

## Y aura-t-il un accord ou non ?

- Notre prévision pour le dollar canadien, que nous voyons s'apprécier par rapport à l'USD après le troisième trimestre, repose sur l'hypothèse de la signature d'un nouvel accord commercial entre Ottawa et Washington. En attendant toute nouvelle information sur les négociations en cours contredisant cette hypothèse, nous maintiendrons notre cible de 1.25-1.35 pour le taux USDCAD pour les 12 prochains mois.
- Le dollar américain devrait rester vigoureux à court terme, soutenu par la ruée vers les valeurs refuges due aux difficultés des marchés émergents et au resserrement de la politique monétaire par la Réserve fédérale alors que les statistiques économiques américaines sont solides. Mais on ne sait pas encore clairement si l'USD pourra maintenir son élan à plus long terme, d'autant que l'attention des investisseurs finira par se tourner vers le déficit budgétaire démesuré des États-Unis et que les effets des mesures de stimulation budgétaire s'estomperont. Bien entendu, les tensions commerciales devront aussi s'atténuer.
- L'euro restera sans doute sous pression à court terme face à la vigueur relative de l'économie américaine et des convulsions internes permanentes (p. ex. Brexit, politique italienne), mais il pourrait rebondir fortement au cours de l'année à venir. Certes, la Banque centrale européenne s'est engagée à maintenir d'importantes mesures de stimulation monétaires pendant quelque temps encore. Mais les investisseurs commenceront bien un jour à s'attendre à l'amorce d'une normalisation de la politique par la BCE ou à la fin des tours de vis de la Fed, ce qui pourrait réduire l'avantage de rendement des États-Unis.

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

### Perspectives sur les devises\*

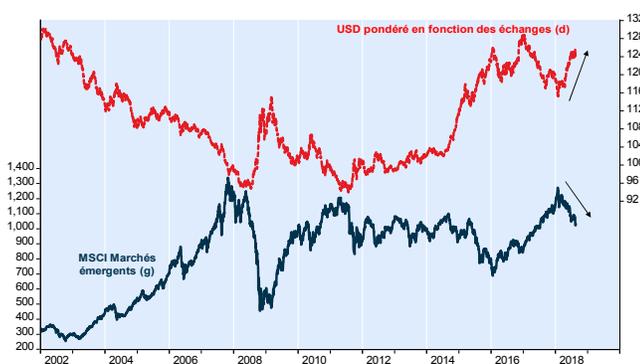
	Actuel 7-sep-18	2018T4	2019T1	2019T2	2019T3	2019T4
<b>USDCAD</b>	1.32	1.28	1.28	1.27	1.25	1.27
Cents U.S. par CAD	0.76	0.78	0.78	0.79	0.80	0.79
<b>EURUSD</b>	1.16	1.18	1.20	1.21	1.22	1.23
<b>USDJPY</b>	111	113	112	114	115	113
<b>AUDUSD</b>	0.71	0.73	0.74	0.76	0.78	0.76
<b>GBPUSD</b>	1.30	1.31	1.33	1.34	1.35	1.33
<b>USDCNY</b>	6.85	6.83	6.81	6.80	6.78	6.80
<b>USDMXN</b>	19.22	18.70	18.50	18.20	17.80	18.00

 \*fin de période  
 FBN Économie et Stratégie

## L'USD profite du malheur des marchés émergents

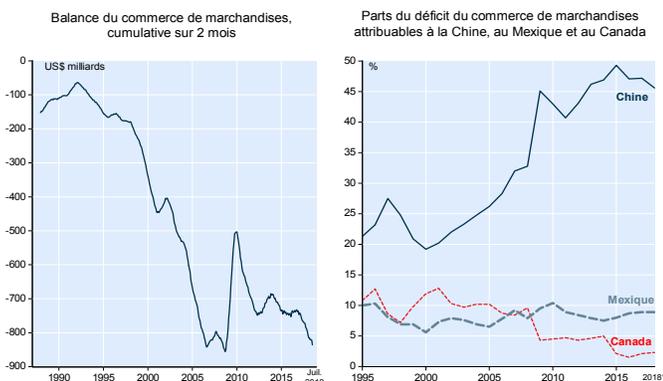
Le dollar américain pondéré en fonction des échanges s'est encore apprécié en août par rapport à la plupart des autres grandes devises, stimulé par la montée des attentes du marché à propos des taux des fonds fédéraux et les craintes qui ne se démentent pas au sujet des marchés émergents. L'indice MSCI des marchés émergents a sombré au cours du mois, jurant fortement avec l'indice S&P500 américain qui a atteint un record absolu, alors que les investisseurs semblaient inquiets des perspectives de ces économies exportatrices devant la mise en application des tarifs douaniers par les États-Unis. Ce changement dans le portefeuille des investisseurs au détriment des marchés émergents et au profit de la sécurité perçue des actifs américains a dopé la monnaie de réserve mondiale, renforçant la corrélation historiquement négative de cette dernière avec les marchés boursiers des économies émergentes.

