

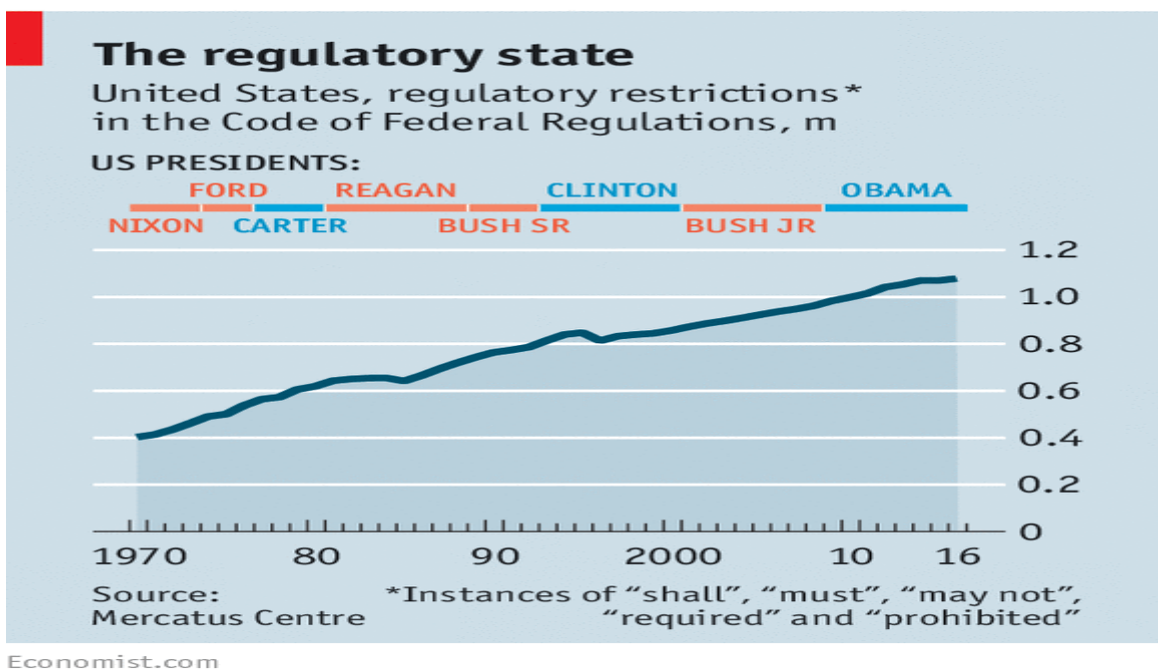
## La guerre discrète de Donald Trump à la réglementation

### Introduction

Les allégations de collusion avec la Russie pendant la campagne électorale américaine et les difficultés à faire adopter des mesures législatives importantes font les manchettes, mais, pendant ce temps, l'administration Trump avance à grands pas sur le front réglementaire. Ce qui fait de la réforme de la réglementation un objectif particulièrement payant, c'est que les changements peuvent souvent être adoptés sans l'approbation du Congrès.

Pour mener à bien ses projets de déréglementation, le président Trump a souvent nommé des personnes du secteur privé à la tête d'organismes de réglementation que celles-ci ont combattus pendant des années. C'est ce que le stratège de M. Trump, Steve Bannon, a appelé la « déconstruction de l'État administratif ».

Ce rapport analyse la bataille en coulisses de M. Trump contre la réglementation, en se concentrant particulièrement sur les secteurs des finances et de l'énergie.



Source : « Too much federal regulation has piled up in America », *The Economist*, 2 mars 2017

### Le président Trump n'a pas perdu du temps pour appliquer la déréglementation

- Le 20 janvier (jour de son investiture), Donald Trump a signé un décret suspendant toutes les règles et tous les règlements en cours d'adoption en attendant leur réexamen.
- Le 30 janvier, il a ordonné à toutes les agences d'éliminer deux règlements pour chaque nouveau règlement créé.
- Le 24 février, il a ordonné que chaque agence fédérale trouve des règlements coûteux à éliminer. Le coût total supplémentaire de tout nouveau règlement ne doit, après déduction des règlements révoqués, pas être supérieur à zéro en 2017.

