

## Les élections américaines brouillent les perspectives mondiales

Par Jocelyn Paquet

### Sommaire

- De tous les événements survenus au cours du mois dernier, les élections américaines sont sans aucun doute l'un de ceux qui continueront d'impacter les perspectives mondiales dans un avenir prévisible. Cela n'est pas seulement dû aux politiques protectionnistes prônées par le président élu pendant sa campagne, mais aussi au fait que la mise en œuvre de ces politiques a été rendue plus probable par la prise de contrôle des deux chambres du Congrès par le Parti républicain.
- En tenant compte plusieurs facteurs, et en gardant à l'esprit que toute projection faite à ce stade est très incertaine, notre scénario de base n'intègre qu'une modeste intensification des mesures protectionnistes de Washington en 2025. Nous nous attendons à ce que la Chine et le Mexique soient les principales cibles des nouveaux tarifs douaniers, le Mexique subissant le plus gros des dommages économiques collatéraux en raison de son exposition à la demande américaine. Le Canada, le Viêt Nam, l'Allemagne et le Japon pourraient également être touchés, mais dans une moindre mesure.
- Le choc lié à l'imposition de nouveaux droits de douane devrait être gérable à l'échelle planétaire, mais cela ne signifie pas que la croissance mondiale sera solide en 2025. C'est que l'escalade des tensions commerciales se produira malheureusement à un moment où de nombreuses régions du monde tournent déjà au ralenti.
- Notre prévision de croissance mondiale reste inchangée pour 2025 à 2.9%, les révisions à la baisse en Chine et au Mexique étant en bonne partie compensées par une trajectoire significativement plus robuste aux États-Unis. À plus long terme, nous prévoyons une légère accélération de la croissance mondiale en 2026, à 3.1%.

De tous les événements survenus au cours du mois dernier, les élections américaines sont sans aucun doute l'un de ceux qui continueront d'impacter les perspectives mondiales dans un avenir prévisible. Cela n'est pas seulement dû aux politiques protectionnistes prônées par le président élu pendant sa campagne, mais aussi au fait que la mise en œuvre de ces politiques a été rendue plus probable par la prise de contrôle des deux chambres du Congrès par le Parti républicain. Nous disons « plus probable » car, dans une large mesure, le programme qui sera mis de l'avant au jour 1 de la nouvelle administration demeure un mystère. Et c'est précisément cette incertitude qui contribue à augmenter les niveaux d'anxiété dans de nombreuses capitales du monde.

C'est évidemment la menace de l'imposition de droits de douane qui génère le plus de stress. Et pour cause. Le premier mandat du président Trump avait déjà été marqué par un renversement de la tendance séculaire à la baisse des droits de douane et, étant donné le soutien croissant dont bénéficient ces mesures tant dans les rangs républicains que dans l'opinion publique, il est logique de s'attendre à ce qu'elles soient utilisées encore plus largement à l'avenir.

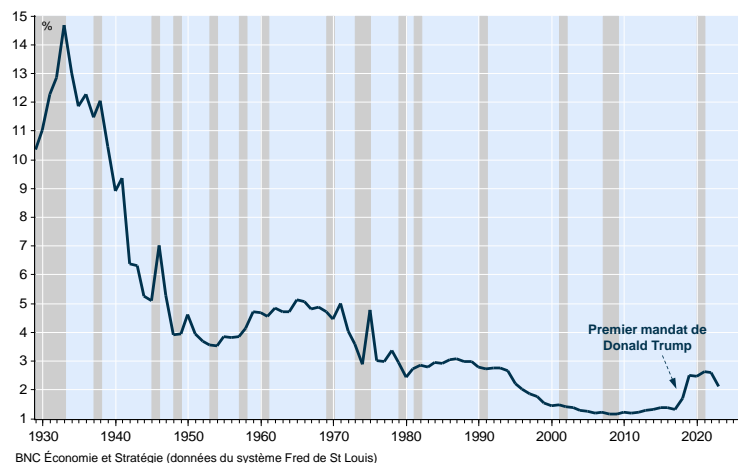
### É.-U. : Le balayage républicain sème le doute sur les politiques futures

