

Table of Contents

- IntroductionP. 1
- Dette détenue par le publicP. 1
- Projections de l'OMB et du CBOP. 2
- Analyse prédictive par simulation.....P. 4

Coûts du service de la dette : Et si les taux d'intérêt étaient normalisés plus tôt que prévu?

Par PA Pinsonnault

Introduction

À la suite de la dernière crise financière pendant laquelle le ratio de la dette au PIB a augmenté considérablement, la question de la soutenabilité de la dette est revenue sur le tapis. Des universitaires ont écrit des articles expliquant que, au-dessus de certains seuils, la dette publique a l'effet d'un boulet pour la croissance économique. Mais un examen plus approfondi des données réelles et de la méthodologie utilisée par les chercheurs a conduit le FMI à conclure qu'il n'existe pas un seuil simple pour les ratios d'endettement au-dessus duquel les perspectives de croissance à moyen terme sont gravement menacées. L'absence de conclusion décisive s'explique par le problème de la causalité. Une dette élevée peut être le résultat d'une croissance faible ou pourrait refléter un facteur tiers, ou l'omission de variables qui augmente la dette et réduit la croissance simultanément. Les crises financières sont des exemples évidents d'une telle situation. Cela dit, le FMI a prévenu en 2014 que, même s'il ne pouvait pas désigner un ratio critique au-dessus duquel la croissance à moyen terme est menacée, cela ne doit pas être interprété comme la conclusion que la dette n'est pas une question importante.

Sept ans plus tard, les ratios dette/PIB se sont encore détériorés davantage et on projette que la dette de l'État fédéral américain croîtra à un rythme nettement plus rapide que le PIB nominal au cours des 10 prochaines années. Néanmoins, on considère généralement que « étant donné le faible niveau des taux d'intérêt, il n'y a pas à craindre que les États-Unis ne soient pas en mesure d'assurer le service de la dette dans un avenir prévisible », une opinion que partage la Fed (Powell, 25 mars 2021). Non seulement beaucoup adhèrent à ce point de vue, mais ils concluent rapidement qu'à la lumière de la persistance probable de taux d'emprunt bas pour le Trésor, il n'y a aucune urgence à réduire la dette.

Mais, il y a un « mais ». Nous savons que les tendances démographiques se traduiront par d'importantes augmentations des dépenses pour la sécurité sociale et Medicare puisque de plus en plus de *baby boomers* quittent la population active. On notera aussi que, même si les enquêtes révèlent un engouement pour une réduction de la taille des administrations publiques, la population s'attend à ce que les ponts et les routes soient entretenus, que les frontières soient sécurisées, que les aliments et médicaments soient inspectés, que les anciens combattants soient pris en charge, que la recherche médicale soit soutenue par un financement fédéral et ainsi de suite. Dans la gestion des dépenses budgétaires au jour le jour, les politiciens savent que réduire les dépenses n'est pas une tâche facile. Le fait est que, dans une large mesure, la croissance des dépenses sera motivée par les besoins des programmes sociaux et des dépenses sur lesquelles le gouvernement n'a aucun contrôle, comme les coûts du service de la dette. Ce qui nous amène à un argument développé en 2016 par Douglas Elmendorf, doyen de la Harvard's Kennedy School of Government et ancien directeur du Congressional Budget Office. Les projections de taux d'intérêt sont très incertaines a-t-il fait valoir, en concluant que les décisions politiques doivent être prises en tenant compte du risque que les taux d'intérêt dépassent les attentes actuelles.

Si l'augmentation de la ponction fiscale peut être un moyen de réduire l'écart entre les revenus et les dépenses, il a rappelé aux décideurs que les grands changements de la politique budgétaire se font le mieux lentement.

Si le FMI n'a pas avancé un niveau du ratio dette/PIB qu'il faudrait éviter, l'expérience acquise au fil des années montre que quand les coûts du service de la dette en pourcentage des revenus dépassent 14%, les gouvernements sont confrontés à des choix difficiles. Quels programmes faut-il financer? Les taux d'imposition devraient-ils être augmentés? Dans l'affirmative, quel serait l'impact sur la consommation et les investissements?

