

## Corrélations actions-obligations : Sommes-nous à un point d'inflexion?

### Perspective historique

La corrélation entre les prix des actions américaines et les taux d'intérêts sur le marché des obligations du Trésor américain a fortement fluctué au cours des 60 dernières années. Du milieu des années 1960 à la fin des années 1990, la corrélation était principalement négative. Puis, elle est devenue positive et, pendant les 10 années qui ont suivi la grande récession, ce changement s'est incrusté, du moins jusqu'à récemment.

#### Corrélation entre actions et obligations (1)

Corrélation mobile sur 24 mois entre les variations mensuelles (%) de l'indice S&P 500 et des taux à long terme



FBN Économie et Stratégie (données de [www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie\\_data.xls](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls))

du Trésor américain sont à l'abri de toute défaillance), les paiements d'intérêts et le remboursement du capital sont connus à l'avance. Pour les actions, les flux de dividendes sont incertains.

Par conséquent, le prix d'une obligation au moment ( $t_{+1}$ ) sera une fonction du taux d'intérêt réel au moment ( $t_0$ ) plus l'inflation attendue à ( $t_0$ ) plus une prime de terme et de toute surprise de l'inflation ou de tout choc de taux d'intérêt réel entre les moments ( $t_0$ ) et ( $t_{+1}$ ).

Le cours d'une action au moment ( $t_{+1}$ ) sera aussi fonction du taux d'intérêt réel plus l'inflation attendue au moment ( $t_0$ ) plus, dans ce cas-ci, une prime de risque et de toute surprise de l'inflation ou de tout choc de taux d'intérêt réel entre les moments ( $t_0$ ) et ( $t_{+1}$ ). Pour les prix des actions, étant donné la nature de leurs flux monétaires, un facteur supplémentaire s'ajoute : tout choc de dividende entre les moments ( $t_0$ ) et ( $t_{+1}$ ).

La détermination du prix à la fois des actions et des obligations comprend donc les composantes du taux d'actualisation utilisé au moment ( $t_0$ ) pour calculer la valeur présente des flux monétaires futurs. Par conséquent, pour les deux catégories d'actifs, un taux d'intérêt réel plus élevé au moment ( $t_0$ ) et une inflation attendue plus élevée au moment ( $t_0$ ) auront pour effet de faire baisser les prix, et inversement. En outre, la composante prime de terme du taux d'actualisation — la rémunération exigée par les participants du marché pour le risque que le taux nominal à court terme pendant le reste de la durée de l'obligation suive une trajectoire différente de celle qui avait été prévue — sera affectée par des changements de perceptions au sujet de l'incertitude associée à cette trajectoire. On peut s'attendre à ce que plus d'incertitude au sujet des prévisions économiques augmente le comouvement des prix des obligations et des actions.

Alors pourquoi la corrélation entre les prix des actions et les taux obligataires reste-t-elle positive aussi longtemps pour la première fois depuis le début des années 1960? Pour répondre à cette question, il faut examiner quels facteurs fondamentaux déterminent l'évolution des prix des actions et des obligations et comment de nouvelles informations influent sur les opinions des participants du marché au sujet de l'évolution probable de ces facteurs.

### Contexte théorique

Une des explications plausibles de l'évolution historique de la corrélation entre les actions et les obligations part de l'idée élémentaire que les prix des obligations et des actions représentent la valeur actualisée des flux monétaires futurs. Pour les obligations (en présumant que les obligations

## Canaux de transmission

Une inflation plus élevée que prévu et des taux d'intérêt réels plus élevés que prévu au moment ( $t_{+1}$ ) auront pour effet de faire baisser le prix des obligations, et inversement. Pour une action, cependant, une inflation plus élevée que prévu affecte plus qu'un seul facteur dans son prix. Il laisse entrevoir un taux d'actualisation nominal plus élevé, mais éventuellement aussi un flux de dividendes plus élevé, auquel cas il existe une ambiguïté quant à savoir lequel des deux dominera.

Enfin, comme les chocs de dividendes affectent le prix des actions mais pas celui des obligations, ils peuvent à l'occasion réduire la corrélation entre les deux catégories d'actifs.

