

Une fin d'année solide... des perspectives sous le signe de l'incertitude

Par Jocelyn Paquet

Sommaire

- L'année 2024 s'est achevée sur une note positive aux États Unis, avec une croissance du PIB réel de 2,3 % t/t annualisée au T4. Ces résultats ont couronné une très bonne année 2024, au cours de laquelle le PIB a progressé de pas moins de 2,8 %, soit beaucoup plus que ce qui avait été initialement prévu par les économistes.
- Qu'en est-il des perspectives pour 2025? Il y a à peine un mois, celles-ci semblaient plutôt positives. Le programme de la nouvelle administration contenait certes des éléments susceptibles de ralentir l'expansion économique, tels que les droits de douane et les expulsions massives de migrants, mais la plupart des économistes pensaient que ces mesures resteraient limitées à un minimum et seraient de toute manière largement compensées par des politiques favorables à la croissance, telles que les réductions d'impôts et la déréglementation. Malheureusement, les événements récents ont remis en cause ces hypothèses.
- Compte tenu du degré élevé d'incertitude, et contrairement à nos pratiques habituelles dans ces pages, nous avons décidé de présenter à nos lecteurs un scénario alternatif ce mois-ci. Celui-ci incorpore des droits de douane de l'ordre de 10 % imposés au Canada, au Mexique, à la Chine et à la zone euro et maintenus pendant une période prolongée. Bien que nous ayons toujours espoir que cette projection ne deviendra pas notre scénario de référence, nous estimons utile de proposer un cadre d'analyse qui, dans la mesure du possible, permet de quantifier les conséquences potentielles des politiques actuellement envisagées par Washington.
- Selon ce scénario alternatif, la croissance économique ralentirait à 1,9% en 2025 (vs. 2,2% dans le scénario plus optimiste incorporant des droits de douane plus bas) puis à 1,4% en 2026 (vs. 1,6%).

L'année 2024 s'est achevée sur une note positive aux États-Unis, avec une croissance du PIB de 2,3 % t/t annualisée au T4. Bien que ce chiffre fût légèrement inférieur aux attentes des économistes (+2,6 %), la déception était entièrement due à un déstockage plus important que prévu, reflet d'une consommation solide, et à une contribution plus faible que prévu du commerce international.

PIB réel du T4 par composantes

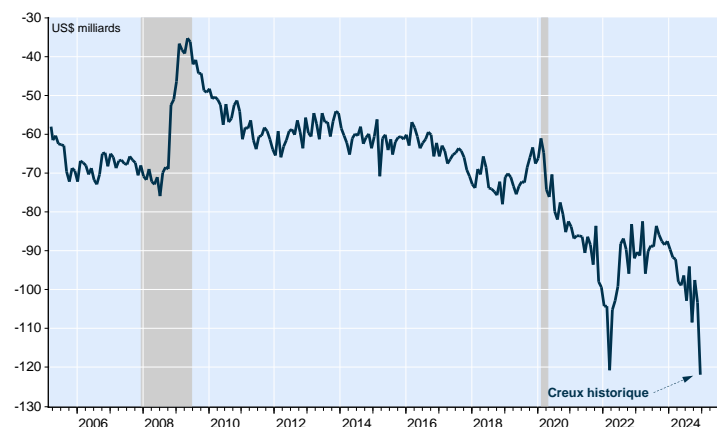
	Contribution	T/T ann.
PIB	2.3	2.3
Consommation	2.82	4.2
Invest. entreprises en matériel	-0.42	-7.8
Invest. entreprises en prop. intel.	0.15	2.6
Invest. entreprises en structures	-0.03	-1.1
Investissement résidentiel	0.21	5.3
Administration publique	0.42	2.5
Demande intérieure	3.15	---
Exportations	-0.08	-0.8
Importations	0.12	-0.8
Commerce international	0.04	---
Ventes finales	3.19	---
Stocks	-0.93	---

BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Les exportations de biens (-5,0 %) ont en effet souffert de la force du dollar américain, alors que les importations dans ce même segment (-4,0 %) ont été beaucoup moins négatives que prévu. L'élection de Donald Trump à la présidence a probablement joué un rôle à cet égard, car la menace de droits de douane a encouragé de nombreuses entreprises américaines à devancer leurs commandes internationales. C'est du moins ce que suggéraient les plus récentes données sur la balance commerciale, qui faisaient état d'une hausse combinée de 8,4 % des importations nominales de biens en novembre et décembre, et d'une détérioration corollaire du déficit commercial à un niveau record.

