

## La guerre commerciale risque d'exposer d'autres vulnérabilités

Par Jocelyn Paquet

### Sommaire

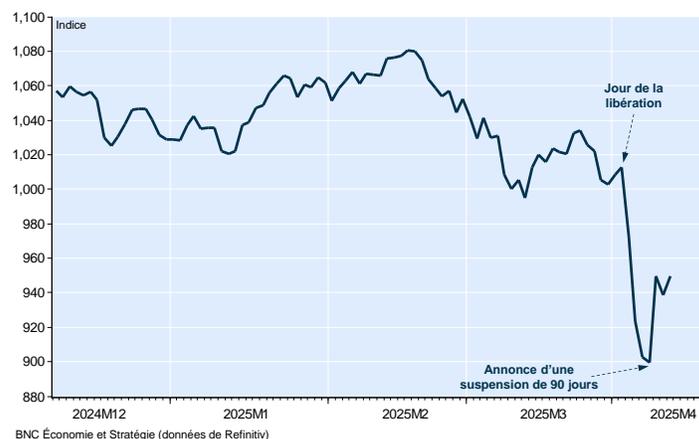
- Les semaines écoulées depuis la dernière édition de ce mensuel ont été émaillées de rebondissements sur la scène internationale. Après avoir concentré son attention sur trois de ses plus importants partenaires commerciaux (le Canada, le Mexique et la Chine) en début de mandat, l'administration américaine a considérablement élargi son champ d'action protectionniste, tirant salve après salve sur le système d'échange international.
- Aucun pays ne sera complètement épargné par les plus récents développements, mais certains s'en sortiront moins bien que d'autres. À commencer par les États-Unis, où une hausse vertigineuse du droit de douane moyen entraînera sans doute une augmentation marquée de l'inflation de base et une décélération de la croissance en deçà de son potentiel au second semestre.
- Les économies hautement dépendantes des exportations de biens vers les États-Unis sont évidemment également à risque, tout comme celles exposées aux variations du prix des ressources naturelles, car elle risque de pâtir d'un ralentissement de la croissance mondiale et d'une baisse corollaire de la demande de matières premières, en particulier de pétrole.
- Nous avons revu fortement à la baisse nos prévisions de croissance mondiale pour tenir compte d'un environnement beaucoup plus protectionniste que ce que nous avons envisagé à l'origine. Nous prévoyons maintenant que le PIB mondial ne croîtra que de 2.8% en 2025 (contre 3.0% le mois précédent) et de 2.7% en 2026 (contre 3.1%). Nous restons prêts à revoir ce scénario à la hausse en cas de désescalade de la rhétorique tarifaire.

Les semaines écoulées depuis la dernière édition de ce mensuel ont été émaillées de rebondissements sur la scène internationale. Après avoir concentré son attention sur trois de ses plus importants partenaires commerciaux (le Canada, le Mexique et la Chine) en début de mandat, l'administration américaine a considérablement élargi son champ d'action protectionniste, tirant salve après salve sur le système d'échange international. L'assaut a commencé le 12 mars, lorsque Washington a annoncé l'imposition de droits de douane de 25 % sur l'acier et l'aluminium en provenance de l'étranger. Une surtaxe identique a ensuite été appliquée aux automobiles construites en dehors des États-Unis et envisagée pour le sous-secteur des pièces.

Puis vint le 2 avril, le « Jour de la libération ». Deux choses ont été annoncées à cette occasion : une taxe de base de 10 % sur la plupart des produits entrant aux États-Unis et des droits de douane qualifiés de « réciproques », dont l'objectif déclaré était de répliquer aux barrières commerciales auxquelles sont confrontés les exportateurs américains à l'étranger. Alors que la première mesure est entrée en vigueur le 5 avril, la seconde a été reportée de 90 jours pour laisser le temps à des négociations, mais, surtout, pour apaiser les marchés boursiers et obligataires.

