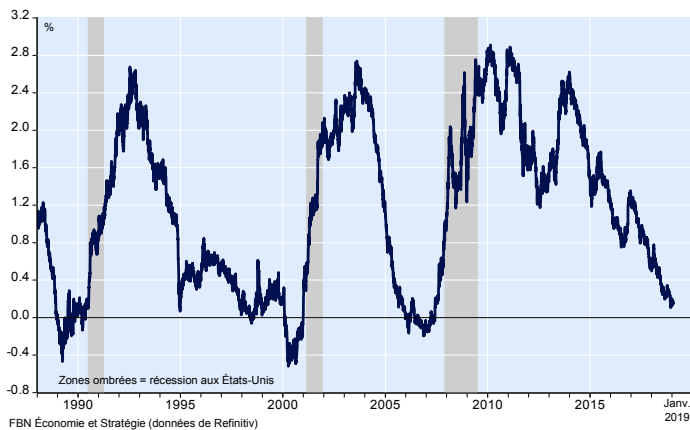
FBN Économie et Stratégie

## La faiblesse de l'USD persiste

Le dollar américain pondéré en fonction des échanges a commencé 2019 comme il a terminé 2018, c.-à-d. péniblement. Le retour du goût du risque, dont a témoigné le regain de la plupart des marchés boursiers du monde en janvier, a fait décoller la plupart des grandes devises aux dépens du billet vert, qui a enregistré une troisième baisse mensuelle de suite en termes pondérés des échanges. Le retour en grâce des instruments à risque et les difficultés pour l'USD qui s'en sont suivies sont essentiellement dus au ton plus prudent de la Fed. Des événements préoccupants dans l'économie mondiale et sur les marchés financiers et leurs implications potentiellement négatives pour l'économie américaine ont effectivement convaincu la Fed de s'engager sur une trajectoire moins ambitieuse de normalisation de sa politique monétaire. Mais les problèmes intérieurs, en particulier la possibilité d'une inversion de la courbe des taux obligataires américains déjà plate, ont probablement aussi influencé le changement d'attitude de la Fed.

### La courbe des taux la plus plate depuis des années limite la Fed

Écart de taux entre les obligations du Trésor de 10 et de 2 ans



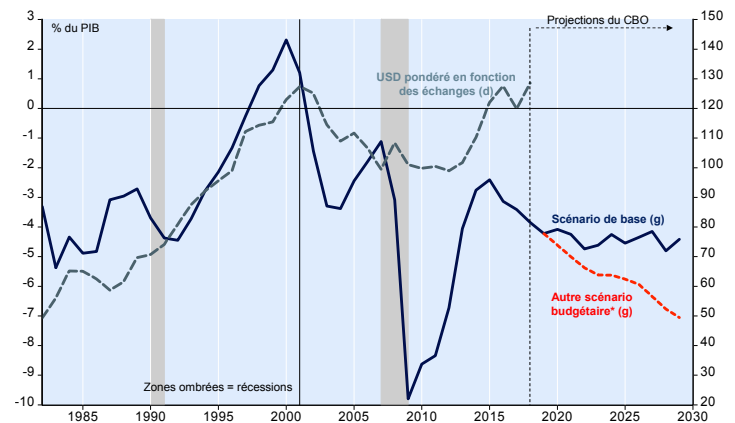
En janvier, alors qu'elle a laissé le taux des fonds fédéraux inchangé à 2,25-2,50%, la Fed a sensiblement modifié son communiqué de presse en retirant la phrase sur les nouvelles augmentations graduelles du taux des fonds fédéraux. Au lieu de cela, la Fed dit maintenant que « le Comité se montrera patient dans sa détermination des ajustements futurs de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux qui pourraient être appropriés pour soutenir ces résultats ». La référence aux « ajustements futurs » laisse penser que la Fed pourrait songer non seulement à des hausses de taux, mais aussi à des baisses, si l'économie en avait besoin.

