

La montée des troubles en Iran fera-t-elle croître les prix du pétrole?

Il n'y a pas si longtemps, les perspectives s'annonçaient radieuses pour l'Iran. L'accord nucléaire signé en 2015 avec les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, la Russie, la Chine et l'Allemagne levait de lourdes sanctions imposées au pays, qui s'était engagé en échange à restreindre son programme nucléaire. Ce facteur, parmi d'autres, a entraîné une forte hausse de la production pétrolière iranienne et a permis de dégeler des dizaines de milliards de dollars d'actifs.

La bonne fortune de l'Iran s'étendait aussi à la sphère géopolitique. Daech, ou le groupe armé État islamique, un ennemi sérieux de l'Iran, a été pour ainsi dire vaincu. Le régime d'Assad en Syrie, allié proche de l'Iran, a été sauvé. L'Irak, jadis un rival géopolitique féroce, est maintenant un allié *de facto* depuis le renversement de Saddam Hussein. Le Hezbollah, une marionnette iranienne, tire les ficelles du pouvoir au Liban. Et l'Arabie saoudite, le rival sunnite de l'Iran, est aux prises avec de grandes difficultés économiques et politiques, sans mentionner son enlèvement militaire au Yémen contre des rebelles soutenus par l'Iran.

Cependant, l'Iran a été brutalement stoppé dans son élan victorieux en mai dernier, quand le président des États-Unis, Donald Trump, a mis à exécution sa menace de se retirer de l'accord nucléaire. Les inquiétudes liées aux sanctions à venir ont déjà fait dégringoler la monnaie et entraîné l'inflation dans une spirale qui échappe à tout contrôle.

Ces difficultés économiques ont poussé la population iranienne à s'intéresser au prix à payer pour satisfaire les ambitions géopolitiques du pays. En effet, plus l'Iran dépense sa fortune à l'étranger en quête d'influence, plus il s'expose à la question de savoir si cet argent ne serait pas mieux utilisé en Iran. Le gouvernement iranien n'est pas en danger imminent d'effondrement, mais le fait que ces questions soient soulevées est un signe de la grogne populaire croissante.

Réinstauration des sanctions américaines

L'administration Trump a invoqué trois raisons pour motiver son retrait de l'accord nucléaire :

- il ne couvrait pas le programme de missiles iraniens;
- il ne contenait pas le comportement agressif de l'Iran dans la région;
- il ne garantissait pas un libre accès aux sites militaires iraniens. (L'accord prévoit que l'Iran dispose de 24 jours pour autoriser une inspection; dans le cas d'un refus, un groupe d'arbitrage doit analyser la requête.)

Le 6 août, les États-Unis ont imposé des restrictions sur l'achat et la vente de dollars, de voitures, d'or et d'autres métaux précieux. Le 4 novembre, ils imposeront des sanctions sur les exportations pétrolières iraniennes et les transactions avec la banque centrale du pays. Toute société ou personne qui fera affaire avec l'Iran en violation des sanctions s'exposera à une amende et/ou à un gel de ses actifs.

Malgré le fait que les États-Unis soient le seul pays qui ait officiellement réimposé ses sanctions, la taille de son économie et l'ampleur du système financier américain lui donnent un poids considérable. Une entreprise qui aurait à choisir entre faire des affaires avec l'Iran et avoir accès au marché américain penchera presque infailliblement pour la deuxième option. En effet, l'opposition de l'Union européenne aux sanctions n'a pas empêché de nombreuses grandes sociétés européennes de réduire leurs liens commerciaux avec l'Iran.

Le meilleur espoir de l'Iran est de voir des petites et moyennes entreprises européennes qui ne font pas affaire avec les États-Unis combler le vide. Cependant, même dans le meilleur des scénarios, la perte de revenus due au départ de grandes sociétés européennes serait loin d'être comblée.

L'intervention de la Chine peut-elle sauver l'Iran?

