

**BANQUE  
NATIONALE****MARCHÉS FINANCIERS**

Une division de la Banque Nationale du Canada

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Groupe Économie et Stratégie

Octobre 2014

## Faits saillants

- Notre projection de ce qui serait un taux approprié pour les fonds fédéraux américains à la fin de 2016 – 2.375% – est inférieure à la projection médiane du FOMC de 2.875%, mais encore supérieure à celle du marché monétaire à terme dont les opérateurs tablent sur 1.875%. Comme nous pensons que, au départ, la Fed haussera les taux un peu plus énergiquement que l'estime le marché à terme, notre prévision pour le taux des obligations du Trésor américain de 10 ans est aussi, à 2.73%, supérieure aux taux d'intérêt à terme implicite. Pour septembre 2015, nous prévoyons 3.16% (inchangé par rapport au mois dernier), ce qui est 25 points de base de plus que le taux implicite, ce dernier étant en hausse 18 points de base par rapport à il y a quatre semaines.
- À un taux de financement à un jour canadien de 1% aujourd'hui alors que la Banque du Canada estime que le point médian d'un taux neutre serait de 3.5%, la politique monétaire du Canada est évidemment accommodante. Nous savons maintenant ce que la Banque du Canada aura en tête lorsqu'elle parlera de réduction de la détente monétaire. Reste à savoir quand cela se produira. Nous prévoyons toujours que le RPM d'avril 2015 devrait préparer le terrain pour une première hausse à la réunion de fixation des taux de la Banque du 27 mai, 22 jours avant la première hausse du FOMC selon nos prévisions.

Paul-André Pinsonnault

## Prévisions de taux d'intérêt en date du 22 septembre 2014

### États-Unis

Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
19/09/2014	0.25	0.01	0.57	1.81	2.58	3.28
T4	0.25	0.03	0.87	2.01	2.73	3.45
T1/2015	0.25	0.07	1.16	2.13	2.91	3.62
T2	0.50	0.52	1.63	2.42	3.05	3.70
T3	1.00	0.92	2.06	2.72	3.16	3.78
T4	1.25	1.36	2.28	2.84	3.37	3.93
T1/2016	1.50	1.64	2.48	2.94	3.44	3.98
T2	2.00	1.98	2.58	2.98	3.48	3.96
T3	2.38	2.30	2.63	3.00	3.32	3.85

### Canada

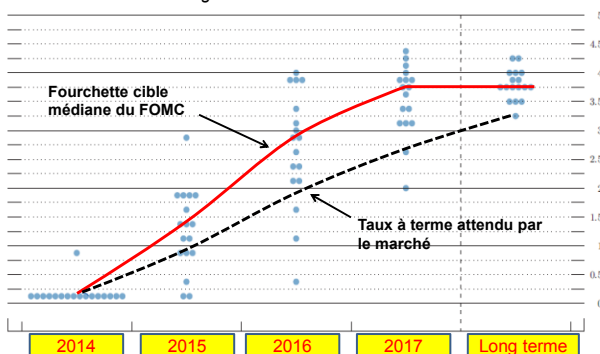
Trimestres	Un jour	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
19/09/2014	1.00	0.93	1.17	1.71	2.25	2.76
T4	1.00	0.96	1.22	1.86	2.37	2.86
T1/2015	1.00	1.03	1.33	2.02	2.52	2.98
T2	1.25	1.47	2.17	2.47	2.95	3.35
T3	1.75	1.90	2.34	2.64	3.07	3.44
T4	2.00	1.96	2.45	2.87	3.30	3.64
T1/2016	2.00	2.17	2.60	2.98	3.36	3.68
T2	2.50	2.46	2.79	3.14	3.43	3.73
T3	2.50	2.46	2.75	3.05	3.25	3.58

