

Le choix de nourrir le monstre

- L'économie américaine se porte assez bien pour inciter la Réserve fédérale américaine à envisager de continuer de resserrer sa politique monétaire. Une hausse des taux d'intérêt en décembre est à prévoir, sous réserve que les statistiques restent positives et qu'il n'y ait pas de mauvaises surprises dans les négociations sur le plafond de la dette. Le gouverneur Jerome Powell, qui dirigera la Fed à partir de février 2018, poursuivra probablement la normalisation graduelle de la politique monétaire. Cela laisse présager de nouvelles hausses des taux d'intérêt, surtout si des mesures de stimulation budgétaires sont déployées. Et comme les marchés ne tiennent pas compte de ces hausses, l'USD pourrait en être avantagé l'an prochain.
- L'euro a écopé en octobre où la Banque centrale européenne a opté pour une prolongation de son programme d'achat d'actifs de 12 mois au moins. L'économie de la zone euro monte en régime, mais l'inflation reste bien inférieure à l'objectif. Nous sommes toujours préoccupés par les turbulences que suscite le Brexit et le risque que les élections en Italie, en 2018, facturent la zone euro. Par conséquent, nous n'entrevoions pas beaucoup de potentiel de hausse du taux EURUSD par rapport aux niveaux actuels sur l'horizon de prévision.
- Le dollar canadien a enregistré sa plus forte baisse mensuelle de l'année en octobre malgré la remontée des prix du pétrole. Les écarts de taux d'intérêt avec les États-Unis sont devenus défavorables pour le huard en raison du ton accommodant de la Banque du Canada. La banque centrale estime maintenant que l'économie est plus sensible aux taux d'intérêt et qu'elle doit donc mettre la pédale douce en ce qui concerne les hausses de taux futures. C'est un peu comme si elle disait qu'elle va continuer de nourrir le monstre qu'elle a créé après des années de politiques ultra-accommodantes – le surendettement et l'immobilier résidentiel occupent une part disproportionnée de l'économie – de crainte de se faire mordre. Devant la réticence exprimée par la Banque du Canada à resserrer sa politique, nous avons repoussé au début de 2018 le moment où nous prévoyons la prochaine hausse des taux d'intérêt. Cependant, nous pensons toujours que la BdC sera contrainte par des données solides d'augmenter les taux en 2018 plus que ce que les marchés attendent actuellement. Si nous avons raison, le dollar canadien pourrait retrouver de la vigueur au début de l'année prochaine.

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

Perspectives des devises*

	Actuel 2-nov-17	2017T4	2018T1	2018T2	2018T3	2018T4
USDCAD	1.28	1.27	1.25	1.26	1.28	1.32
Cents U.S. par CAD	0.78	0.79	0.80	0.80	0.78	0.76
EURUSD	1.17	1.16	1.18	1.17	1.14	1.12
USDJPY	114	115	114	112	110	108
AUDUSD	0.77	0.78	0.79	0.77	0.75	0.74
GBPUSD	1.31	1.30	1.32	1.27	1.23	1.20
USDCNY	6.61	6.60	6.58	6.57	6.56	6.55
USDMXN	18.98	18.90	18.70	19.10	19.50	19.70