Alors que l'Europe, le Japon, la Corée du Sud et même l'Inde ont manifesté leur intention de réduire leurs importations de pétrole iranien, la Chine a pour le moment publiquement écarté toute restriction. La Chine est le premier importateur de pétrole brut iranien au monde, avec 718 000 barils par jour (b/j) en moyenne de janvier à mai 2018, ce qui représente plus du quart des exportations de pétrole iranien.

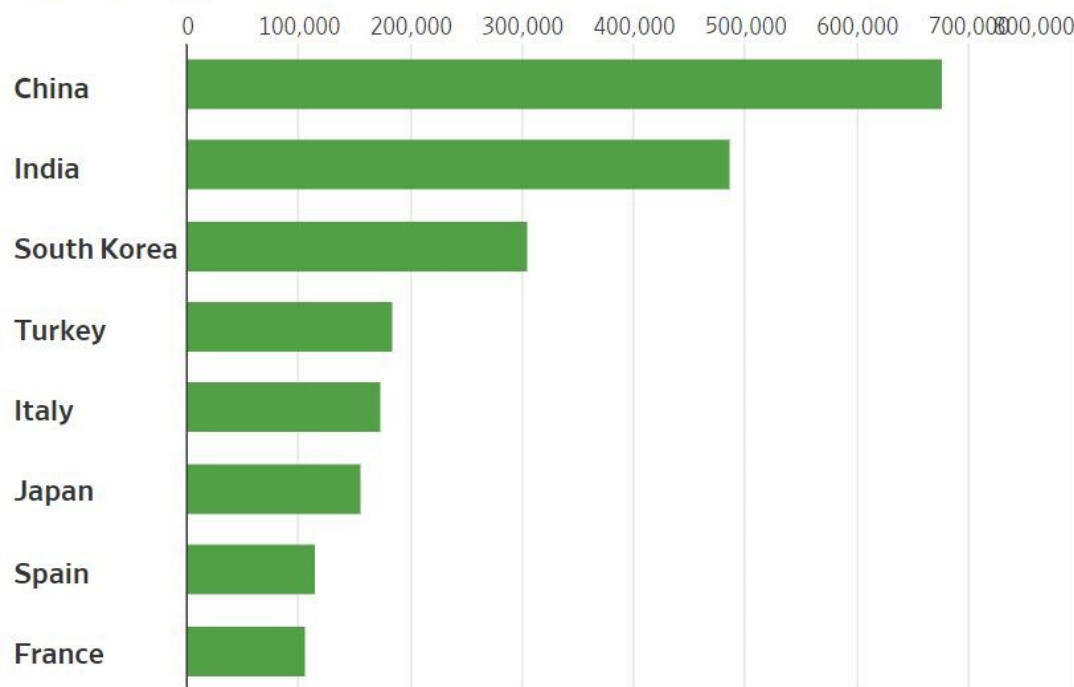
Cependant, l'Iran fait face à quatre problèmes concernant ses relations avec la Chine :

- Les grandes entreprises chinoises exposées au marché américain et/ou qui font des affaires en dollars américains devront inévitablement réduire leur exposition à l'Iran.
- Si la Chine a refusé de réduire ses achats de pétrole iranien, elle aurait aussi convenu de ne pas augmenter le montant de ses achats.
- Les efforts de la Chine pour contourner les sanctions en facilitant les échanges en yuans, impliquant principalement des petites entreprises qui n'ont aucune exposition aux États-Unis, augmenteront les coûts pour l'Iran tout au long de la chaîne d'approvisionnement. Ces petites sociétés n'ont pas accès aux économies d'échelle et à l'efficacité des plus grandes.
- La Chine cherchera sans aucun doute à tirer parti de la position de faiblesse de l'Iran en tentant de négocier d'importants rabais sur les prix de son pétrole.

