

Faits saillants

Avec toutes les banques centrales qui rivalisent pour affaiblir leurs monnaies respectives afin de soutenir leurs exportations, nous pensons que la Fed va devoir réviser sa stratégie de normalisation. Nous situons maintenant la borne supérieure de la fourchette des fonds fédéraux américains à 0.75% d'ici la fin de l'année. Nous nous attendons aussi à ce que l'assouplissement quantitatif dans la zone euro ait des répercussions sur les prix des actifs financiers en dehors de l'union monétaire, limitant tout mouvement à la hausse des rendements des obligations du Trésor américain de 10 ans. Nous situons aujourd'hui celles-ci à 2.28% en décembre 2015.

À la lumière des révisions de l'Enquête sur la population active qui montre une perte de vigueur du marché du travail en fin de 2014 ainsi que des impacts des actions de la BCE sur le marché des changes, nous croyons que la Banque du Canada devra être plus dynamique dans son soutien aux exportations autres que d'énergie, à l'investissement et au marché du travail. Nous nous attendons donc à une baisse de 25 points de base du taux directeur le 4 mars. Étant donné les perspectives mondiales, les obligations du Canada de 10 ans se négocieront probablement à environ 1.85% à la fin de l'année.

Paul-André Pinsonnault

Prévisions de taux d'intérêt en date du 28 janvier 2015

États-Unis

Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
28/01/2015	0.25	0.02	0.46	1.24	1.72	2.29
T1/2015	0.25	0.03	0.66	1.38	1.94	2.51
T2	0.25	0.10	0.84	1.48	2.09	2.62
T3	0.50	0.52	1.22	1.74	2.16	2.66
T4	0.75	0.69	1.41	1.90	2.28	2.75
T1/2016	1.00	0.88	1.56	1.99	2.32	2.77
T2	1.25	1.22	1.70	2.18	2.47	2.90
T3	1.50	1.44	1.92	2.36	2.57	2.98
T4	1.50	1.49	2.15	2.48	2.65	3.05

Canada

Trimestres	Un jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
28/01/2015	0.75	0.60	0.44	0.69	1.35	1.93
T1/2015	0.50	0.46	0.55	0.79	1.42	1.96
T2	0.50	0.46	0.63	0.86	1.47	1.97
T3	0.50	0.46	0.68	0.90	1.53	2.02
T4	0.50	0.46	0.78	1.27	1.84	2.30
T1/2016	0.50	0.46	0.88	1.36	1.91	2.34
T2	0.50	0.53	0.89	1.42	1.96	2.37
T3	0.75	0.79	1.16	1.69	2.09	2.48
T4	1.00	0.96	1.26	1.76	2.12	2.51

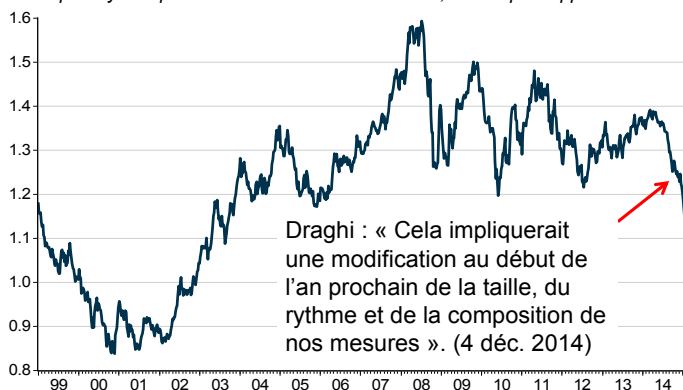
La BCE rejoint les autres...

Le 22 janvier, la Banque centrale européenne a finalement répondu aux attentes qu'elle avait fait monter, en annonçant officiellement son entrée dans le club des banques centrales qui utilisent la planche à billets pour acheter des obligations gouvernementales. À €60 milliards par mois, le programme d'achat est plus important que prévu, même si ce montant inclut les programmes d'achat de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées déjà en vigueur. Le programme élargi, qui doit débiter en mars 2015 et durer « au moins » jusqu'en septembre 2016, ferait gonfler le bilan de la BCE pendant ce laps de temps de €2,158 milliards à €3,238 milliards – passant d'environ 20% du PIB à un peu plus de 30%, comparativement à environ 26% pour le programme de la Fed. Mais le total final des achats de la BCE dépendra de ce que la banque estimera que l'inflation de la zone euro est ou n'est pas sur la bonne voie pour atteindre son objectif de « moins de, mais près de 2% ». En d'autres termes, s'il le faut, le programme sera prolongé. L'annonce d'un programme de durée indéterminée est importante puisque dans la zone euro les prix sont actuellement en déflation et que les tendances démographiques entraveront la BCE dans sa marche vers son objectif d'inflation. C'est une preuve de détermination, facteur clé du succès d'une politique monétaire quand le taux directeur avoisine le zéro absolu.