**Monde : Difficultés des marchés émergents, vigueur de l'USD**  
Indice MSCI des marchés émergents comparativement à l'USD pondéré en fonction des échanges



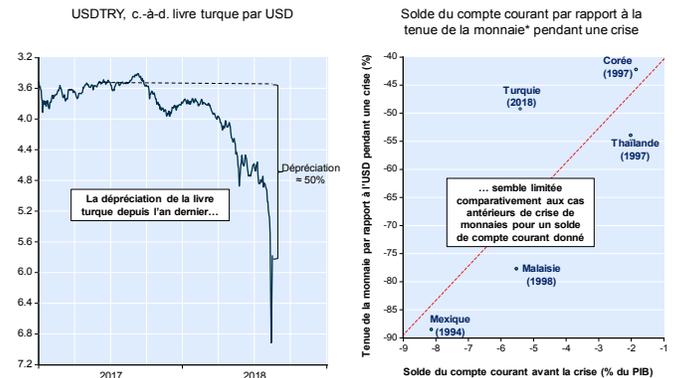
Les tensions commerciales et donc des malheurs des marchés émergents laissent supposer que la vigueur de l'USD pourrait persister à court terme. La détérioration du déficit commercial américain va probablement armer le bras de l'administration Trump qui envisage d'infliger de nouveaux tarifs douaniers à la Chine au cours des prochaines semaines.

### États-Unis : Le déficit commercial se creuse



Par conséquent, des monnaies telles que la livre turque, qui a dégringolé de plus de 50% par rapport à l'USD depuis l'an dernier, sont vulnérables. On se souviendra de la chute du peso mexicain de plus de 80% par rapport à l'USD pendant la crise des monnaies de 1994-1995 alors que la Malaisie a vu le ringgit perdre au-delà de 75% pendant la crise financière asiatique de 1997-1998. Ces deux économies avaient d'importants déficits du compte courant avant leurs crises respectives. Le déficit du compte courant de la Malaisie à l'époque était presque aussi important que celui de la Turquie aujourd'hui. Par conséquent, alors que la banque centrale de la Turquie multiplie ses efforts pour défendre sa monnaie (avec l'aide d'amis comme le Qatar), on ne sait pas encore si elle réussira à empêcher le taux de change USDTRY à monter au-dessus de 7.

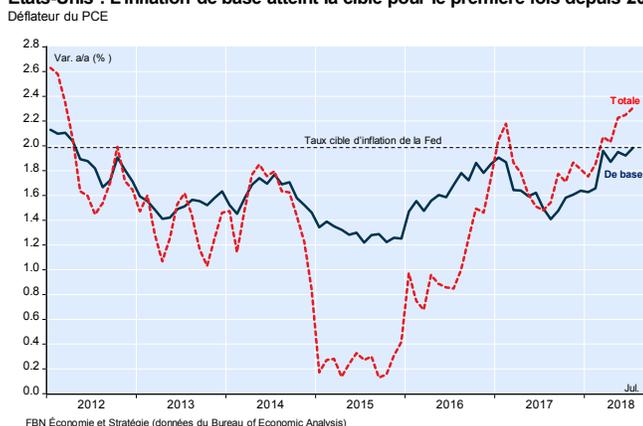
### Monde : La monnaie turque n'est pas au bout de ses peines



La chute de la livre (et l'appréciation de l'USD) accroît la probabilité de défaillances d'entreprises de Turquie — où étonnamment la dette en USD représente pas moins de 23% du PIB — et donc d'une récession. Idem pour l'Argentine dont le peso a aussi plongé par rapport à l'USD cette année. On ne peut pas exclure une contagion d'autres économies (même avancées) à mesure que les défaillances d'entreprises dans les pays affectés se répercuteront sur les marchés financiers mondiaux.