Indice d'incertitude de la politique économique des États-Unis



### É.-U. : La fin d'une tendance séculaire?

Droits de douane en pourcentage du total des importations



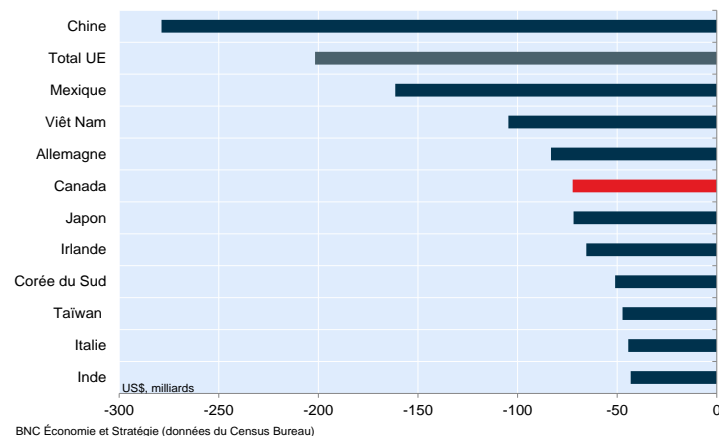
Il va sans dire que l'imposition de droits de douane supplémentaires par Washington pèserait sur la croissance économique mondiale, mais il est presque impossible à ce stade de savoir dans quelle mesure. Il y a tout simplement trop d'inconnues. Les pays frappés mettraient-ils en place des mesures de rétorsion? Les droits de douane seraient-ils contestés devant les tribunaux? Ces actions en justice seraient-elles couronnées de succès? Et si oui, combien de temps faudrait-il pour faire appliquer les décisions des tribunaux? Mais avant même d'aborder ces questions, il nous faudra savoir quels pays seront touchés, et dans quelle mesure. Et sur ces points, nous risquons de ne pas obtenir beaucoup d'informations fiables avant la passation du pouvoir le 20 janvier. Le président désigné a bien avancé quelques chiffres au cours des dernières semaines (25% de tarifs sur l'ensemble des importations en provenance du Mexique et du Canada, 10% additionnels sur la Chine et 100% sur les pays du BRICS), mais ceux-

ci sont plus susceptibles de servir de point de départ à des négociations que d'offres finales.

Le fait de ne pas connaître les détails exacts de la politique future de l'administration américaine ne nous empêche toutefois pas de fournir à nos lecteurs un cadre analytique permettant de juger du degré d'exposition de différents pays aux mesures protectionnistes. À tort ou à raison, le président Trump et son entourage estiment que les États-Unis se font « flouer » par les pays avec lesquelles ils entretiennent un important déficit commercial. Selon ce paramètre, la Chine, le Mexique, le Viêt Nam, l'Allemagne, le Canada et le Japon semblent particulièrement exposés à une intensification de la guerre commerciale.

### Monde : Le déficit commercial comme cheval de bataille

Déficit du commerce de marchandises avec les États-Unis en 2023 sur la base de la balance des paiements