Big Buyers

Major importers of crude oil from Iran

Average monthly imports, in barrels a day,
June 2017 – June 2018



Source: Vortexa

Source : « Can Iran Circumvent U.S. Sanctions? » OilPrice, 26 juillet 2018

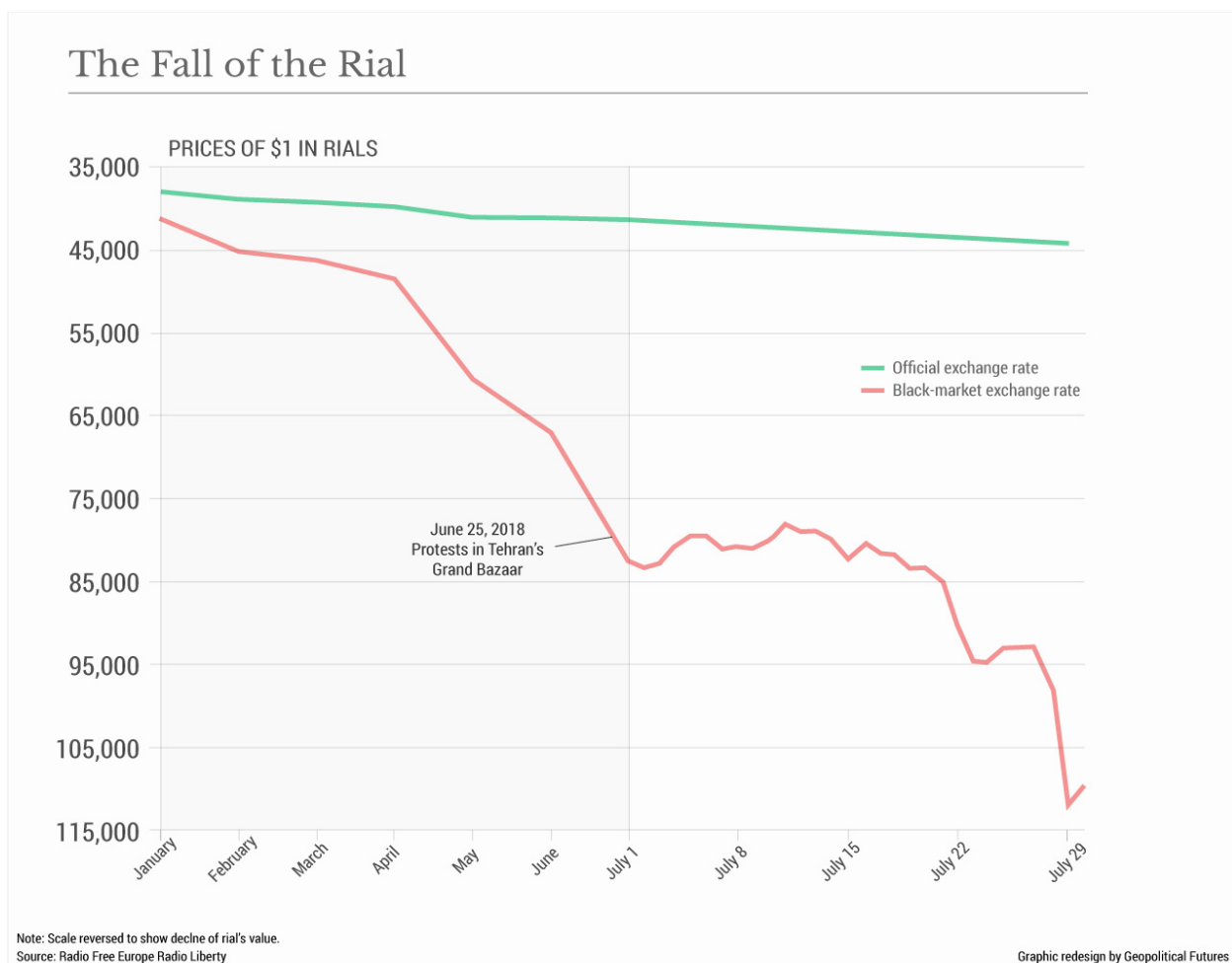
L'économie iranienne dans une mauvaise passe

À l'époque où la première salve de sanctions étaient en vigueur, la croissance du PIB iranien est passée de près de 6 % en 2010 à -1,5 % en 2015. L'inflation est montée en flèche, la monnaie nationale a perdu près des deux tiers de sa valeur et les pénuries de denrées alimentaires et de médicaments étaient monnaie courante.