### Monde : Répit de 90 jours pour apaiser les marchés

Indice boursier MSCI Monde



Tous les pays n'ont pas bénéficié de ce sursis. La Chine, qui avait réagi aux droits de douane réciproques en imposant à son tour une surtaxe sur les produits américains et en limitant les exportations de certaines terres rares vers les États-Unis, s'est au contraire engagée dans une escalade spectaculaire qui a abouti à l'imposition de droits de douane de 145 % sur les exportations chinoises vers les États-Unis et de 125 % sur les importations américaines vers la Chine. Washington a ensuite été contraint d'exempter les ordinateurs et les téléphones portables de ces mesures, au risque de provoquer la colère des consommateurs américains et des géants de la technologie tels qu'Apple, mais a maintenu la plupart des autres taxes.

Avant même que ces annonces ne soient faites, les entreprises du monde entier se sont empressées de devancer leurs livraisons vers les États-Unis afin d'éviter toute surtaxe, ce qui a stimulé temporairement la production manufacturière et entraîné une forte augmentation des exportations de marchandises vers les États-Unis.

### Monde : Les entreprises devancent leurs envois vers les États-Unis

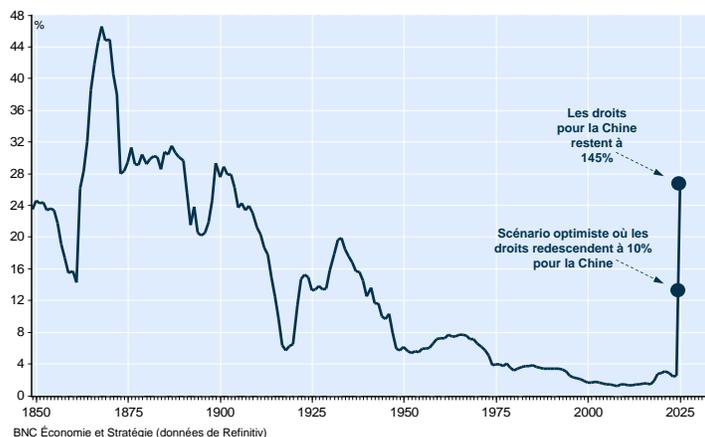
Importations de biens aux États-Unis



Ce sursaut d'activité risque malheureusement fort bien d'être temporaire, l'impact stagflationniste des droits de douane devant se faire sentir de plus en plus fortement dans les mois à venir. Aucun pays ne sera complètement épargné, mais certains s'en sortiront moins bien que d'autres. À commencer par les États-Unis, où une hausse vertigineuse du droit de douane moyen entraînera sans doute une augmentation marquée de l'inflation de base et une décélération de la croissance en deçà de son potentiel au second semestre. Cette dernière reflétera probablement un ralentissement des investissements des entreprises dans un contexte de grande incertitude et une consommation plus faible associée à un effet de richesse négatif.

## É.-U. : La hausse des droits de douane rend la stagflation plus probable

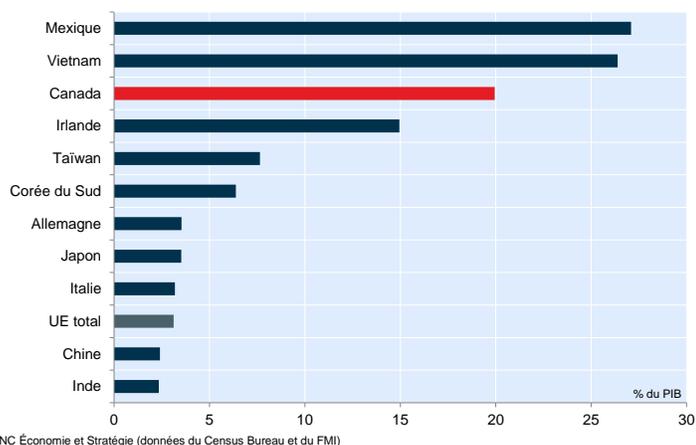
Droits de douane en pourcentage des importations totales



Les économies hautement dépendantes des exportations de biens vers les États-Unis sont évidemment également à risque. On peut citer par exemple le Mexique et le Canada (quoique ceux-ci soient pour l'instant confrontés à des droits de douane moyens moins élevés), mais aussi le Vietnam, l'Irlande, Taïwan et la Corée du Sud.