L'économie semble ralentir au cours du trimestre, à savoir le T1. Certes, l'emploi est resté fort en janvier + 304 000 selon l'enquête auprès des établissements et + 237 000 selon l'enquête auprès des ménages après suppression des « effets sur la population ». Mais l'emploi temporaire, un bon indicateur avancé, a de nouveau stagné tandis que l'inflation salariale est tombée à 3,2%. De plus, le secteur des services, qui représente environ 70% de l'économie américaine, semble rétrograder d'après l'indice des directeurs des achats de Markit qui a sombré à un creux inégalé depuis quatre mois, en janvier.

À court terme, le billet vert semble bridé par le ton accommodant de la Fed, mais ses perspectives à plus long terme ne sont pas roses non plus. Si les lois actuelles concernant les dépenses et les impôts restent inchangées, le Congressional Budget Office (CBO) projette une ascension du déficit à 4,7% du PIB d'ici 2022, même sans l'hypothèse d'une récession. Même de petites déviations par rapport aux lois actuelles – p. ex., le report ou l'annulation des réductions de dépenses prévues pour 2020 ou l'extension de la passation en charges directes de certains investissements – se solderaient par des déficits budgétaires beaucoup plus importants. Un tel scénario pourrait faire monter le déficit budgétaire près de 7% du PIB d'ici 2029, toujours dans l'hypothèse où il n'y aurait pas de récession. En d'autres termes, le déficit en pourcentage du PIB pourrait facilement franchir la barre des dix pour cent s'il se produisait un nouveau ralentissement économique au cours de la prochaine décennie. Un tel autre scénario pourrait, à la longue, décourager les investisseurs étrangers et miner le dollar américain.

### Aucune fin en vue pour le déficit budgétaire

Solde budgétaire et dollar américain pondéré en fonction des échanges

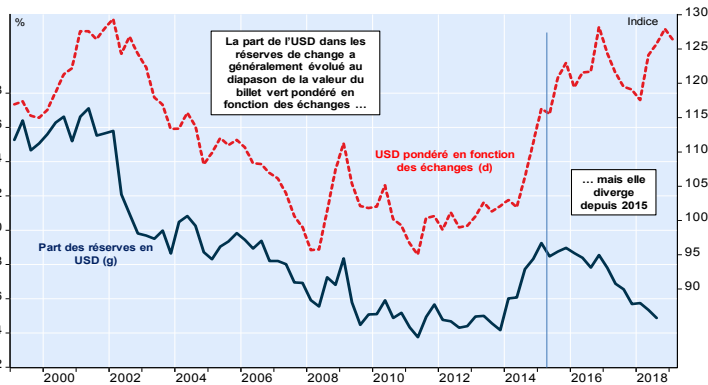


\*Augmentation du financement discrétionnaire au rythme de l'inflation à partir de 2020, prolongation de plusieurs dispositions fiscales qui devaient expirer (notamment certaines dispositions de la législation fiscale de 2017, passation en charges directes de certains investissements et plus de 20 autres dispositions sur les revenus arrivant à expiration, dont les programmes de préférence commerciale), et révocation de certaines taxes reportées en matière de santé

Les gestionnaires des réserves de change des quatre coins du monde, notamment les banquiers centraux, semblent avoir tiré une conclusion similaire. La base de données COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) du FMI révèle effectivement une diminution de la part des réserves de change totales affectée au dollar américain. Cette tendance des gestionnaires de réserves à la diversification n'est sans doute pas près de s'arrêter étant donné l'indiscipline budgétaire des États-Unis et l'importance croissante d'économies émergentes comme la Chine et donc de la demande de leurs devises. Bref, alors que l'USD pourrait connaître des regains occasionnels de vigueur – p. ex., coïncidant avec des signaux de la Fed ou un retour de l'aversion pour le risque –, nous continuons de nous attendre à une tendance essentiellement à la baisse sur l'horizon de prévision.

