



17 septembre 2018

## L'enjeu élevé des élections de mi-mandat aux États-Unis

L'enjeu des prochaines élections de mi-mandat au Congrès (le 6 novembre) est particulièrement élevé. Les républicains contrôlent actuellement à la fois la Chambre des représentants et le Sénat. La perte de la majorité dans l'une ou dans les deux chambres non seulement freinerait net le programme de M. Trump, mais elle pourrait même marquer le coup d'envoi d'une procédure de destitution, l'*impeachment*, contre lui.

Les élections de mi-mandat de 2018 peuvent aussi être scindées en deux élections distinctes. Les démocrates partent favoris pour prendre le contrôle de la Chambre des représentants du fait de la vulnérabilité des républicains dans de nombreuses régions suburbaines, alors que les républicains semblent bien placés pour garder le contrôle du Sénat puisque l'issue du vote dépend plus des États ruraux où M. Trump a encore de solides appuis. En tout, 435 sièges à la Chambre des représentants et 35 sièges sur 100 au Sénat seront en jeu en novembre 2018.

Historiquement, le parti du président en exercice réussit moins bien aux élections de mi-mandat. Il a perdu des sièges à la Chambre dans 9 des 10 dernières élections tenues à mi-chemin du premier mandat du président. Au Sénat, le résultat était un peu plus favorable au parti du président, qui n'a cédé des sièges que dans 6 de ces 10 élections. Historiquement, les sympathisants du parti qui n'est pas au pouvoir avaient tendance à être plus motivés pour se rendre aux urnes.

### Chambre des représentants

Les républicains détiennent actuellement une majorité de 237 sièges contre 193 (5 sièges vacants) à la Chambre des représentants. Pour que les démocrates parviennent à prendre le contrôle de cette assemblée, ils devraient gagner 24 sièges de plus. Ils fondent leurs plus grands espoirs de gains sur les 23 circonscriptions contrôlées par les républicains dans lesquelles Hillary Clinton était arrivée en tête à la dernière élection présidentielle.

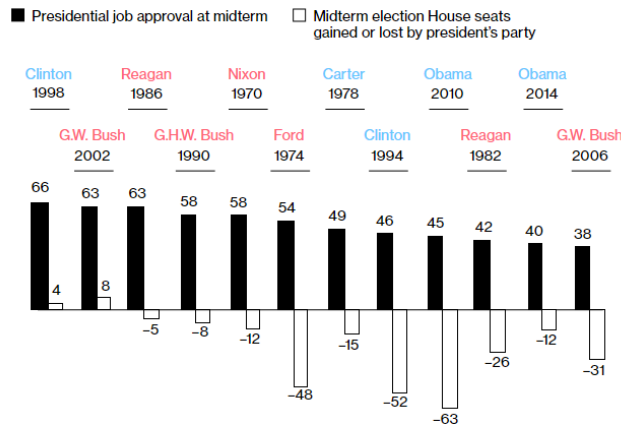
Dans les élections de mi-mandat de 1934 à 2014, le parti du président a perdu en moyenne 27 sièges à la Chambre, et 25 au premier mandat.<sup>1</sup> Depuis la Deuxième Guerre mondiale, le parti du président n'a gagné des sièges que deux fois : en 1998 sous Bill Clinton (5 sièges) et en 2002 sous George W. Bush (2 sièges). On pense généralement que Bill Clinton a obtenu un coup de pouce dans les isoloirs à cause du désaveu par les électeurs de la tentative de destitution lancée contre lui, alors que George Bush a bénéficié d'un ralliement autour de la bannière étoilée après les attentats du 11 septembre.

**Historiquement, la cote de popularité du président a été un indicateur plus fiable de l'issue des élections de mi-mandat que ne l'a été l'état de l'économie.** Le taux d'approbation du président Trump oscille actuellement en moyenne autour de 41%. (Certains prétendent que ce chiffre ne tient pas compte de ceux qui refusent de reconnaître qu'ils soutiennent M. Trump.)