## ***Les tribunaux joueront aussi un rôle crucial dans l'exécution du projet réglementaire***

En obtenant l'approbation de Neil Gorsuch en remplacement d'Antonin Scalia, Donald Trump s'est assuré que la Cour suprême des États-Unis continue d'être en majorité conservatrice à raison de 5 contre 4. Selon certaines rumeurs, le juge Anthony Kennedy (80 ans) plutôt de gauche pourrait bientôt prendre sa retraite. Cela permettrait à M. Trump d'ajouter un juge conservateur de plus à l'instance suprême.

Tout en modelant la Cour suprême, l'administration Trump est aussi en mesure de nommer des juges fédéraux à des tribunaux inférieurs dans l'ensemble du pays. C'est ainsi que le président Trump a récemment annoncé la nomination de dix juges. En tout, environ 130 postes de ce genre sont à pourvoir. Le président Barack Obama avait procédé à 300 nominations de cet ordre pendant ses mandats<sup>1</sup>. Aujourd'hui, le parti minoritaire au Sénat ne peut plus bloquer les nominations de juges par le mécanisme du *filibustering*, parce que les démocrates ont modifié les règles en 2013 pour permettre que les nominations soient approuvées à une majorité simple seulement.

***D'un point de vue juridique, plus il y a de juges conservateurs, plus il y a de chances que les règles et lois républicaines résistent à une contestation en justice.***

## **Inapplication de règles existantes**

Certains règlements doivent suivre officiellement un processus de révision long, notamment avec des audiences publiques, avant de pouvoir être modifiés ou éliminés alors qu'officieusement leur efficacité peut être nettement érodée par les agences qui font simplement de la non-application leur *modus operandi*.

## **L'incidence de l'effort de déréglementation de M. Trump sur le secteur financier**

Officiellement, la révocation ou la modification de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* qu'a fait adopter l'administration Obama en réaction à la crise financière est quasi impossible. Bien que les républicains détiennent une majorité à la fois à la Chambre des représentants et au Sénat, il leur manque 60 voix pour surmonter une obstruction par *filibuster* au Sénat. Il est en effet très peu probable que le parti républicain réussisse à convaincre huit démocrates de se joindre à eux pour démanteler une des grandes réalisations de M. Obama.

Mais pour apporter des changements réglementaires à la loi Dodd-Frank, il n'est pas nécessaire que le congrès donne son approbation. En fait, les hautes instances de la Réserve fédérale, de l'Office of the Comptroller of the Currency, de la SEC et de la Federal Deposit Insurance Corporation ont des pouvoirs considérables pour donner forme à la réglementation inspirée par la loi Dodd-Frank et la modifier.

En février, M. Trump a demandé aux diverses autorités de réglementation financières de trouver des moyens d'alléger le fardeau de la réglementation du secteur financier. Craig Phillips, un ex-cadre supérieur de BlackRock, est le fer de lance du projet de déréglementation financière. Un premier rapport recommandant des changements politiques est attendu au cours des prochains mois.

## **Nominations récentes à la tête des agences de réglementation financière**

- **Keith Noreika, un ancien avocat financier, a été nommé chef temporaire de The Office of the Comptroller of the Currency.** Les nominations temporaires ne nécessitent pas l'approbation du Sénat. Cela permet à l'administration Trump de continuer d'avancer dans son projet de déréglementation sans avoir encore nommé un dirigeant permanent, qui devrait être approuvé par le Sénat, ce qui pourrait exiger des mois de mise en place. L'Office of the Comptroller of the Currency est un des trois principaux organismes de réglementation responsables de la supervision des banques à chartes nationales.
- **Jay Clayton, ex-avocat qui a conseillé Goldman Sachs et d'autres institutions financières, a récemment été approuvé comme président de la Securities and Exchange Commission.** Il a fait vœu de se concentrer sur l'augmentation du nombre de premiers appels publics à l'épargne en allégeant la réglementation.
- **Christopher Giancarlo attend l'approbation du Sénat pour être nommé chef de la Commodity Futures Trading Commission.** Il en est le président intérimaire depuis que le président Trump a pris ses fonctions, le 20 janvier. Le chef de

<sup>1</sup> « Trump names 10 nominees to federal courts on heels of Gorsuch win », Fox News, 8 mai 2017

cet organisme a le pouvoir de réviser les règles de négociation, particulièrement pour les swaps. Avant d'accepter ce poste, M. Giancarlo avait passé des années à faire pression sur la commission au nom de clients pour atténuer ces règles<sup>2</sup>.