## Un punch édulcoré

Comme l'inflation est encore inférieure à l'objectif à long terme du FOMC, selon lequel il reste aussi beaucoup de capacités inutilisées sur le marché du travail, rien ne presse la Fed de retirer le bol de punch comme le veut l'expression consacrée. Mais d'ici un mois environ la boisson corsée qu'il contient à trois parts égales d'assouplissement quantitatif surpuissant, de taux directeur surbaissé et d'indications prospectives aura perdu de son punch. Le programme d'achat d'actifs sera terminé et les indications prospectives sont déjà moins précises – étant passées de basées sur un calendrier à basées sur des seuils et enfin à basées sur les statistiques à venir. Reste le taux directeur dont on peut penser qu'il demeurera bas encore un certain temps. Le plus récent aperçu des attentes des participants du FOMC concernant le taux le plus approprié des fonds fédéraux en fin d'année (de 2014 à 2017), publié le 17 septembre, laisse penser que le taux directeur américain se situera encore entre zéro et 0.25% à la fin du T1 2015. Cela a suffi pour que la fête continue au moins temporairement en bourse : deux jours plus tard, l'indice S&P 500 clôturait à 2010. Après tout, M<sup>me</sup> Yellen n'a-t-elle pas laissé entendre devant la presse que, si l'effervescence des réjouissances demeure contenue, elle laisserait le bar ouvert pendant un temps « considérable » ?

### Les taux de fin d'année vus par le FOMC et le marché

*Un relèvement lent mais graduel*



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2014-09-19

Mais ceux qui gardaient un brin de lucidité ont noté que la Fed compte bien réduire la teneur en alcool du mélange rosé fruité contenu dans le bol à punch plus rapidement que la plupart des festoyeurs le prévoient.

L'écart entre les attentes du marché et la projection médiane des participants du FOMC pour le taux des fonds fédéraux semble béant à l'horizon 2016. Les contrats à terme du marché monétaire tablent sur un taux de 1.875% en décembre 2016 alors que la projection médiane des participants du FOMC à ce

moment-là représente un point de plus, 2.875% (graphique ci-dessus). Selon nos estimations, si les attentes du marché étaient plus proches de la médiane du FOMC, les obligations de 10 ans se négocieraient autour de 2.95% et celles de 2 et 3 ans, au-dessus de 0.80% et 1.5% au lieu des taux actuels de 0.57% et 1.09%. En d'autres termes, même la partie à court terme de la courbe des taux serait exposée à des risques si les indicateurs économiques des prochains mois corroboraient l'opinion que traduit la médiane du FOMC. Mais pour les investisseurs étrangers, le jeu en vaut peut-être encore la chandelle. Un rendement de 0.57% pour 2 ans aux États-Unis semble encore bon comparativement aux -0.07% en Allemagne, surtout s'ils comptent sur une appréciation de l'USD.

Même si la croissance américaine marquera un peu le pas comparativement au rythme énergique du deuxième trimestre, les indicateurs économiques récents laissent penser que l'élan s'est maintenu à l'aube du deuxième semestre de 2014. Malgré les chiffres décevants de l'emploi salarié non agricole d'août, l'amélioration globale du marché du travail des 24 derniers mois est solide. La troisième vague d'assouplissement quantitatif avait été lancée en septembre 2012, où l'évolution du marché du travail était source d'inquiétudes. Depuis, la situation s'est nettement améliorée. Le taux d'activité est relativement stable ces derniers mois, alors qu'il baissait régulièrement depuis 2008. De plus, bon nombre des indicateurs du marché du travail fétiches de M<sup>me</sup> Yellen suivent des tendances positives. L'indicateur large du sous-emploi – chômeurs, plus personnes 'marginale' attachées au marché du travail et personnes travaillant à temps partiel pour des raisons économiques – a nettement baissé depuis décembre dernier. La proportion de chômeurs de longue durée (sans travail depuis au moins 27 semaines) a aussi nettement diminué ces derniers mois. Dans ces circonstances, il n'était pas étonnant de voir le FOMC réduire régulièrement le rythme de ses achats d'actifs mensuels, qui devraient prendre fin le 29 octobre.

