

## Les marchés sous-estiment-ils la Fed ?

- La Fed est plus optimiste que les marchés, prévoyant quatre hausses des taux d'intérêt d'ici la fin de 2018 (contre seulement une, actuellement, d'après les marchés). Le scepticisme des marchés est nourri parce qu'apparemment ils ne sont pas convaincus de la capacité de la Fed de relancer l'inflation. Mais si, comme nous le prévoyons, l'inflation remonte au cours des prochains mois, les marchés devront intégrer davantage de hausses des taux dans leurs cours. Cela explique pourquoi nous prévoyons un retour en force du billet vert l'an prochain. Bien entendu, nous présumons que le plafond de la dette aura été rehaussé d'ici décembre et que des mesures d'incitation budgétaires auront été déployées avant les élections de mi-mandat au Congrès.
- Le programme d'achat d'actifs de la Banque centrale européenne finira bien par prendre fin et les taux d'intérêt redeviendront positifs, mais il ne faut pas s'attendre à un resserrement important de la politique monétaire prochainement. L'inflation reste timide malgré l'amélioration de l'économie et les incertitudes politiques pourraient faire une réapparition malencontreuse au moment des élections en Italie, l'an prochain. Par conséquent, nous n'entrevoions pas beaucoup de potentiel de hausse du taux EURUSD par rapport aux niveaux actuels sur l'horizon de prévision.
- Le dollar canadien vient d'enregistrer ses plus fortes hausses trimestrielles (moyenne du T3 comparativement à la moyenne du T2) par rapport au dollar américain depuis 2004. Le bond était pour l'essentiel attribuable à des différentiels de taux d'intérêt plus favorables avec les États-Unis. Mais ces écarts pourraient à nouveau se resserrer à mesure que la croissance mollira, et cela pourrait de nouveau exercer des pressions sur le huard l'an prochain. Nous continuons de nous attendre à ce que le taux USDCAD se situe dans la fourchette de 1.20-1.30 au cours des 12 prochains mois.

Stéfane Marion / Krishen Rangasamy  
514-879-3781 514-879-3140

### Perspectives des devises\*

	Actuel 29-sep-17	2017T4	2018T1	2018T2	2018T3	2018T4
USDCAD	1.24	1.23	1.26	1.27	1.29	1.31
Cents U.S. par CAD	0.81	0.82	0.80	0.79	0.78	0.77
EURUSD	1.18	1.20	1.19	1.17	1.14	1.12
USDJPY	112	115	114	112	110	108
AUDUSD	0.78	0.80	0.78	0.77	0.75	0.74
GBPUSD	1.34	1.34	1.32	1.27	1.23	1.20
USDCNY	6.65	6.64	6.67	6.70	6.72	6.75
USDMXN	18.19	18.00	18.10	18.20	18.50	18.70

\*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

## La Fed est-elle sous-estimée?

L'année 2017 a été rude pour le dollar américain jusque-là. Pondéré en fonction des échanges, l'USD s'est déprécié de plus de 8% depuis le début de l'année, soit la plus forte chute sur neuf mois depuis 2009. Le repli a été amplifié par les spéculateurs qui vendent maintenant la monnaie de réserve mondiale à découvert pour la première fois depuis 2014.

### Les spéculateurs vendent l'USD à découvert

Positions non commerciales nettes longues sur l'USD



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Ce manque d'intérêt des investisseurs pour l'USD est étonnant compte tenu de la reprise apparente de l'activité économique aux États-Unis. Les données révisées du Bureau of Economic Analysis situent la croissance annualisée du PIB des États-Unis au deuxième trimestre à 3.1% au T2, soit plus du double du trimestre précédent. L'accélération est due à la croissance de la consommation, elle-même soutenue par une amélioration des revenus disponibles et une légère baisse du taux d'épargne, et à une reprise apparente des dépenses d'investissement des entreprises.

La croissance économique semble avoir fléchi un peu au troisième trimestre en partie en raison des ouragans, mais comme le dit la Fed « l'expérience passée indique qu'il est peu probable que les tempêtes modifient de manière importante le cours de l'économie nationale à moyen terme ». Cela explique pourquoi, malgré le ralentissement anticipé de la croissance au T3, la Fed a haussé ses prévisions de croissance du PIB en septembre pour 2017 et 2018.