- **Randal Quarles devrait être nommé à la vice-présidence chargée de la supervision des banques à la Réserve fédérale.** Il a jadis été associé de la société de capital-investissement Carlyle Group et gère actuellement une société de placement privé appelée Cynosure Group. Il a aussi travaillé au département du Trésor sous la présidence de George W. Bush. Il est pressenti pour remplacer Daniel Tarullo qui a supervisé la mise en œuvre de règles bancaires beaucoup plus strictes à la suite de la crise financière de 2007. On s'attend à ce que M. Quarles essaie alors d'annuler un certain nombre de règlements, notamment en abaissant les réserves de fonds propres obligatoires pour les banques.

Les exigences de fonds propres relèvent de la compétence de la Réserve fédérale, ce qui implique qu'elles peuvent être ajustées sans l'approbation du Congrès. Ces changements doivent être approuvés par le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale. Pendant la prochaine année environ, le président Trump sera en mesure de pourvoir cinq des sept sièges du Conseil, y compris la présidence, une fois que le mandat de Janet Yellen prendra fin au début de l'an prochain. Il y a de bonnes chances qu'il nomme des personnes issues du secteur privé favorables à un allègement de la réglementation. Celles-ci joueront aussi un rôle de première importance dans la fixation des taux d'intérêt.

Sentant le changement du paysage réglementaire venir, les banques ont déjà commencé à faire pression sur le secrétaire du Trésor, Steven Mnuchin, un ancien de Goldman Sachs, pour annuler la nouvelle règle comptable stipulant quand des pertes sur prêt doivent être constatées. La nouvelle règle des pertes sur prêt, qui doit entrer en vigueur au début de 2019, obligera les sociétés à comptabiliser les pertes projetées dès l'émission des prêts. Actuellement, les banques ne comptabilisent les pertes que lorsqu'il est clairement prouvé qu'elles se matérialiseront.

## Dodd-Frank : source apparemment indéfinie de réglementation

Les tenants de la déréglementation font de la loi Dodd-Frank un symbole par excellence expliquant pourquoi les règlements doivent être annulés. La loi – la plus grande réforme de la réglementation financière depuis les années 1930 – est entrée en vigueur en juillet 2010. Elle représente quelque **2 300 pages (contre 1 200 pages pour la Bible)**<sup>3</sup> et, ce qui est plus surprenant encore, c'est que 111 de ses 390 « exigences de réglementation » n'ont pas encore été parachevées.



Sans surprise, cette loi entraîne des coûts de mise en conformité supplémentaires pour les banques. On estime que, de 2010 à 2016, les banques américaines ont consacré 73 millions d'heures et dépensé 36 milliards \$ pour se conformer à la loi Dodd-Frank<sup>4</sup>. Le nombre de personnes travaillant directement au contrôle chez JP Morgan Chase, la plus grande banque des États-Unis, est passé de 24 000 en 2011 à 43 000 en 2015. Cela représente un employé sur six<sup>5</sup>. Les défenseurs de la loi Dodd-Frank font valoir que ces coûts sont minimes en comparaison des dommages infligés par la crise financière.

Les grandes banques peuvent souvent engager des armées de spécialistes de la conformité pour interpréter la réglementation, mais pas les petites. On trouve dans les deux partis au pouvoir un certain soutien au relèvement des seuils d'actif définissant ce qu'on considère comme une « institution financière d'importance systémique » de 50 milliards \$ à

<sup>2</sup> « Trump Nominates J. Christopher Giancarlo as CFTC Chairman », *Wall Street Journal*, 24 mars 2017

<sup>3</sup> « Financial Services Committee », U.S. Federal Government, 2017

<sup>4</sup> « The right way to redo Dodd-Frank », *The Economist*, 11 février 2017

<sup>5</sup> « A decade after the crisis, how are the world's banks doing? » *The Economist*, 6 mai 2017

250 milliards \$. Cela permettrait aux banques plus petites d'être exemptées de beaucoup de règlements. **Les petites banques seraient les grands bénéficiaires de la déréglementation financière.**

Les défenseurs de la loi Dodd-Frank font remarquer que les six plus grandes banques ont augmenté leurs niveaux de fonds propres de moins de 8 % de l'actif total en 2007 à environ 14 % aujourd'hui<sup>6</sup>. Ils estiment que bien que la loi Dodd-Frank puisse être rendue plus souple, les efforts pour réduire les exigences de fonds propres auraient à terme pour conséquence un surendettement des banques.