Après la levée de certaines sanctions au lendemain de la signature de l'accord nucléaire de 2015, le PIB a crû de 12,5 % en 2016 et de plus de 4 % en 2017.¹ Avant le retrait des États-Unis de l'accord nucléaire, BMI Research, société membre du groupe Fitch, prévoyait une croissance économique de 4,3 % pour l'Iran en 2018. Elle ne table plus maintenant que sur une croissance de 1,8 % cette année et sur une contraction de 4,3 % en 2019.

La première victime des sanctions américaines imminentes est la monnaie iranienne, le rial. Entre le 8 mai (date du retrait des États-Unis de l'accord nucléaire) et la fin du mois de juillet, sa valeur par rapport au dollar américain a été divisée par deux.² Depuis le début de l'année, elle a perdu 80 % de sa valeur.

Dans un vain effort de stabiliser sa monnaie, le gouvernement a rendu illégale toute négociation du rial à un taux autre que le taux officiel (voir le graphique ci-dessous) et a interdit l'importation de 1 300 marchandises étrangères. Le recours au taux du marché noir reste chose commune.



Source : « Preparing for the Worst in Iran », Geopolitical Futures, 31 juillet 2018

Pour ne rien arranger, l'Iran souffre actuellement de la pire sécheresse que le pays ait connue ces 30 dernières années³, ce qui l'oblige à importer beaucoup plus de denrées alimentaires à un moment où sa monnaie souffre d'une forte dépréciation,

¹ Données du FMI

² « Iran's Rial at Historic Low as U.S. Sanctions Loom », *Wall Street Journal*, 30 juillet 2018

³ Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture, 2018

en plus des grandes quantités de médicaments et de biens de consommation qu'il importe déjà sur une base régulière. La sécheresse implique également une baisse des volumes d'eau qui alimentent les centrales hydroélectriques du pays, ce qui entraîne d'importantes coupures d'électricité.

Sans surprise, la dépréciation de la monnaie a entraîné une montée fulgurante de l'inflation

L'économiste Steve Hanke de l'Université John Hopkins, un expert des taux de change mondiaux, a estimé le taux annuel d'inflation de l'Iran à 221 %, ce qui est nettement supérieur au taux officiel du gouvernement de 10,2 %.⁴ Le taux de chômage officiel de l'Iran est de 12 %, mais les estimations non officielles sont bien plus élevées, et le taux officiel chez les jeunes est d'environ 30 %.

Enfin, bien que l'Iran ait environ 90 milliards \$ en réserves,⁵ les réserves facilement accessibles sont nettement inférieures à ce niveau.⁶

Dans quelle mesure la production de pétrole brut baissera-t-elle?

À l'époque de l'application de la première série de sanctions avant la conclusion du premier accord nucléaire, la production iranienne a plongé de près de 4 millions b/j en 2010 à un creux de 2,5 millions b/j à l'été 2014. Après la levée de certaines sanctions en 2016, la production a rapidement rebondi à près de 4 millions b/j.⁷ Les exportations sont passées d'un creux de 1 million b/j en 2015 à un pic récent de 2,7 millions b/j en mai 2018.

Il se dit de plus en plus que les États-Unis seront plus stricts qu'on ne le pensait dans l'application des nouvelles sanctions, ce qui a poussé de nombreux analystes à revoir à la hausse leurs estimations de baisse des exportations de pétrole iranien d'environ 500 000 b/j il y a quelques mois à près de 1 million b/j aujourd'hui. Comme les sociétés se préparent à l'application imminente de nouvelles sanctions, Vortexa, un cabinet de conseil londonien, a estimé que les exportations iraniennes avaient déjà chuté d'une moyenne de 2,7 millions b/j en mai à 2,2 millions b/j en juin.⁸ L'agence de presse iranienne Mehr a déclaré en juillet que la compagnie pétrolière d'État s'attendait à ce que les exportations baissent de 500 000 b/j cette année, tandis que certains dirigeants iraniens évoquent en privé une diminution plus proche de 1 million b/j.⁹

Des vagues de manifestations, pour la première fois depuis 2009

En décembre et en janvier, des manifestations ont éclaté dans plus de 100 villes iraniennes pour dénoncer l'inflation, le chômage, les coupes proposées dans les programmes sociaux ainsi que la corruption. Elles ont fait plus de 25 morts et ont donné lieu à près de 5 000 arrestations.