É.-U. : Le déficit commercial à un creux record en décembre

Balance commerciale de marchandises préliminaire

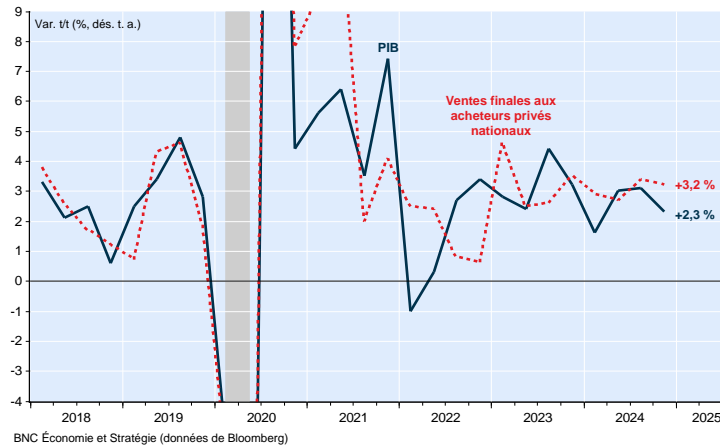


BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Hormis le commerce international et les stocks, les données contenues dans le rapport sur le PIB étaient très encourageantes. Les ventes finales aux acheteurs privés nationaux, un bon indicateur de la force sous-jacente d'une économie, ont augmenté de pas moins de 3,2 % en termes annualisés, grâce entre autres à une forte augmentation des dépenses des ménages.

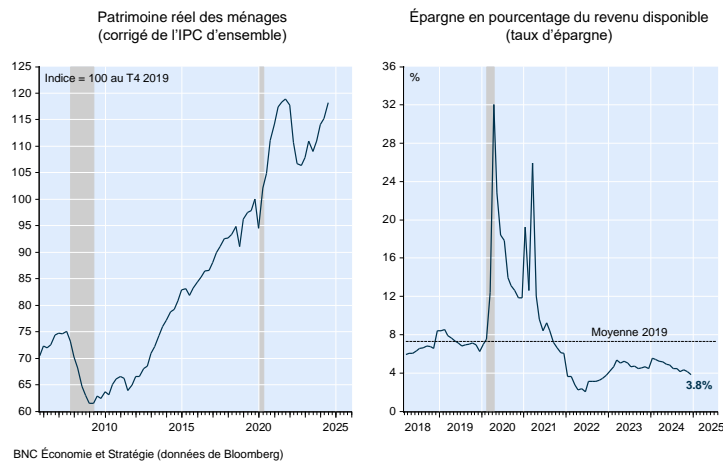
É.-U. : La demande privée dépasse la croissance d'ensemble au T4

PIB réel et ventes finales aux acheteurs privés nationaux (consommation des ménages + invest. privés)



La vigueur de la consommation était due non seulement à la résilience du marché du travail, mais aussi à l'augmentation constante de la valeur nette des ménages au cours des deux dernières années. L'envolée des cours boursiers, en particulier, a contribué à porter la richesse réelle des Américains à un niveau presque sans précédent à la fin de l'année dernière, ce qui a renforcé leur confiance dans leur situation financière et les a encouragés à épargner une proportion plus faible de leurs revenus que celle à laquelle ils étaient habitués avant la pandémie.

É.-U. : Le bond de leur richesse incite les ménages à moins épargner

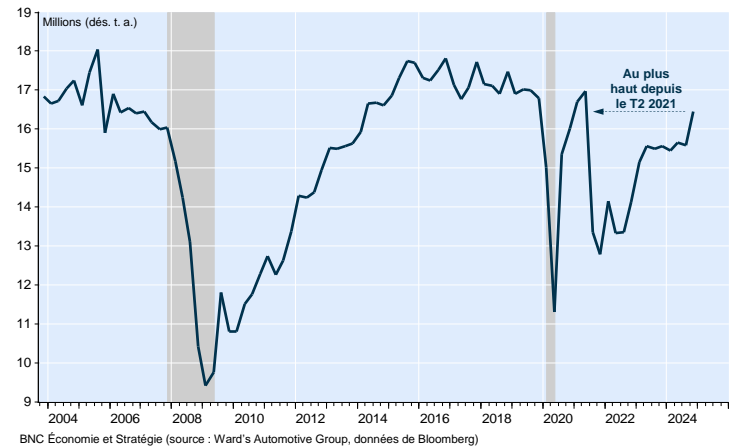


Les dépenses en biens durables (+12,1 % en rythme annuel) ont été particulièrement impressionnantes au T4, la baisse des taux d'intérêt ayant de toute évidence contribué à libérer une demande refoulée, en particulier dans le secteur automobile. Ainsi, les données publiées par Ward's Automotive Group le mois dernier montraient que les ventes d'automobiles au quatrième trimestre ont atteint leur niveau le plus élevé en trois ans et demi, ce qui s'est reflété dans les données du PIB, qui signalaient une augmentation annualisée de 13,9 % des dépenses consacrées aux véhicules à moteur et aux pièces détachées, la plus importante en près de deux ans. Ici encore, l'élection de Donald Trump pourrait avoir légèrement faussé les données. La promesse du nouveau président de supprimer les subventions pour l'achat de

véhicules hybrides et électriques ayant probablement stimulé les ventes dans ces segments.