<sup>1</sup> "Republicans will need more than the economy to hold the House," The Hill, 1er septembre 2018

## President's Midterm Party Losses

According to Gallup, President Trump's job approval stood at 41% on Sept. 2



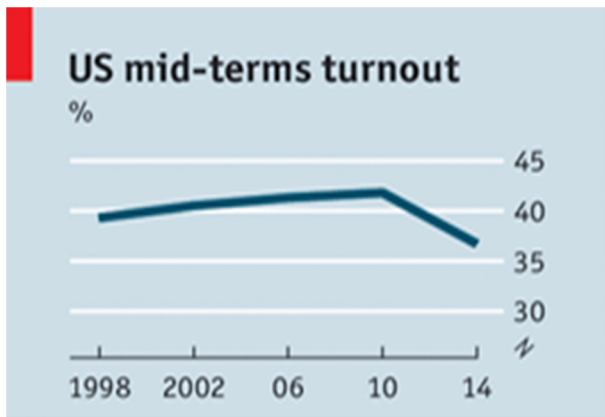
Sources: Gallup, American Presidency Project, Bloomberg research

Source : « GOP Braces for Democratic Surge in November », Bloomberg, 6 septembre 2018

## Mais les républicains ont d'importants avantages structurels

### Participation des électeurs

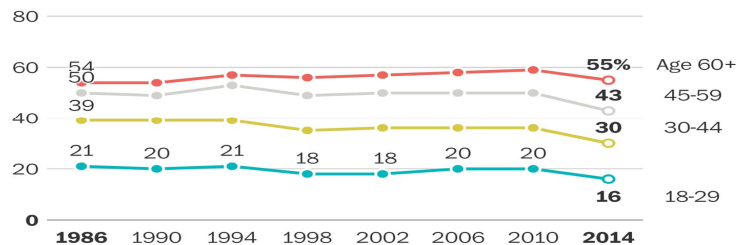
Historiquement, le taux de participation relativement faible des électeurs à la consultation de mi-mandat a favorisé les républicains. Cela s'explique par le fait que les électeurs plus jeunes, en grande partie démocrates, tendent à voter moins que les électeurs blancs plus âgés, qui ont tendance à préférer les républicains. En 2014, le taux de participation aux élections de mi-mandat était de 37% comparativement à 55% à la dernière élection présidentielle.



The Economist

### Under 1 out of 6 Americans under age 30 voted in 2014, will 2018 be different?

Percent turnout among eligible voters in midterm congressional (non-presidential year) elections



Source: United States Elections Project analysis of U.S. Census Bureau data

EMILY GUSKIN/THE WASHINGTON POST

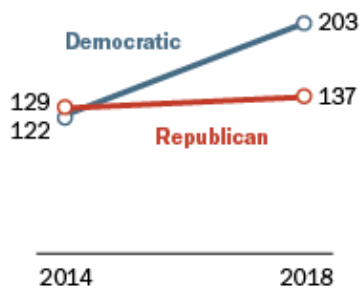
Sources : « Many American states are making voting harder », *The Economist*, 11 août 2018, et « Are young voters going to sway the midterms? », *Washington Post*, 1<sup>er</sup> août 2018

Les démocrates espèrent que la désapprobation du président Trump motivera la génération du millénaire et d'autres soutiens démocrates à aller voter en grand nombre. Jusque-là, sur la foi du nombre total de votes exprimés lors des primaires (où on sélectionne les candidats à l'élection générale), la base démocrate semble avoir été beaucoup plus enthousiaste pour participer aux scrutins que son équivalent républicain.

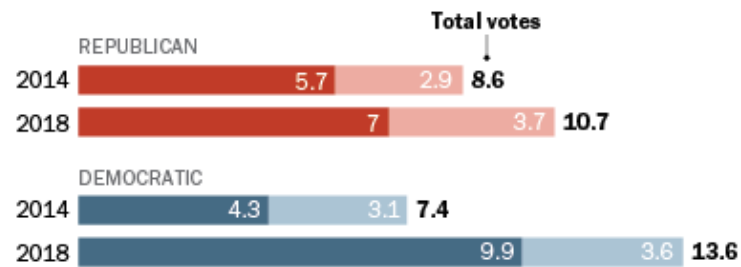
## More contested House races are driving higher turnout, particularly among Democrats

Among the 31 states that held their primaries by June 30 of each year

Number of contested primaries



Number of votes in contested and uncontested primaries  
in millions



Note: Contested races defined as those with at least two candidates' names on the primary election ballot.