Ce mois-ci, devant la bonne tenue des chiffres jusque-là au T3, l'équipe économique de FBN a révisé à la hausse sa prévision de croissance du PIB américain au deuxième semestre, de deux dixièmes, à 2.2% pour l'année 2014 tout entière. Nous projetons 2.7% en 2015 et 2.0% en 2016 (du T4 au T4). Par comparaison, les fourchettes de la tendance centrale du FOMC sont de 2.6% à 3.0% pour 2015 et 2.6% à 2.9% pour 2016.

En accord avec la faiblesse de notre projection pour 2016 par rapport à celle de la Fed, notre prévision de 2.375% comme taux approprié pour les fonds fédéraux à la fin de 2016 est inférieure à la projection médiane du FOMC de 2.875%. Mais elle est encore supérieure aux

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

1.875% qu'anticipent les opérateurs du marché monétaire à terme.

Comme nous prévoyons que la Fed commencera à resserrer la vis plus énergiquement que le pense le marché à terme, notre prévision de rendement à 10 ans est aussi plus élevée que celle du marché. Nous situons les obligations du Trésor américain de 10 ans à 2.73% d'ici la fin de l'année. Pour septembre 2015, nous projetons 3.16%, 25 points de base de plus que le taux à terme implicite. Notre prévision pour septembre 2015 est la même que le mois dernier, mais le taux à terme implicite a quant à lui monté de 18 points de base.

## Prévision des taux du Trésor américain à 10 ans

Notre prévision est supérieure au taux à terme jusqu'en 2016, puis devient inférieure



Prévisions de taux d'intérêt										
	09-19-14	T4	T1/15	T2	T3	T4	T1/16	T2	T3	2019
10 ans	2.57	2.73	2.91	3.05	3.16	3.37	3.44	3.48	3.32	3.05
Taux à terme 10 ans	2.67	2.75	2.83	2.91	2.87	3.03	3.08	3.14	3.35	

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2014-09-19

## La BCE loin du coup de circuit espéré

Dans une récente tribune au sujet de la zone euro publiée dans *Les Échos*, Benoit Cœuré, membre du directoire de la BCE, disait que :

« La croissance et l'inflation faibles, la dette et le chômage élevés ne pourront être résolus que si les responsables politiques nationaux et européens agissent de concert et en utilisant tous les leviers d'action. Si un gouvernement ou une institution fait l'impasse sur ses responsabilités, personne ne pourra les assumer à sa place. Ce dont l'Europe a aujourd'hui besoin, c'est d'une stratégie intégrée qui aborde les faiblesses de chaque pays, tant du côté de l'offre que du côté de la demande, à travers un mélange de politiques monétaires, budgétaires et structurelles. »

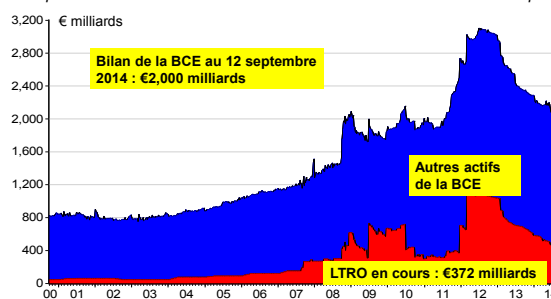
Cela aurait pu être dit il y a longtemps. Mais si la BCE a pris des mesures importantes pour assouplir sa politique monétaire, comme la réduction du taux des facilités de dépôt à -0.20%, elle a été longue à la détente pour d'autres interventions. Au début de juin, elle a annoncé des mesures pour améliorer le mécanisme de transmission de la politique monétaire, dont une série d'opérations de refinancement à long

terme ciblées (les TLTRO) visant à stimuler les prêts bancaires au secteur privé non financier de la zone euro. La banque centrale a aussi annoncé un programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABS). Mais il lui a fallu trois mois pour exécuter son premier TLTRO. Quant au programme d'achat d'actifs, ses conditions seront connues le 2 octobre – quatre mois après son annonce.