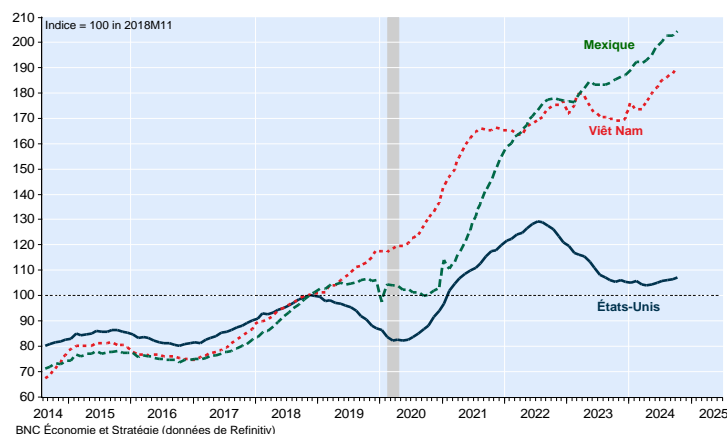


Si le déficit commercial risque d'être l'un des principaux critères utilisés à Washington pour déterminer *quel* pays sera frappé par des droits de douane, d'autres facteurs pourraient également entrer en ligne de compte pour déterminer *l'ampleur* de ces droits. De manière générale, nous croyons que les pays alignés sur les États-Unis d'un point de vue géopolitique (le Canada et le Japon, par exemple) risquent d'être traités avec plus d'indulgence que les pays « rivaux » (la Chine). Le Mexique pourrait faire figure d'exception ici. Bien qu'allié des États-Unis, il pourrait être traité relativement plus durement sur le plan des relations commerciales, car il est en grande partie responsable de deux problèmes que la nouvelle administration semble particulièrement déterminée à éradiquer : l'immigration illégale et la contrebande d'opioïdes.

Il est également peu probable que Washington voie d'un bon œil le fait que le Mexique soit l'un des principaux bénéficiaires de la stratégie de réexportation de la Chine, qui consiste à faire transiter par des pays tiers les marchandises destinées au marché américain. D'autres pays risquent également d'être réprimandés pour la même raison, notamment le Viêt Nam.

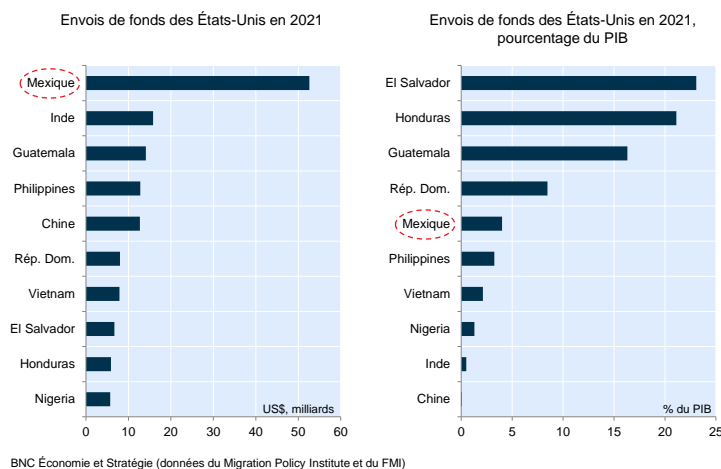
### Monde : Les réexportations chinoises dans la mire de Washington

Exportation de marchandises par la Chine



Soulignons aussi au passage la vulnérabilité du Mexique à une réduction importante des flux migratoires vers les États-Unis, que ce soit par le biais d'une réduction des cibles d'immigration de Washington, d'une surveillance plus serrée de la frontière ou, de manière moins probable, de l'expulsion d'immigrants clandestins se trouvant déjà sur le territoire américain. Quelle que soit la méthode utilisée, si Washington parvenait à réduire le nombre de Mexicains élisant domicile sur le sol américain, il en résulterait très probablement une diminution des transferts d'argent que ceux-ci effectuent vers leur pays d'origine. Et comme ces envois de fonds représentent environ 4% du PIB mexicain, cela entraînerait certainement des répercussions négatives sur la croissance. Il en va de même pour plusieurs autres pays d'Amérique centrale.