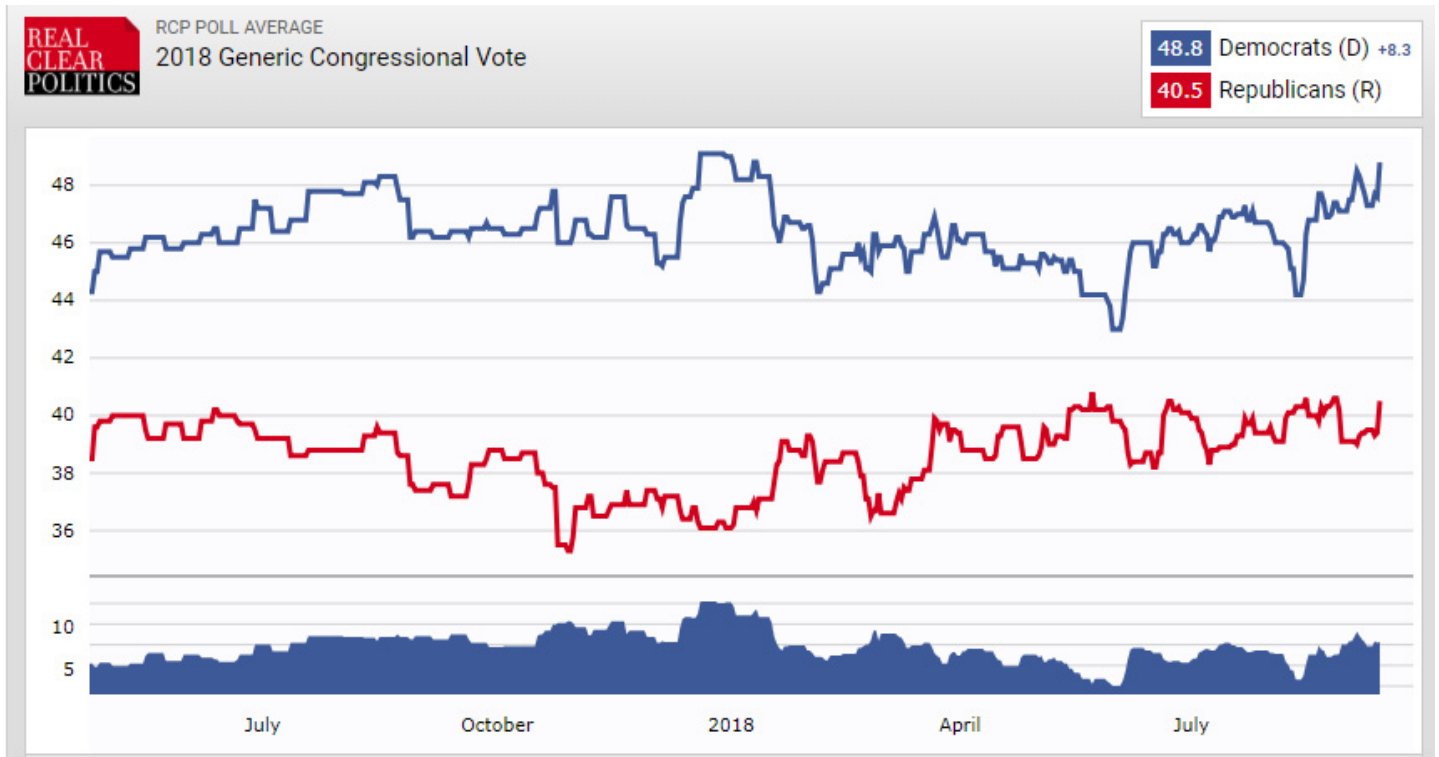
Source: Pew Research Center analysis of state election data.