Selon le président de la BCE, Mario Draghi, ces initiatives gonfleront considérablement le bilan de la Banque qui passera de €2,000 milliards à €2,700 – €3,000 milliards, soit sa taille de 2012. Pour le quatrième trimestre, la Banque a prévu deux LTRO qui offriront aux banques jusqu'à €400 milliards d'argent bon marché (taux fixe de 0.15%).

## La BCE entend porter son bilan à €2,700 - €3,000 milliards

Les banques vont rembourser €25.9 milliards de LTRO entre le 17 et le 24 septembre



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Pendant ce temps, la plus récente analyse économique de la BCE signale une perte de l'élan cyclique au troisième trimestre et ses projections internes chiffrent l'inflation en moyenne à 0.6% seulement en 2014. Dans ce contexte, nous pensons que la BCE aurait au moins dû réussir un coup de circuit pour inspirer confiance dans les perspectives économiques de la zone euro. Mais les résultats du premier TLTRO ressemblent plus à un coup amorti.

On s'attendait à ce que les banques utilisent entre €140 milliards et €180 milliards de cette première tranche de TLTRO. Au lieu de cela, elles n'ont demandé que €82.6 milliards à la BCE. Pendant ce temps, celles qui avaient emprunté à terme à la BCE en 2011 et 2012 avaient déjà annoncé le remboursement de €25.9 milliards de ces prêts dans la deuxième quinzaine de septembre. Par conséquent, suite à la première opération de TLTRO, les liquidités n'augmenteront au net que de €56.7 milliards.

Au total, 382 entités pouvaient prendre part à l'adjudication de cette première opération. Comme les banques pouvaient former des groupes pour emprunter, 1,372 institutions de crédit étaient directement ou indirectement représentées. Environ 67% des entités

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

admissibles ont effectivement participé à l'adjudication, dont beaucoup domiciliées dans des pays périphériques. On peut donc en conclure que, même si la demande était inférieure aux prévisions, l'argent a été mis à la disposition des banques qui en avaient le plus besoin. Cela réduira la fragmentation du marché financier dans la zone euro. Le premier TLTRO a peut-être été un coup amorti, mais il a permis d'atteindre le premier but.

## ... et la BdC lève le voile sur son estimation d'un taux neutre

Dans une allocution tenue le 16 septembre, le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, a expliqué en long et en large pourquoi il n'y avait rien à gagner, ou si peu, à ce que la Banque du Canada tente d'influencer la valeur du huard sur les marchés de change. Il a aussi souligné les avantages du ciblage de l'inflation et de la crédibilité de la politique monétaire. Cela a aidé le Canada à faire face aux turbulences économiques des dernières années. Lors de la conférence de presse qui a suivi, il a justifié la neutralité de la Banque du Canada à l'égard des taux d'intérêt. Reprenant les arguments de la présidente de la Fed, Janet Yellen, il a fait référence au marché du travail, c.-à-d. au travail à temps partiel et aux travailleurs découragés, estimant le nombre de ces derniers à environ 200,000 jeunes et 100,000 Canadiens dans la fleur de l'âge. De plus, M. Poloz s'est montré prudent au sujet des perspectives économiques mondiales après les déceptions en série du passé. Son discours laisse penser que la BdC restera patiente et retardera les hausses de taux autant que possible.

Cette perception a été confortée le 22 septembre par un discours de Carolyn Wilkins, première sous-gouverneure de la Banque. Parlant de ce que serait un taux directeur réel neutre dans le Canada d'aujourd'hui, M<sup>me</sup> Wilkins relevait que, tant que persisteront les effets négatifs de la crise financière, la politique monétaire pourrait rester accommodante même si l'écart de production a été résorbé et si l'inflation atteint la cible. « Sans ce degré de détente monétaire, dit-elle, l'écart de production réapparaîtrait et l'inflation tomberait sous la cible. »

La récession mondiale ayant démontré à quel point il peut être difficile de corriger un taux d'inflation obstinément bas quand le taux directeur frise le zéro, il nous semble que les fonctions de réaction de la banque centrale deviennent à juste titre un peu moins symétriques.

