

## La politique du président Obrador refroidit l'économie du Mexique

Par Angelo Katsoras

Depuis son accession au pouvoir, en décembre, le président Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO) n'a pas perdu de temps pour instaurer des changements majeurs. Il a augmenté les retraites, lancé des programmes de bourses et d'apprentissage pour les étudiants et avancé d'ambitieux projets d'infrastructures. Sujet plus controversé, il a annulé un aéroport partiellement construit, a freiné les nouveaux investissements privés dans le secteur de l'énergie et prévoit de recourir à des référendums pour appliquer le programme de son gouvernement.

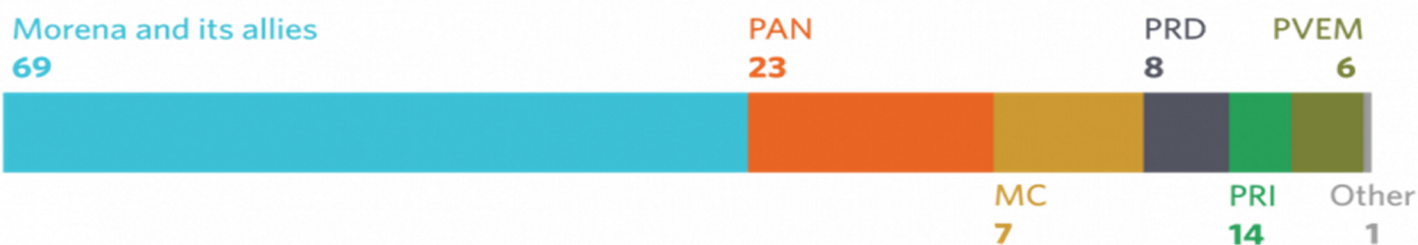
Alors que son action plaît en grande partie aux électeurs qui l'approuvent à près de 80 % dans des sondages récents, elle a aussi alarmé les investisseurs qui craignent que de nouvelles restrictions à l'investissement étranger et les dépenses publiques exagérées commencent à plomber l'économie du Mexique et menacent ses notes de solvabilité.

Comme si tout cela ne suffisait pas, le Mexique doit aussi faire face à une résurgence de la violence des cartels et à la criminalité qui s'est propagée à des secteurs auparavant intouchés de l'économie.

### La victoire politique massive d'AMLO

Excédés par la corruption et la violence rampantes ainsi que par la lenteur de la croissance économique, les Mexicains ont offert à M. Obrador une victoire électorale massive en juillet dernier. AMLO et son Mouvement de régénération nationale (MORENA) ont remporté la présidence, pris le contrôle des deux chambres du Congrès et obtenu des majorités dans 19 des 32 assemblées législatives des États.

#### Senate election results (128 seats total)



#### Chamber of Deputies election results (500 seats total)



Source: INE

Copyright Stratfor 2018

### AMLO a-t-il abandonné le pragmatisme qui caractérisait son style de gouvernement ?

Au départ, les investisseurs étaient rassurés par le fait que son discours d'extrême gauche ne se reflétait pas dans l'action d'AMLO. Comme maire de la ville de Mexico de 2000 à 2005, M. Obrador s'accordait généralement bien avec les milieux d'affaires et a conclu plusieurs partenariats public-privé. Il a quitté ce mandat avec un taux d'approbation de 84%. M. Obrador a aussi promis pendant la campagne des présidentielles de ne pas augmenter les impôts ni la dette publique.

Mais depuis qu'il a remporté les élections, M. Obrador semble avoir effectué un important virage à gauche. Voici comment.

### Concentration du pouvoir

M. Obrador a rogné les budgets de plusieurs organismes de réglementation qu'il a accusés de privilégier l'entreprise privée. Les titulaires de certains postes dans ces organismes se sont plaints d'avoir été poussés à la démission pour laisser la place à des alliés du gouvernement. En outre, M. Obrador entend créer des « superdélégués » fédéraux relevant directement de l'exécutif pour surveiller les dépenses des États.