La banque centrale coordonnera des achats d'obligations de 2 à 30 ans, y compris de titres indexés sur l'inflation et à taux variable, émis par les gouvernements centraux, certains organismes gouvernementaux et certaines institutions internationales et supranationales situées dans la zone euro. Les sommes qu'achèteront les banques centrales nationales seront calculées en fonction de l'apport de chaque pays au capital de la BCE.

La BCE accélère la baisse de l'euro

Nous prévoyons que l'euro baissera encore de 6%, à 1.05 par rapport à l'USD



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-01-23

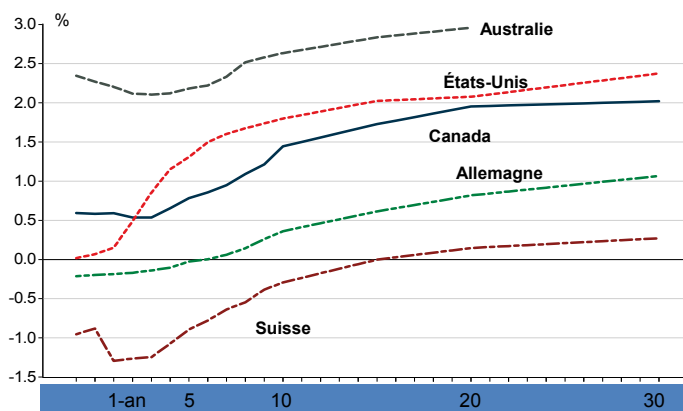
L'assouplissement quantitatif influe sur l'économie et les perspectives d'inflation par de multiples mécanismes de transmission, mais dans ce cas-ci, cela se fera probablement par le biais du marché de change. Jusque-là, la manœuvre semble fonctionner. Entre la fin de l'année 2014 et le 23 janvier, soit le lendemain de l'annonce, l'euro a baissé de 7%

par rapport au dollar américain. Nous pensons qu'il baissera encore davantage et ne serions pas étonnés de le voir reculer de 6% de plus, à 1.05 EUR/USD. Une telle dévaluation soutiendrait à la fois les exportations de la zone euro et contribuerait à l'objectif de reflation de la BCE par le biais des prix à l'importation.

Nous nous attendons aussi à ce que l'assouplissement quantitatif de la zone euro ait des répercussions sur les prix des actifs financiers en dehors de l'union monétaire. La quête de rendement par les investisseurs européens et mondiaux s'intensifiera encore davantage et les importants achats par les banques centrales rendront les obligations européennes encore plus chères.

Monde : En quête de rendement et de liquidité

Courbes de rendements gouvernementaux souverains



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-01-23

Dans ces conditions, les obligations du Trésor américain deviendront relativement intéressantes, offrant des rendements plus élevés et la possibilité d'un gain de change en plus de la plus grande liquidité.

... et la Fed ne sera pas indifférente

Malgré d'importantes forces adverses qui freinent le secteur de l'énergie et une certaine mollesse dans l'immobilier résidentiel, nous nous attendons à ce que l'économie américaine croisse de 3.3% en 2015. La baisse des prix de l'essence avantagera les consommateurs américains et la bonne tenue du marché du travail stimulera la confiance des consommateurs. Les prêts à la consommation ont déjà accéléré ces derniers mois et les prêts commerciaux et industriels sont en hausse de 14% depuis un an, ce qui nous conforte dans notre appréciation de la vigueur de l'économie américaine.