La première sous-gouverneure a aussi exprimé la crainte qu'un retrait prématuré de la détente monétaire ne mine l'expansion, une erreur qui s'ajouterait aux déceptions en série de M. Poloz.

Le discours de M<sup>me</sup> Wilkins a aussi apporté un éclairage important sur la politique monétaire canadienne en levant le voile sur ce que la BdC considère maintenant comme un taux directeur réel neutre. La banque centrale le situe actuellement dans une fourchette de 1% et 2%, ce qui, avec 2% d'inflation, se traduit par un taux neutre nominal de 3% à 4%. Avant la crise, ce taux était compris entre 4.5% et 5.5% selon M<sup>me</sup> Wilkins.

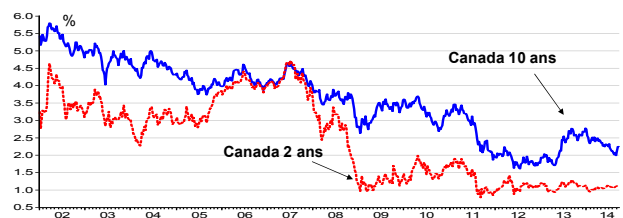
Avec un taux directeur actuellement de 1% comparativement au point médian de la fourchette estimée neutre de la BdC de 3.5%, la politique monétaire au Canada est clairement accommodante. Nous savons donc maintenant ce que normalisation veut dire. Reste à savoir quand elle démarrera.

Beaucoup prétendent que la BdC pourrait attendre un trimestre ou deux après la première hausse de taux d'intérêt par la Fed avant de lancer sa propre phase de hausse, le taux de financement à un jour canadien étant de 1% alors que la fourchette cible du taux des fonds fédéraux est de zéro à 0.25%. Le problème avec ce scénario, c'est que le taux d'utilisation des capacités industrielles canadiennes n'est pas particulièrement bas – 82.7%, comparativement à 83.2% à la mi-2006. En outre, le taux d'inflation de base sur douze mois s'est élevé à 2.1% en août. Si notre prévision de la croissance canadienne du T2 2014 au T2 2015 est juste à 2.5%, les effets néfastes de la crise pourraient s'être dissipés suffisamment d'ici huit mois pour que la Banque commence à envisager de diminuer un peu la détente.

En d'autres termes, nous continuons de penser que le RPM d'avril 2015 devrait préparer le terrain pour une première hausse à la réunion de fixation des taux de la BdC du 27 mai, 22 jours avant la première hausse du FOMC selon nos prévisions.

### Taux d'intérêt canadiens

Hebdomadaire, dernière observation 19 septembre 2014



Prévisions de taux d'intérêt									
	09-19-14	T4	T1/15	T2	T3	T4	T1/16	T2	T3
Taux à 1 jour	1.00	1.00	1.00	1.25	1.75	2.00	2.00	2.50	2.50
2 ans	1.17	1.22	1.33	2.17	2.34	2.45	2.60	2.79	2.75
10 ans	2.25	2.37	2.52	2.95	3.07	3.30	3.36	3.43	3.25
Taux à terme 10 ans		2.34	2.39	2.44	2.49	2.53	2.58	2.62	2.66

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2014-09-19

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

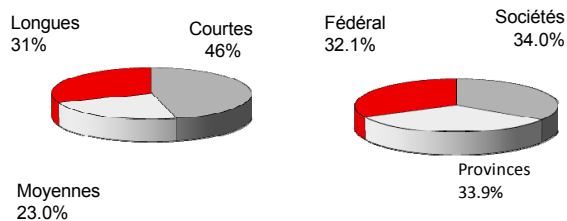
## Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 6.86 contre 7.06 pour l'indice de référence