### Le recours aux référendums pour déterminer la politique

En octobre, deux mois avant sa prise de pouvoir officielle, le parti de M. Obrador a tenu un référendum sur l'aéroport de US\$13 milliards partiellement construit de Mexico. Les critiques ont dénoncé le vote contre le projet, car à peine près de 1% de l'électorat mexicain y a participé. M. Obrador a quand même annulé le projet dès son entrée en fonction et provoqué des milliards de dollars de pertes. Le gouvernement a fait savoir que de nouveaux référendums pourraient être tenus pour l'aider à déterminer sa politique et approuver des projets d'infrastructures.

## M. Obrador resserre le contrôle de l'État sur le secteur pétrolier en difficulté

La production de pétrole a chuté d'un sommet de 3.4 millions de barils par jour (b/j) en 2004 à 1.6 million b/j en janvier. La principale raison en est que Pemex a été longtemps privée de fonds pour investir dans l'exploration et la production. Au cours des deux dernières décennies, 95% des bénéfices avant impôts de Pemex étaient transférés à l'État.<sup>1</sup> Pemex est aussi grevée d'une dette de \$106 milliards, la plus importante dette d'une société publique en Amérique latine, et d'un passif de retraites non provisionnées de près de \$70 milliards.

### Mexique : Mise en perspective de la production de pétrole

Chiffres de production de pétrole de l'EIA (décembre 2018)



Pour tenter d'inverser le déclin de la production pétrolière, le précédent gouvernement sous la direction d'Enrique Peña Nieto a adopté une série de réformes à partir de décembre 2013 qui ont mis fin au monopole de Pemex dans le secteur du pétrole et du gaz naturel et ouvert le secteur davantage d'investissements étrangers. On pensait à l'époque que le partenariat avec des investisseurs étrangers sur certains grands projets énergétiques aiderait non seulement à faciliter la gestion de la dette de Pemex, mais permettrait aussi à Pemex d'acquérir du savoir-faire et de la technologie.

Les contrats privés n'ont pas été révoqués, mais l'administration Obrador a reporté toute nouvelle mise aux enchères dans le secteur de l'énergie pour des projets de pétrole et de gaz naturel en attendant que les partenariats existants démontrent des résultats positifs.

Pour augmenter la production de pétrole sans recourir à l'investissement étranger, M. Obrador a récemment dévoilé un programme de \$5.2 milliards d'abattements fiscaux et d'injection de capital pour Pemex. L'objectif du gouvernement est d'augmenter la production pétrolière à 2.4 millions b/j d'ici 2024. M. Obrador a aussi promis de réduire la dépendance à l'égard des carburants et combustibles

<sup>1</sup> « Mexico: Investment grade no more? », FT, 15 mars 2019

raffinés importés en construisant une nouvelle raffinerie au prix de \$8 milliards. En 2018, les deux tiers des besoins d'essence, de distillats et de gaz de pétrole liquéfié du Mexique étaient comblés par des importations, comparativement à la moitié seulement en 2016.<sup>2</sup>

Si le programme de renflouement de \$5 milliards ne réussit pas à inverser le déclin de la production pétrolière (ce qui semble être le scénario le plus probable), le gouvernement pourrait être forcé d'augmenter le soutien financier qu'il assure à Pemex, particulièrement si l'investissement étranger reste jugulé. S&P a récemment déclaré que Pemex pourrait avoir besoin d'au moins \$20 milliards par an pendant plusieurs années pour redresser la situation.