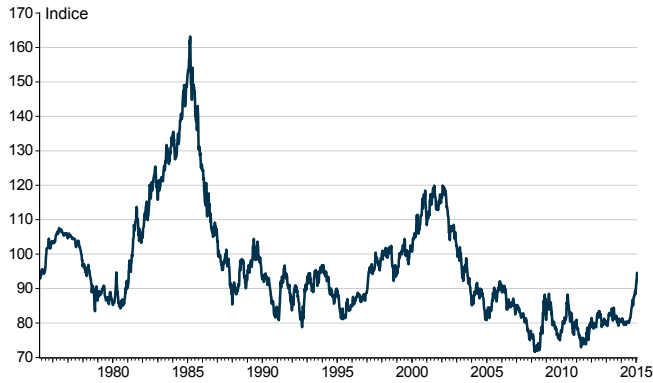
Cependant, la faiblesse économique dans d'autres régions du monde et la vigueur du dollar US compliqueront les choses pour les exportateurs américains. D'ores et déjà, dans son enquête auprès du secteur manufacturier en janvier, la Fed de Kansas City signale que les entreprises se plaignent de ce que la vigueur du dollar nuit à leurs capacités de livrer concurrence aux producteurs européens. L'indice de diffusion

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

de l'enquête concernant les nouvelles commandes à l'exportation des six prochains mois a chuté de 8 en décembre à -2 en janvier.

Indice USD : Les États-Unis en toléreront-ils davantage?

Appréciation du dollar US par rapport aux grandes monnaies du monde

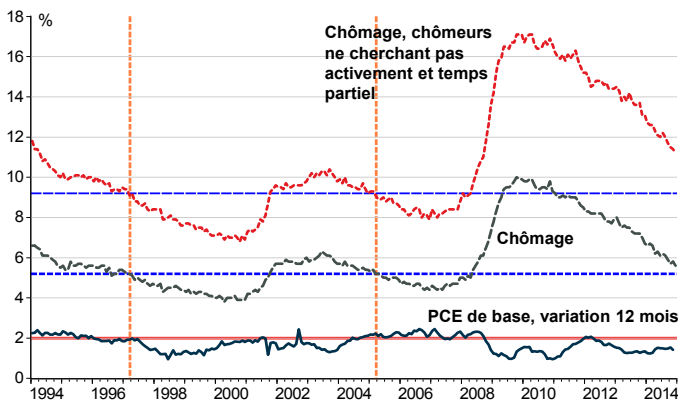


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-01-23

Étant donné la montée de la valeur du dollar US pondérée en fonction des échanges depuis lors et notre prévision d'une poursuite de son ascension, nous nous attendons à ce que les récriminations des exportateurs américains se multiplient au cours des prochains mois.

Double mandat : La Fed peut encore attendre

Indicateur général de l'emploi non satisfaisant, pas de menace d'inflation



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-01-23

Cela se produit à un moment où l'inflation de base demeure inférieure à la cible de la Fed, où d'importantes parties de la main-d'œuvre restent sous-utilisées et où le nombre d'emplois à temps plein est encore plus faible qu'avant la récession. Dans ce contexte, les colombes au sein du FOMC seront portées à voir le recul de l'inflation d'ensemble comme une occasion de maximiser la création d'emplois.

Comme l'a noté le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, à Davos :

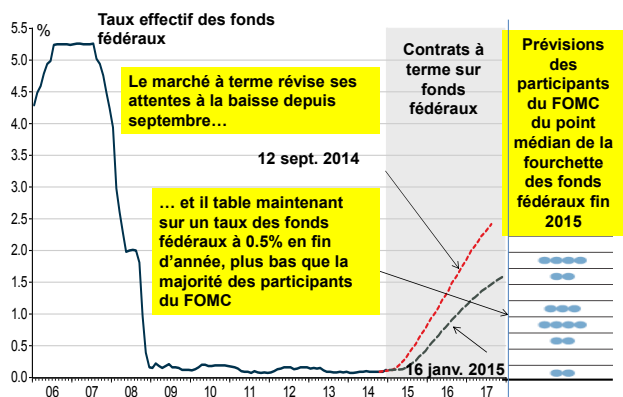
« Aux États-Unis, il existe une grande différence entre la voie de la politique monétaire souhaitée par la Fed à travers les fameux graphiques à points et celle souhaitée

par le marché. Cet écart se résorbera quelque peu cette année et la question est de savoir dans quel sens se produira le resserrement et quel impact cela aura sur la volatilité... »