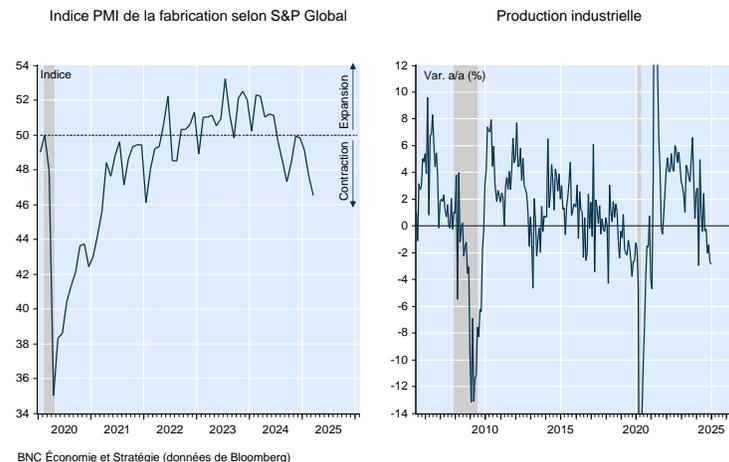
## Monde : L'exposition au marché américain constitue un facteur de risque

Exportations de marchandises vers les États-Unis en pourcentage du PIB 2023



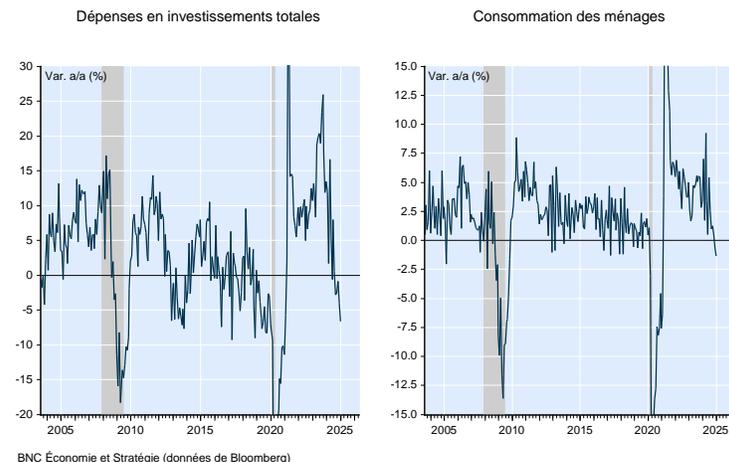
Au sein de ce groupe, c'est au Mexique que les problèmes risquent de se manifester en premier, pour la simple raison que son économie avait déjà commencé à ralentir de manière significative avant même le début de la guerre commerciale. Le PIB réel a en effet diminué de 0,6 % en termes non annualisés dans le pays au quatrième trimestre et devrait encore baisser au T1, à en juger par les plus récents indicateurs économiques. Ceux-ci montrent que la faiblesse du secteur manufacturier commence à peser lourdement sur la production industrielle...

## Mexique : L'économie déjà faible avant les droits de douane (1)



... ce qui a pour effet de ralentir l'investissement des entreprises et, par le biais d'une baisse de l'embauche, la consommation.