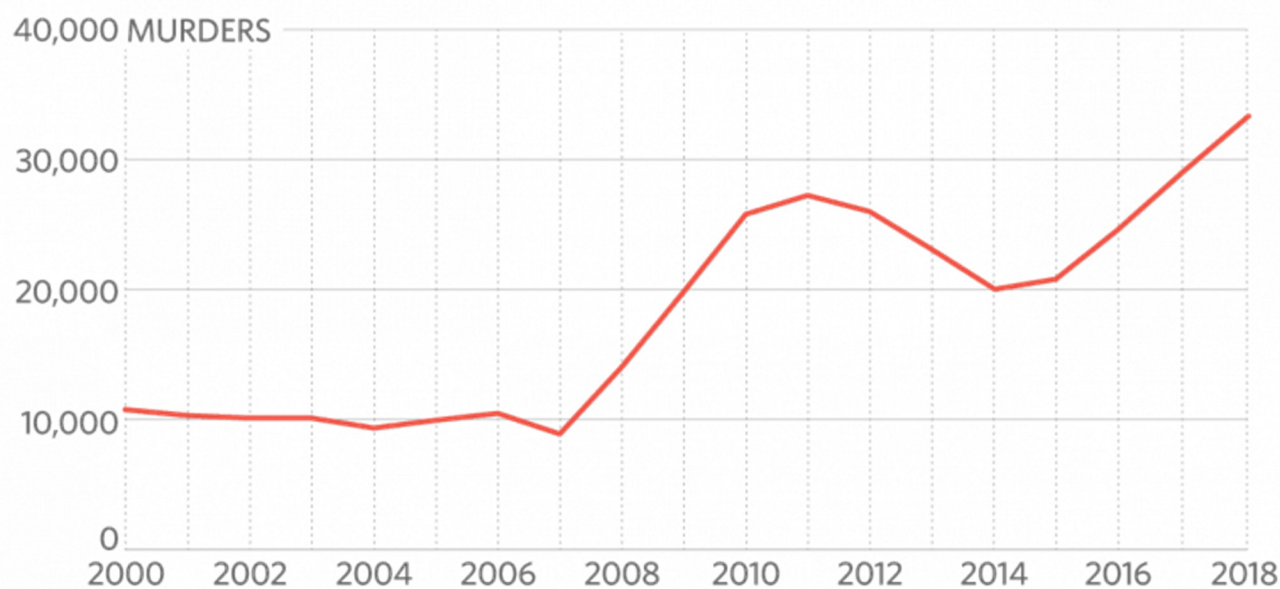
En outre, si la coalition MORENA du président Obrador ne détient pas encore la majorité de deux tiers nécessaires dans les deux chambres du Congrès pour annuler les réformes du secteur énergétique, elle peut quand même influencer sur la politique énergétique en jouant sur les exigences de contenu local et les conditions des contrats.

## Poussée de violence des cartels

Le Mexique a enregistré un nombre record de 30,499 meurtres l'an dernier, en hausse de plus de 15% par rapport à 2017.

### Mexico: Total Murders by Year

In 2018, the number of murders in Mexico, many of them drug-related, reached its highest level ever.



Source: Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI)

Copyright Stratfor 2019

Le déclencheur de cette flambée de violence a été l'arrestation de plusieurs caïds narcotrafiquants ces dernières années. Cela a donné lieu à des batailles violentes entre leurs lieutenants pour prendre le contrôle et a fait éclater les cartels. Les groupes plus petits qui en ont résulté se sont propagés dans des secteurs auparavant intouchés de l'économie comme le tourisme et le vol de marchandises.

### Le secteur des carburants a été particulièrement visé par les groupes criminels

Le vol de carburant et de combustible est un problème au Mexique depuis des décennies, mais la situation s'est considérablement aggravée ces dernières années. Les voleurs siphonnent actuellement l'équivalent d'environ un cinquième de la consommation nationale totale d'essence (environ 150,000 b/j). Le gouvernement estime que ces vols généralisés coûtent à Pemex plus de \$3 milliards par an.<sup>3</sup>

Depuis décembre, le gouvernement a déployé l'armée et fermé certains oléoducs pour empêcher le vol. Cette stratégie a notamment les inconvénients suivants : 1) essayer de protéger les quelque 5,500 milles d'oléoducs est une tâche massive; 2) expédier l'essence par

<sup>2</sup> « Mexico's gas crisis, explained », *Reuters*, 21 janvier 2019

<sup>3</sup> « Explainer: Mexico's fuel woes rooted in chronic theft, troubled refineries », *Reuters*, 20 janvier 2019

camions plutôt que par oléoducs coûte 13 fois plus cher.<sup>4</sup> Malgré les difficultés massives que cela soulève, le gouvernement a fait savoir qu'il ne peut pas se permettre de perdre cette bataille.