Grâce à ces révisions, l'écart de production devrait maintenant être résorbé à la fin de 2017, même dans le pire des scénarios de la Fed. Par conséquent, il ne devrait pas être étonnant que la Fed resserre sa politique monétaire en réduisant son bilan (processus qui débutera en octobre) et en envisageant de nouvelles hausses des taux d'intérêt — les graphiques à points révèlent que les participants du FOMC s'attendent à quatre hausses d'ici la fin de 2018 (contre seulement une attendue par les marchés).

Le scepticisme des marchés est nourri parce qu'apparemment ils ne sont pas convaincus de la capacité de la Fed de relancer l'inflation. Mais si, comme nous le prévoyons, l'inflation remonte au cours des prochains mois, les marchés devront intégrer davantage de hausses des taux dans leurs cours. Cela explique pourquoi nous prévoyons un retour en force du billet

vert l'an prochain. Bien entendu, nous présumons que le plafond de la dette aura été rehaussé d'ici décembre et que des mesures d'incitation budgétaires auront été déployées avant les élections de mi-mandat au Congrès.

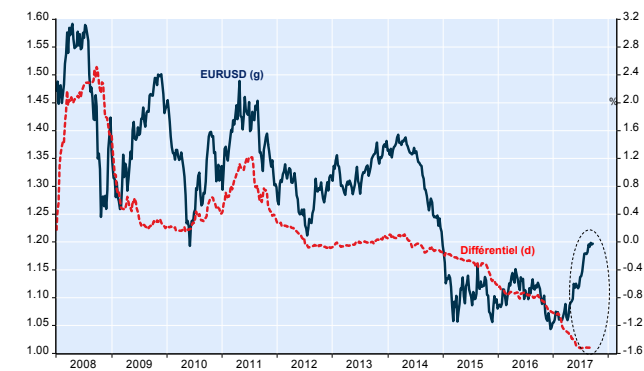
## Combien de temps l'euro pourra-t-il défier les écarts de taux?

Et si l'USD rebondit effectivement, il pourrait faire une victime, l'euro. La monnaie commune a eu le vent en poupe cette année et a augmenté de plus de 10% par rapport au billet vert grâce à l'amélioration des statistiques économiques de la zone euro. Ainsi, après un premier semestre vigoureux, le PIB réel de la zone est en passe d'enregistrer une croissance d'environ 2% en 2017, la meilleure performance depuis des années. L'Indicateur de sentiment économique de la Commission européenne est aujourd'hui au plus haut depuis une décennie, reflétant le regain de confiance des entreprises et des consommateurs en Europe, et l'emploi dans la zone euro atteint aussi des records.

Si l'euro a bondi, les différentiels de taux d'intérêt avec les États-Unis ont nettement moins augmenté, ce qui a conduit au plus grand décalage entre la devise et ces différentiels depuis 2014. Cette divergence pourrait s'expliquer en partie par l'activité spéculative, puisque les positions spéculatives nettes longues sur l'euro sont maintenant les plus importantes depuis quatre ans.

### L'euro a dépassé les différentiels de rendement

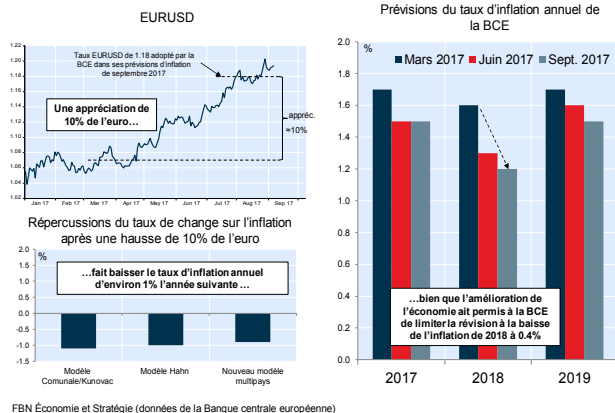
EURUSD et différentiels de taux d'intérêt (taux des swaps Eonia 3 mois - taux des swaps à un jour en USD 3 mois)