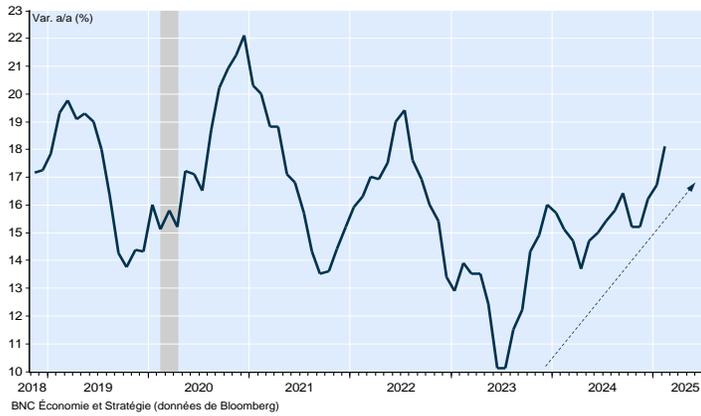
## Mexique : L'économie déjà faible avant les droits de douane (2)



La Chine est une autre économie émergente qui risque de souffrir de manière disproportionnée du virage protectionniste de Washington. Bien que le pays ne dépende pas beaucoup des exportations de marchandises vers les États-Unis (voir le graphique ci-dessus), le niveau même des droits de douane qui lui sont imposés fait craindre pour son modèle de développement, qui dépend encore fortement de la demande extérieure.

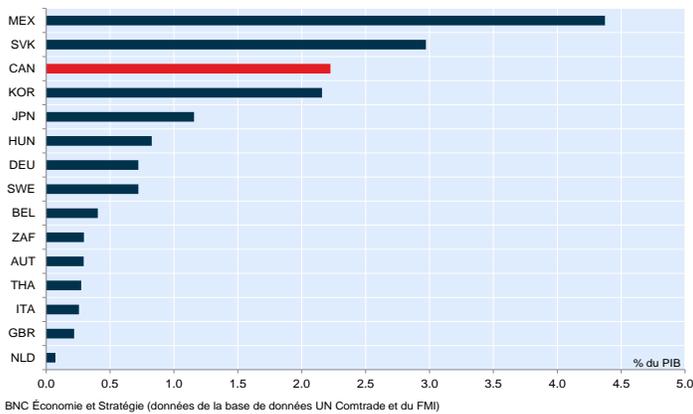
Tout comme le Mexique, la Chine aborde également la période de turbulences actuelle en position de faiblesse, après avoir passé ces dernières années à tenter en vain de relancer le marché immobilier et stimuler la consommation des ménages. Et si les mesures mises en place pour atteindre ces objectifs commencent à se refléter dans les données – notamment sous la forme d'une augmentation des dépenses publiques – elles risquent tout de même d'être insuffisantes pour faire face aux nouveaux défis émanant de Washington.

**Chine : Les efforts de stimulation maintenant visibles dans les données**  
Stock d'obligations gouvernementales du système



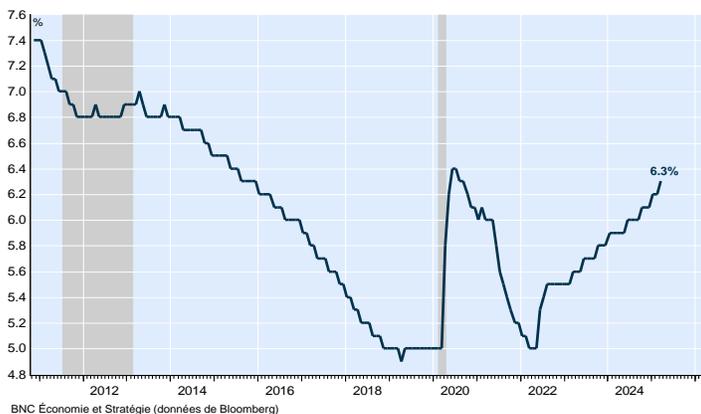
Compte tenu des droits de douane élevés imposés au secteur automobile, les pays pour lesquels les exportations de véhicules et de pièces détachées vers les États-Unis représentent une part disproportionnée du PIB figureront également sur la liste des victimes des politiques de l'administration Trump. Le Canada et le Mexique sont à nouveau représentés dans ce groupe (bien que certaines exemptions leur aient été accordées), mais aussi la Slovaquie, la Corée du Sud, le Japon, la Hongrie et l'Allemagne.