### Autres secteurs visés par les groupes criminels

**Extraction minière :** En mai 2018, la société canadienne Pan American Silver a temporairement réduit ses activités et suspendu les déplacements de son personnel à sa mine Delores dans l'État de Chihuahua en raison de menaces pour la sécurité le long des trajets empruntés pour transporter le personnel et le matériel jusqu'à sa mine. Au cours du même mois, la société d'extraction minière et d'infrastructures, Grupo Mexico, a déclaré que plusieurs déraillements de trains de marchandises entre le port commercial clé de Veracruz et le centre du Mexique étaient le résultat de sabotages.

**Embouteilleurs :** En juin 2018, des sociétés d'embouteillage et de distribution pour Pepsi et Coca-Cola (Group Gepp et Femsa, respectivement) ont suspendu leurs activités en raison de menaces de gangs dans la ville d'Altamirano.

### Baisse de la croissance économique

De plus en plus d'indicateurs révèlent que l'effet cumulatif des restrictions de l'investissement étranger, de l'annulation de contrats, de l'augmentation des dépenses publiques et de l'utilisation possible de nouveaux référendums pour faire avancer le projet politique d'AMLO nuit à l'économie. La banque centrale du Mexique a récemment révisé sa projection de croissance du PIB pour cette année qu'elle situe entre 1.1% et 2.1%, comparativement à l'estimation antérieure de 1.7% à 2.7%. Cette prévision est loin de la promesse de M. Obrador d'une croissance annuelle moyenne de 4% pendant son mandat de six ans.

### Les finances sous pression

En janvier dernier, Fitch Ratings a révisé à la baisse la dette de Pemex à BBB, à peine un cran au-dessus des obligations de pacotille. Standard and Poor's et Fitch ont toutes deux maintenu la note du Mexique dans la catégorie de qualité supérieure à BBB+, mais abaissé leurs perspectives de stables à négatives. Les investisseurs craignent que si Pemex perd sa cote de qualité investissement, la note souveraine du Mexique puisse aussi être abaissée.

À la fin de 2018, le ratio de la dette souveraine au PIB du Mexique s'établissait à 53%. Environ 23% de cette dette sont libellés en monnaies étrangères. Cela exclut la dette de Pemex, que beaucoup d'analystes estiment garantie par l'État. Le taux directeur du Mexique atteint actuellement le niveau inégalé depuis 10 ans de 8.25%. Enfin, les réserves de change du Mexique s'élèvent à \$177 milliards.<sup>5</sup>

### Augmentation des salaires

Contrairement à beaucoup de pays d'Amérique latine, le Mexique n'a pas vu amputer son secteur de la fabrication par la concurrence chinoise. Le secteur manufacturier du Mexique doit sa vigueur à des salaires bas et à un tissu de plus de 40 accords de libre-échange.



Source : « American manufacturing companies have a spring in their step », *The Economist*, 7 février 2019

<sup>4</sup> « Fuel Crisis Hits Mexico After Pipelines Are Closed », *Wall Street Journal*, 9 mars 2019

<sup>5</sup> FMI, novembre 2018

### **Mais les salaires commencent à augmenter pour les raisons suivantes :**

- Après son entrée en fonction le 1<sup>er</sup> décembre, en réaction à des décennies de stagnation des salaires, le président Obrador a doublé le salaire minimum journalier à 176.20 pesos (environ US\$9.30) dans les communautés le long de la frontière américaine, où le coût de la vie est plus élevé qu'ailleurs au Mexique. Bien que les *maquiladoras*, qui assemblent des biens manufacturés tels que des équipements électroniques et industriels destinés à l'exportation, paient souvent plus que le salaire minimum, les salaires versés par certaines sociétés sont définis de sorte qu'ils augmentent automatiquement du même pourcentage que toute hausse du salaire minimum.
- En janvier, 50,000 travailleurs dans la ville frontalière de Matamoros, à l'est, se sont mis en grève pour revendiquer une hausse des salaires. Beaucoup de sociétés ont fini par accepter des augmentations de 20 % et une prime ponctuelle de 32,000 pesos (\$1,655).<sup>6</sup> Cela incitera sans aucun doute les travailleurs d'autres régions à réclamer le même traitement.