Alors que les colombes pencheront du côté d'une politique répondant aux attentes actuelles du marché, beaucoup de participants du FOMC voudront s'écarter plus rapidement de la borne zéro des taux d'intérêt. Un de leurs arguments est qu'ils doivent veiller à ce que la stratégie de normalisation ne devienne pas encore plus difficile plus tard. Le taux des fonds fédéraux devra immanquablement être relevé un jour et plus le FOMC attendra, plus le rajustement devra être abrupt. Les tenants de cette thèse veulent éviter une répétition du bond de 1 point du rendement des obligations du Trésor de 10 ans survenu en 2013. À l'époque, les taux à 10 ans étaient faibles compte tenu des caractéristiques fondamentales et les propos du président de la Fed, Ben Bernanke, au sujet de la possibilité d'une réduction des achats d'actifs par la Fed a jeté le marché obligataire dans la tourmente. Ce qui accroît encore la complexité de la normalisation de la politique monétaire c'est que les investisseurs traquent les rendements depuis un bon moment maintenant. Ils détiennent des obligations de sociétés, directement ou à travers des fonds d'investissement à capital variable (FNB), ce qui laisse les conditions financières à la merci de retraits massifs de ces marchés. Un rajustement brutal des rendements des obligations du Trésor déclencherait une liquidation précipitée des créances de sociétés, et la perturbation du marché du financement des entreprises pourrait créer un sérieux handicap pour l'économie. Ce sont là des risques que le FOMC doit prendre en considération. Pour les atténuer, il faut un éloignement graduel, mais précoce de la politique actuelle.

En bout de compte, nous pensons qu'avec toutes les banques centrales qui rivalisent pour déprécier leurs monnaies respectives afin de soutenir leurs exportations, la Fed se montrera moins pressée dans sa normalisation de la politique monétaire que le laisse entrevoir son graphique à points. Nous nous attendons à ce que le FOMC fixe la borne supérieure de la fourchette cible des fonds fédéraux à 0.75% au T4 2015, comparativement à notre prévision antérieure d'une fourchette de 1% à 1.25%.

D'après les contrats à terme, la normalisation sera lente!



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-01-16

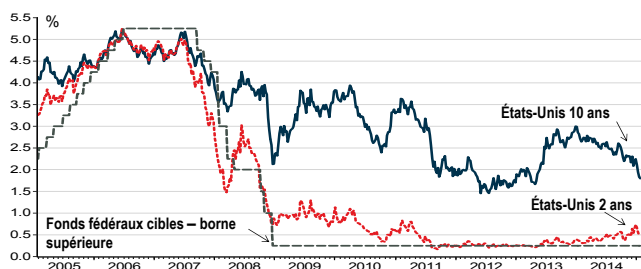
LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Conclusion :

Ayant révisé à la baisse notre prévision du taux directeur cible et prévoyant certaines répercussions de l'assouplissement quantitatif pratiqué par la BCE sur les prix des actifs financiers américains, nous avons revu à la baisse notre prévision de rendement à 10 ans. Nous nous attendons maintenant à ce que les obligations du Trésor américain se négocient à près de 2.28% à la fin de 2015 et 2.65% un an plus tard.

Taux d'intérêt américains

Observations hebdomadaires et prévisions de fin de trimestres



Prévisions de taux d'intérêt									
	01-23-15	T1/15	T2	T3	T4	T1/16	T2	T3	T4
Fed - Borne supér.	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.50
2 ans	0.49	0.66	0.84	1.22	1.41	1.56	1.70	1.92	2.15
10 ans	1.80	1.94	2.09	2.16	2.28	2.32	2.47	2.57	2.65
Taux à 10 ans futur		1.86	1.91	1.97	2.02	2.07	2.11	2.14	2.17

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-01-23

... et au Canada

Bien que la Banque du Canada n'ait jamais caché qu'une baisse des prix du pétrole était une mauvaise nouvelle pour l'économie canadienne, les marchés ont été surpris par sa réduction des taux en janvier. Devant les perspectives de prix du pétrole marquées au coin de l'incertitude – jusqu'où et pendant combien de temps? –, la Banque a décidé de souscrire une police d'assurance contre les risques de baisse pour l'économie.

Selon l'estimation de la BdC, sans intervention de politique et avec un prix du baril de pétrole moyen de \$60, l'écart de production ne se résorberait pas avant la fin de 2017. Maintenant que l'impact de l'effondrement des prix du pétrole est déjà en partie visible – à Calgary le nombre de ventes de maisons existantes a baissé de 25% en décembre – et étant donné notre propre prévision de \$55 en moyenne le baril de WTI cette année, nous souscrivons tout à fait à la décision de la Banque.

