

Points saillants

- Pour le moment, nous restons d'avis que la fourchette cible des fonds fédéraux sera haussée trois fois en 2018, de 1.25–1.50% à la fin de 2017 à 2.00–2.25%. Ce scénario est loin d'être entièrement intégré par les marchés financiers. Au lendemain de la débâcle de la loi sur l'assurance maladie, les marchés pariaient à moins de 50% sur une fourchette cible de 1.25–1.50% d'ici la fin de l'année. Notre scénario de base reste donc celui d'une normalisation monétaire plus énergique que ce que traduisent les cours du marché au moment de rédiger ces notes. Nous continuons de nous attendre à une croissance honorable au cours des trois prochains trimestres. À notre avis, cela concordera avec un taux des obligations du Trésor de 10 ans gravitant autour de 3.00% au début de 2018.
- Notre scénario de base, pour la BdC, continue de tabler sur une première hausse des taux au T1 2018. Alors que la banque centrale restera sur la touche en 2017, les mouvements des taux des obligations à plus long terme continueront de refléter l'évolution de leurs équivalents au sud de la frontière. Nous prévoyons que les obligations du Canada de 10 ans se négocieront autour de 2.22% d'ici la fin de l'année, 73 pb sous les *Treasuries*, donc que l'écart actuel aura peu bougé.

Paul-André Pinsonnault

Prévisions de taux d'intérêt en date du 23 mars 2017

United States						
Quarters	Fed Fund	3 Mth Bill	2YR	5YR	10YR	30YR
03/23/17	1.00	0.77	1.25	1.95	2.42	3.03
Q2	1.00	0.83	1.45	2.10	2.67	3.26
Q3	1.25	1.10	1.59	2.20	2.73	3.29
Q4	1.50	1.33	1.85	2.43	2.95	3.47
Q1/18	1.75	1.55	2.10	2.65	3.10	3.58
Q2	1.75	1.72	2.24	2.73	3.15	3.60
Q3	2.00	1.97	2.45	2.87	3.24	3.66
Q4	2.25	2.08	2.60	2.96	3.30	3.69
Canada						
Quarters	Overnight	3 Mth Bill	2YR	5YR	10YR	30YR
03/23/17	0.50	0.51	0.77	1.17	1.68	2.35
Q2	0.50	0.49	0.90	1.35	2.02	2.63
Q3	0.50	0.49	0.97	1.47	2.14	2.69
Q4	0.50	0.63	1.12	1.62	2.22	2.74
Q1/18	0.75	0.74	1.32	1.77	2.36	2.83
Q2	1.00	0.96	1.48	1.87	2.43	2.87
Q3	1.00	1.13	1.67	2.03	2.52	2.93
Q4	1.25	1.37	1.98	2.32	2.69	3.07

Fed: Et d'une, deux autres hausses suivront en 2017

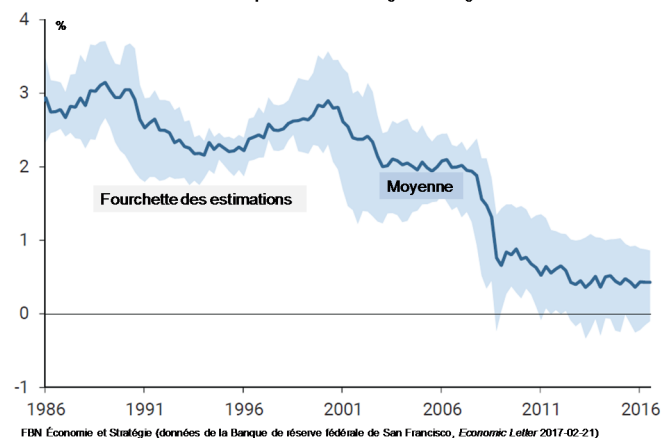
Le FOMC a haussé d'un quart de point le taux des fonds fédéraux à sa réunion de mars. La borne inférieure de la fourchette des taux est maintenant à 0.75% et la supérieure, à 1.00%. Selon la présidente de la Fed, Janet Yellen, la décision du FOMC était fondée sur l'appréciation des membres votants du comité selon lesquels l'économie progresse depuis quelques mois « exactement comme nous l'avions anticipé ». Elle a ajouté que si les participants ont l'assurance que l'économie continue sur la même voie, une nouvelle réduction de la détente monétaire serait appropriée. Mais la décision de hausser le taux cible n'a pas été unanime. Le président de la Fed de Minneapolis, Neel Kashkari, prônait le statu quo. Selon lui, l'indicateur large du chômage (U-6), le taux d'activité de la principale catégorie d'âge de la population et le ratio emplois/population de ce groupe laissent penser qu'il reste encore plus de capacités inutilisées qu'avant la crise. Alors que l'indicateur des dépenses de consommation personnelles (PCE) sur 12 mois reste relativement stable ces derniers mois – sous les 2% –, il concluait qu'une politique encore accommodante demeure de mise.