En mars, les agriculteurs de la province d'Isfahan, dans le centre de l'Iran, ont manifesté contre la passivité du gouvernement face à la longue sécheresse. En mai, les camionneurs ont engagé une grève nationale pour dénoncer la stagnation des salaires et la hausse des coûts. Ces contestations se sont propagées à plus de 100 villes. À la fin de juin, les commerçants et les marchands de Téhéran et de 24 autres villes ont organisé des manifestations pendant trois jours pour protester contre la chute de la monnaie, qui les empêche d'importer de nombreuses marchandises.

Pour ajouter au chaos, des centaines de milliers d'Iraniens ont récemment essuyé des pertes financières suite à la faillite de plusieurs établissements de crédit mal réglementés. Les institutions en question appartenaient à des personnes ayant des liens étroits avec les autorités religieuses au pouvoir et les Gardiens de la révolution, qui les géraient, et non à des spécialistes des finances.

La question sous-jacente à ces manifestations est de savoir pourquoi une si grande partie de la richesse du pays continue d'être utilisée pour soutenir des groupes au Yémen, au Liban, à Gaza et en Syrie, alors que les besoins du peuple iranien sont balayés sous le tapis. Les estimations des dépenses militaires de l'Iran rien qu'en Syrie varient entre 6 milliards \$ et 20 milliards \$ par an.¹⁰

⁴ « Iran's Rial Is In A Death Spiral, Again », *Forbes*, 29 juillet 2018

⁵ « Preparing for the Worst in Iran », *Geopolitical Futures*, 31 juillet 2018

⁶ « Iran clamps ceiling on dollar holdings in effort to support rial », *Reuters*, 10 avril 2018

⁷ « Sorry, Iran, China Isn't Going to Save You », *Bloomberg*, 27 juin 2018

⁸ « U.S. Toughens Stance on Future Iran Oil Exports », *Wall Street Journal*, 26 juin 2018

⁹ « Iran eyes Asia buyers to protect oil exports from US sanctions », *Financial Times*, 15 juillet 2018

¹⁰ « Iran's complex of crises catches up with the regime », *Asia Times*, 3 janvier 2018

Quelle différence entre ces manifestations et celles de 2009?

Le soulèvement antigouvernemental de 2009 avait fait sortir plus d'un million de personnes dans les rues pour protester contre la réélection contestée du président conservateur Mahmoud Ahmadinejad. Il était essentiellement le fait des classes moyennes éduquées et était concentré à Téhéran, la capitale.

En revanche, les manifestations plus récentes ont attiré beaucoup moins de monde (rarement plus de quelques milliers de personnes à chaque fois), mais étaient beaucoup plus répandues dans l'ensemble du pays. Elles étaient aussi en grande partie le fait de jeunes révoltés des classes laborieuses dans des régions qui assuraient traditionnellement un soutien indéfectible aux religieux au pouvoir en Iran. La moitié de la population de l'Iran (80 millions) a moins de 30 ans.

La réponse de l'Iran aux sanctions américaines

Malgré le fait que les sanctions ne seront pas réimposées en totalité avant plusieurs mois, il est fort peu probable qu'un nouvel accord soit conclu à court terme.

En effet, les États-Unis ont annoncé des conditions très strictes pour un éventuel nouvel accord. Ils demandent que l'Iran s'engage sur trois points : qu'il cesse d'enrichir de l'uranium (même à des niveaux très faibles), stoppe ses essais de missiles balistiques et modifie sa position militaire en Syrie, au Liban et au Yémen. L'Iran n'est prêt à négocier sur aucun de ces points.