*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

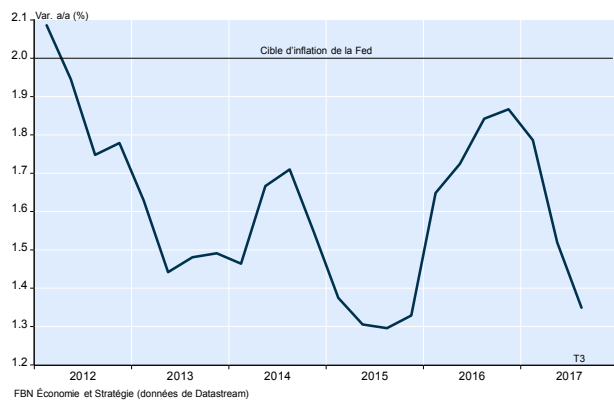
Devises

Le renforcement de l'économie donne le feu vert à la Fed

Le dollar américain a bondi de plus de 1% après pondération en fonction des échanges en octobre, sa meilleure performance en 2017. Les données économiques solides des États-Unis, dont le PIB qui a augmenté de 3% en chiffres annualisés au T3 un deuxième trimestre de suite, avaient induit les marchés à anticiper presque totalement une hausse des taux d'intérêt par la Fed en décembre. La plus grande économie du monde est en passe de croître d'environ 2.2% cette année et d'accélérer encore en 2018, sous réserve que le plafond de sa dette soit relevé en décembre et que des mesures de stimulation budgétaires soient déployées avant les élections de mi-mandat au Congrès. Le marché du travail est aussi resté en effervescence cette année, comme en attestent les 170K emplois net créés chaque mois en moyenne sur la période janvier à octobre.

À sa réunion de novembre, la Fed a reconnu l'insuffisance de l'inflation. Mais elle a souligné que l'activité économique augmente « à un rythme solide » et a exprimé sa confiance dans la montée de l'inflation vers sa cible « à moyen terme ».

États-Unis : L'inflation reste timide
Déflateur du PCE de base



Étant donné ses antécédents, nous sommes sceptiques quant à la capacité de la Fed de faire monter l'inflation et aux trois hausses de taux qu'elle prévoit. Mais nous considérons que les prévisions du marché – qui s'attendent à seulement une hausse additionnelle de taux en 2018 (après celui de décembre) – sont trop basses vu l'amélioration des perspectives économiques.

Le gouverneur Jerome Powell, qui dirigera la Fed à partir de février 2018 (voir encadré), poursuivra probablement la normalisation graduelle de la politique monétaire. Cela laisse présager de nouvelles hausses des taux d'intérêt, surtout si, comme nous le prévoyons, des mesures de stimulation budgétaires sont déployées. Et comme les marchés ne tiennent pas compte de ces hausses, l'USD pourrait en être avantagé l'an prochain. Le niveau actuel

des positions spéculatives sur le dollar américain lui est aussi propice. Le dénouement des positions courtes actuelles que nous pressentons amplifiera son ascension.

États-Unis : Les spéculateurs continuent de vendre l'USD
Positions non commerciales nettes longues sur l'USD

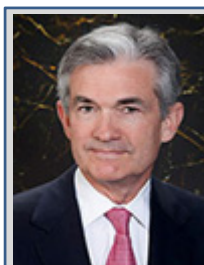


Photo de la Réserve fédérale

Jerome Powell a été désigné comme le prochain président de la Réserve fédérale américaine. Le gouverneur Powell n'est pas un économiste – il est diplômé en droit de Georgetown –, mais a une longue expérience des marchés financiers (ayant travaillé au département du Trésor et dans les milieux du capital-investissement) et surtout de la politique monétaire, puisqu'il est

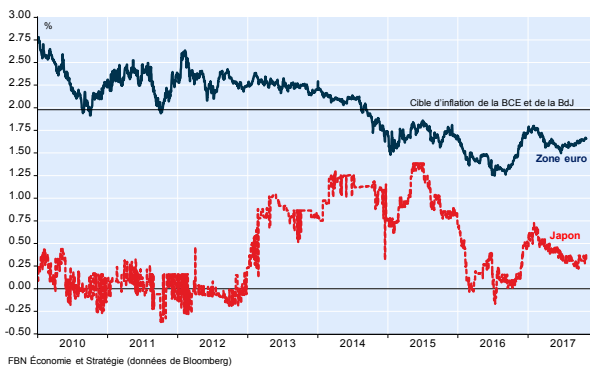
membre votant du FOMC depuis 2012. Il est actuellement président de cinq des huit comités de la Fed dont ceux de la Surveillance et réglementation, des Petites banques régionales et communautaires et des Paiements, compensation et règlement. Comme la présidente actuelle, Janet Yellen, M. Powell est un défenseur de la normalisation graduelle de la politique monétaire et n'engagera probablement pas de modification majeure de la politique de la Fed. Il a toujours voté avec M^{me} Yellen et la majorité du FOMC. En ce qui concerne la réglementation, M. Powell passe pour un gouverneur ouvert à des modifications de la législation, ce qui a sans doute joué en sa faveur, puisque la Maison-Blanche entend assouplir les règles. Les marchés accueilleront sans doute bien sa nomination, car il représente la continuité. Sa confirmation devrait se dérouler sans accroc; il est en effet peu probable que la majorité républicaine du Sénat vote contre le choix d'un président républicain. Des démocrates pourraient même se joindre à leurs collègues républicains pour avaliser le choix de Jerome Powell qui, beaucoup s'en souviendront, avait été nommé au FOMC par le président Obama en 2012. Jerome Powell devrait prendre ses fonctions de président du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine en février 2018, quand le mandat de Janet Yellen expirera.