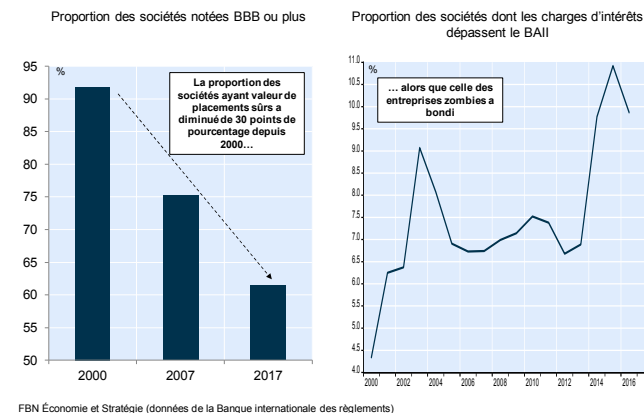
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

La vigueur de l'euro est responsable des révisions à la baisse en septembre des prévisions d'inflation de la Banque centrale européenne. Celle-ci projette maintenant un taux inflation annuel en baisse à 1.2% en 2018, quatre dixièmes de point de moins que sa projection de mars. Selon le président de la BCE, Mario Draghi, les projections sont basées sur l'hypothèse d'une stabilisation du taux EURUSD à 1.18. La révision à la baisse de l'inflation aurait pu être encore plus brutale puisque, selon les propres études de la BCE, l'appréciation de l'euro depuis mars devrait faire baisser le taux d'inflation de l'année suivante d'un point de pourcentage. Par conséquent, l'embellie de l'économie a réussi à limiter quelque peu la révision à la baisse de l'inflation. Mais si l'euro s'apprécie davantage, une nouvelle révision de l'inflation pourrait être nécessaire, en particulier si, comme nous le prévoyons, la croissance économique de la zone fléchit après une année 2017 solide.

## Monde : L'euro aggrave les perspectives d'inflation de la zone euro



## Royaume-Uni : Forte diminution des entreprises les plus solides



La BCE a fait savoir clairement que face à l'insuffisance d'inflation — le taux annuel d'inflation de base est tombé à seulement 1.1% en septembre — le maintien de mesures de détente monétaire substantielles reste nécessaire. Les incertitudes géopolitiques qui pourraient faire dérailler la croissance et rendre l'objectif de 2% d'inflation encore plus difficile à atteindre préoccupent aussi la banque centrale. C'est notamment le cas des élections en Italie l'an prochain qui pourraient porter au pouvoir un parti populiste anti-UE et présenter un risque existentiel pour la zone euro, pour laquelle le Brexit représente un autre problème étant donné l'importance de ses liens avec le Royaume-Uni.

Bref, alors que la livre britannique semble être sur une voie ascendante, ayant gagné plus de 8% cette année versus le dollar américain grâce à l'augmentation des probabilités de hausses des taux d'intérêt par la Banque d'Angleterre (à cause de la montée de l'inflation), nous restons sceptiques devant sa capacité de se maintenir à ce niveau devant les complications reliées au Brexit.

En d'autres termes, le programme d'achat d'actifs de la banque centrale prendra fin et les taux d'intérêt finiront par redevenir positifs, mais il ne faut pas s'attendre à un resserrement important de la politique monétaire prochainement. Par conséquent, nous ne voyons pas beaucoup de potentiel de hausse du taux EURUSD à partir des niveaux actuels sur l'horizon de prévision, surtout si l'on considère les montants importants de positions spéculatives longues sur la monnaie commune.

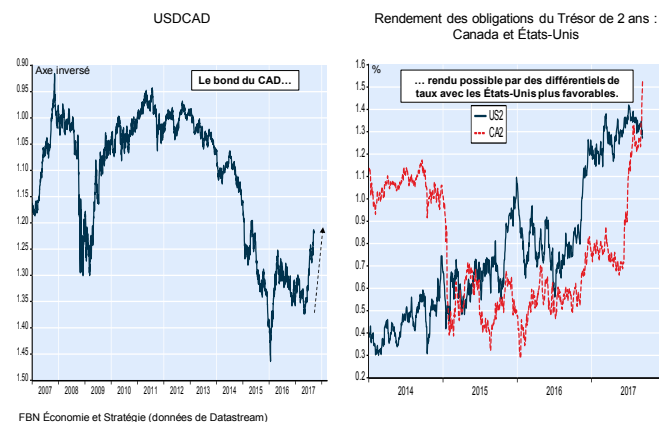
## Le dollar canadien profite des flux à court terme ...