É.-U. : Les dépenses en biens durables dopées par l'automobile

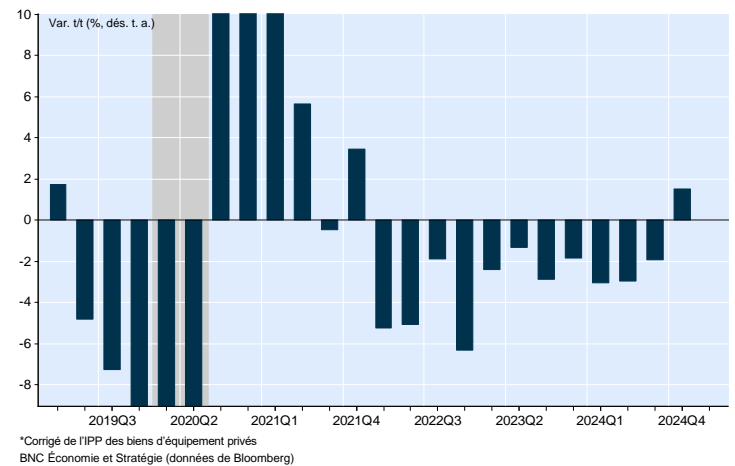
Ventes automobiles trimestrielles



Si l'investissement des entreprises semblait mitigé à première vue, un examen plus approfondi des détails du rapport peint un tableau plus optimiste. Les dépenses en produits de propriété intellectuelle ont continué de croître alors que les dépenses en machines et matériel ont été handicapées par un recul important dans la catégorie volatile du matériel de transport (-14,0 %), reflet d'une grève chez Boeing. Le sous-segment des machines industrielles (+1,1 %), quant à lui, a enregistré une légère hausse et semblait en voie de s'accélérer au début de 2025, si l'on en croit la première augmentation en trois ans des commandes de biens d'équipement réelles, un bon indicateur des dépenses futures des entreprises en machinerie.

É.-U. : Regain des intentions d'achat de matériel à la fin de 2024

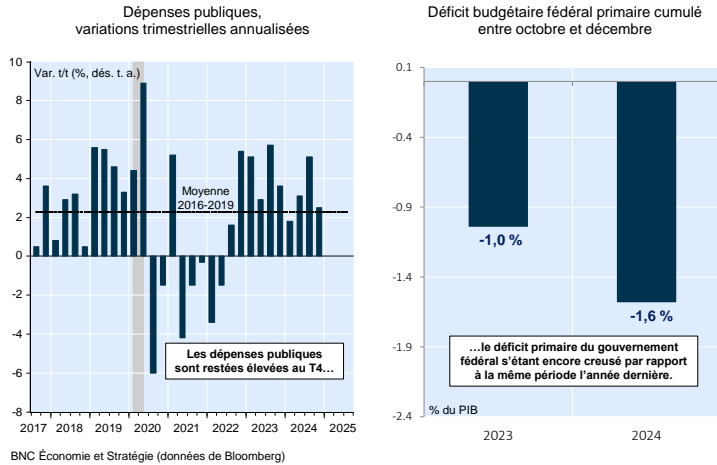
Commandes réelles de biens d'équipement*



La seule note discordante du côté de l'investissement a été une légère contraction dans le segment des structures non résidentielles, mais ce recul était à prévoir suite l'explosion des dépenses en immobilisations enregistrée après l'adoption de l'*Inflation Reduction Act*, en 2022.

Enfin, les dépenses publiques ont à nouveau contribué positivement à la croissance au cours du trimestre, le déficit primaire du gouvernement fédéral s'étant encore creusé par rapport à la même période de l'année dernière.