**Monde : Qui est exposé aux droits de douane sur le secteur automobile?**  
Exportations de véhicules et pièces automobiles vers les États-Unis en pourcentage du PIB (2023)



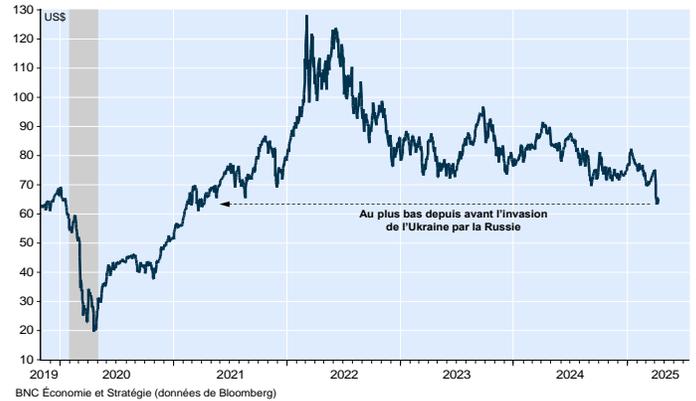
Dans ce dernier cas, les difficultés accrues du secteur automobile ne feront rien pour aider un marché du travail qui donne déjà des signes de faiblesse. Et bien que le gouvernement allemand ait déjà annoncé une relance budgétaire importante, celle-ci viendra probablement trop tard pour neutraliser complètement les dommages économiques d'une guerre commerciale.

**Allemagne : Les tarifs automobiles, une autre tuile pour le marché de l'emploi**  
Taux de chômage



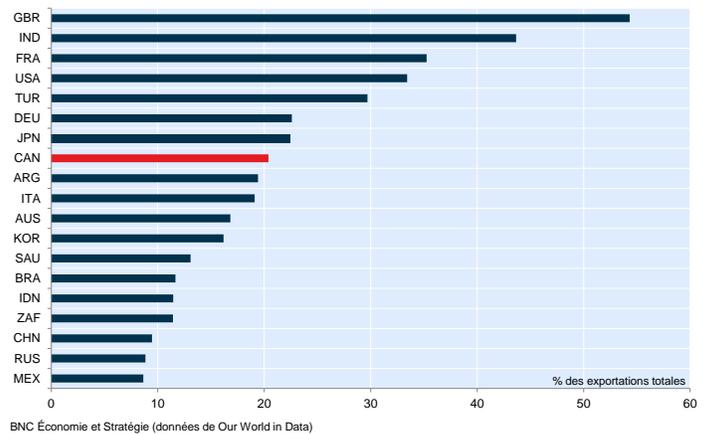
Autres victimes potentielles de l'instauration de barrières tarifaires : les pays riches en ressources naturelles. Ceux-ci pourraient en effet pâtir d'un ralentissement de la croissance mondiale et d'une baisse corollaire de la demande de matières premières, en particulier de pétrole. Le baril de Brent se trouve d'ailleurs déjà à son niveau le plus bas depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

**Monde : Les matières premières pâtissent des risques d'une guerre commerciale**  
Prix du baril de pétrole brut de Brent



De même que certains facteurs constitueront un handicap dans un environnement de droits de douane élevés, d'autres rendront certains pays plus résistants. Un secteur d'exportation axé sur les services, par exemple, pourrait contribuer à protéger certains pays des pires effets d'une guerre commerciale. Sur ce point, le Royaume-Uni, l'Inde et la France nous semblent bien positionnés, du moins sur une base relative.