Des opinions divergentes relativement à la conjoncture économique peuvent amener les participants du marché à des interprétations différentes du signal provenant de la publication d'une même donnée économique. Par conséquent, ils peuvent en tirer des conclusions différentes au sujet de la juste valeur d'un actif financier. Dans la foulée de la grande récession, par exemple, une surprise à la hausse de l'inflation accompagnée par des taux d'intérêt plus élevés pouvait être interprétée comme positive pour les actions si l'interprétation dominante du marché était que ces surprises étaient le reflet d'une économie qui se portait mieux que prévu. Conclusion : des taux d'intérêt obligataires plus élevés et des prix des actions plus élevés. Au début des années 1980, l'interprétation des investisseurs aurait été fort différente. Les investisseurs considéraient une inflation plus forte que prévu comme un indicateur que l'approche musclée de la politique monétaire du président de la Fed, Paul Volcker, allait entraîner une hausse des taux d'intérêt et approfondir la récession. Conclusion : des taux d'intérêt sur le marché obligataire plus élevés et des prix des actions plus bas.

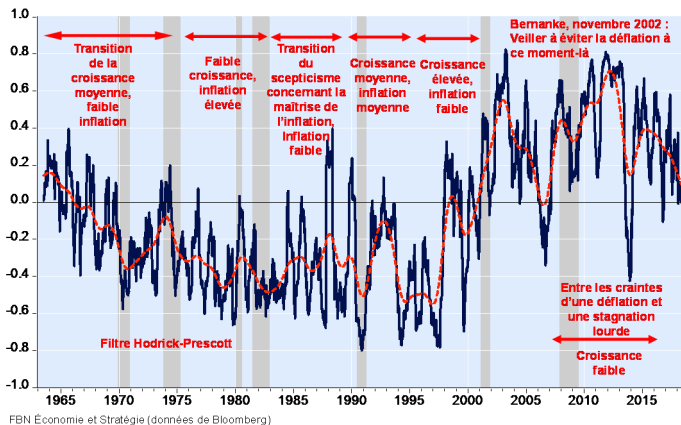
Conclusion : Dans différents contextes de marché ou d'environnements économiques, des chocs comparables peuvent avoir des effets différents sur la corrélation entre le prix des actions et ceux des obligations. Dans ce contexte, ce sont l'incertitude au sujet de l'inflation et l'évaluation que font les investisseurs des informations provenant des chocs inattendus qui décideront de la tendance dominante de la corrélation entre les obligations et les actions.

## Changement de combinaisons de croissance et d'inflation

Se fondant sur cette intuition, David et Veronesi (2013) ont utilisé un modèle d'équilibre général pour démontrer que : « les informations au sujet de l'inflation signalent une croissance économique réelle future soit positive soit négative selon le moment, affectant ainsi l'orientation du comouvement des actions et des obligations ». Dans leur modèle, les participants du marché ne peuvent pas observer directement la nature du « régime » du moment – soit les caractéristiques sous-jacentes des taux d'inflation et de croissance économique. Ils doivent les déduire des données à mesure qu'elles paraissent. Par conséquent, c'est le rôle de signalement de l'inflation variant dans le temps qui est le principal inducteur du comouvement des rendements des actions et des obligations. Autre caractéristique de leur modèle : la volatilité est endogène et découle de ce qu'on apprend au sujet du régime. En outre, la valorisation des actions a un effet important sur la volatilité. Dans leur simulation, l'inflation attendue explique plus de 45% de la covariance du rendement total des actions et des obligations.

### Corrélation entre actions et obligations(2)

Corrélation mobile sur 30 semaines entre les variations hebdomadaires (%) du S&P 500 et des taux à 10 ans