D'autres participants du FOMC partagent son avis. M^{me} Yellen a dit que, collectivement, le Comité s'attend à ce que la politique reste accommodante pendant un certain temps.

La vraie question est quelle est le degré de détente encore appropriée. À quelle distance d'une politique neutre se situe la politique actuelle? Que serait une politique neutre? Pour répondre à ces questions le concept de référence est connu sous la désignation R*, soit le taux réel qui n'est ni stimulant ni restrictif. Mais ce taux R* n'est pas statique dans le temps et différents modèles économiques peuvent en produire différentes estimations.

Le taux neutre réel : Fourchette et moyenne de cinq estimations

Les estimations individuelles vont de un peu moins de 1% à légèrement négatif



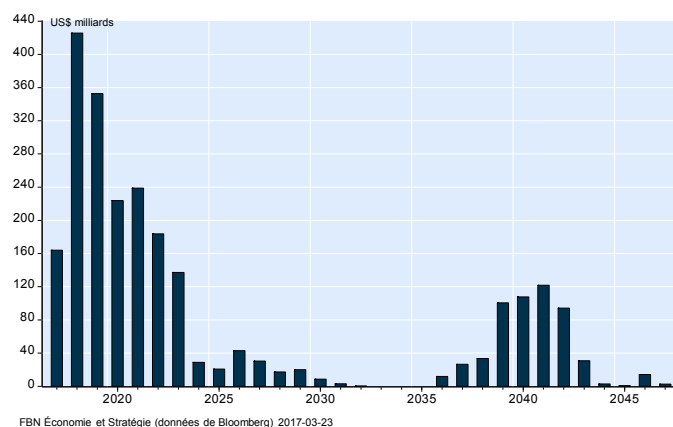
Comme le graphique précédent l'illustre, les estimations les plus récentes de R* vont d'un peu moins de 1% à légèrement moins que zéro. À la veille de la réunion de mars du FOMC, le taux effectif nominal des fonds fédéraux était de 0.66%. Par conséquent avec une inflation des PCE de base d'environ 1.7%, le taux réel des fonds fédéraux était de moins 1.04%. Pour Neel Kashkari ce degré de détente semblait approprié. Son évaluation de la situation reposait sur l'hypothèse que R* se situe autour de zéro. Cependant, si on considère la moyenne des cinq estimations de R* – 0.5% – comme une norme de référence plus appropriée pour le taux neutre, cibler un taux nominal effectif des fonds fédéraux de 1.125% relativement prochainement maintiendrait le même degré de détente (1.7% d'inflation plus 0.5% pour R* moins 1.04% = 1.16%, le taux nominal des fonds fédéraux).

D'ici la fin de l'année, le FOMC situe son estimation médiane de l'indice PCE de base à 1.9%. S'il voit juste, un taux nominal des fonds fédéraux de 1.375% serait encore inférieur d'environ 1% au niveau neutre, à supposer que R* soit voisin de 0.5%, et cela concorderait avec le taux directeur médian projeté par le FOMC en mars pour la fin de l'année 2017. Cela concorderait aussi avec le commentaire de M^{me} Yellen disant que le FOMC s'attend à ce que la politique reste accommodante pendant un certain temps.

Si la croissance économique se maintient bien, le marché du travail se renforcera davantage avec le temps et la politique monétaire devra devenir neutre. La banque centrale devra alors non seulement hausser les taux, mais aussi appliquer une stratégie transparente concernant la taille de son bilan.