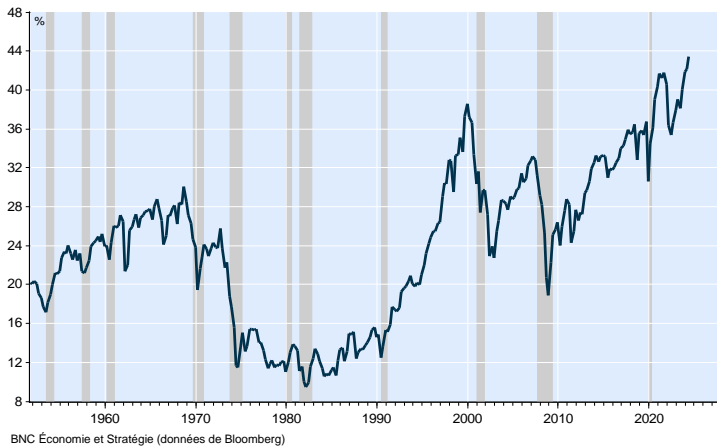
É.-U. : Le déficit continue de croître



Les résultats du quatrième trimestre ont couronné une très bonne année 2024, au cours de laquelle le PIB a progressé de pas moins de 2,8 %, soit beaucoup plus que ce qui avait été initialement prévu par les économistes. Trois éléments étaient selon nous à l'origine de cette surperformance. Le premier a été évoqué précédemment et concerne l'effet de richesse créé par l'inexorable progression des marchés boursiers. Le phénomène a probablement été amplifié par l'exposition record des ménages aux prix des actions.

É.-U. : Les ménages plus exposés que jamais aux marchés boursiers

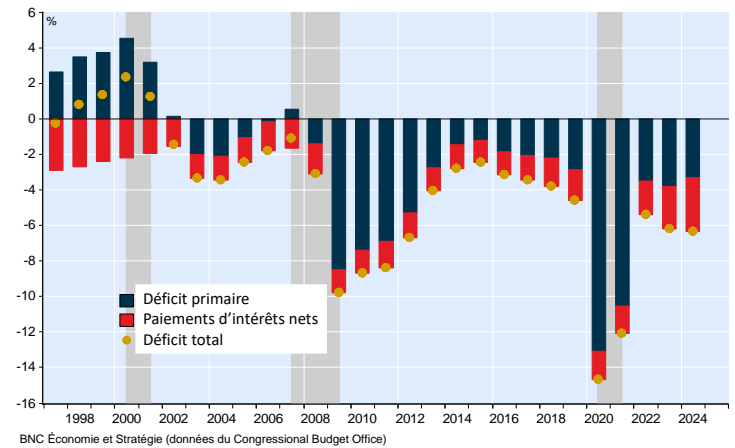
Actions détenues directement et indirectement en pourcentage des actifs financiers totaux des ménages



Le deuxième élément notable a été la prodigalité de l'État. Contrairement aux prévisions de la plupart des analystes, le déficit du gouvernement fédéral a continué de se creuser en 2024, atteignant 6,4 % du PIB. Il est vrai qu'une partie de cette augmentation était due à la hausse des paiements d'intérêts, mais le déficit primaire est également resté beaucoup plus important que prévu et à un niveau jamais observé en dehors de récessions profondes ou de pandémies. Le manque de contrôle sur ce front a éliminé ce qui aurait pu être un frein majeur à la croissance l'an dernier.

É.-U. : Le déficit fédéral sur une trajectoire inquiétante

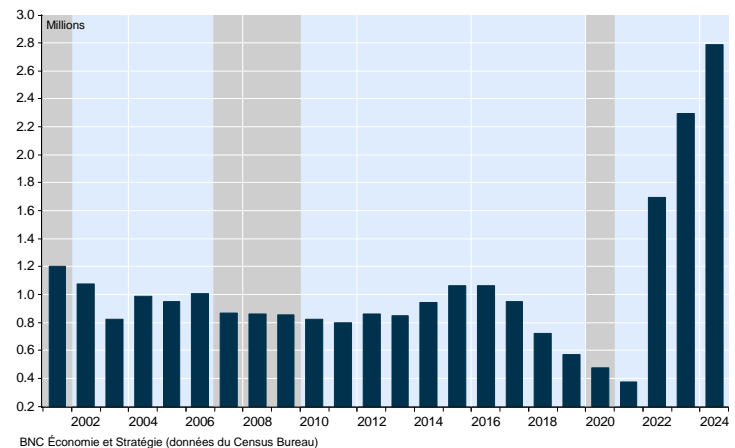
Déficit budgétaire fédéral en pourcentage du PIB



Le dernier élément qui a sous-tendu la forte expansion de l'économie en 2024 est la croissance démographique. Les dernières estimations publiées par le Census Bureau à la mi-décembre – qui intégraient des changements méthodologiques visant à mieux surveiller les flux migratoires – signalent en effet une augmentation de 1,0 % du nombre de personnes résidant aux États-Unis en 2024, la hausse la plus rapide en plus de 20 ans. La population du pays aurait même dépassé les 340 millions en date du 1^{er} juillet, chiffre de loin supérieur aux attentes et reflétant un solde migratoire record (+2,8 millions en 2024). Sachant que, dans sa forme la plus simple, la croissance économique peut être réduite à la croissance de la population et aux gains de productivité, une telle surprise à la hausse sur le front démographique devait forcément se traduire par une croissance plus forte.