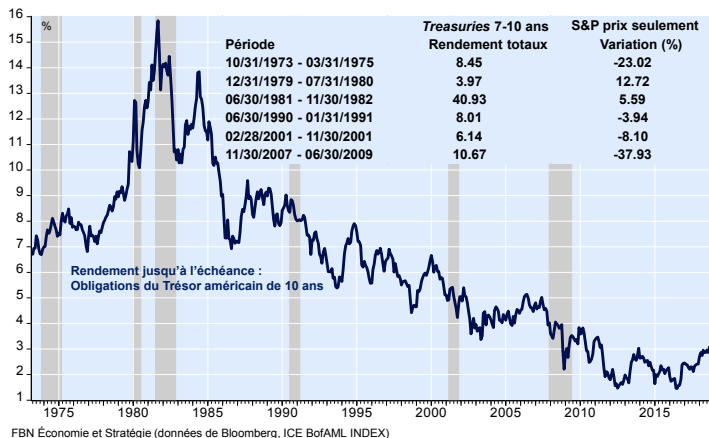


Dans le premier et deuxième graphique, nous avons classé par périodes les 60 dernières années selon les régimes suggérés par David et Veronesi, caractérisés par des appariements de la croissance économique (faible à élevée) et de l'environnement de l'inflation (faible à élevée). Leur modèle laisse entrevoir que, lorsque l'opinion dominante des participants du marché est que le régime courant est un régime de faible croissance et faible inflation, la corrélation entre les prix des actions et les taux d'intérêt sera probablement positive. Si en revanche les participants du marché croient qu'ils sont dans un régime de faible croissance et de forte inflation, le modèle laisse penser que la corrélation sera négative. Autour de 1985, les besoins d'emprunt du Trésor américain étaient encore assez importants en pourcentage du PIB et beaucoup d'investisseurs en obligations doutaient de la détermination

à plus long terme des autorités à maîtriser l'inflation. L'incertitude au sujet de l'inflation était palpable. La corrélation entre les prix des actions et les taux d'intérêt a fortement fluctué pendant ces années. Un phénomène qui transparait avec plus d'acuité sur le deuxième graphique avec ses données à plus haute fréquence.

Nous avons aussi noté que la corrélation tend à évoluer nettement pendant la période qui précède et qui suit immédiatement une récession, ainsi que pendant cette récession. Cela signifie-t-il que les possibilités de diversification sont moins nombreuses au moment où on en a le plus besoin? Pour répondre à cette question, nous avons examiné les six dernières périodes de ce genre, en calculant le rendement total des obligations du Trésor américain arrivant à échéance dans 7 à 10 ans à partir de la clôture du marché à la fin du dernier mois avant le début de la récession jusqu'à la fermeture du marché au cours du mois où la récession a pris fin. Nous avons aussi calculé le pourcentage de variation de l'indice S&P 500 des prix seulement.

## Rendement positif des Treasuries pendant les 6 dernières récessions



Nos résultats (graphique) révèlent des rendements positifs pour les obligations du Trésor américain pendant les récessions. De plus, à une seule exception près (1979-1980), les rendements générés par l'indice S&P 500 ont été nettement inférieurs à ceux des obligations. On peut donc dire que les obligations du Trésor ont joué leur rôle pendant les récessions.

Qu'en est-il des 10 dernières années? Le rendement trimestriel moyen annualisé total de l'indice S&P 500 au cours des 10 dernières années terminées en septembre 2018 était de 11.97% avec un écart-type de 15.49 points de pourcentage. Pour les obligations du Trésor de 7 à 10 ans, le rendement trimestriel moyen total n'était que de 3.76%, avec un écart-type de 7.24 points de pourcentage. Un portefeuille composé de 40% d'actions et de 60% d'obligations de 7 à 10 ans, rééquilibré tous les trimestres,

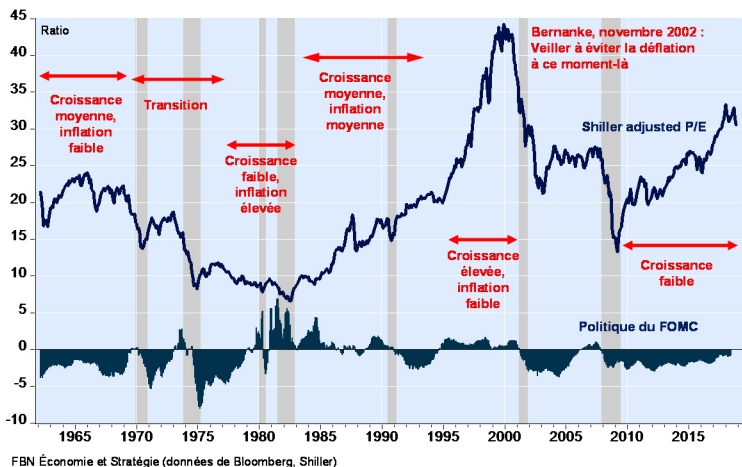
aurait ainsi rapporté en moyenne 7.54%, ou 63% du rendement des actions avec un écart-type de 4.88 points de base, ou 30% de la volatilité des actions. Ce n'est pas une mauvaise combinaison pour ceux que la volatilité des rendements inquiète.