Le dollar canadien s'est apprécié de 24% en chiffres annualisés par rapport à l'USD au troisième trimestre (moyenne du T3 comparativement à la moyenne du T2), ce qui représente le bond trimestriel le plus important depuis 2004. Ce mouvement a été facilité par l'augmentation des prix du pétrole, mais il est essentiellement dû à des différentiels de taux d'intérêt avec les États-Unis plus favorables. Les statistiques économiques canadiennes plus vigoureuses que prévu au premier semestre de l'année, avec notamment les meilleurs taux de croissance du PIB et de l'emploi en 6 ou 7 ans, doublés d'une nouvelle augmentation des prix de revente de l'immobilier résidentiel pourtant déjà élevés, ont fait passer la Banque du Canada du camp des colombes à celui des faucons en quelques semaines.

## Les investisseurs ont-ils oublié le Brexit?

De la même manière, nous ne sommes pas particulièrement optimistes devant les perspectives de la livre britannique. Les messages contradictoires du gouvernement minoritaire de Theresa May (p. ex. Brexit dur, Brexit graduel) n'aident pas à lever les incertitudes pour les entreprises. La croissance économique du Royaume-Uni cette année devrait aussi être la plus faible depuis 2012, et il y a des chances que la situation ne s'améliore guère en 2018. La proportion de sociétés ayant valeur de placements sûrs (notées BBB ou plus) au Royaume-Uni a chuté de 30% au cours des 17 dernières années alors que la proportion des entreprises zombies (dont les charges d'intérêts dépassent le bénéfice avant intérêts et impôts) a bondi. Ainsi, les défauts pourraient augmenter à mesure que la croissance s'affaiblit.

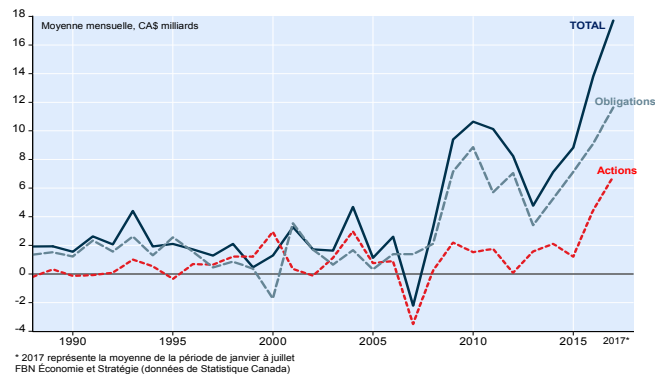
## Canada : Les différentiels de taux propulsent le huard



Les investisseurs étrangers ont aussi fait monter le CAD par leurs achats de titres canadiens, qui sont sur le point de dépasser le record de l'année dernière grâce à la forte demande d'obligations de sociétés et d'actions.

## Canada : Achats étrangers records d'obligations et d'actions

Achats étrangers nets de titres canadiens, par année



## ... mais reste à la merci d'un renversement de tendance

Cela ne veut pas dire que le dollar canadien est totalement hors de danger. D'une part, les différentiels de taux d'intérêt pourraient ne pas être favorables au Canada au cours des prochains mois. Après la hausse du huard, la Banque du Canada a décidé de nuancer son propos en soulignant les incertitudes concernant les perspectives d'inflation. Dans une allocution récente, le gouverneur Stephen Poloz a ainsi dit que « à mesure que l'économie se rapproche de son plein potentiel, les dépenses d'investissement peuvent avoir pour effet de repousser ces limites de capacité. L'économie dispose ainsi d'une marge plus grande pour croître sans engendrer d'inflation. »

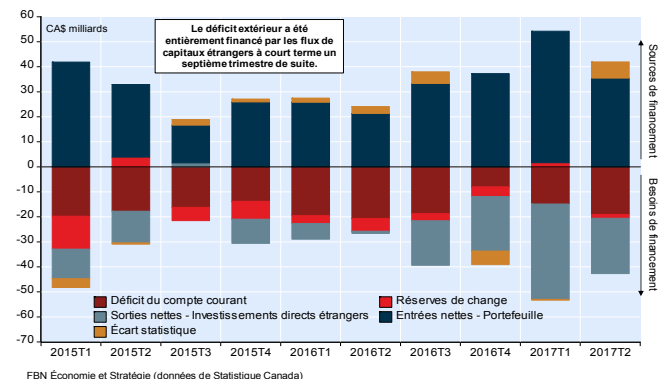
Nous nous attendons toujours à ce que la banque centrale hausse une nouvelle fois les taux d'intérêt avant la fin de l'année et trois fois l'an prochain — ce qui ferait monter le taux de financement à un jour à 2.00% d'ici la fin de 2018 — convaincus que les mesures de stimulation budgétaires et un rebond de l'investissement maintiendront la croissance du PIB réel autour de 2.5% en 2018. Mais cette prévision de taux repose sur l'hypothèse que la Fed porte aussi son taux cible à 2.00% d'ici la fin de 2018. Les marchés ne tiennent actuellement pas compte de hausses de taux de la Fed et donc, si nous voyons juste, l'USD devrait rebondir l'an prochain après une année 2017 lamentable. En d'autres termes, on peut s'attendre à ce que les autres devises, dont le dollar canadien, accusent le coup de la hausse de l'USD.