À court terme, l'Iran pourrait répondre aux sanctions américaines en intensifiant son soutien à ses alliés au Moyen-Orient, en reprenant son programme d'essais de missiles balistiques de longue portée et en accroissant ses capacités d'enrichissement d'uranium. Pour le moment, il ne se retirera pas formellement de l'accord nucléaire, parce que cela entraînerait une réinstauration des sanctions par l'Union européenne. L'Iran sait peut-être aussi que, s'il se retirait officiellement de l'accord, cela augmenterait le risque de voir l'Arabie saoudite, la Turquie et l'Égypte développer leurs propres programmes nucléaires.

Les tensions montent également avec Israël. L'Iran reste déterminé à intégrer la Syrie à sa sphère d'influence. Israël a clairement annoncé qu'il ne tolérerait pas une présence militaire en Syrie et a lancé plusieurs frappes aériennes meurtrières sur des installations militaires iraniennes en Syrie.

À long terme, les États-Unis espèrent que la grogne populaire croissante et l'effet des nouvelles sanctions feront pression sur le gouvernement iranien afin qu'il réoriente ses richesses de ses ambitions à l'étranger vers les besoins intérieurs. Dans ce cas, l'Iran pourrait par la suite être plus facilement persuadé de faire des compromis douloureux avec les États-Unis. Le président Donald Trump avait peut-être cette idée en tête quand il a déclaré récemment qu'il était disposé à rencontrer les dirigeants iraniens, sans aucune condition préalable. Le président iranien Hassan Rouhani a répondu qu'il n'y aurait aucun échange possible tant que Washington ne reviendrait pas sur sa décision vis-à-vis de l'accord nucléaire de 2015.

L'Iran menace de bloquer le détroit d'Ormuz

Plus de 30 % du trafic de navires pétroliers du monde (18,5 millions b/j) transitent par le détroit d'Ormuz, un passage étroit entre l'Iran et l'Oman qui relie le golfe Persique aux eaux internationales. Il est large d'environ 40 km en son point le plus étroit.

Les plus importants exportateurs du Moyen-Orient dépendent du détroit d'Ormuz pour transporter la grande majorité de leurs livraisons de pétrole brut. **Malgré les menaces de l'Iran, sa dépendance presque totale du détroit d'Ormuz pour exporter son pétrole et la présence de la marine américaine dans la région sont les deux raisons pour lesquelles il est très peu probable que l'Iran tente un blocus. Cependant, cette seule menace pourrait faire monter temporairement les prix du pétrole.**



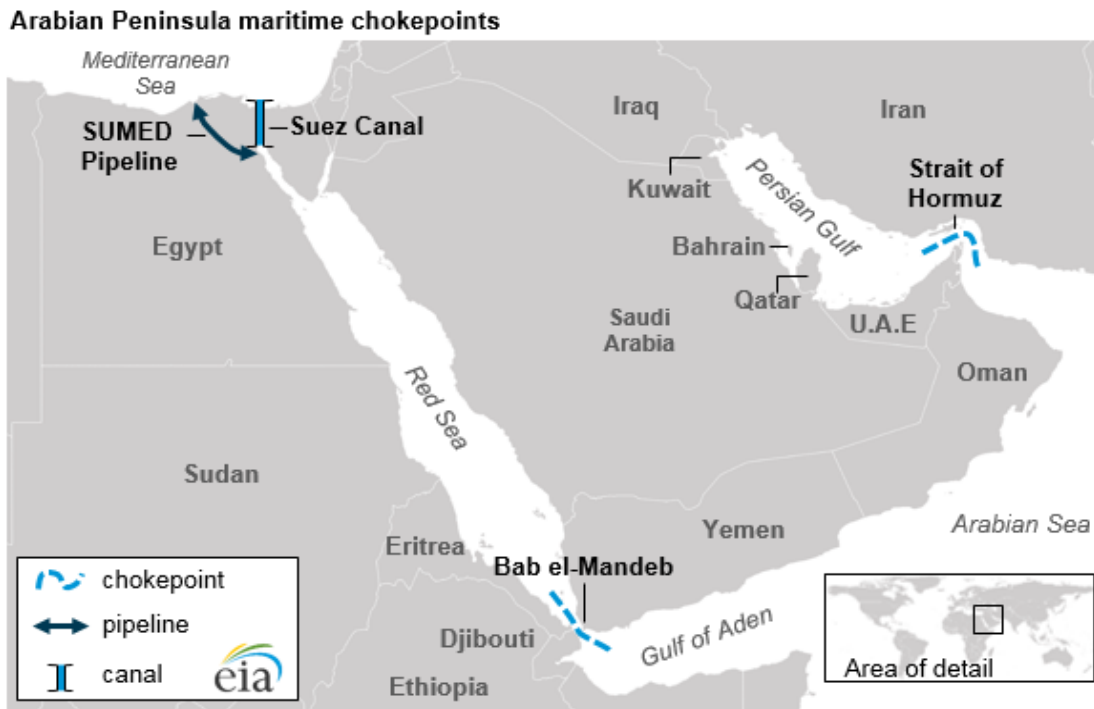
Source : « The oil route that could be behind the escalating Trump-Iran threats », *Washington Post*, 24 juillet 2018