### Monde : La part de l'USD dans les réserves de change diminue

USD pondéré en fonction des échanges et part des réserves en USD par rapport aux réserves totales



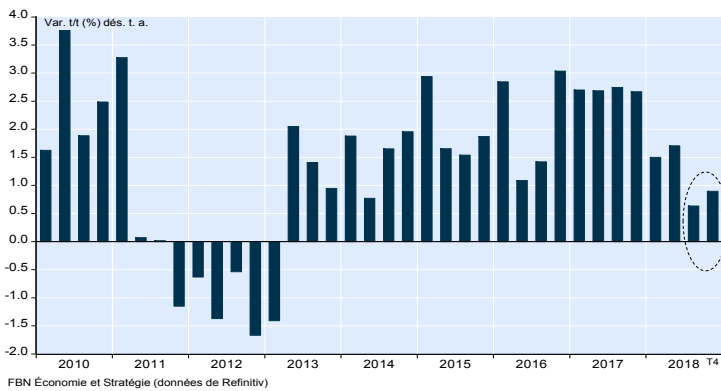
FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale, COFER du FMI)

## L'euro touché par le ralentissement

L'euro a réussi à se tenir bon face à l'USD en janvier, malgré des statistiques économiques désastreuses qui ont confirmé un ralentissement économique. Certes, la zone de la monnaie unique a eu une croissance honorable de 1.8% l'an dernier. Mais le deuxième semestre, où la croissance du PIB réel était inférieure à 1% en chiffres annualisés, était le pire depuis cinq ans.

### Zone euro : Forte décélération au deuxième semestre de l'an dernier

PIB réel



La Banque centrale européenne a décidé de ne pas modifier sa politique monétaire en janvier, mais a reconnu que les risques pour l'économie de la zone euro sont plutôt ceux d'une baisse. En d'autres termes, on peut s'attendre à des révisions à la baisse des prévisions de la BCE pour 2019 à sa réunion de mars où seront présentées les projections du PIB et de l'inflation pour la zone euro. Cela veut-il dire que l'assouplissement quantitatif, qui s'est achevé en décembre, renaîtra de ses cendres ? Il n'est pas évident que sa réinstauration puisse aider maintenant que les marchés financiers fonctionnent bien, comme en témoigne la croissance saine du crédit aux entreprises non financières et aux ménages. Mais il est possible que la BCE ajuste ses indications prospectives pour rallonger le calendrier de la normalisation des taux d'intérêt. Cela pourrait mettre l'euro à mal.

La possibilité de nouvelles perturbations des flux commerciaux est un autre risque pour l'euro. La décélération du commerce mondial l'an dernier et le ralentissement de l'économie de la zone euro

qu'elle a induit soulignent la vulnérabilité de la monnaie commune. Devant l'apparente paralysie de la classe dirigeante du Royaume-Uni, on ne peut pas exclure la sortie du pays du marché unique et de l'union douanière dans le cadre d'un Brexit « dur » le 29 mars. Notre scénario de base est celui d'un Brexit avec un accord négocié et donc de perturbations minimales pour les échanges commerciaux, ce qui pourrait encore se produire grâce à de nouvelles élections au Royaume-Uni ou à un autre référendum. Mais si les *Brexit* pur et dur ont gain de cause au Parlement du Royaume-Uni, on peut s'attendre à ce que la livre sterling et l'euro perdent du terrain par rapport à l'USD. Et souffrant déjà des tarifs douaniers américains sur l'acier et l'aluminium, la zone euro et sa monnaie seraient mal en point si l'administration Trump invoquait l'article 232 de la loi intitulée *U.S. Trade Expansion Act* afin d'imposer des droits de douane sur les importations de voitures pour des motifs de sécurité nationale.