É.-U. : Croissance démographique solide due à l'immigration

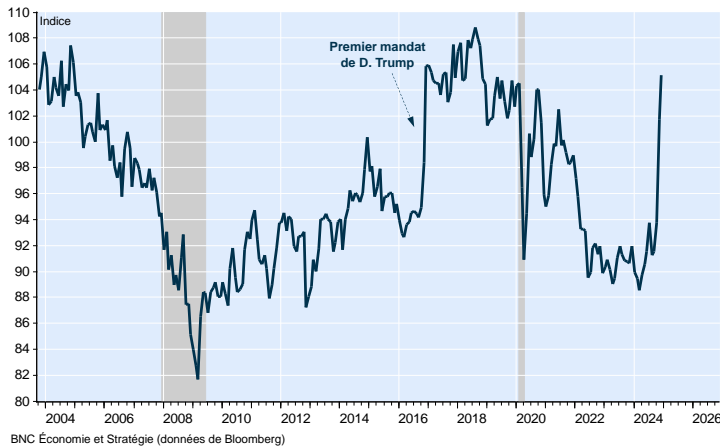
Flux migratoires annuels nets



Mais assez parlé de 2024; qu'en est-il des perspectives pour 2025? Il y a à peine un mois, celles-ci semblaient plutôt positives. Le programme de la nouvelle administration contenait certes des éléments susceptibles de ralentir l'expansion économique, tels que les droits de douane et les expulsions massives de migrants, mais la plupart des économistes pensaient que ces mesures resteraient limitées à un minimum et seraient de toute manière largement compensées par des politiques favorables à la croissance, telles que les réductions d'impôts et la déréglementation. Les entreprises semblaient également de cet avis, à en juger par l'important regain de confiance signalé par la NFIB.

É.-U. : Regain marqué de l'optimisme suite au retour de Donald Trump

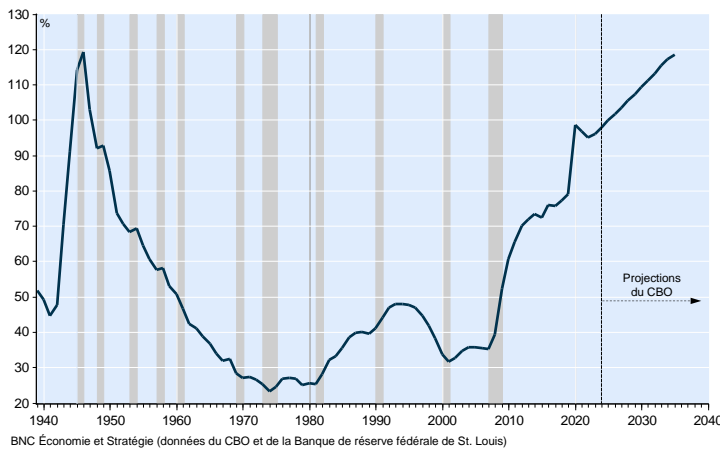
Indice NFIB de l'optimisme des petites entreprises



On pouvait certainement s'interroger sur la capacité du nouveau président d'aller de l'avant avec ses baisses d'impôts dans un contexte où le ratio de la dette au PIB est en voie d'atteindre un record historique...

É.-U. : Vers un nouveau record historique du ratio dette/PIB

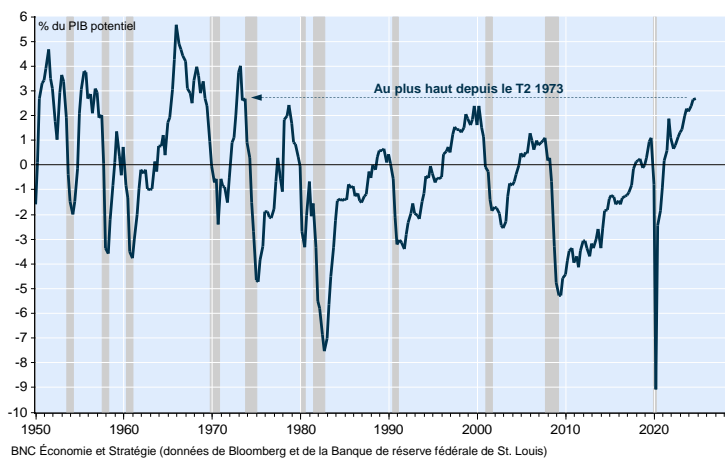
Dette détenue par le public en pourcentage du PIB



... ou craindre que toute stimulation budgétaire additionnelle ne vienne attiser l'inflation puisque mise en œuvre à un moment où l'économie tourne à un rythme déjà bien supérieur à son potentiel...