## La déréglementation du secteur de l'énergie

En plus des règles régissant le secteur financier, l'administration Trump vise aussi comme priorité pour ses réformes la réglementation de l'énergie et de l'environnement. Avant d'être nommé à la tête de l'Environmental Protection Agency (EPA), Scott Pruitt était procureur général en Oklahoma, où il a poursuivi l'EPA plus d'une douzaine de fois.

Voici une liste de quelques-uns des changements de réglementation et des décrets qui ont été appliqués au secteur de l'énergie :

- L'EPA a approuvé les oléoducs Dakota Access et Keystone XL, quoique, dans le deuxième cas, le pipeline doit encore obtenir un permis additionnel du Nebraska pour pouvoir être construit.
- En attendant un examen plus approfondi, l'EPA a remis à plus tard la mise en application d'une réglementation exigeant des entreprises de forage qu'elles rééquipent leur matériel pour empêcher les fuites de méthane – un gaz à effet de serre – et qu'elles recueillent davantage de données sur la quantité de gaz libéré dans l'atmosphère. Un processus d'examen (avec des consultations publiques) doit être mené à bien avant que cette règle puisse être officiellement modifiée ou éliminée.
- L'interdiction de toutes nouvelles concessions d'exploitation de charbon sur des terres publiques a été levée. Il est important de noter, cependant, que le principal problème concernant le charbon est l'abondance de gaz naturel bon marché – pas la réglementation excessive.
- L'administration Trump compte révoquer ou réviser une règle obligeant les sociétés à prendre des mesures spéciales pour empêcher la contamination des eaux souterraines provoquée par la fracturation hydraulique. Elle a aussi ordonné une révision d'une règle qui protège les bassins versants et les terres humides en vertu de la *Clean Water Act*, mesure à laquelle s'opposent ardemment les agriculteurs, les promoteurs immobiliers et les propriétaires de terrains de golf.
- Élimination de l'exigence stipulant que, dans l'évaluation de projets d'infrastructures, les organismes fédéraux doivent tenir compte du niveau d'émissions de gaz à effet de serre qui pourraient être engendrées.
- Élimination d'une règle obligeant les sociétés pétrolières, gazières et d'extraction minière à divulguer les paiements à des gouvernements étrangers.
- Le réexamen du décret de M. Obama visant à interdire définitivement le forage au large des côtes le long de la côte Atlantique et dans une grande partie des eaux entourant l'Alaska. En dehors des nombreuses contestations juridiques que provoquera cette mesure, il est important de noter que nombre de politiciens des régions côtières des deux partis s'opposent au forage au large des côtes dans leurs districts.
- Le président Trump a annoncé l'intention de révoquer les normes d'économie d'énergie adoptées sous l'administration Obama. En vertu de ces normes, les voitures doivent atteindre un niveau de consommation de 54,4 milles au gallon en 2025, comparativement à 35,5 milles au gallon aujourd'hui. Les normes sont bloquées jusqu'en 2021, mais elles peuvent encore être modifiées pour 2022 à 2025. L'objectif de M. Trump de réduire ces cibles se heurte aux dispositions qui permettent à la Californie et à d'autres États de maintenir leurs propres normes de consommation plus strictes. Cela implique que les constructeurs automobiles resteront obligés de produire des voitures moins énergivores tant que la réglementation en Californie, le plus grand marché de l'automobile du pays, reste en place. Une tentative par l'administration d'annuler ces dispositions pourrait préparer le terrain à de longues batailles juridiques.
- Le président Trump a signé un décret ordonnant à l'EPA de réexaminer le *Clean Power Plan*, qui prévoit une réduction de 32 % des émissions de carbone par les centrales électriques d'ici 2030 comparativement au niveau de 2005. La mise en application de la loi est actuellement retardée en attendant l'issue d'une contestation juridique par 28 États et plus de 100 sociétés. Ceux-ci font valoir que l'EPA a abusé de ses pouvoirs en cherchant à remodeler l'industrie énergétique sans

<sup>6</sup> « The right way to redo Dodd-frank », *The Economist*, 11 février 2017

l'autorisation du Congrès. La Cour d'appel a récemment approuvé la demande de l'administration Trump de suspendre les poursuites en attendant le processus de réexamen.