Les titres du Trésor détenus par la Fed : Répartition des échéances

Valeur nominale



Comme l'a fait remarquer le président de la Fed de St Louis, James Bullard, dans une allocution le 24 mars sur la politique monétaire courante, les hausses du taux des fonds fédéraux par le FOMC exercent une pression ascendante sur l'extrémité rapprochée de la courbe des taux alors que le portefeuille d'obligations du Trésor qu'il détient exerce une pression à la baisse sur d'autres parties de la courbe. À son avis, ce genre de pressions divergentes (il parle de *twist operation*) ne

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

semble pas avoir de base théorique. Le FOMC, dit-il, devrait permettre à l'ensemble de la courbe des rendements de s'ajuster, créant un « espace de politique » pour réduire les taux ou regonfler le bilan, ou les deux, au besoin.

Si cette opinion devait l'emporter parmi les membres du FOMC en 2018, le processus de normalisation pourrait suivre une trajectoire différente. Une croissance plus forte n'entraîne pas nécessairement un rythme d'augmentation des taux plus rapide que les cinq hausses sur les 21 prochains mois qu'évoquent les projections médianes du FOMC. Au lieu de cela, celui-ci pourrait laisser le bilan se réduire plus vite pour assurer le degré désiré de normalisation de la politique monétaire. Nous notons que le portefeuille du FOMC contient US\$425 milliards d'obligations du Trésor arrivant à échéance en 2018 (valeur nominale).

Cela dit, l'incapacité des républicains de s'entendre sur une loi sur la santé devant remplacer la loi Obamacare, grand thème de la campagne électorale, a incité les marchés à s'interroger sur la capacité du président Trump de parvenir à une entente sur les réformes fiscales qu'il a promises, avant les vacances du Congrès en août – la date cible suggérée plus tôt par le directeur du budget de la Maison-Blanche, Mick Mulvaney.

Le remplacement de la loi Obamacare devait réduire les déficits fédéraux de US\$337 milliards entre 2017 et 2026, libérant une marge pour des baisses d'impôts. Son échec compliquera l'adoption de la réforme fiscale. D'aucuns spéculent que celle-ci pourrait être retardée à la fin du troisième trimestre ou à plus tard cette année. Par conséquent, les avantages des initiatives fiscales se manifesteront plus tard en 2018 qu'on l'espérait, mais pas trop tard pour permettre aux républicains de s'en prévaloir lors des élections de mi-mandat de l'an prochain.

En attendant de voir comment la situation évoluera au cours des prochains trimestres, nous maintenons notre prévision de croissance pour 2018 de 2.4%. Cependant, nous gardons un œil non seulement sur les réformes fiscales, mais aussi sur le clignotant jaune du récent ralentissement de la croissance du crédit.

Pour le moment, nous restons d'avis que la fourchette cible des fonds fédéraux sera haussée trois fois en 2018, de 1.25-1.50% à la fin de 2017 à 2.00-2.25%. Ce scénario est loin d'être entièrement intégré par les marchés financiers. Au lendemain de la débâcle de la loi sur l'assurance maladie, les marchés pariaient à moins de 50% sur une fourchette cible de 1.25-1.50% d'ici la fin de l'année. Notre scénario de base reste celui d'une normalisation monétaire plus énergique que ce que traduisent les cours du marché au moment de rédiger ces notes.

Taux directeur : Le marché doute de la cible de 1.25–1.50% en fin 2017
La dissidence de Kashkari, la baisse du brut et les désaccords des républicains font douter



À l'extrémité plus éloignée de la courbe des rendements, le taux des obligations du Trésor de 10 ans testait, au moment de la rédaction de ces notes, la résistance à 2.37%, avec un risque de retomber à 2.18% si la scène politique ou les indicateurs économiques devaient décevoir à court terme.

Treasuries 10 ans : Le taux au bas de la fourchette de négociation récente
Plombé par le gradualisme du FOMC, la baisse du pétrole et des doutes sur les réformes fiscales de M. Trump



À ce stade-ci, nos prévisions économiques continuent de tabler sur une croissance honorable au cours des trois prochains trimestres. À notre avis, cela concordera avec un taux des obligations du Trésor de 10 ans gravitant autour de 3.00% au début de 2018.