PEW RESEARCH CENTER

Source : « Turnout in this year's U.S. House primaries is up », Pew Research, 27 juillet 2018

## Situation géographique de la plupart des électeurs

Mais l'enthousiasme apparemment plus grand des électeurs démocrates est contré par au moins deux facteurs qui jouent en faveur des républicains. 1) La tendance des démocrates à l'emporter avec de fortes marges dans des régions urbaines très largement démocrates, ce qui revient à gâcher des voix; et 2) le charcutage de la carte électorale, le *gerrymandering*, le processus par lequel les gouverneurs d'État redessinent les circonscriptions de manière à favoriser leur parti, essentiellement en rattachant des populations qui ne leur sont pas favorables à des circonscriptions perdues d'avance. **Pour surmonter ce handicap et avoir la possibilité de reprendre le contrôle de la Chambre des représentants, les démocrates devraient l'emporter par une marge du vote populaire pour le Congrès d'au moins 7 points de pourcentage.** Comme le graphique suivant l'illustre, ils obtiennent actuellement juste un peu plus que ce seuil dans les sondages.



## ***Les élections de mi-mandat sont aussi très importantes pour la carte électorale***

La plupart des gouverneurs d'États doivent aussi remettre leur mandat en jeu en novembre 2018. Les gagnants seront en mesure de remodeler la carte électorale et les circonscriptions électorales de leurs États lors du recensement national de 2020, un exercice qui a lieu tous les dix ans. Au dernier recensement, les gouverneurs républicains ont été en mesure de redécouper les circonscriptions fédérales de telle manière que cela a largement favorisé les républicains aux élections de mi-mandat du Congrès de 2010.

## La carte électorale sénatoriale avantage les républicains

Bien que leur majorité ne tienne qu'à deux sièges (51 contre 49), les républicains sont relativement bien placés pour garder le contrôle du Sénat. Les démocrates devront défendre 26 sièges, contre seulement 9 pour les républicains. Cela comprend dix sièges démocrates dans des régions remportées par M. Trump à la dernière élection présidentielle. En revanche, seulement un siège républicain est en jeu dans un État qu'Hillary Clinton a enlevé (Nevada). Comme l'illustre le graphique ci-dessous, le siège médian au Sénat est plus rural et plus favorable à M. Trump que le siège médian à la Chambre des représentants. Sans égard à sa population, chaque État désigne deux sénateurs.

	U.S. OVERALL	MEDIAN HOUSE SEAT	MEDIAN SENATE SEAT
2016 Trump vote share	46%	49% Percentage point difference from U.S.: +3	56% +10
Trump vote margin vs. Clinton	-2%	+4% +6	+19% +21
White share (non-hispanic)	62%	74% +12	80% +18
Percent with bachelor's degree (age 25+)	30%	32% +2	28% -2
Population density (people per square mile)	90	407	88
Median household income	\$55,322	\$60,003	\$50,433

Source : « Why Even a Blue Wave Could Have Limited Gains », *New York Times*. 20 août 2018

## Qu'advient-il si les démocrates remportent la Chambre des représentants?

- Le GOP ne serait pas en mesure d'adopter de nouveaux grands projets de loi avec le seul soutien des républicains.
- Une majorité démocrate à la Chambre obtiendrait le contrôle de tous les comités d'enquête et lancerait plusieurs enquêtes sur l'administration Trump.
- Que Robert Mueller ait terminé son enquête ou non, cela accroîtrait le risque que les démocrates engagent une procédure de destitution contre M. Trump (nous y reviendrons plus loin).

## Qu’advient-il si les démocrates remportent aussi le Sénat?

La prise de contrôle du Sénat par les démocrates serait un coup encore plus dur pour l’administration Trump. Premièrement, cela leur conférerait un droit de veto sur la désignation par M. Trump de juges et de dirigeants d’organismes de réglementation. Deuxièmement, les démocrates seraient en mesure de lancer une enquête sur M. Trump depuis le Sénat.