Devises

L'euro matraqué par la prolongation des achats d'actifs

L'euro, qui s'est déprécié un deuxième mois de suite en octobre, pourrait continuer de peiner face à la vigueur de l'USD. Les politiques accommodantes de la Banque centrale européenne ne lui viendront pas en aide. On se rappellera que malgré l'embellie de l'économie, la BCE a décidé en octobre de prolonger ses achats d'actifs au moins jusqu'en septembre 2018, même si le montant des achats mensuels est réduit de moitié, à €30 milliards, à partir de janvier 2018. La BCE a indiqué clairement que, devant le manque d'inflation – le taux d'inflation de base annuel a chuté à 0.9% seulement en octobre –, « un degré élevé de stimulation monétaire demeure nécessaire ». La banque centrale craint peut-être que les anticipations d'inflation ne partent à la dérive si l'inflation reste inférieure à sa cible pendant bien plus longtemps.

Certaines banques centrales peinent à faire monter les attentes d'inflation
Anticipation de l'inflation dans 5 ans pendant les cinq prochaines années



La BCE n'oublie pas non plus les incertitudes géopolitiques qui pourraient faire dérailler la croissance économique et rendre son objectif de 2% d'inflation encore plus difficile à atteindre. Les élections en Italie l'an prochain, qui pourraient porter au pouvoir un parti populiste anti-Union européenne, présentent un risque existentiel pour la zone euro, alors que le Brexit pourrait devenir un important frein pour la zone euro en raison des liens commerciaux entre l'UE et le Royaume-Uni. Par conséquent, bien que l'économie de la zone euro soit sur la bonne voie, la BCE se montrera sans doute patiente. Nous n'entrevoions donc pas beaucoup de potentiel de hausse du taux EURUSD par rapport aux niveaux actuels sur l'horizon de prévision.

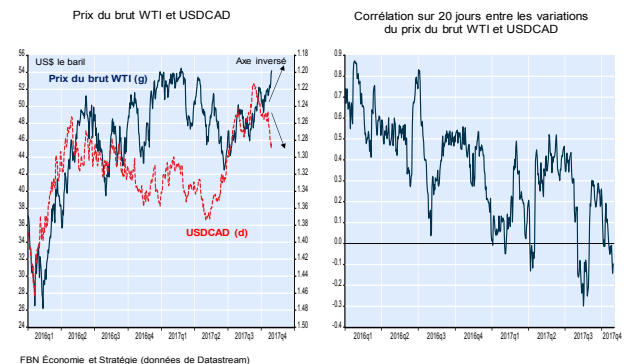
La Banque du Japon se trouve dans un carcan similaire, avec une croissance économique supérieure au potentiel, mais une inflation faible et le risque que les attentes d'inflation décrochent. En octobre, la Banque du Japon a laissé sa politique monétaire inchangée et a réaffirmé son attachement à l'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec un contrôle de la courbe des rendements aussi longtemps que cela sera nécessaire pour atteindre son objectif d'inflation de 2% d'une manière durable. On

ne sait pas encore si le premier ministre Shinzo Abe, qui vient d'être reporté au pouvoir à l'issue d'une élection décisive, remaniera la direction de la BdJ. Mais la politique de détente monétaire étant un des piliers essentiels du programme économique de M. Abe, nous doutons fort que la politique de la BdJ change beaucoup. Par conséquent, le yen devrait rester sous pression en raison des différentiels de rendement défavorables et des opérations de portage, jusqu'à ce que, bien sûr, l'aversion pour le risque refasse une apparition non souhaitée sur les marchés financiers du monde.