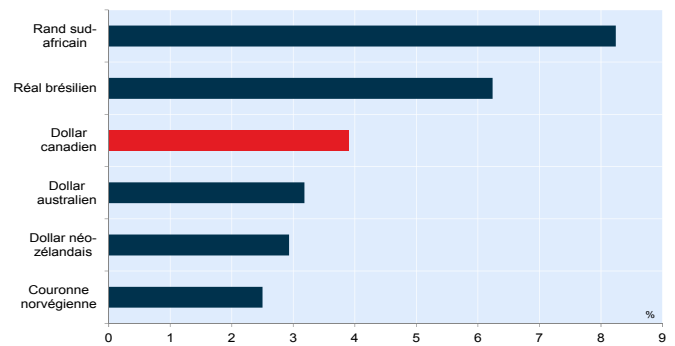
Nous continuons de nous attendre à ce que le bon sens l'emporte chez les dirigeants du monde, assez pour ne pas trop entraver les échanges commerciaux internationaux. Dans ce scénario de base, nous prévoyons une appréciation de l'euro par rapport au billet vert sur l'horizon de prévision, aidée par une faiblesse de l'USD et une amélioration des taux de rendement en faveur de la monnaie commune, étant donné que le taux des fonds fédéraux américains est déjà proche du niveau neutre.

## Départ en flèche du huard en 2019

Après une année 2018 difficile, le dollar canadien rebondit joliment. Le huard a gagné près de 4% par rapport à l'USD en janvier, dépassant plusieurs autres devises tributaires des matières premières comme la couronne norvégienne et les dollars australien et néo-zélandais.

### Bon début d'année pour les monnaies liées aux matières premières

Gains par rapport à l'USD en janvier

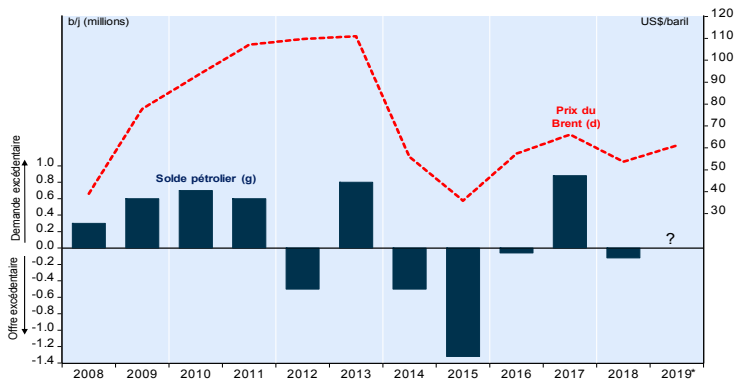


Le principal déterminant du huard était, on ne s'en étonnera pas, le pétrole. Le prix du brut WTI a en effet bondi de 18% en janvier pour terminer le mois à US\$54 le baril. Malgré ces gains massifs, le prix du pétrole n'a peut-être pas fini de monter. On se rappellera que l'Arabie saoudite honore son engagement à réduire sa production de pétrole de décembre (avec la Russie). Les données les plus récentes de l'OPEP révèlent que la production saoudienne a chuté du niveau record de 11 millions de barils par jour à 10.6 millions barils par jour en décembre. Cette baisse de 4% sur le mois a été complétée par une réduction de l'offre de 5.4% due aux sanctions contre l'Iran. Et comme de nouvelles réductions de la production de

L'OPEP sont envisageables, l'excédent d'offre sur le marché pétrolier mondial pourrait bientôt être épongé. Le marché pétrolier est si près du niveau d'équilibre qu'une diminution plus forte que prévue de l'offre (p. ex. des interruptions de production imprévues dues au chaos économique et politique dans des régions comme le Venezuela) ou une augmentation plus forte que prévu de la demande (p. ex. augmentation surprise de la croissance du PIB mondial) pourraient suffire pour le faire basculer dans une situation de demande excédentaire, ce qui ferait monter les prix mondiaux du brut.