Le billet vert continuera aussi de profiter à court terme de la divergence des politiques monétaires entre les États-Unis et, par exemple, l'Europe et le Japon. Comme l'emploi reste vigoureux aux États-Unis — les effectifs salariés non agricoles ont augmenté de 1.6 million au cours des huit premiers mois de 2018 — et comme l'inflation atteint enfin la cible de 2% pour la première fois depuis 2012, la Réserve fédérale devrait effectivement rehausser les taux d'intérêt au moins une fois de plus avant la fin de l'année.

## États-Unis : L'inflation de base atteint la cible pour le première fois depuis 2012



Mais on ne sait pas encore clairement si l'USD pourra maintenir son élan à plus long terme, d'autant que l'attention des investisseurs finira par se tourner vers le déficit budgétaire démesuré des États-Unis et que les effets des mesures de stimulation budgétaire s'estomperont. Bien entendu, les tensions commerciales devront aussi s'atténuer.

## L'euro peut-il rebondir ?

L'euro a connu un mois d'août difficile, le taux EURUSD étant descendu jusqu'à 1.13 (le plus bas niveau depuis la mi-2017) au cours du mois. Des statistiques faibles de la zone euro, dont le PIB du T2 et l'inflation, combinées aux expositions possibles à la crise turque — les banques espagnoles et françaises détiendraient le plus de créances sur la Turquie, avec €82 milliards et €38 milliards respectivement — nuisent évidemment à la monnaie commune. Les spéculateurs ont amplifié le dérapage de l'euro en le vendant pour la première fois à découvert cette année.

### Les spéculateurs vendent l'euro à découvert pour la première fois cette année

Positions non commerciales longues nettes sur l'euro



L'euro restera sans doute sous pression à court terme face à la vigueur relative de l'économie américaine et aux convulsions internes permanentes (p. ex. Brexit, politique italienne), mais il pourrait rebondir fortement au cours de l'année à venir. Certes, la Banque centrale européenne s'est engagée à maintenir d'importantes mesures de stimulation monétaires pendant quelque temps encore. Mais les investisseurs commenceront bien un jour à s'attendre à l'amorce d'une normalisation de la politique par la BCE ou à la fin des tours de

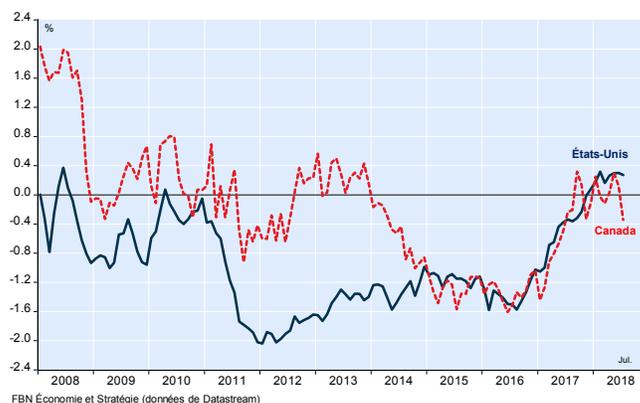
vis de la Fed, ce qui pourrait réduire l'avantage de rendement des États-Unis.

## Le protectionnisme nuit au huard

Le dollar canadien n'a pas seulement perdu du terrain en août, il a aussi poursuivi sa dérive par rapport à l'USD au début de septembre. Et ce, malgré la publication de solides statistiques économiques dont celles du PIB au T2 (croissance annualisée de 2.9%) et le taux d'inflation annuel d'ensemble de juillet, qui a grimpé au plus haut en 7 ans à 3%. Sans les éléments volatils que sont les aliments et l'énergie, l'indice des prix à la consommation était en hausse de 2.3% d'une année à l'autre en juillet, rendant les taux d'intérêt à court terme réels négatifs.