La Banque du Canada choisit de nourrir le monstre qu'elle a créé

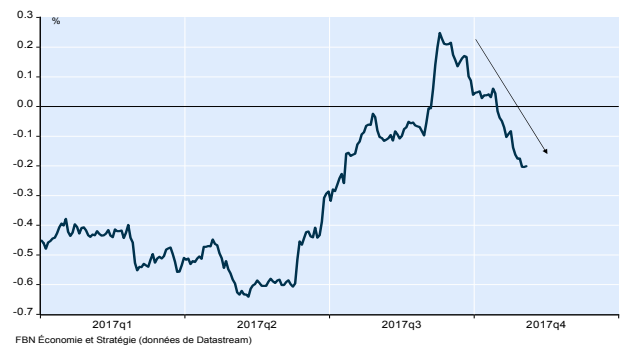
Devant la remontée des prix du pétrole, on aurait pu s'attendre à ce que le taux USDCAD s'établisse à 1.20 ou mieux. Mais au lieu de cela, il oscille maintenant autour de 1.30, le huard s'étant déprécié de plus de 2.5% en octobre, où il a enregistré le pire résultat mensuel de cette année. À tel point que la corrélation du CAD avec le pétrole est devenue négative.

Le huard ne peut pas compter sur la remontée des prix du pétrole



Les effets positifs de l'augmentation des prix du pétrole ont été écrasés par la forte accentuation des écarts des taux d'intérêt avec les États-Unis. Le renforcement des données a dopé les taux américains alors que les canadiens ont été laminés par le message accommodant de la Banque du Canada en octobre.

Les écarts de taux d'intérêt ne sont pas favorables au dollar canadien
Rendement de l'obligation du gouvernement de deux ans, Canada moins États-Unis

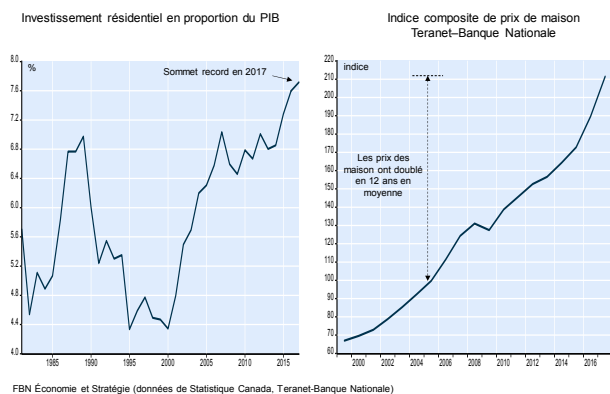


Devises

Dans son plus récent *Rapport sur la politique monétaire*, la banque centrale a rehaussé ses prévisions de croissance du PIB et reconnu que l'économie tourne au maximum de sa capacité. Mais elle s'est gardée de resserrer sa politique monétaire, en disant que l'économie est maintenant plus sensible aux taux d'intérêt et qu'elle devra donc mettre la pédale douce à l'avenir.

Des années de détente monétaire par la banque centrale ont entraîné la création d'un monstre. Les taux d'intérêt bas pendant trop longtemps ont encouragé le surendettement et gonflé les prix sur le marché immobilier résidentiel. Les prix des maisons ont doublé au cours des 12 dernières années (en moyenne nationale) alors que les investissements résidentiels représentent maintenant le niveau record de 7.7% du PIB. Et plutôt que d'affronter les conséquences d'un règlement du problème qu'elle a créé, la Banque du Canada a choisi de nourrir le monstre encore un peu plus.

Proportion record de l'immobilier résidentiel dans l'économie



La nouvelle réglementation proposée par le Bureau du surintendant des institutions financières devrait aider à freiner l'exubérance du marché immobilier résidentiel – p. ex. taux d'admissibilité plus élevé pour les prêts hypothécaires résidentiels non assurés –, mais elle ne fait rien pour infléchir le crédit à la consommation. Le fardeau de la dette des ménages et le manque de mesures incitatives pour le réduire restent un risque important pour la stabilité financière à long terme.