## À quel point est-il difficile de destituer un président?

Le processus de destitution d’un président au motif d’une allégation d’infraction pénale commence à la Chambre des représentants. Si une majorité simple (50+1) se prononce pour l’engagement de la procédure d’*impeachment*, l’affaire est transmise au Sénat où il faut une majorité qualifiée de deux tiers (67 voix) pour démettre effectivement le président de ses fonctions. Ce processus de destitution n’a été engagé que trois fois dans l’histoire des États-Unis :

- En 1868, la Chambre a voté la destitution d’Andrew Johnson pour le limogeage du secrétaire à la Guerre. Il a manqué une voix au Sénat pour atteindre la majorité des deux tiers nécessaire à l’adoption de la motion.
- En 1974, Richard Nixon a démissionné de la présidence quand il a été établi que la Chambre des représentants engagerait une procédure de destitution contre lui et qu’il serait condamné par le Sénat pour des délits reliés au scandale du Watergate.
- En 1998, la Chambre des représentants a voté en faveur de la destitution de Bill Clinton pour cause de parjure au sujet d’une aventure avec la stagiaire Monica Lewinsky, mais la motion n’a pas obtenu le nombre de voix nécessaire au Sénat.

Dans les années 1990, Kenneth Starr avait été nommé procureur indépendant pour enquêter sur le rôle du président Bill Clinton dans un investissement immobilier qui avait mal tourné. L’enquête a débouché sur une procédure de destitution contre M. Clinton au motif qu’il avait menti sous serment à propos d’une aventure avec une stagiaire. **À notre avis, le plus grand risque pour le président Trump n’est pas d’être déclaré coupable de collusion avec la Russie, mais d’être accusé ou visé par une procédure de destitution pour un motif sans lien avec cette affaire, par exemple pour avoir menti sous serment au sujet de ses activités commerciales ou de ses impôts.**

## *Qu’est-ce qui empêcherait la destitution de M. Trump?*

Les élus républicains à la Chambre des communes n’aiment pas Donald Trump, mais ils filent doux parce que la vaste majorité des électeurs républicains lui accordent toujours leur soutien. S’en prendre au président équivaldrait à un suicide politique pour eux. Cependant, cette réticence à se retourner contre le président Trump s’effriterait si les enquêtes révélaient que le président a commis un délit majeur ou si sa popularité auprès de la base républicaine s’effondrait (voir le graphique ci-dessous). Si la cote de popularité du président chutait sous les 70% auprès des partisans républicains de base pendant une durée prolongée, M. Trump aurait des raisons de s’inquiéter.

## Donald Trump Job Approval by Party Identification

Weekly averages from Gallup Daily tracking

	Republicans	Independents	Democrats
	%	%	%
<b>2018</b>			
2018 Sep 3-9	85	36	8
2018 Aug 27-Sep 2	85	36	9
2018 Aug 20-26	85	35	10
2018 Aug 13-19	87	39	7
2018 Aug 6-12	82	34	7
2018 Jul 30-Aug 5	89	33	7
2018 Jul 23-29	87	34	8
2018 Jul 16-22	85	37	11
2018 Jul 9-15	90	38	8
2018 Jul 2-8	87	36	9
2018 Jun 25-Jul 1	87	36	10
2018 Jun 18-24	87	38	5
2018 Jun 11-17	90	42	10
2018 Jun 4-10	90	35	8
2018 May 28-Jun 3	87	34	11
2018 May 21-27	85	35	8
2018 May 14-20	89	38	9
2018 May 7-13	84	35	12

### *Le fossé partisan autour de l'enquête Mueller*

Les récentes condamnations de l'ex-président de campagne de D. Trump, Paul Manafort, et de celui qui a longtemps été son avocat, Michael Cohen, sont des cas d'espèce. Pour les détracteurs de M. Trump, ils peuvent livrer des informations précieuses sur les rapports allégués de M. Trump avec la Russie en plaçant coupables en échange de la clémence dans leur condamnation. Pour les inconditionnels de Donald Trump, cependant, le fait qu'ils aient tous deux été accusés pour des affaires sans lien avec une ingérence russe est bien la preuve de M. Mueller est loin de pouvoir prouver toute collusion de leur champion avec la Russie.