Prévisions économiques pour les États-Unis

	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	2017	2018
	Prévision	Prévision	Prévision	Prévision	Prévision	Prévision
Croissance réelle du PIB [var. tt (%) désais.]	1.8	2.2	2.3	2.0	2.2	2.4
IPC (Var. a/a %)	2.7	2.3	2.3	2.0	2.3	2.2
IPC de base (Var. a/a %)	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Taux de chômage (%)	4.8	4.8	4.8	4.7	4.8	4.6
Fourchette cible des fonds féd., borne supérieure	1.00	1.00	1.25	1.50	1.50	2.25
Rendement Treasuries 10 ans, en fin de période	2.42	2.67	2.73	2.95	2.95	3.30

... et au Canada

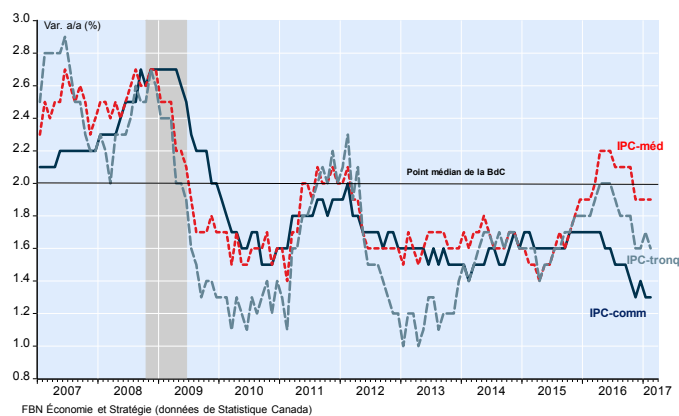
L'économie du Canada a surpris beaucoup de monde au T4 en croissant de 2.6%, après une progression de 3.8% au deuxième

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

trimestre. En outre, selon les premières indications, la vigueur de la consommation et de l'immobilier résidentiel a continué au début de 2017. Nous avons par conséquent révisé notre prévision de croissance du PIB pour cette année de 1.9% à 2.2%. Pendant les six mois terminés en février, le marché du travail canadien a créé 219,000 emplois supplémentaires, surtout à plein temps et dans le secteur privé. Avant de nous enthousiasmer trop vite, soulignons que, après une augmentation aussi disproportionnée, il y a des chances que le marché du travail redescende à un rythme de croissance plus posé, du moins pendant quelque temps. Le taux de chômage de février à 6.6%, contre 7.0% en août dernier, se rapproche néanmoins des 6.5% que l'OCDE qualifie de taux de plein emploi au Canada. Nous gardons donc espoir que les chiffres décevants de la hausse des salaires et du nombre d'heures travaillées finissent par converger vers un niveau plus en accord avec les augmentations d'emplois à temps plein des six derniers mois.

En attendant, les indicateurs de l'inflation sous-jacente préférés de la Banque du Canada n'ont pas de quoi forcer la Banque à modifier sa politique actuelle de si tôt.

Canada : Indicateurs de base en perspective
IPC médiane pondérée, IPC moyenne tronquée et IPC composante commune



n'ont pas duré, nous sommes donc prudents dans nos prévisions, a-t-il dit en substance.

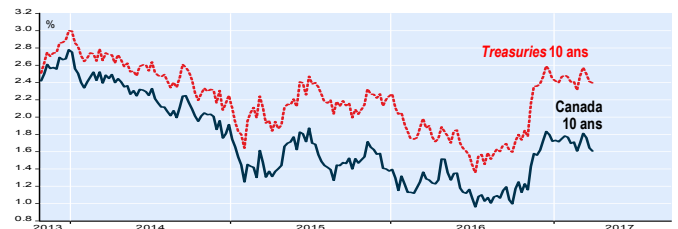
Ces commentaires donnent le ton de ce à quoi il faut s'attendre à la mi-avril, quand la Banque mettra à jour ses projections économiques et publiera son *Rapport sur la politique monétaire*. Le narratif changera pour prendre acte d'une croissance plus forte que prévu, mais la conclusion continuera probablement de suggérer qu'il n'y aura pas de hausse des taux avant 2018.

Au moment de rédiger ces notes, les marchés financiers situent les chances d'une hausse des taux avant la fin de 2017 à 28%, comparativement à 53% avant la réunion du FOMC en mars. Notre scénario de base prévoit toujours une première hausse des taux de la BdC au T1 2018.

Alors que la BdC restera sur la touche en 2017, les mouvements à l'extrémité longue de la courbe des rendements continueront de refléter les aléas de la scène américaine. Nous prévoyons que les obligations du Canada de 10 ans se négocieront autour de 2.22% d'ici la fin de l'année, 73 pb sous les *Treasuries*, donc que l'écart actuel aura peu bougé.