É.-U. : Pas le bon moment pour des politiques de relance budgétaire

Écart de production



... mais, strictement du point de vue de la croissance, il y avait des raisons d'être optimistes. Notre propre scénario de base supposait que les droits de douane seraient limités à des industries spécifiques et que les réductions de dépenses dans la fonction publique seraient amplement contrebalancées par des baisses d'impôts, maintenant ainsi une politique budgétaire stimulante.

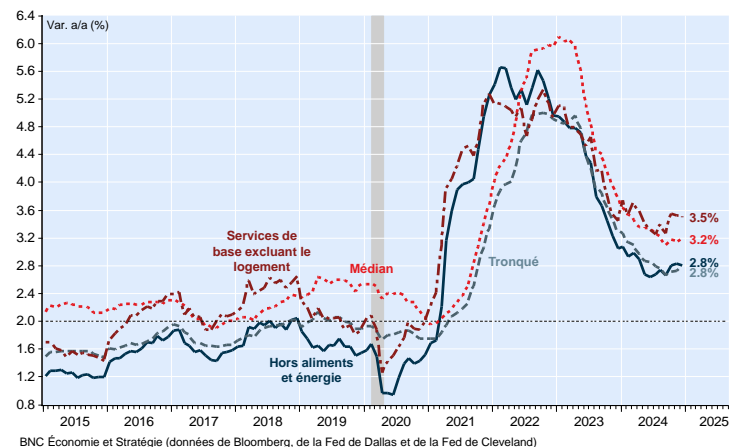
Malheureusement, les événements récents ont remis en cause plusieurs de ces hypothèses. La menace d'imposition de droits de douane de 25 % sur la quasi-totalité des importations de biens en provenance du Canada et du Mexique (à l'exception des produits énergétiques et des minéraux critiques canadiens qui auraient été frappés par une surtaxe de « seulement » 10 %) et de 10 % sur les biens en provenance de Chine montre que la nouvelle administration est beaucoup plus disposée à recourir à des politiques protectionnistes que ce que l'on avait anticipé. Même après l'annonce du report de certains droits de douane aujourd'hui, un retour au *statu quo ante* nous semble de moins en moins probable.

Compte tenu du degré élevé d'incertitude, et contrairement à nos pratiques habituelles dans ces pages, nous avons décidé de présenter à nos lecteurs un scénario alternatif ce mois-ci. Celui-ci incorpore des droits de douane de l'ordre de 10 % imposés au Canada, au Mexique, à la Chine et à la zone euro et maintenus pendant une période prolongée. Bien que nous ayons toujours espoir que cette projection ne deviendra pas notre scénario de référence, nous estimons utile de proposer un cadre d'analyse permettant de quantifier dans la mesure du possible les conséquences potentielles des politiques envisagées par Washington.

Bien que non négligeable, l'impact direct sur la croissance américaine de l'imposition de droits de douanes de 10% sur les principaux partenaires commerciaux des États-Unis (avec représailles) serait loin d'être aussi important qu'au Canada et au Mexique (de l'ordre de -0,3 % en 2025 et de -0.2% en 2026 par rapport au scénario optimiste qui incorpore des droits de douane beaucoup plus bas) et se manifesterait principalement par une réduction des exportations due entre autre à une forte hausse de la valeur du billet vert. La consommation est également revue à la baisse dans ce scénario, reflétant un marché du travail moins vigoureux et un effet de richesse négatif engendré par un recul des marchés boursiers. L'appréciation de l'USD, jumelée à une baisse anticipée des prix du pétrole viendrait grandement amoindrir l'impact des droits de douane sur l'inflation de base (négligeable pour le taux sur 12 mois de l'IPC à la fin de 2025). Mais même une légère révision à la hausse pourrait se révéler problématique étant donné que l'inflation demeure supérieure à la cible de la banque centrale et que le processus de désinflation semble avoir stoppé ces derniers mois si l'on se fie à différentes mesures de base suivies de près par la Réserve fédérale.