Dette détenue par le public

Il existe différentes manières de considérer l'endettement du Trésor américain, chacune ayant son rôle et ses limitations. Le CBO publie des projections budgétaires et économiques régulières. Dans *Federal Debt: A Primer* (mars 2020), on peut lire que la pratique actuelle consiste à se focaliser sur la dette détenue par le public (DDPP). Celle-ci est composée d'instruments négociables comme les bons, billets et obligations du Trésor, les billets à taux variable (FRN) et les TIPS qui sont vendus aux investisseurs à des adjudications régulières. Ils se négocient sur le marché secondaire. Ils représentent de loin la plus importante partie de la dette détenue par le public. Cependant, le Trésor émet aussi des titres non négociables dans le public, dont les obligations d'épargne sont un exemple bien connu. Ceux-ci sont émis en fonction de la demande des investisseurs et ne se négocient pas sur le marché secondaire. Contrairement aux émissions de titres négociables, la dette non négociable n'est pas liée à la taille du déficit fédéral.

La dette détenue dans le public indique dans quelle mesure les emprunts fédéraux affectent la disponibilité de capitaux privés pour d'autres emprunteurs.

Les fonds de fiducie fédéraux détiennent aussi des titres du Trésor, mais la valeur de ces titres n'est cependant pas un indicateur significatif des obligations à long terme du gouvernement dans ces programmes. C'est plus ou moins simplement un mécanisme comptable. Ces titres n'ont pas d'effet net sur les emprunts fédéraux auprès du public ni sur le budget total. La somme de la dette détenue par le public et de ces titres détenus dans des fonds de fiducie fédéraux et d'autres comptes gouvernementaux représente ce qu'on appelle la dette brute.

Dans le tableau qui suit, nous présentons une projection de l'Office of Management and Budget, qui pourrait aider à faire un peu la lumière sur la manière dont les déficits budgétaires affectent ces différentes mesures de la dette en circulation mentionnée dans l'article de la CBO.

Dette et emprunts fédéraux	
Perspective analytique de l'OMB	US\$ milliards
Fin de l'année 2020	
Dette fédérale brute	26 902.5
Émise par le Trésor	26 881.0
Émise par des agences	21.5
Détenue dans les comptes du gouvernement	5 885.8
Détenue par le public (A)	21 016.7
Projection du budget 2021	
Déficit budgétaire	3 668.7
Variation liquidités opérationnelles du Trésor	-1031.70
Décaissement des comptes de crédit	513.7
Besoins d'emprunts publics totaux (B)	3 150.7
Dette - Fin d'année 2021	
Dette détenue par le public en fin d'année = (A+B)	24 167.4
Dette détenue dans les comptes gouvernementaux	6 058.8
Dette fédérale brute	30 225.6
Émise par le Trésor	30 204.3
Émise par des agences	21.3

FBN Économie et Stratégie (Source : OMB)

L'État détient aussi des actifs financiers. En 2020, compte tenu de ceux-ci, la dette détenue par le public déduction faite des actifs financiers s'établissait à 85.8% du PIB, au lieu de 100.1%. Ces actifs génèrent des revenus et, dans le budget fédéral, avec les recettes des opérations intragouvernementales, ils compensent en partie les paiements d'intérêt bruts sur la dette.

Dette détenue par le public moins les actifs financiers	
Fin d'année 2020	
Dette détenue par le public	21 016.7
Actifs financiers déduction faite des engagements	2 993.0
Dette détenue par le public moins les actifs financiers	18 023.6
En pourcentage du PIB	85.8

FBN Économie et Stratégie (Source: OMB)

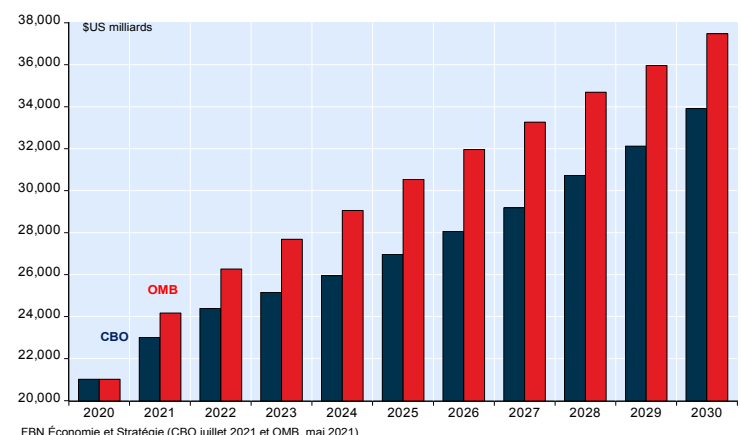
En 2020, les intérêts bruts sur les titres du Trésor se sont élevés à US\$523 milliards, mais l'État a reçu US\$178 milliards en revenus d'intérêts, par conséquent, les documents budgétaires affichaient un décaissement net d'intérêts de US\$345 milliards.