Canada 10 ans : Évolution en tandem avec les taux américains

Même si la BdC reste sur la touche, les obligations longues évolueront au rythme des *Treasuries* américaines



Prévisions économiques pour le Canada

	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	2017	2018
Croissance réelle du PIB [var. tt (%) désais.]	Prévision 2,6	Prévision 1,6	Prévision 1,8	Prévision 2,0	Prévision 2,2	Prévision 1,7
IPC [var. a/a (%)]	1,8	1,7	1,9	2,0	1,8	2,0
Taux cible de financement à 1 jour de la BdC	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,25
Rendement Odc 10 ans, en fin de période	1,64	2,02	2,14	2,22	2,22	2,69

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) 2017-03-28

En février, toutes les trois mesures (IPC médiane pondérée, IPC moyenne tronquée et IPC composante commune) restaient sous le point médian de la fourchette cible de la BdC de 1% à 3% pour l'inflation d'ensemble annuelle. Selon notre réplique maison de ces mesures, l'IPC-tronq et l'IPC-méd ont augmenté d'un modeste dixième de point par rapport au mois précédent. La timidité de l'inflation tendancielle donne au gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, beaucoup de latitude pour maintenir la politique de détente. À ce stade, il considère qu'il est plus important de se concentrer sur les risques de baisse que sur les risques de hausse pour l'économie. À une conférence de presse à Oshawa le 28 mars, M. Poloz a dit, selon Reuters, qu'on aurait tort d'oublier tous les risques de baisse juste parce que deux données étaient légèrement meilleures que prévu. Nous avons déjà eu des chiffres positifs au cours des trois dernières années, et ils

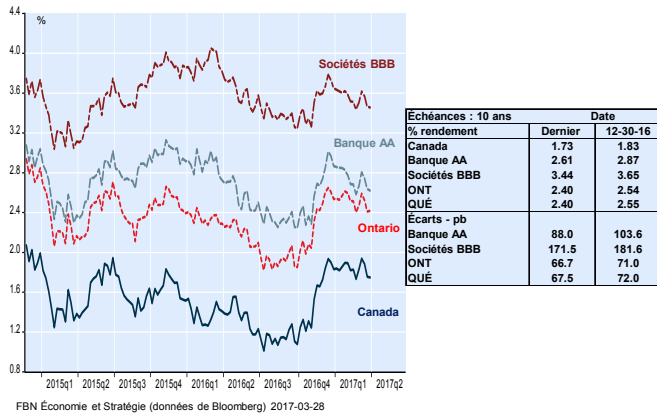
Rendements totaux depuis le début du trimestre

Après avoir culminé le 13 mars et alors qu'il ne restait que quelques jours dans le premier trimestre, les obligations du Canada de 10 ans se négociaient à environ 10 pb de moins qu'à la fin de l'an dernier. Dans ce contexte, les obligations du Canada échéant entre 7 et 10 ans ont produit un rendement total de 1.24% depuis le début de l'année (Indice BofA Merrill Lynch).

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Évaluation Bloomberg indicative : Rendement à l'échéance, Canada 10 ans

Depuis le 1/1, les baisses des rendements absolues s'accompagnent d'une baisse des écarts avec les Canada

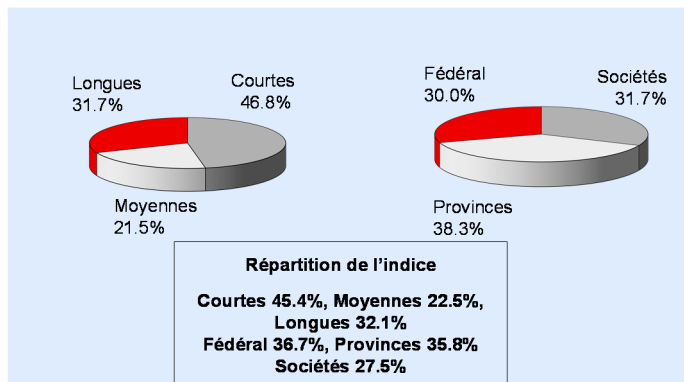


Si l'on considère des sections plus larges de la courbe des rendements, les obligations de sociétés échéant à plus de 10 ans dégageraient des rendements totaux de 2.81%, du 30 décembre au 28 mars, comparativement à 1.50% pour les obligations provinciales longues et 0.85% pour les obligations du Canada comparables. Au milieu de la section de la courbe des rendements, les obligations de sociétés dépassaient celles du Canada de 128 pb, ayant rapporté un rendement total de 2.28%. Les obligations provinciales échéant entre 5 et 10 ans, ont rapporté 1.39% aux investisseurs. Les échéances plus courtes ont eu des rendements totaux de 36 pb pour les obligations du Canada, 64 pb pour les provinciales et 110 pb pour les obligations de sociétés.