Depuis la dernière annonce du taux directeur de la Banque du Canada, Statistique Canada a révisé les données de l'Enquête sur la population active. La révision révèle que le Canada a créé 121K emplois nets en 2014, plutôt que l'estimation d'origine de 186K. Une grande partie de la révision à la baisse de 2014 est due à l'Ontario et à la Colombie-Britannique où le nombre d'emplois créés l'an dernier a été réduit de moitié par rapport à ce qui avait été indiqué antérieurement.

Canada: Croissance de l'emploi revue à la baisse

Augmentation nette de l'emploi en 2014	Chiffres révisés	Avant révisions
TOTAL	121.3	185.7
NL	-6.2	-5.1
PE	-0.4	0.4
NS	3.5	-2
NB	-5.7	-4.3
QC	-9.6	-15.8
ON	37.7	79.9
MB	14.2	13.4
SK	8.2	14.8
AB	63.1	65.9
BC	16.5	38.5

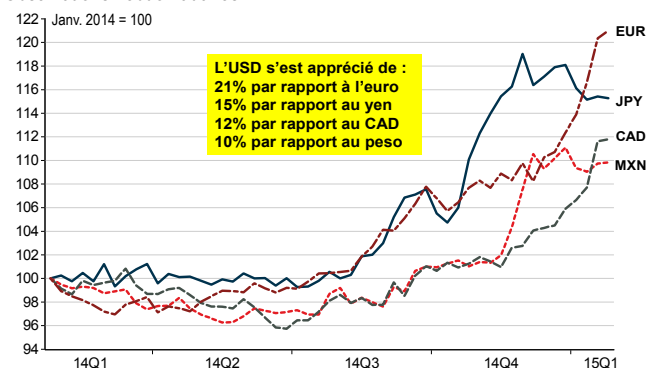
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada) 2015-01-28

Les données mises à jour indiquent maintenant une dépendance encore plus grande du marché du travail canadien à l'égard de l'Ouest du Canada en 2014. En fait, 84% des emplois créés l'ont été dans les quatre provinces de l'Ouest, soit 14 points de pourcentage de plus que ce qui avait été estimé précédemment. C'est une mauvaise nouvelle pour les perspectives d'emploi en 2015 parce que les provinces de l'Ouest ne rééditeront sans doute pas cet exploit étant donné ce qu'il est advenu des prix de l'énergie. La croissance de l'emploi devra donc provenir d'autres régions, centrées sur la fabrication et les exportations.

Les exportations seront soutenues par la vigueur de l'économie américaine pour laquelle la baisse des prix de l'énergie est un avantage net. Cela dit, les producteurs américains ne sont pas les seuls concurrents pour les exportateurs canadiens qui veulent s'adjuger une part du marché des États-Unis et, par conséquent, le taux de change USD/CAD n'est pas le seul facteur dans notre compétitivité sur ce marché. Dans la valeur pondérée en fonction des échanges du billet vert, les importations provenant du Canada représentent 13.4%. Ce chiffre est à comparer à 16.5% pour la zone euro, 14% pour le Mexique, 7.9% pour le Japon et 25.2% pour la Chine. Et comme le dollar US s'est apprécié encore plus par rapport à l'euro que par rapport au huard, certains de nos principaux concurrents étrangers seront plus avantagés que nous.

Dépréciation par rapport à l'USD : Certains gagnent plus que d'autres

Observations hebdomadaires



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-01-23

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Dans le RPM de janvier, la Banque prévoyait déjà qu'une croissance molle au premier semestre de 2015 implique que les capacités excédentaires dans l'économie ne se résorberont pas aussi rapidement que souhaité

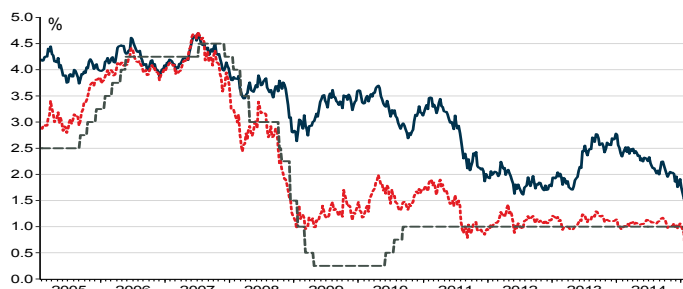
Comme les révisions de Statistique Canada révèlent une importante perte d'élan sur le marché du travail à la fin de 2014, nous croyons que la Banque devra être plus dynamique dans son soutien aux exportations autres que d'énergie, à l'investissement et au marché du travail.