### Monde : L'excédent d'offre de pétrole a-t-il déjà été absorbé ?

Solde de l'offre et de la demande de pétrole et prix du Brent

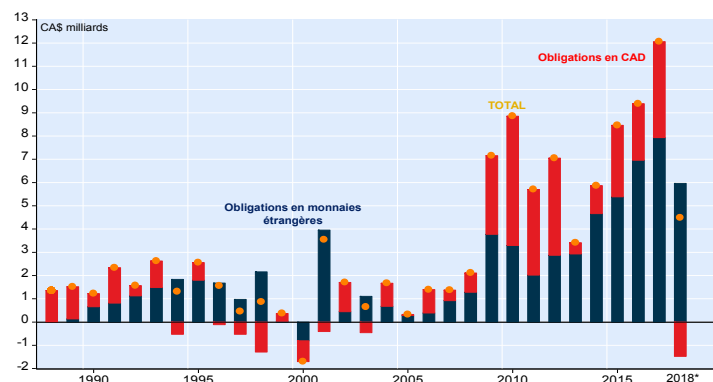


\* 2019 indique le prix le plus récent du Brent  
FBN Économie et Stratégie (données de l'OPEP, Bloomberg)

Le huard pourrait aussi être soutenu par un autre biais cette année : les afflux de capitaux. Les incertitudes antérieures étaient responsables de la faiblesse des achats de valeurs mobilières canadiennes par des investisseurs étrangers l'an dernier. Les quelque CA\$88 milliards d'achats étrangers de janvier à novembre représentent le plus faible afflux de capitaux en 11 mois depuis 2013, la faiblesse touchant les actions, mais principalement les obligations – les investisseurs étrangers étaient des vendeurs nets d'obligations en CAD pour la première fois depuis 2003. Mais avec de meilleures perspectives pour le dollar canadien (et la faiblesse de l'USD) et éventuellement moins d'incertitude concernant le commerce international (une fois que l'AEUMC sera ratifié par le Congrès américain), les investisseurs étrangers pourraient trouver les actifs canadiens un peu plus intéressants.

### Les investisseurs étrangers vendaient leurs obligations en CAD en 2018

Achats internationaux nets d'obligations canadiennes, moyenne mensuelle

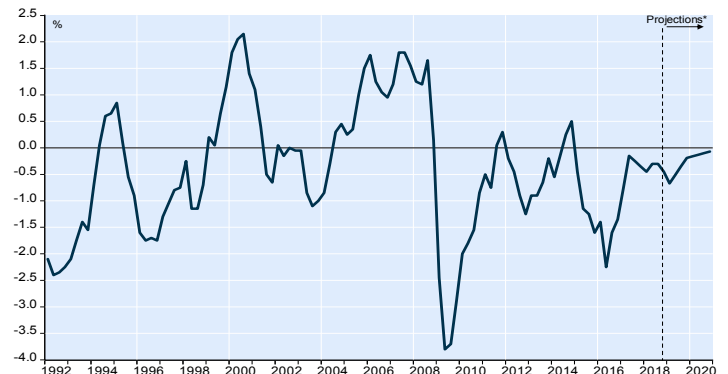


\* 2018 est basé sur la moyenne de janvier à novembre  
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

L'accord AEUMC et le commerce international en général sont effectivement cruciaux pour les perspectives économiques du Canada alors qu'on s'attend à un ralentissement de la demande intérieure. Les dépenses de consommation ralentissent déjà sous le poids du lourd endettement des ménages et de la disparition des effets de richesse immobiliers résidentiels (voir le *Mensuel économique* de février). Sur cette toile de fond, une politique monétaire énergique de la Banque du Canada est moins indispensable. C'est exactement ce que signale la banque centrale dans son *Rapport sur la politique monétaire* de janvier dans lequel elle a révisé à la baisse ses prévisions de croissance du PIB canadien pour 2019. Et avec la prévision de la Banque d'une croissance moyenne en 2019-2020 voisine de l'estimation du potentiel de 1.8%, l'écart de production devrait rester béant encore plusieurs trimestres. En d'autres termes, l'écart entre les taux d'intérêt du Canada et des États-Unis ne s'améliorera probablement pas beaucoup en 2019.