### Canada : Les taux d'intérêt réels beaucoup plus bas qu'aux États-Unis

Obligations du Trésor de 2 ans moins variation (% a/a) de l'IPC sans les aliments et l'énergie



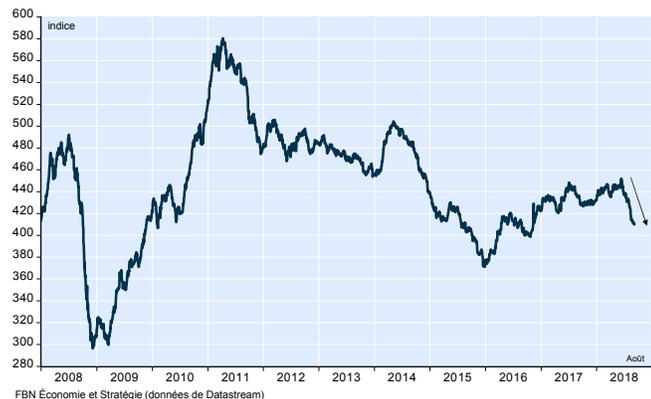
Dans son communiqué de presse de septembre, la Banque du Canada a de nouveau laissé son taux de financement à un jour inchangé, minimisant le fait que l'inflation d'ensemble dépasse maintenant sa fourchette cible de 1-3%. Mais elle a reconnu que les données récentes « renforcent l'évaluation du Conseil de direction, qui estime que des taux d'intérêt plus élevés seront justifiés pour assurer l'atteinte de la cible d'inflation ».

En d'autres termes, on peut s'attendre à ce que la banque centrale recommence bientôt à resserrer sa politique monétaire, à moins bien sûr que des risques pour les perspectives économiques, comme les tensions commerciales et les difficultés financières des marchés émergents, ne s'intensifient au cours des prochaines semaines. Mais comme la Fed est aussi en bonne voie de hausser les taux d'intérêt, les écarts entre les taux américains et canadiens ne s'amélioreront sans doute pas beaucoup. D'où le huard tirera-t-il alors sa force (s'il en est) ?

Nous comptons sur un reflux de la vague protectionniste après les élections de mi-mandat de novembre aux États-Unis. Le cas échéant, les perspectives de la croissance mondiale s'amélioreront. Les prix des matières premières, dont les difficultés cette année ont coïncidé avec l'imposition de tarifs douaniers par les États-Unis, rebondiraient alors et entraîneraient dans leur sillage les monnaies sensibles aux matières premières comme le dollar canadien.

## Monde : Les prix des matières premières à la peine cette année

Indice CRB BLS spot



## Les spéculateurs vendent encore le huard à découvert

Positions non commerciales nettes longues sur le dollar canadien

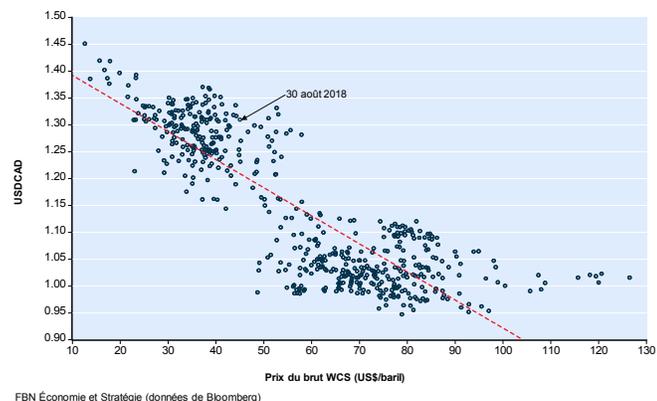


Le huard pourrait même s'apprécier plus tôt si les négociations en cours débouchent sur un nouvel accord commercial avec les États-Unis. La levée des incertitudes commerciales éclairerait les perspectives économiques, augmentant la probabilité d'un resserrement de la politique monétaire de la Banque du Canada et améliorerait ainsi les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis. Cela permettrait alors au huard de se rapprocher de niveaux concordant avec les prix actuels du pétrole.

Mais l'évolution du huard dans cette fourchette ne sera probablement pas linéaire. Souvenez-vous que le déficit du compte courant du Canada demeure important (presque 3% du PIB au deuxième trimestre), ce qui veut dire que le pays continue de dépendre des capitaux étrangers. La mauvaise nouvelle est que les fonds qui entrent au Canada ne sont pas des investissements à long terme et stables. Ces flux souhaitables (p. ex. l'investissement direct étranger) étaient en fait à nouveau négatifs au T2 parce que les Canadiens ont plus investi à l'étranger que des étrangers n'ont investi au Canada. Au lieu de cela, le déficit du compte courant du dernier trimestre (et de la plupart des trimestres de la décennie écoulée) était entièrement financé par des rentrées de portefeuille, susceptibles d'être instables puisqu'elles peuvent être inversées rapidement. Cela accroît le potentiel de volatilité du huard si, par exemple, le vent de la confiance des investisseurs dans les perspectives économiques du Canada devait changer.