Conclusion :

Notre banque centrale devra garder un œil non seulement sur les prix du pétrole mais aussi sur le marché des devises. Dans ce contexte, nous prévoyons que le 4 mars la Banque réduira son taux directeur de 25 points de base. Étant donné les conditions mondiales et la prudence de la Fed, nous pensons que les obligations du Canada de 10 ans se négocieront autour de 1.85% d'ici la fin de l'année.

Taux d'intérêt canadiens

Observations hebdomadaires et prévisions de fin de trimestres



Prévisions de taux d'intérêt									
	01/23/15	T1/15	T2	T3	T4	T1/16	T2	T3	T4
Taux à 1 jour	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00
2 ans	0.54	0.55	0.63	0.68	0.78	0.88	0.89	1.16	1.26
10 ans	1.45	1.42	1.47	1.53	1.84	1.91	1.96	2.09	2.12
Taux à 10 ans futur		1.47	1.50	1.54	1.58	1.62	1.66	1.70	1.75

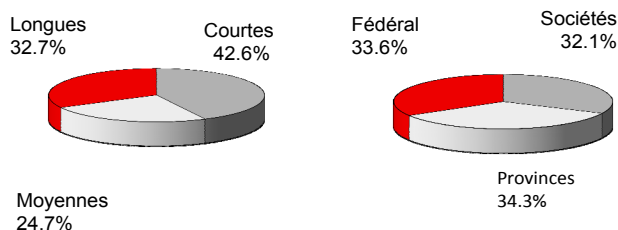
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2015-01-23

Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 7.52 contre 7.52 pour l'indice de référence

Pondération neutre en obligations provinciales

Sous-pondéré en obligations bancaires



Répartition de l'indice
Courtes 42.6%, Moyennes 24.7%,
Longues 32.7%
Fédéral 37.3%, Provinces 34.3%
Sociétés 28.4%

Marché obligataire canadien

Rendement totaux

1/23/2015 mois/jour/année	Depuis 12/26/2014	Depuis 10/24/2014	Depuis 7/25/2014	Depuis 1/24/2014
Encaisse	0.15	0.29	0.54	0.98
Canada				
court	1.64	1.88	2.41	3.26
moyen	4.20	5.13	6.10	9.45
long	7.21	9.39	11.97	18.73
Univers	3.48	4.29	5.32	7.90
Provinciale	4.97	6.89	8.20	13.41
Municipale	4.35	5.96	7.41	12.40
Sociétés				
AA	1.96	2.37	2.90	4.66
A	3.76	4.60	5.43	9.55
BBB	3.42	4.23	4.68	9.14
Univers	3.12	3.82	4.45	7.97
Total	3.87	5.00	6.01	9.70
S&P/TSX	1.47	2.38	-2.98	10.88

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

Marché obligataire - Canada

	Clôture 1/23/2015	12/26/2014	10/24/2014	7/25/2014	1/24/2014
Taux d'intérêt					
90 jours (A.B.)	1.03	1.29	1.27	1.27	1.27
2 ans	0.54	1.06	1.01	1.08	0.97
5 ans	0.79	1.44	1.50	1.48	1.59
10 ans	1.45	1.91	2.01	2.12	2.40
30 ans	2.02	2.44	2.56	2.67	2.97
Écart					
90 j. - 2 ans	-49	-23	-27	-19	-30
2 - 5 ans	25	38	49	39	63
2 - 10 ans	91	85	101	103	143
10 - 30 ans	58	53	55	55	57
Devises					
\$ CA / US	1.2421	1.1629	1.1231	1.0814	1.1088
EUR / \$ CA	0.7183	0.7061	0.7025	0.6886	0.6594

Source: Économie et Stratégie FBN (données via Bloomberg)

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

GRUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef

stefane.marion@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe

paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal

krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal

marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal

matthieu.arseneau@bnc.ca

Généralités : Banque Nationale Marchés financiers est une unité de Financière Banque Nationale Inc. (FBN), filiale en propriété exclusive indirecte et division de la Banque Nationale du Canada. Ce rapport a été produit par FBN. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. • Les informations contenues dans les présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations qui pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes. • **Résidents du Canada :** À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur conseiller en placement FBN. • **Résidents des États-Unis :** En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche. Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI. • **Résidents du Royaume-Uni :** Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Elles peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'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. La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni. • **Droits d'auteur :** Le présent rapport ne peut pas être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.