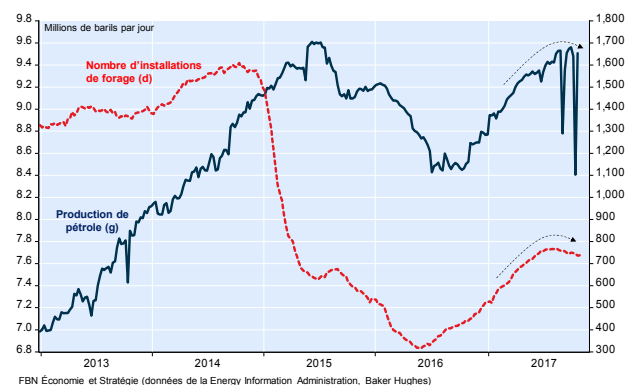
Maintenant que l'économie canadienne fonctionne à pleine capacité, les pressions inflationnistes se renforcent. Grâce à un marché du travail dynamique - qui a créé en moyenne 26K emplois/mois cette année, la meilleure performance de janvier à octobre depuis une décennie -, les salaires progressent le plus rapidement depuis des années et c'est une question de temps avant que cela se traduise par un taux d'inflation de base annuel plus élevé. Et cela, même *avant* d'envisager l'impact sur l'inflation des prochaines augmentations du salaire minimum en Ontario et en Alberta.

Meilleures perspectives pour le pétrole

Le pétrole pourrait-il faire monter le dollar canadien? Oui, si les effets de la politique monétaire arrêtent de dominer et que la corrélation entre le pétrole et le dollar redevient normale. Nous avons longtemps été sceptiques devant la capacité de l'OPEP de réduire la surabondance de brut face à l'essor de la production de pétrole de schistes des États-Unis. Mais cette dernière semble maintenant plafonner, en accord avec le nombre d'appareils de forage en service qui a culminé. Cela, doublé d'une augmentation de la demande mondiale, explique la hausse récente des prix du pétrole. Mais il y a une limite à l'augmentation possible de ces prix avant que la production de pétrole de schistes – largement rentable quand le baril est au-dessus de US\$45 – reprenne sa tendance à la hausse et augmente l'offre. Par conséquent, alors que le prix du WTI devrait dépasser les niveaux de ces dernières années et soutenir le dollar canadien à l'avenir, nous nous attendons à ce qu'il se maintienne sous les US\$60 dans un avenir prévisible.