- L'administration Trump a annoncé qu'elle se retirera de l'Accord de Paris sur le climat et n'acceptera d'y adhérer à nouveau que si les États-Unis réussissent à négocier de meilleures conditions. En vertu de l'accord initial, l'administration Obama s'était engagée à réduire les émissions de gaz à effet de serre du pays à 26 % à 28 % sous les niveaux de 2005 d'ici 2025 et à injecter 3 milliards \$ dans un fonds créé pour aider les pays plus pauvres à faire face au changement climatique. Même si M. Trump avait choisi de ne pas se retirer de l'accord, son intention d'annuler le *Clean Power Plan* aurait rendu quasi impossible d'atteindre les objectifs (qui ne sont pas opposables en justice). Il est important de noter que de nombreux républicains du Congrès appuient aussi fortement ce retrait. **L'administration Obama avait évité de faire de cet accord un traité afin d'éviter de devoir le soumettre à un vote d'approbation au deux tiers au Sénat – décision qui s'était heurtée à une forte opposition des républicains à l'époque. Ironiquement, c'est ce qui a permis à M. Trump de se retirer de l'accord sans en référer au Congrès.** En réaction à cette décision, 30 maires, trois gouverneurs et plus de 100 entreprises se préparaient à présenter un engagement à respecter l'Accord de Paris sur le climat.
- Une des principales justifications du président Trump pour se retirer de cet accord est que beaucoup d'autres pays ont des cibles beaucoup plus faciles à atteindre que les États-Unis. La Chine notamment. Contrairement à l'engagement de l'Amérique de réduire les émissions de gaz à effet de serre de 26 %-28 % sous les niveaux de 2005 d'ici 2025, la Chine a uniquement promis de réduire son intensité carbone – c.-à-d. le montant de bioxyde de carbone créé pour chaque dollar de croissance économique. Cela signifie que les émissions de la Chine peuvent continuer d'augmenter tant que son économie croît, bien qu'à un rythme plus lent que l'économie, au moins jusqu'en 2030. La Chine estime que, comme pays pauvre, elle ne devrait pas être tenue aux mêmes normes strictes sur les émissions de gaz à effet de serre que les pays riches, alors que l'administration Trump considère la Chine comme un concurrent économique formidable, qui ne devrait avoir droit à aucun traitement de faveur.

Il est important de noter que si l'allègement de la réglementation peut éventuellement réduire considérablement les coûts d'exploitation, la capacité ou la volonté des sociétés de combustibles fossiles d'augmenter la production de pétrole et de gaz dépend beaucoup plus des prix de l'énergie. Cependant, si les règlements étaient assouplis, le secteur pétrolier américain serait bien mieux placé pour augmenter rapidement sa production le jour où les prix augmenteraient nettement.

## Conclusion

Alors que l'administration Trump s'est heurtée à toutes sortes de difficultés pour faire passer la moindre législation importante, la déréglementation est un des domaines où elle semble avancer à grands pas. Cela s'explique essentiellement par le fait que beaucoup de changements réglementaires ne nécessitent pas d'approbation du Congrès. Quant à la réglementation (particulièrement dans le secteur de l'énergie) qui doit subir un processus de réexamen long avant de pouvoir être modifiée, le simple fait de ne pas faire appliquer vigoureusement les règlements existants aura un effet non négligeable.

**Ainsi, on peut dire qu'en ce qui concerne les secteurs des finances et de l'énergie, la vaste majorité des objectifs de M. Trump seront réalisés sur le front réglementaire, plutôt que par le biais de l'adoption d'une législation par le Congrès.**

**Toutes choses étant égales par ailleurs et nonobstant les préoccupations concernant les effets à long terme pour l'environnement, l'effet combiné d'un allègement de la réglementation des secteurs financier et énergétique des États-Unis pourrait placer les sociétés canadiennes en désavantage par rapport à leurs concurrentes américaines.**

Enfin, on notera que si le parti républicain perd l'élection présidentielle de 2020, bon nombre de ces décrets ou changements réglementaires seront probablement renversés. **De fait, la tendance croissante à la fois des démocrates et des républicains à gouverner par décret tant qu'ils sont au pouvoir comme moyen d'éviter l'impasse du Congrès, pourrait, si elle restait sans contrôle, avoir une incidence négative sur le climat des affaires aux États-Unis à long terme.** Les sociétés trouveront de plus en plus difficile de dresser des plans à long terme (y compris des investissements en immobilisations) si, chaque fois que le parti détenant la présidence change, la nouvelle administration essaie de détricoter complètement les mesures prises par le gouvernement antérieur.

Angelo Katsoras

## 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

### 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 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. 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 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.