### L'écart de production devrait se maintenir encore plusieurs trimestres

Estimations de la BdC de l'écart de production (moyenne du cadre intégré et du filtre élargi à plusieurs variables)

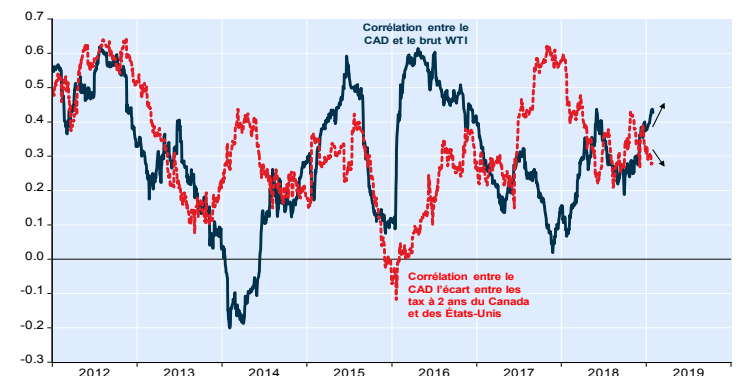


\* Projections basées sur les prévisions de croissance du PIB de la BdC et croissance du PIB potentiel de 1.8% sur l'horizon de prévision  
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Cela ne veut pas dire que le dollar canadien sera nécessairement en difficulté cette année. L'influence des écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis sur le huard se dissipe, ce qui contraste fortement avec le pétrole qui se réimpose maintenant comme principal déterminant de la monnaie canadienne. Si nous voyons juste à propos des augmentations de prix du brut WTI et des flux commerciaux mondiaux sans entraves, le taux USDCAD pourrait se diriger vers notre objectif de milieu d'année de 1.27.

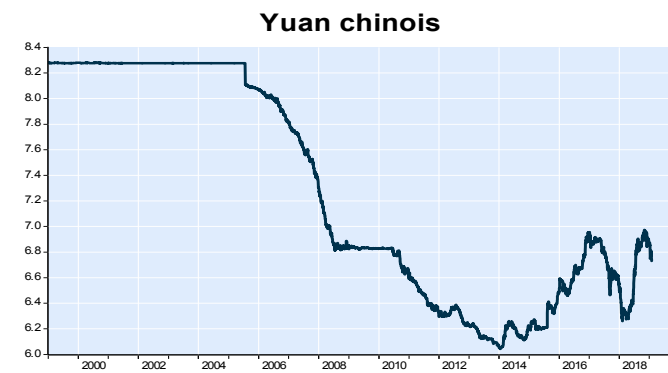
### Le pétrole est le principal déterminant du huard

Corrélation de 100 jours entre les variations du CAD (par rapport à l'USD), du brut WTI et de l'écart des taux d'intérêt à 2 ans entre le Canada et les États-Unis



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## Annexe



### Dollar Canadien\*

	Actuel 1-fév-19	2019T1	2019T2	2019T3	2019T4	2020T1
USDCAD	1.31	1.30	1.27	1.27	1.28	1.30
EURCAD	1.50	1.49	1.51	1.54	1.58	1.57
CADJPY	83	85	90	91	88	86
AUDCAD	0.95	0.96	0.97	0.97	0.97	0.97
GBPCAD	1.71	1.71	1.70	1.65	1.64	1.65
CADCNY	5.16	5.17	5.29	5.28	5.19	5.12
CADMXN	14.65	14.71	14.85	14.62	14.59	14.63

\*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

**Matthieu Arseneau**

Chef économiste adjoint  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Krishen Rangasamy**

Économiste principal  
krishen.rangasamy@bnc.ca

**Paul-André Pinsonnault**

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

**Marc Pinsonneault**

Économiste principal  
marc.pinsonneault@bnc.ca

**Kyle Dahms**

Économiste  
kyle.dahms@bnc.ca

**Jocelyn Paquet**

Économiste  
jocelyn.paquet@bnc.ca

**Angelo Katsoras**

Analyste géopolitique  
angelo.katsoras@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

**Warren Lovely**

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

### Général

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

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

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

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

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

### Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être 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 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

### Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

### Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

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

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

### Droits d'auteur

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