Dénouer la position en U de 3% (2-10-20) du mois dernier

Continuer de sous-pondérer les titres de 30 ans

Continuer de surpondérer les obligations de sociétés et provinciales



**Répartition de l'indice**  
**Courtes 44.2%, Moyennes 25.9%, Longues 29.9%**  
**Fédéral 37.5%, Provinces 32.8% Sociétés 29.7%**

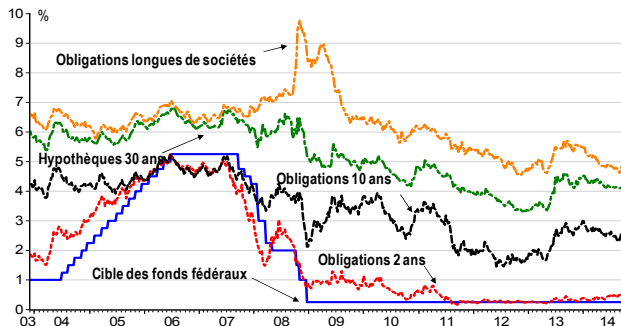
## Marché obligataire canadien Rendement totaux

9/19/2014 mois/jour/année	Depuis 8/22/2014	Depuis 6/20/2014	Depuis 3/21/2014	Depuis 9/20/2013
<b>Encaisse</b>	0.08	0.24	0.45	0.93
<b>Canada court</b>				
moyen	-0.19	0.30	0.72	2.25
long	-0.95	0.73	2.23	6.10
Univers	-1.70	2.09	4.54	10.25
Univers	-0.67	0.77	1.89	4.73
<b>Provinciale</b>				
Municipale	-0.81	1.55	3.74	9.21
Municipale	-0.58	1.60	3.79	9.01
<b>Sociétés</b>				
AA	-0.18	0.53	1.37	4.17
A	-0.68	1.04	2.79	8.01
BBB	-0.68	0.85	2.81	8.70
Univers	-0.54	0.83	2.39	7.07
<b>Total</b>	-0.67	1.04	2.64	6.84
<b>S&amp;P/TSX</b>	-1.51	1.73	7.99	22.73

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

## Taux d'intérêt aux États-Unis

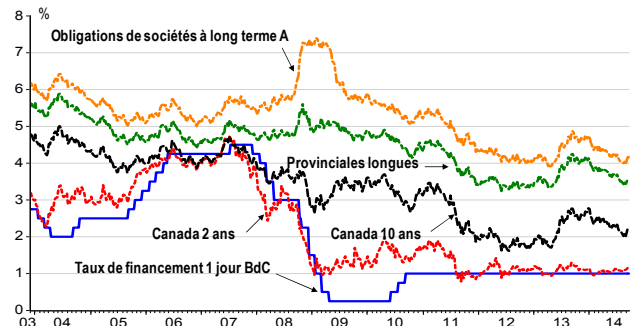
Hebdomadaire, dernière observation le 19 septembre, 2014



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## Taux d'intérêt au Canada

Hebdomadaire, dernière observation le 19 septembre, 2014



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## Marché obligataire - Canada

### Taux d'intérêt

90 jours (A.B.)

2 ans

5 ans

10 ans

30 ans

### Écart

90 j. - 2 ans

2 - 5 ans

2 - 10 ans

10 - 30 ans

### Devises

\$ CA / US

EUR / \$ CA

### Clôture

9/19/2014

8/22/2014

6/20/2014

3/21/2014

9/20/2013

1.27

1.27

1.27

1.26

1.28

1.17

1.09

1.13

1.07

1.23

1.71

1.55

1.60

1.73

2.00

2.25

2.07

2.29

2.49

2.69

2.76

2.63

2.84

2.96

3.21

-10

-18

-14

-19

-5

54

46

47

66

78

108

98

116

141

146

51

55

54

47

52

1.0964

1.0945

1.0758

1.1221

1.0305

0.7112

0.6899

0.6835

0.6458

0.7179

Source: FBN Économie et Stratégie (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 d'Amérique, 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, accepte la responsabilité de son contenu, sous réserve des conditions mentionnées ci-dessus. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI. 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. ♦ **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.