## À quoi s'attendre maintenant

Maintenant que la Fed croit avoir atteint son double objectif d'emploi maximum et de stabilité des prix, au moment où la politique monétaire reste accommodante et où le marché du travail est tendu, les participants du marché changeront-ils d'opinion au sujet du régime dans lequel ils se trouvent actuellement? Depuis 2014, le thème dominant a été que l'économie était enlisée dans une période de stagnation persistante (faible croissance, faible inflation). Les tensions commerciales et la montée du protectionnisme pousseront-elles l'économie mondiale dans un état d'efficacité moindre et de tensions inflationnistes sous-jacentes? En d'autres termes, l'économie américaine entre-t-elle dans une période de faible croissance et d'augmentation de l'inflation? L'histoire nous apprend qu'un tel régime entraîne une diminution des ratios cours/bénéfice (C/B).

## C/B corrigé des effets cycliques et politique monétaire de la Fed

Politique de la Fed = Taux effectif des fonds fédéraux moins (R\* + PCE de base a/a)



D'autre part, l'économie mondiale pourrait-elle être sur le point de connaître un choc de productivité motivé par les innovations technologiques telles que la robotique et l'intelligence artificielle? Dans ce cas, le régime qui s'en vient pourrait être plus comparable à celui des années 1990.

Le cadre de la politique monétaire pourrait changer avec le temps. Cela pourrait avoir des implications pour les corrélations actions-obligations et leur évolution à plus long terme. Récemment, tant le FOMC que la Banque du Canada ont fait savoir qu'ils étaient sur le point de lancer un examen approfondi de la manière dont la politique monétaire fonctionnera à l'avenir. La première sous-gouverneure de la BdC, Carolyn Wilkins, a dit que les questions de la combinaison de politiques monétaire et budgétaire qui conviendra le mieux pour relever les défis futurs à la question de savoir si le

ciblage temporaire des niveaux de prix est une solution de rechange au ciblage de l'inflation quand la politique conventionnelle est limitée par la borne inférieure des taux d'intérêt. La réponse apportée à ces questions aura à long terme

des implications pour le rôle de signalement de l'inflation comme principal inducteur du comouvement du prix des actions et des obligations.

Après une décennie de corrélation positive entre les cours des actions américaines et les taux d'intérêt des obligations du Trésor américain, nous pourrions nous trouver à un point d'inflexion. Comme par le passé, les marchés s'adapteront et prendront leurs décisions à mesure que de nouvelles informations deviendront disponibles et que les participants gagneront de la conviction en regard au régime dans lequel ils évoluent.

## Bibliographie :

Bernanke, Ben S., 21 novembre 2002, « Deflation: Making sure 'It' Doesn't Happen Here », Remarks before the National Economist Club, Washington, D.C.

Burkhardt, D., et Hasseltoft, H., 2012, « Understanding Asset Corrélations », Université de Zurich

Cambell, J. Y., Pflueger, C., et Viceira, L., 2014, « Monetary Policy Drivers of Bond and Equity Risks », National Bureau of Economic Research, Working Paper 20070

David, A., et Veronesi, P., 2013, « What Ties Return Volatilities to Price Valuations and Fundamentals? », Journal of Political Economy, vol. 121, pp. 682-746

Dick, C. D., Schmeling, M., et Schrimpf, A., 2010, « Macro Expectations, Aggregate Uncertainty, and Expected Term Premia », Discussion Paper No. 10-064, ZEW

Faria, G., et Verona, F., 2018, « The Equity Risk Premium and the Low Frequency of Term Spread », Discussion Papers, Bank of Finland

Li, L., 2002, « Macroeconomic Factors and the Corrélation of Stock and Bond Returns », Yale University Working Paper

Ohmi, H., et Okimoto, T., 2015, « Trends in Stock-Bond Corrélations », AJRC Working Paper 03/2015, Australian National University

Pericoli, M., 2018, « Macroeconomics Determinants of the Corrélation Between Stocks and Bonds », Temi di discussione, Banca d'Italia

Rankin, E., and Shah Idil, M., 2014, « A Century of Stock-Bond Corrélation », Bulletin, Reserve Bank of Australia

Wilkins Carolyn A., 20 novembre 2018, « Choosing the Best Monetary Policy Framework for Canada », Banque du Canada

## 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

#### Marc Pinsonneault

Économiste principal  
marc.pinsonneault@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 déposé 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

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 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.