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Obligations : Répartition recommandée

Durée recommandée : 7.19 contre 7.35 pour l'indice de référence
Maintenir une surpondération de titres provinciaux et de société.



FBN Économie et Stratégie

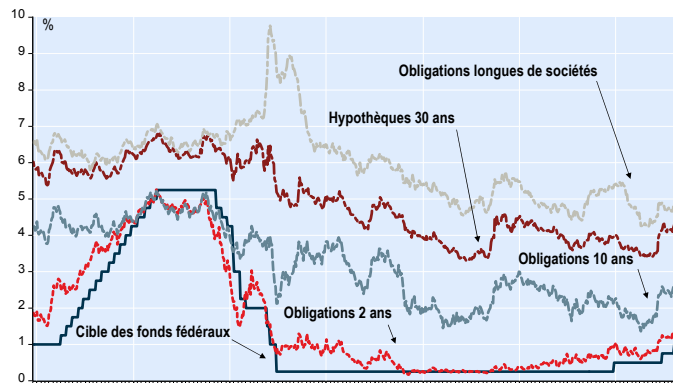
Marché obligataire canadien - Rendement totaux

03/24/2017 mois/jour/année	Depuis 2/24/2017	Depuis 12/23/2016	Depuis 9/23/2016	Depuis 3/25/2016
Encaisse	0.03	0.11	0.25	0.49
Canada				
court	0.09	0.59	-0.33	0.36
moyen	0.00	1.60	-2.77	-0.24
long	0.46	2.20	-7.98	-1.74
Univers	0.14	1.13	-2.51	-0.13
Provinciale	0.41	2.24	-3.35	2.03
Municipale	0.50	2.41	-2.06	2.76
Sociétés				
AA	0.13	1.32	0.24	2.26
A	0.47	2.70	-0.79	4.44
BBB	0.25	2.67	0.63	6.07
Univers	0.30	2.29	0.03	4.43
Total	0.28	1.85	-2.10	1.90
S&P/TSX	-0.34	1.45	6.56	18.96

FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

Taux d'intérêt aux États-Unis

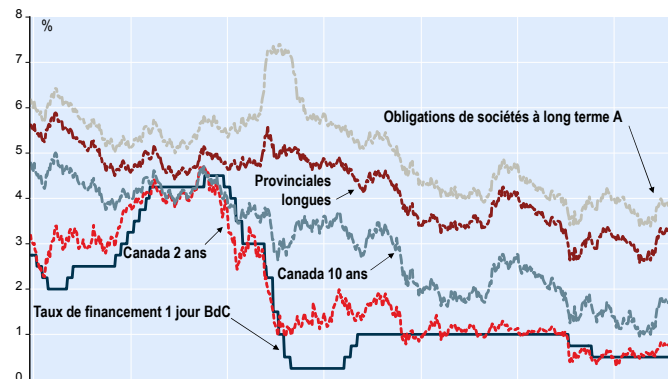
Hebdomadaire, dernière observation le 24 mars, 2017



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Taux d'intérêt au Canada

Hebdomadaire, dernière observation le 24 mars, 2017



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 (mois/jour/année)

3/24/17

2/24/17

12/23/16

9/23/16

3/25/16

0.93

0.95

0.93

0.89

0.88

0.75

0.75

0.79

0.52

0.55

1.13

1.09

1.21

0.63

0.72

1.64

1.61

1.80

1.04

1.27

2.31

2.33

2.39

1.70

2.05

-18

-21

-14

-37

-33

37

34

41

10

18

89

86

100

52

73

67

72

59

65

78

1.3379

1.3091

1.3539

1.3172

1.3269

0.6922

0.7232

0.707

0.6764

0.675

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

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

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles 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 aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

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, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient 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 placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils 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'acheter ou de souscrire les 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.

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 une activité réglementée de type 1 (négociation de valeurs mobilières), 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 FBN, 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 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 préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.