Conclusion

La réinstauration des sanctions américaines n'a pas seulement bouleversé l'économie iranienne, elle a aussi placé le pays dans une situation géopolitique très précaire. Son économie devrait continuer de souffrir si le pays poursuit ses objectifs géopolitiques et continue de chercher à mettre des bâtons dans les roues des États-Unis et de leurs alliés au Moyen-Orient. Les difficultés économiques croissantes pousseront de plus en plus les Iraniens à se demander pourquoi des fonds sont détournés pour nourrir les ambitions à l'étranger au lieu de répondre aux besoins pressants du pays.

Un conflit direct entre l'Iran et les États-Unis nous semble très improbable, mais les tensions entre les deux pays devraient se dégrader à court terme. Les États-Unis continueront d'exercer une pression économique sur l'Iran, lequel devrait répondre en attaquant les États-Unis et leurs alliés par l'intermédiaire de ses différents alliés.

La décision récente de l'Arabie saoudite d'interrompre temporairement les livraisons de pétrole qui transitent par le détroit de Bab el-Mandeb (voir la carte ci-dessous) après que Saudi Aramco a signalé des attaques des rebelles houthis soutenus par l'Iran sur deux navires pétroliers pourrait déjà être une conséquence de la riposte iranienne. Près de 5 millions de barils de pétrole brut et de produits pétroliers raffinés transitent chaque jour par cette voie navigable qui s'ouvre sur la mer Rouge avant de donner accès à la Méditerranée.



Source : « Three important oil trade chokepoints are located around the Arabian Peninsula », EIA, août 2017

À long terme, il est possible que la conjugaison de pressions financières, politiques et militaires, ces dernières restant limitées, pousse l'Iran de nouveau vers la table des négociations. Il est important de signaler que, bien qu'étant connu pour ses antécédents de répression, le régime est plus vulnérable à l'opinion publique que d'autres gouvernements de nombreux autres pays du Moyen-Orient. Les femmes ont tendance à y avoir plus de droits qu'ailleurs dans la région et c'est un des rares pays de cette zone à tenir des élections, aussi imparfaites soient-elles. Le Guide suprême, désigné par un corps de 86 religieux, nomme les responsables du système judiciaire et le Conseil des gardiens de la Constitution, qui doit approuver tous les candidats à un poste public, y compris la présidence.

Enfin, en ce qui concerne le secteur pétrolier mondial, les prévisions d'une contraction des exportations pétrolières iraniennes de 1 million b/j au maximum rendent les prix du pétrole particulièrement vulnérables à de nouvelles perturbations dans d'autres pays tels que la Libye, le Nigeria et le Venezuela, où l'OPEP estime que la production a reculé de 2,154 millions b/j en janvier 2016 à seulement 1,34 million b/j en juin. Le FMI estime que l'économie vénézuélienne s'est contractée de 45 % depuis 2013 et qu'elle devrait se contracter de nouveau de 15 % en 2018. De nouvelles baisses de la production pétrolière vénézuélienne sont donc tout à fait possibles.

Angelo Katsoras

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 détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en

fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

Résidents des États-Unis

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.