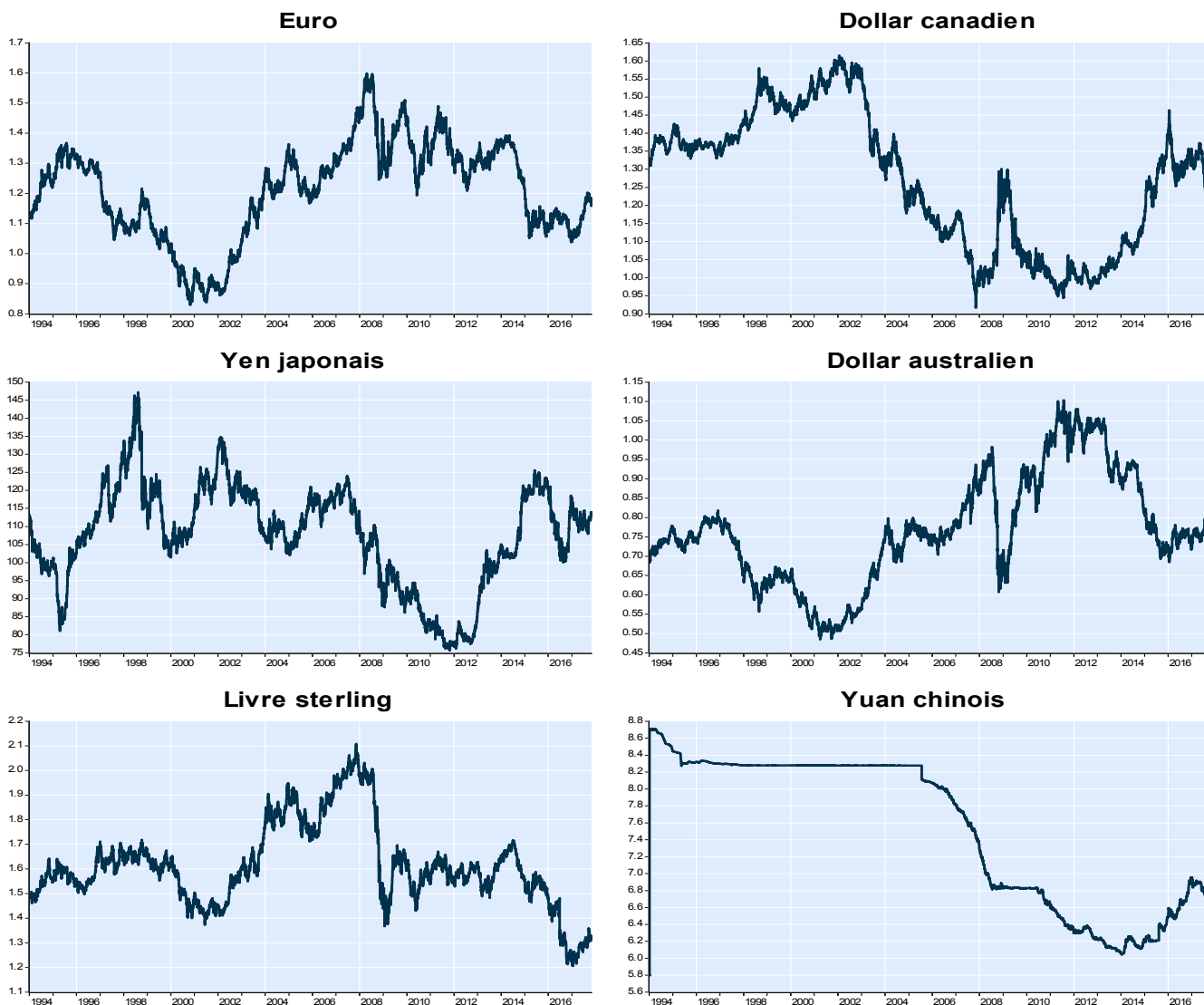
La production de pétrole américain semble plafonner

Production de pétrole américain et nombre d'installations de forage aux États-Unis



Nous remettons en question les prévisions de croissance du PIB canadien de la Banque du Canada pour 2018 de seulement 2.1%, car elles ne tiennent aucun compte des mesures de relance budgétaire provinciales. À ce titre, nous prévoyons une révision à la hausse des prévisions de croissance de la BdC dans ses prochains *Rapport sur la politique monétaire* après la saison des budgets.

Devant la réticence exprimée par la Banque du Canada à resserrer sa politique, nous avons repoussé au début de 2018 le moment où nous prévoyons la prochaine hausse des taux d'intérêt. Cependant, nous pensons toujours que la BdC sera contrainte par des données solides d'augmenter les taux en 2018 plus que ce que les marchés attendent actuellement. Si nous avons raison, le dollar canadien pourrait retrouver de la vigueur au début de l'année prochaine.



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Dollar Canadien*

	Actuel 2-nov-17	2017T4	2018T1	2018T2	2018T3	2018T4
USDCAD	1.28	1.27	1.25	1.26	1.28	1.32
EURCAD	1.50	1.47	1.48	1.47	1.46	1.47
CADJPY	89	91	91	89	86	82
AUDCAD	0.99	0.99	0.99	0.97	0.96	0.97
GBPCAD	1.68	1.65	1.65	1.60	1.58	1.58
CADCNY	5.16	5.21	5.26	5.22	5.12	4.98
CADMXN	14.80	14.93	14.96	15.18	15.21	14.97

*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, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche 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 valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

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 une activité réglementée de type 1 (négociation de valeurs mobilières), 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. 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.

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 FBN, 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 que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.