Cette année-là, le gouvernement a dépensé \$1,627 milliards pour des programmes discrétionnaires, \$4,578 milliards pour des dépenses obligatoires et des paiements d'intérêts nets de \$345 milliards pour un total de \$6,550 milliards contre des revenus de \$3,421 milliards, ce qui donne un déficit budgétaire de \$3,129 milliards.

Projections de l'OMB et du CBO

Le document de l'Office of Management and Budget présente le projet de budget du président. Comme d'habitude, il devra suivre un long processus avant que la version finale soit traduite en loi affectant les finances du gouvernement. Par conséquent, le résultat qui sera mis en vigueur en définitive sera indubitablement très différent du fait du processus budgétaire américain. Le projet présenté par le président Biden comprend une vaste gamme de dépenses, incluant des infrastructures et des réformes fiscales. Mais aussi, il vise à annuler une partie des mesures fiscales de 2017 et à éliminer une série d'échappatoires fiscales. Selon le budget proposé, « avec le temps, les économies réalisées par ces réformes dépasseront le coût des investissements d'une somme importante et croissante. Ensemble, l'*American Jobs Plan* et l'*American Families Plan* sont payés sur une durée de 15 ans ». Ainsi, sur la base des projections économiques sous-jacentes du budget du président, les revenus de l'État en pourcentage du PIB nominal passeront de 16.3% en 2020 à 19.7% d'ici 2030 et la dette détenue par le public devrait atteindre \$37,481 milliards.

États-Unis : Projections du CBO et de l'OMB de la DDPP
Dette négociable et non négociable



FBN Économie et Stratégie (CBO juillet 2021 et OMB, mai 2021)

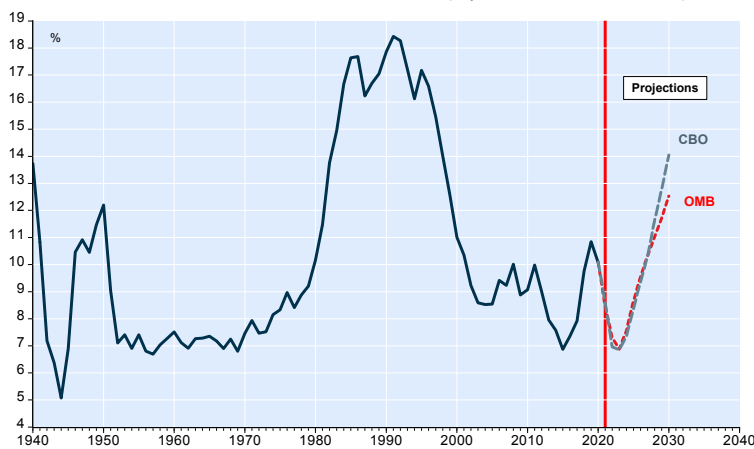
Le CBO publie des rapports présentant des projections de ce que serait le budget fédéral sur un horizon de dix ans si les lois régissant la fiscalité et les dépenses restaient généralement inchangées. Le rapport de juillet 2021 est basé sur ce qui était en place le 18 mai 2021. Le rapport vise à offrir un cadre de référence que les décideurs politiques peuvent utiliser pour évaluer les effets potentiels des décisions politiques futures et ne doit pas être considéré comme une prévision. Par conséquent, sans

changement des lois fiscales, les revenus en pourcentage du PIB croîtraient à 17.7%, deux points de pourcentage de moins qu'avec la proposition du président et, à \$33,913 milliards, le montant de la dette détenue par le public serait nettement moindre que dans la proposition initiale du président Biden. Néanmoins, avec moins de revenus, le service de la dette s'annonce plus difficile, selon les projections du CBO.