La hausse des salaires pourrait aussi être motivée par l'accord États-Unis-Mexique-Canada (AEUMC), en vertu duquel le Mexique est tenu d'adopter une législation permettant aux travailleurs de choisir librement leur syndicat. Le cas échéant, cela pourrait encourager les mouvements syndicaux à devenir plus combatifs dans le pays où les syndicats ont longtemps été considérés comme dociles. La clause de l'AEUMC qui stipule que 40%-45% des voitures doivent être produites dans des régions payant \$16 l'heure est un autre facteur qui pourrait faire monter les salaires à long terme. Le Mexique devrait approuver l'AEUMC prochainement, sous réserve que les États-Unis acceptent de lever les tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium.

### **Conclusion pour les placements**

La cote de popularité du président Obrador est actuellement très élevée, mais elle est menacée le plus par l'économie. Les restrictions de l'investissement étranger dans le secteur de l'énergie, l'augmentation des dépenses publiques et le recours aux référendums pour annuler des contrats minent de plus en plus l'économie mexicaine. La poussée de violence des cartels ne fait qu'aggraver la situation.

Nous pensons que le ralentissement de l'économie risque de saper le soutien populaire au président Obrador avec le temps. Cela le forcera à modifier sa politique, mais seulement après qu'il aura perdu un temps précieux. Plus précisément, les difficultés massives auxquelles se heurtent Pemex et le secteur pétrolier forceront probablement M. Obrador à rouvrir le secteur de l'énergie à l'investissement étranger à terme.

Il est conseillé aux investisseurs de ne pas augmenter leur exposition au Mexique avant tout indice de cet ajustement du cap. D'ores et déjà, le ministère Finances a annoncé qu'il pourrait réduire de \$6.2 milliards son budget de cette année de \$296 milliards pour respecter son objectif de déficit à 2.5% du PIB.

Enfin, malgré la menace de Donald Trump, nous ne pensons pas que les tensions récentes au sujet de l'afflux de migrants aux États-Unis se solderont par quelque chose qui ressemblerait à une fermeture de la frontière entre les États-Unis et Mexique. Les conséquences économiques pour les deux pays seraient dévastatrices. Près de \$1.7 milliard de marchandises et de services passent la frontière chaque jour. D'ailleurs la simple réaffectation de 750 agents américains des douanes et de la protection des frontières à des portes d'entrée spécifiques pour aider à traiter l'augmentation des migrants qui ont traversé la frontière se traduit déjà par des temps d'attente pour les camions livrant des marchandises aux États-Unis passés de 1 à 2 heures en temps normal à 10 heures depuis mars dernier.

Depuis son entrée en fonction, M. Obrador qui ne mâche habituellement pas ses mots est resté silencieux à propos de Donald Trump et a même accepté un plan controversé en vertu duquel certains demandeurs d'asile d'Amérique centrale doivent attendre au Mexique que leurs causes soient entendues par les tribunaux d'immigration américains. M. Obrador a adopté cette attitude pour essayer d'éviter que l'économie mexicaine déjà en perte de vitesse soit frappée par de nouveaux tarifs douaniers ou que les retards augmentent encore pour les marchandises mexicaines à la frontière.

<sup>6</sup> « Labor Lawyer Takes On Mexico's Exporters, Wins Higher Wages », *Wall Street Journal*, 14 mars 2019

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

#### Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef  
stefane.marion@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Krishen Rangasamy

Économiste principal  
krishen.rangasamy@bnc.ca

#### Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

#### Marc Pinsonneault

Économiste principal  
marc.pinsonneault@bnc.ca

#### Kyle Dahms

Économiste  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

Économiste  
jocelyn.paquet@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. FNB 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 à 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 SFC 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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.