Et quand le huard changera d'orientation, le mouvement pourrait être brutal. On se rappellera que le Canada a encore un important déficit du compte courant — 3.1% du PIB au T2. La dépendance des rentrées de capitaux étrangers qui en résulte n'est pas nécessairement négative si le déficit du compte courant est financé par des rentrées de capitaux à long terme stables, qui aident à accroître le potentiel de croissance de l'économie, p. ex. investissement fixe direct. Mais malheureusement pour le Canada, la principale source de financement est composée de capitaux à court terme. Un

septième trimestre de suite, le déficit extérieur du T2 a été financé entièrement par les rentrées de portefeuille et d'autres capitaux étrangers à court terme. Cette dépendance à l'égard des capitaux à court terme laisse le Canada à la merci de changements d'humeur soudains des investisseurs et pourrait donc rendre de dollar canadien plus volatil.

## Le Canada trop dépendant des mouvements de capitaux à court terme

Balance des paiements



Qu'est-ce qui pourrait provoquer un exode des investisseurs étrangers du Canada? La perception d'un ralentissement économique prochain, par exemple, c.-à-d. un ralentissement inattendu de la croissance, une détérioration du marché immobilier résidentiel ou la prise d'une tournure défavorable des négociations sur le commerce international avec les États-Unis. Toute dépréciation du CAD serait amplifiée par une inversion des positions longues des spéculateurs — actuellement au plus haut depuis 2013.

## Les spéculateurs font monter le CAD

Positions non-commerciales longues nettes sur le CAD



Le pétrole pourrait-il être la planche de salut du huard? Nous sommes sceptiques au sujet de l'entente de l'OPEP concernant les réductions de production et par conséquent nous pensons que l'offre pléthorique de brut demeurera problématique toute l'année prochaine.

Bref, le huard pourrait subir des pressions à mesure que le différentiel des taux d'intérêt avec les États-Unis s'inverse et avec une stagnation des prix du pétrole près de leurs niveaux actuels. Nous continuons de nous attendre à ce que le taux USDCAD se situe dans la fourchette de 1.20-1.30 au cours des 12 prochains mois.

**Euro**



**Dollar canadien**



**Yen japonais**



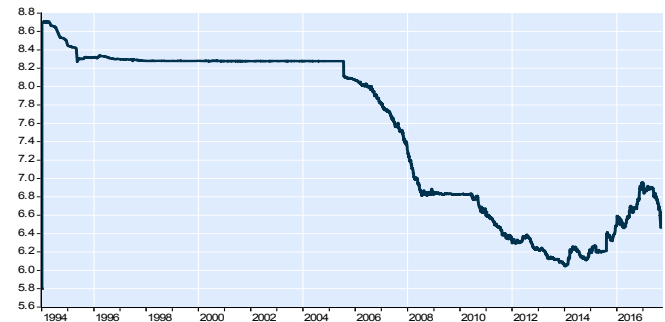
**Dollar australien**



**Livre sterling**



**Yuan chinois**



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

### Dollar Canadien\*

	Actuel 29-sep-17	2017T4	2018T1	2018T2	2018T3	2018T4
USDCAD	1.24	1.23	1.26	1.27	1.29	1.31
EURCAD	1.47	1.47	1.50	1.49	1.47	1.46
CADJPY	90	94	91	88	85	83
AUDCAD	0.97	0.98	0.98	0.98	0.97	0.97
GBPCAD	1.66	1.64	1.66	1.62	1.59	1.57
CADCNY	5.35	5.41	5.30	5.26	5.21	5.16
CADMXN	14.64	14.67	14.39	14.29	14.34	14.31

\*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

## 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

**Jocelyn Paquet**

Économiste  
jocelyn.paquet@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 répètera 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 devez 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.