Comme on peut le voir dans le graphique suivant, les paiements d'intérêts nets en pourcentage des revenus devraient atteindre 12.5% d'ici 2030 selon la proposition du président, mais ce ratio atteindrait le seuil de 14%, mentionné plus haut, d'ici là d'après la projection budgétaire de base du CBO de juillet

Paiements d'intérêts nets en pourcentage des revenus

Données des exercices 1940 à 2020 de la Fed de St-Louis et projections du CBO et de l'OMB après



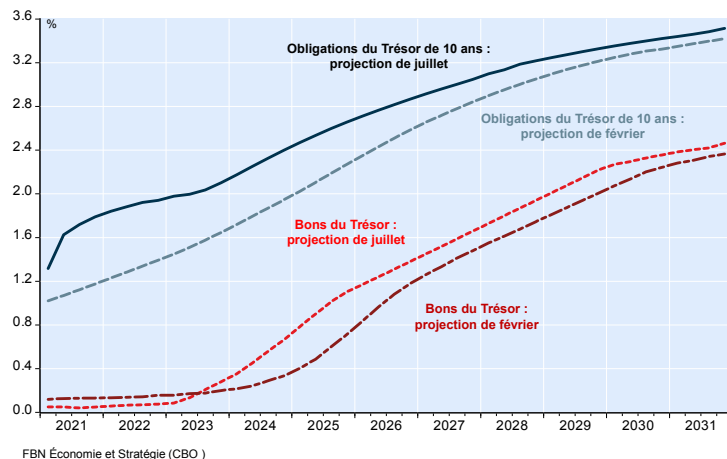
FBN Économie et Stratégie (Sources: Fed de St-Louis, CBO, juillet 2021, et OMB, mai 2021)

En février dernier, les obligations du Trésor de 10 ans se négociaient autour de 1.30%. Elles ont culminé à 1.77% en mars, puis ont chuté à 1.13% au début de juillet avant de remonter à 1.36% jusqu'au 12 août. De telles oscillations en quelques mois rappellent la mise en garde du doyen Douglas Elmendorf selon qui les projections de taux d'intérêt sont très incertaines et les décideurs politiques devraient être conscients de ce risque.

Le même argument tient lorsqu'on examine les projections de la trajectoire des taux d'intérêt du CBO sur l'horizon des prévisions. La version de juillet projette une augmentation des taux d'intérêt plus rapide que celle de février et, alors que la taille de la dette publique projetée est en hausse de 1.7% à l'horizon 2030 dans la projection la plus récente comparativement à la projection de février, le coût net des intérêts est maintenant projeté être 16.3% au-dessus de la projection de février.

CBO : Projections des taux d'intérêt

Projections de février et de juillet



FBN Économie et Stratégie (CBO)

Pour évaluer l'impact de différents scénarios de taux d'intérêt sur les coûts du service de la dette, nous devons utiliser les projections de la courbe des rendements avec le temps pour calculer l'impact du refinancement des titres arrivant à échéance ainsi que le moment et la taille des nouveaux besoins d'emprunt nets. La structure de durées de la dette en circulation jouera évidemment un rôle dans le résultat.

Au 30 juin, la dette détenue par le public s'élevait à \$22,300 milliards, dont les bons du Trésor représentaient 19.1%, les billets, 54.2%, les obligations, 14.2%, les TIPS, 7.2%, les billets à taux variable (FRN), 2.5% et la dette non négociable, 2.8%.

Dette détenue par le public			
Millions US\$		Pourcentage de la dette négociable	Pourcentage du total
Dette négociable	30-06-2021		
Bons du Trésor	4 273 670	19.7%	19.1%
Billets du Trésor	12 097 216	55.7%	54.2%
Obligations du Trésor	3 173 226	14.6%	14.2%
TIPS	1 617 396	7.4%	7.2%
Billets à taux variable	553 405	2.5%	2.5%
Fed Fin Bank	0.0	0.0%	0.0%
Total négociable	21 714 913	100.0%	97.2%
Dette non négociable	614 910		2.8%
Dette totale détenue par le public	22 329 823		100.0%