Alan M. Dershowitz, professeur à la faculté de droit de Harvard, a qualifié cette amère division de « criminalisation des différences politiques » dans laquelle on ne pardonne que les erreurs commises par un membre de son propre camp.

### Conclusion

L'issue la plus probable des élections de mi-mandat est une décision partagée entre la Chambre des représentants et le Sénat. Cela implique que la Chambre démocrate lancerait de nouvelles enquêtes contre M. Trump voire amorcerait le processus de destitution. Cette procédure ne serait probablement pas couronnée de succès, mais elle serait une source majeure de distraction. En même temps, la majorité républicaine du Sénat continuerait d'avaliser les candidats désignés par D. Trump pour des fonctions judiciaires et administratives.

Que les républicains réussissent à s'accrocher à une majorité à la Chambre des représentants ou au Sénat ou que les démocrates en prennent le contrôle, les luttes de pouvoir et dissensions internes des deux partis maintiendront le blocage de la situation. Les membres des deux partis qui ont le plus de chances de perdre leurs sièges en 2018 sont des modérés qui, par le passé, ont su coopérer avec leurs opposants.

Comme pour Barrack Obama après la perte de contrôle du Congrès en 2010, le président Trump devra probablement gouverner par décrets et s'appuyer sur les organismes de réglementation pour appliquer son programme. (Les dirigeants des grands organes de réglementation peuvent souvent imposer des changements sans l'autorisation du Congrès.)

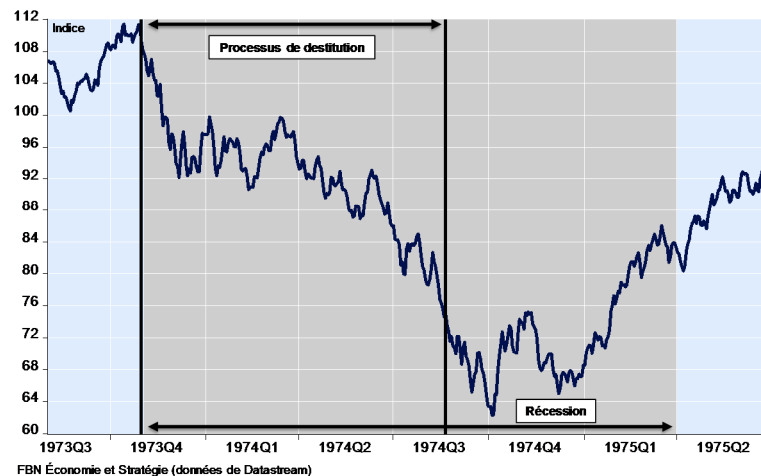
Enfin, perdre des sièges aux élections de mi-mandat ne sonne pas nécessairement le glas d'une carrière. Les présidents Reagan en 1982, Clinton en 1994 et Obama en 2010 ont subi d'importantes pertes à leurs élections de mi-mandat et ont quand même réussi à se faire réélire.

En ce qui concerne la popularité de l'actuel président, il est conseillé aux investisseurs de suivre de près le soutien à M. Trump dans les rangs des électeurs républicains et les médias de droite. Si M. Trump perdait ce soutien, il aurait de sérieuses difficultés politiques et risquerait beaucoup plus la destitution.

## Les cas de destitution passés ont eu peu d'effet sur les marchés financiers

En février 1974, quand le Congrès a engagé la procédure de destitution contre Richard Nixon (qui a démissionné en août de cette année-là), l'indice S&P 500 était déjà orienté à la baisse. La destitution a certes assombri un moral déjà en berne, mais la principale cause du marché baissier était la crise pétrolière et l'effondrement de l'indexation de l'USD sur l'or.