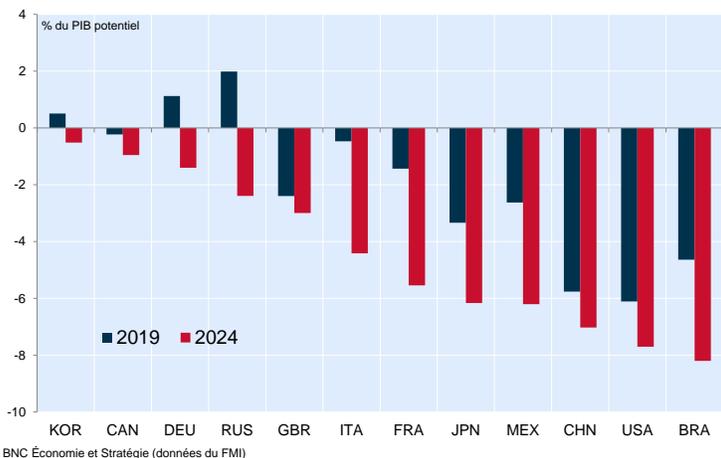
**Monde : L'exposition aux services pourrait offrir une certaine protection**  
Part des services dans les exportations totales (2023)



Mais d'une manière générale, un système commercial international moins ouvert est susceptible de peser sur la croissance à peu près partout. Et les droits de douane ne seront peut-être pas les seuls coupables. C'est que la montée du protectionnisme menace de faire remonter à la surface d'autres problèmes sous-jacents de l'économie mondiale, notamment la situation budgétaire précaire de nombreux pays. Car bien qu'il soit à peu près impossible de savoir avec certitude si le rejet du libre-échange auquel nous assistons se soldera par une récession mondiale – nous continuons de croire que cela peut être évité –, il semble presque inévitable qu'il se traduise par une détérioration des finances publiques. Un ralentissement de la croissance est certes propre à faire baisser les recettes des États, alors que les programmes de soutien aux entreprises touchées par les droits de douane déjà annoncés par de nombreux gouvernements risquent, eux, de faire gonfler les dépenses. Le tout à un moment où les déficits se situent déjà à des niveaux très élevés dans plusieurs régions.

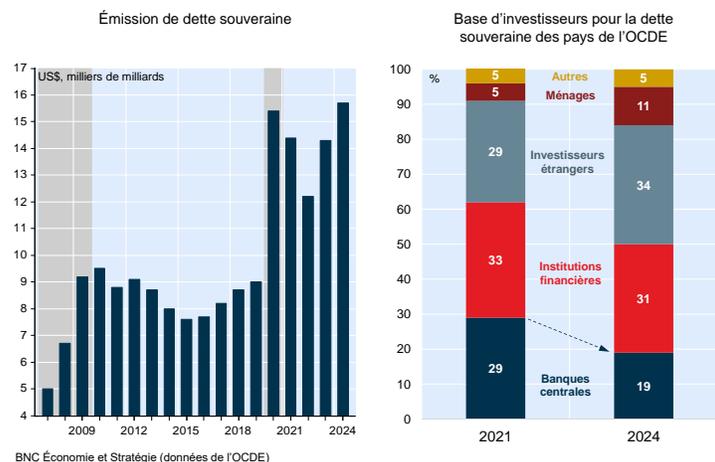
## Monde : Dérapage budgétaire

Équilibre structurel des administrations publiques



Des déficits plus importants se traduiraient par une augmentation des émissions de dette, ce qui pourrait s'avérer problématique dans le contexte actuel. Rappelons que le montant d'obligations souveraines émises par les pays riches en 2024 atteignait déjà un record historique et que, par conséquent, toute augmentation de l'offre à partir de ces niveaux serait susceptible de se traduire par une hausse des taux d'intérêt. D'autant plus que les banques centrales, qui sont des acquéreurs généralement moins sensibles aux prix, ont considérablement réduit leurs achats dans le segment et pourraient continuer à le faire à l'avenir si les droits de douane devaient maintenir l'inflation au-dessus de leur objectif, même dans un environnement de croissance moins porteur.