É.-U. : L'inflation de base reste obstinément au dessus de la cible

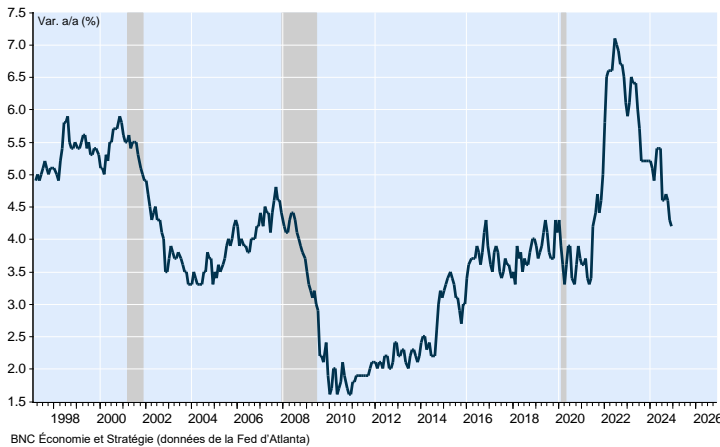
Déflateur PCE



C'est sans compter que d'autres volets du programme du président Trump risquent aussi de raviver les pressions inflationnistes. On pense ici aux expulsions massives de migrants qui pourraient mettre en péril les progrès réalisés sur le front de la croissance des salaires.

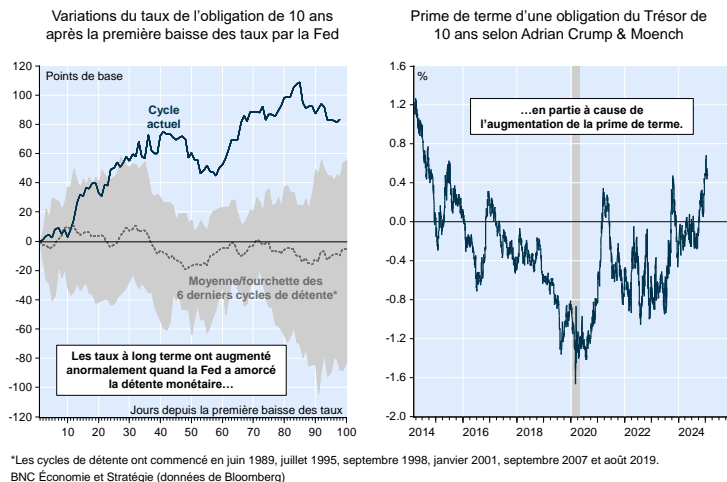
É.-U. : Les progrès sur le front des salaires sont-ils à risque ?

Indice de la croissance des salaires de la Fed d'Atlanta



L'incertitude sur le front de l'inflation, combinée à l'absence de retenue budgétaire, s'est déjà traduite par un élargissement de la prime de terme et une augmentation corollaire des taux à long terme, phénomène rarement observé pendant les phases de détente monétaire. Le risque ici serait qu'une pentification accrue de la courbe fasse contre-poids à la détente monétaire amorcée par la Réserve fédérale et ait un impact négatif sur l'activité économique. Et même dans un scénario où les investisseurs se précipiteraient vers la sécurité des bons du Trésor, faisant du coup baisser leurs rendements, les actifs plus risqués pourraient encore souffrir d'un élargissement des écarts de crédit.

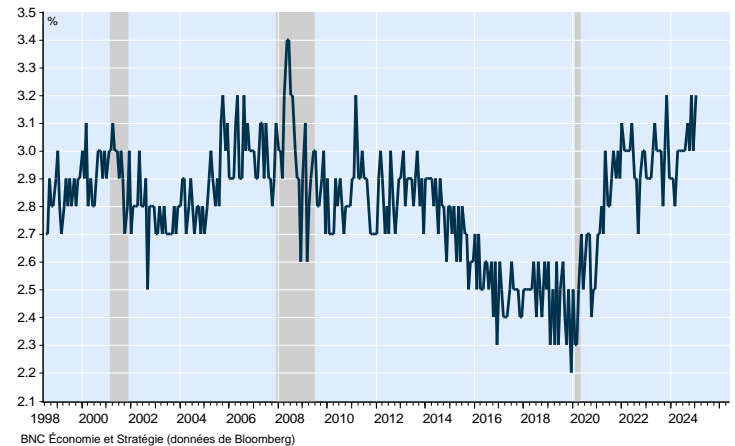
É.-U. : Les taux long agissent à contre-courant de la Fed



L'activité économique pourrait également souffrir si la Fed était contrainte de maintenir les taux à un niveau plus élevé qu'ils ne le seraient autrement. Un tel scénario demeurerait envisageable étant donné la persistance des pressions sur les prix et la dérive des attentes des consommateurs en matière d'inflation. Notons au passage que l'imposition de droits de douane généralisé ne contribuerait en rien à ramener les attentes en matière d'inflation à la normale.

É.-U. : Les attentes d'inflation à long terme restent trop élevées

Attentes médianes d'inflation sur les 5-10 prochaines années, Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan



Mais des attentes d'inflation plus élevées n'empêcherait pas selon nous la Réserve fédérale de procéder à des baisses de taux additionnelles en 2025, encouragée par un ralentissement de la croissance et un assouplissement accru du marché du travail.