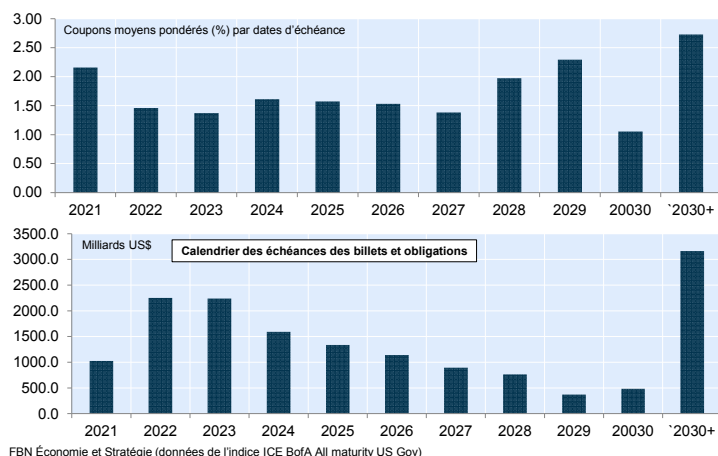
FBN Économie et Stratégie (Source : Treasury Direct)

On remarque dans le tableau ci-dessus que les produits à taux variables (bons du Trésor et FRN) représentent 22.2% de la dette négociable. Si leur pondération reste constante dans le temps, il est clair que des trajectoires différentes des seuls taux à court terme entraîneraient des coûts du service de la dette projetés nettement différents.

Le coupon moyen pondéré (valeur nominale) des billets et des obligations échéant entre juillet et le 31 décembre 2021 est de 2.16%, comparativement à un rendement jusqu'à l'échéance de 2.00% des obligations de 30 ans et de 0.22% des billets de 2 ans (12 août 2021), ce qui laisse penser que si la courbe des taux devait rester inchangée pendant le reste de l'année le refinancement de la dette arrivant à échéance entraînerait dans doute une diminution du coupon moyen pondéré d'ici la fin de l'année 2021.

Coupon moyen pondéré et répartition des échéances

En date du 15 juillet 2021



Cependant, les coupons moyens pondérés des titres du Trésor échéant en 2022 et 2023 sont relativement bas, ce qui laisse penser qu'un redressement rapide de la courbe des taux dans les deux prochaines années pourrait avoir un impact important sur les dépenses nettes d'intérêts considérant la taille des besoins de refinancement au cours de ces deux années.

Analyse de sensibilité

Sur la base des indications prospectives des taux du FOMC (taux des fonds fédéraux à 0.625% d'ici la fin de l'année 2023 – point médian dans le SPE) et des coupons moyens pondérés de juillet des billets et obligations (1.82%) en circulation, il semble peu probable que le coupon moyen pondéré de la dette détenue par le public soit suffisamment élevé à moyen terme pour entraîner des paiements d'intérêts nets atteignant le seuil de 14% que nous mentionnions. De fait, le tableau suivant montre que d'ici 2025, pour atteindre le seuil de 14%, il faudrait un coupon brut de 2.59% sur la dette détenue par le public, comparativement à 1.6% projeté par le CBO. Néanmoins, les chances que le Trésor ait à faire face à des choix budgétaires difficiles d'ici 2030 ou avant sont grandes dans une ère post-pandémie qui pourrait connaître une inflation plus élevée que celle présumée dans la projection de base du CBO.

Projection budgétaire de base du CBO

Juillet 2021, en milliards US\$

Année	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Dette détenue par le public	21,017	23,012	24,392	25,156	25,959	26,967	28,062	29,185	30,733	32,119	33,913
Revenus	3,421	3,842	4,390	4,597	4,671	4,734	4,984	5,253	5,396	5,572	5,754
Paiements d'intérêts nets		331	306	315	344	396	467	541	628	712	808
Coupon moyen de la DDPP		1.7	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6
Coupon effectif net		1.44	1.25	1.25	1.33	1.47	1.66	1.85	2.04	2.22	2.38
Paiements d'intérêts nets/Revenus		8.62	6.97	6.85	7.37	8.37	9.37	10.30	11.64	12.78	14.04
Analyse de sensibilité											
14% des revenus		538	615	644	654	663	698	735	755	780	806
Coupon effectif nécessaire		2.34	2.52	2.56	2.52	2.46	2.49	2.52	2.46	2.43	2.38
Coupon brut		2.60	2.67	2.71	2.69	2.59	2.62	2.67	2.61	2.61	2.59

FBN Économie et Stratégie (Source : CBO et calculs de l'auteur)

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

David Djavidi

Économiste stagiaire
david.djavidi@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste stagiaire
alexandra.ducharme@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Alpa Atha

Économiste, Revenu fixe
alpa.atha@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.

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 à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

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.