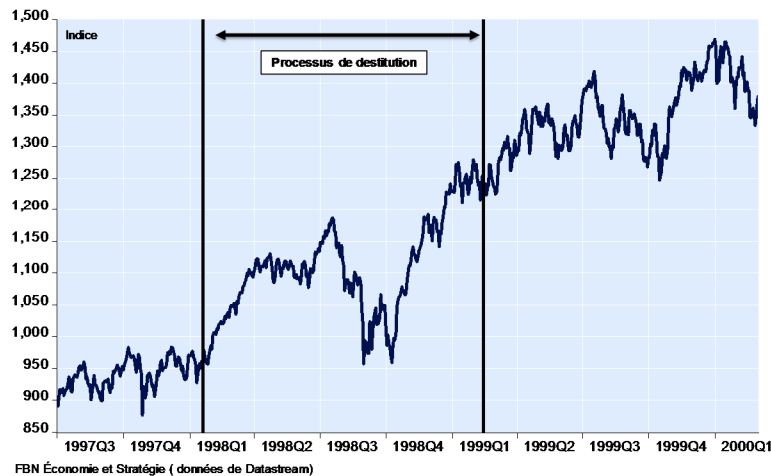
**S&P 500 : Le processus de destitution de R. Nixon mis en perspective**  
Indice S&P 500



En revanche, l'épisode de destitution de Bill Clinton (décembre 1998 à février 1999) n'a été marqué que par une brève correction du marché causée par la crise asiatique. Des interventions rapides de la Réserve fédérale américaine et du FMI ont eu tôt fait de remettre le marché sur une voie ascendante.



**S&P 500 : Le processus de destitution de B. Clinton mis en perspective**  
Indice S&P 500



## Pourquoi le protectionnisme survivra à D. Trump

Quel que soit le vainqueur des élections de mi-mandat et de la prochaine élection présidentielle en 2020, le protectionnisme a de beaux jours devant lui dans le paysage politique américain dans un avenir prévisible. À preuve, cet extrait d'une lettre envoyée en avril par le chef du groupe démocrate au Sénat, Chuck Schumer, au sujet des négociations de l'ALENA : « Je crois fermement que nous ne devrions pas manquer cette occasion de protéger nos producteurs laitiers contre les pratiques commerciales prédatrices récentes du Canada. »<sup>2</sup>

On en trouvera d'autres preuves dans un projet de loi modernisant l'examen des risques des investissements étrangers adopté récemment avec un solide soutien des deux partis intitulé *Foreign Investment Risk Review Modernization Act*. Cette législation non seulement renforce le pouvoir du département de la Défense de décider qui doit être autorisé à investir aux États-Unis, mais elle rend aussi beaucoup plus difficile pour les sociétés américaines de former des entreprises en participation dans des pays comme la Chine, visée au premier chef par ses dispositions. L'adoption d'une ligne plus dure contre les politiques commerciales de la Chine est un des rares points sur lesquels démocrates et républicains s'entendent.

## Les démocrates ont viré à gauche sur de nombreux enjeux

Si le glissement idéologique du Parti républicain sous l'influence de Donald Trump a fait couler beaucoup d'encre, il est important de noter que le Parti démocrate connaît lui aussi un réalignement majeur. C'est ce qu'on peut voir à travers un soutien croissant à une assurance maladie publique, à un système de revenu garanti et à la gratuité des études. Un récent sondage Gallup a conclu qu'un plus grand pourcentage de démocrates ont une opinion plus positive du socialisme que du capitalisme.

<sup>2</sup> « Senior U.S. legislator: new NAFTA must lower Canada's 'dairy wall' », Canadian Press, 16 avril 2018

Views About Capitalism and Socialism: by Party

	Positive view of capitalism	Positive view of socialism
	%	%
<b>Democrats/Leaners</b>		
2018	47	57
2016	56	58
2012	55	53
2010	53	53
<b>Republicans/Leaners</b>		
2018	71	16
2016	68	13
2012	72	23
2010	72	17

GALLUP

Source : « Democrats More Positive About Socialism Than Capitalism », Gallup, 13 août 2018

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 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.