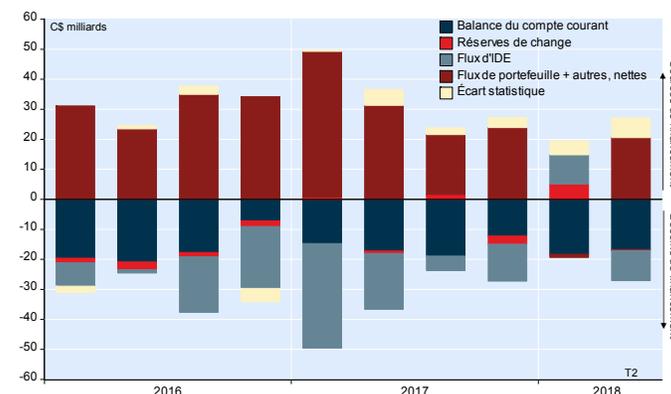
## Le huard plus faible qu'escompté vu le prix du pétrole WCS

Prix du brut WCS et taux USDCAD, données hebdomadaires depuis mai 2008



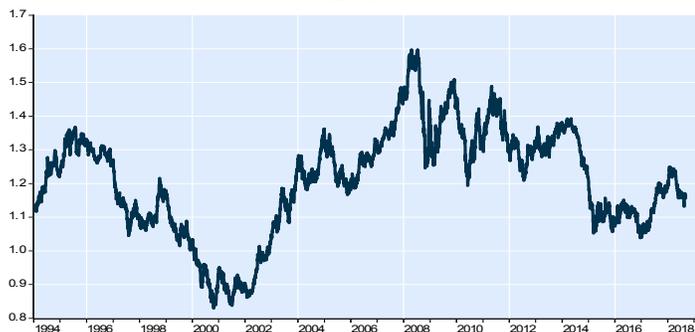
## Canada : La dépendance à l'égard des flux de capitaux à court terme

Sources de financement du déficit extérieur



Toute appréciation du CAD serait amplifiée à mesure que les spéculateurs réduisent (sans les inverser) leurs positions à découvert sur le huard. Notre prévision d'une remontée du dollar canadien par rapport à l'USD après le troisième trimestre repose sur l'hypothèse d'une entente entre Washington et Ottawa sur un nouvel accord commercial. En attendant toute nouvelle information sur les négociations en cours contredisant cette hypothèse, nous maintiendrons notre cible de 1.25-1.35 pour le taux USDCAD pour les 12 prochains mois.

### Euro



### Dollar canadien



### Yen japonais



### Dollar australien



### Livre sterling



### Yuan chinois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

## Dollar Canadien\*

	Actuel 7-sep-18	2018T4	2019T1	2019T2	2019T3	2019T4
USDCAD	1.32	1.28	1.28	1.27	1.25	1.27
EURCAD	1.53	1.51	1.54	1.54	1.53	1.56
CADJPY	84	88	87	89	92	89
AUDCAD	0.93	0.94	0.95	0.97	0.98	0.96
GBPCAD	1.71	1.68	1.71	1.71	1.69	1.68
CADCNY	5.21	5.33	5.31	5.34	5.42	5.37
CADMXN	14.61	14.59	14.43	14.29	14.24	14.22

\*fin de période

FBN Économie et Stratégie

## Économie et Stratégie

**Bureau Montréal**  
**514 879-2529**

**Stéfane Marion**

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

**Matthieu Arseneau**

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Krishen Rangasamy**

*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

**Paul-André Pinsonnault**

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

**Marc Pinsonneault**

*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

**Kyle Dahms**

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

**Jocelyn Paquet**

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

**Angelo Katsoras**

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

**Bureau Toronto**  
**416 869-8598**

**Warren Lovely**

*DG RF, Chef Recherche et stratégie,  
Dette publique*  
warren.lovely@bnc.ca

### Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

**Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.**

**Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.**

### Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

### Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

## Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

## Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la 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 en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.