Selon notre scénario alternatif, la croissance économique ralentirait à 1,9% en 2025 (vs. 2,2% dans le scénario optimiste incorporant des tarifs beaucoup plus bas) puis à 1,4% en 2026 (vs. 1,6%), ce dernier chiffre souffrant d'un effet de base négatif. Sur une base trimestrielle, la croissance baisserait en dessous du potentiel à partir du deuxième trimestre de 2025, demeurerait faible sur l'ensemble de l'année, et reviendrait graduellement vers son potentiel au courant de l'année 2026. L'inflation de base, quant à elle, resterait obstinément au-dessus de la cible (entre 2,5% et 2,7%) aussi bien en 2025 qu'en 2026. Finalement, le taux de chômage grimperait à 5,0% d'ici la fin de l'année, se stabiliserait, puis recommencerait à baisser en 2026 sous l'impulsion de baisses de taux de la banque centrale.

Le scénario alternatif et le scénario de base sont présentés à la page suivante.

États-Unis
Scénario économique alternatif (droits de douane de 10%)

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2026
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.5	2.9	2.8	1.9	1.4	2.5	1.1	2.0
Dépenses personnelles	3.0	2.5	2.8	2.8	1.7	3.2	1.9	2.1
Construction résidentielle	(8.6)	(8.3)	4.2	0.9	2.5	2.7	1.6	2.5
Investissements des entreprises	7.0	6.0	3.7	1.3	1.3	2.5	1.2	1.7
Dépenses publiques	(1.1)	3.9	3.4	2.3	1.5	3.1	1.4	1.9
Exportations	7.5	2.8	3.2	(1.2)	(0.6)	2.9	(3.4)	1.2
Importations	8.6	(1.2)	5.4	3.2	1.9	5.8	2.1	2.3
Variation des stocks (milliards \$)	119.1	33.1	37.9	13.8	11.3	4.4	0.0	20.0
Demande intérieure	2.3	2.7	3.0	2.5	1.6	3.0	1.7	2.0
Revenu réel disponible	(5.6)	5.1	2.9	1.7	2.0	2.6	1.5	2.5
Emploi des salariés	4.3	2.3	1.6	0.8	0.5	1.4	0.3	1.1
Taux de chômage	3.6	3.6	4.0	4.6	5.0	4.1	5.0	4.8
Taux d'inflation	8.0	4.1	3.0	2.4	2.1	2.7	1.9	2.6
Bénéfices avant impôts	7.8	6.9	6.8	0.5	2.5	2.6	(0.7)	3.6
Compte courant (milliards \$)	(1,012.1)	(905.4)	(1,177.0)	(1,525.0)	(1,212.5)

* Sauf indication contraire.

Financière Banque Nationale

États-Unis
Scénario économique de base

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2026
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.5	2.9	2.8	2.2	1.6	2.5	1.7	1.9
Dépenses personnelles	3.0	2.5	2.8	3.0	1.9	3.2	2.2	2.1
Construction résidentielle	(8.6)	(8.3)	4.2	1.2	2.3	2.7	1.7	2.6
Investissements des entreprises	7.0	6.0	3.7	1.7	1.7	2.5	1.9	2.1
Dépenses publiques	(1.1)	3.9	3.4	2.1	0.9	3.1	1.0	1.2
Exportations	7.5	2.8	3.2	0.1	0.7	2.9	(0.9)	1.2
Importations	8.6	(1.2)	5.4	3.2	1.8	5.8	2.1	2.2
Variation des stocks (milliards \$)	119.1	33.1	37.9	23.8	16.3	4.4	15.0	25.0
Demande intérieure	2.3	2.7	3.0	2.6	1.7	3.0	1.9	2.0
Revenu réel disponible	(5.6)	5.1	2.9	1.9	2.1	2.6	1.8	2.4
Emploi des salariés	4.3	2.3	1.6	0.9	0.6	1.4	0.4	1.1
Taux de chômage	3.6	3.6	4.0	4.4	4.5	4.1	4.5	4.4
Taux d'inflation	8.0	4.1	3.0	2.5	2.3	2.7	2.3	2.6
Bénéfices avant impôts	7.8	6.9	6.8	1.3	2.7	2.6	0.3	3.6
Compte courant (milliards \$)	(1,012.1)	(905.4)	(1,152.0)	(1,475.0)	(1,087.5)

* Sauf indication contraire.

Financière Banque Nationale



Abonnez-vous à nos publications : BNCEconomieetStrategie@bnc.ca – Pour nous joindre : 514 879-2529

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), 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 de l'UE

En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.