## OCDE : Beaucoup de dette à financer... moins d'aide des banques centrales

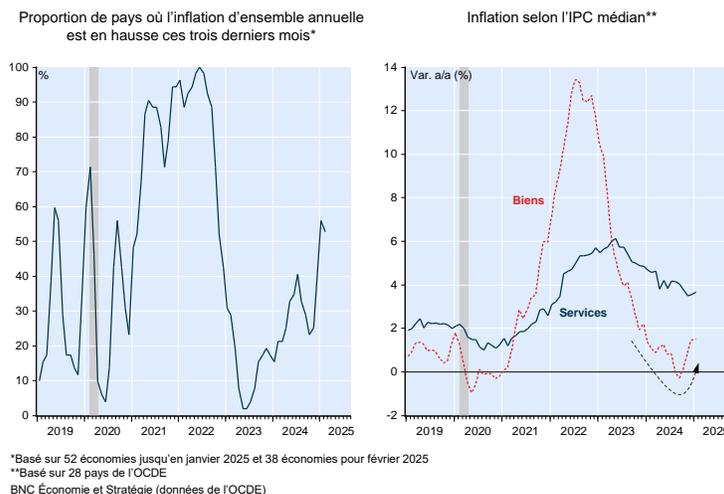


Les acheteurs étrangers de dette souveraine pourraient également se faire plus timides. Dans le passé, de nombreux acheteurs ont en effet recyclé le produit de leurs exportations (principalement des devises étrangères) dans de la dette étrangère. Toute réduction des exportations qui pourrait découler d'une augmentation des droits de douane risque donc de réduire cette demande de manière mécanique.

Il incombera donc aux institutions financières et aux ménages d'absorber cette dette. Ils pourraient se montrer disposés à le faire, mais nous craignons qu'ils ne demandent une rétribution plus importante sous forme d'un taux d'intérêt plus élevé s'ils estiment que le protectionnisme risque de maintenir l'inflation au-dessus de la cible des banques centrales. C'est pourquoi il sera de la plus haute importance de suivre l'évolution des prix dans les mois à venir. Les tensions inflationnistes semblaient déjà s'être intensifiées dans le secteur des biens avant même l'imposition des droits de douane et pourraient rapidement devenir

problématiques si les entreprises décidaient de répercuter la hausse de leurs coûts sur les consommateurs.

## OCDE : Le retour de l'inflation des biens constitue un risque croissant



Selon nous, une résurgence de l'inflation causée par l'imposition de droits de douane punitifs constitue le principal risque pour l'économie mondiale. En plus de réduire le pouvoir d'achat des consommateurs, celle-ci pourrait limiter la capacité des banques centrales à réduire les taux à court terme et conduire à un maintien de taux longs à des niveaux plus élevés qu'ils ne le seraient autrement. Bien que nous n'ayons pas encore pleinement intégré ce risque dans notre scénario, nous avons tout de même revu à la baisse nos prévisions de croissance mondiale pour tenir compte d'un environnement beaucoup plus protectionniste que ce que nous avions envisagé à l'origine. Nous prévoyons maintenant que le PIB mondial ne croîtra que de 2.8% en 2025 (contre 3.0% le mois précédent) et de 2.7% en 2026 (contre 3.1%). Nous restons prêts à revoir ce scénario à la hausse en cas de désescalade de la rhétorique tarifaire.

Perspectives mondiales			
	2024	2025	2026
<b>Économies avancées</b>	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>
États-Unis	2.8	1.7	0.8
Zone euro	0.9	0.8	0.9
Japon	0.1	1.1	0.6
Royaume-Uni	1.1	0.9	1.0
Canada	1.5	1.1	0.9
Australie	1.1	1.9	2.1
Corée du Sud	2.1	1.0	1.5
<b>Économies émergentes</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>
Chine	5.0	4.5	4.2
Inde	6.3	6.2	6.2
Mexique	1.5	-0.4	0.7
Brésil	3.4	1.8	1.6
Russie	4.3	1.5	1.0
<b>Monde</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>

BNC Économie et Stratégie (données BNC et Consensus Economics)



**Abonnez-vous à nos publications : [BNCEconomieetStrategie@bnc.ca](mailto: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. FBN 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 à passeporté 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 SFC 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.