### L'Amérique centrale très exposée à une diminution des flux migratoires

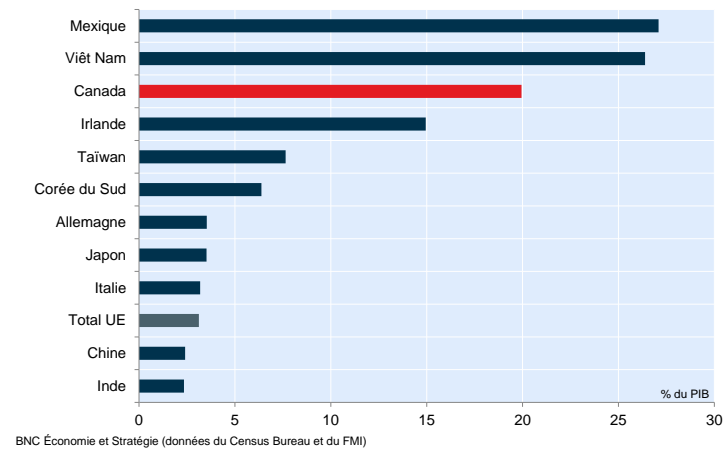


Pour en revenir à notre cadre d'analyse des risques, et compte tenu des facteurs énumérés ci-dessus, nous dirions que les pays les plus susceptibles d'être touchés par les droits de douane sont la Chine et le Mexique, suivis de près par le Viêt Nam, le Canada et l'Allemagne. Mais même dans ces cas, nous doutons que Washington opte pour l'option drastique des droits de douane généralisés, car une telle approche risquerait de raviver les tensions inflationnistes aux États-Unis et de semer le chaos dans les chaînes d'approvisionnement. Elle pourrait également attiser la colère dans les nombreux États où une part disproportionnée de l'emploi dépend de la libre circulation des marchandises d'un pays à l'autre. Ces considérations conduiront selon nous Washington à adopter une stratégie « industrie par industrie », plus restreinte et présentant moins de risques pour son économie nationale.

Quant à savoir ce que cela signifiera pour la croissance des pays qui seront tout de même visés, cela dépendra de l'exposition de ces derniers à la demande américaine. Un bon moyen de l'évaluer est de mesurer l'importance de leurs exportations vers les États-Unis dans l'ensemble de leur économie. Et selon ce paramètre, la Chine apparaît moins vulnérable que le Mexique, le Viêt Nam ou le Canada. À droits de douane égaux, l'économie chinoise risque donc d'être moins affectée que celle de certains autres pays.

## Monde : La Chine moins dépendante de la demande américaine

Exportations de marchandises aux États-Unis en pourcentage du PIB, en 2023



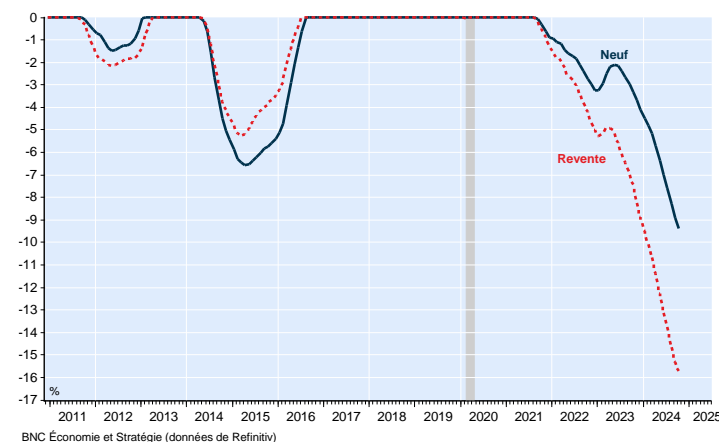
En tenant compte de tous ces facteurs, et en gardant à l'esprit que toute projection faite à ce stade est très incertaine, notre scénario de base n'intègre qu'une modeste intensification des mesures protectionnistes de Washington en 2025. Nous nous attendons à ce que la Chine et le Mexique soient les principales cibles des nouveaux tarifs douaniers, le Mexique subissant le plus gros des dommages économiques collatéraux en raison de son exposition à la demande américaine. Le Canada, le Viêt Nam, l'Allemagne et le Japon pourraient également être touchés, mais dans une moindre mesure.

Aussi limitée soit-elle, l'imposition de droits de douane devrait tout de même se traduire par une baisse de la croissance dans les pays visés, principalement par le biais d'une réduction des exportations et de l'investissement des entreprises. Ce recul devrait toutefois être en partie compensé à l'échelle internationale par une expansion plus robuste aux États-Unis.

Le choc lié à l'imposition de nouveaux droits de douane devrait donc être gérable, mais cela ne signifie pas que la croissance mondiale sera solide en 2025. C'est que l'escalade des tensions commerciales se produira malheureusement à un moment où de nombreuses régions du monde tournent déjà au ralenti. La Chine, par exemple, continue de souffrir d'un douloureux processus de désendettement dans le secteur du logement, qui s'est traduit par une forte baisse du prix des maisons, un scénario peu souhaitable dans un pays où l'immobilier représente une part disproportionnée du patrimoine des ménages.

## Chine : Les prix de l'immobilier résidentiel continuent de baisser

Indice des prix de l'immobilier résidentiel dans 70 villes, baisse depuis le pic précédent



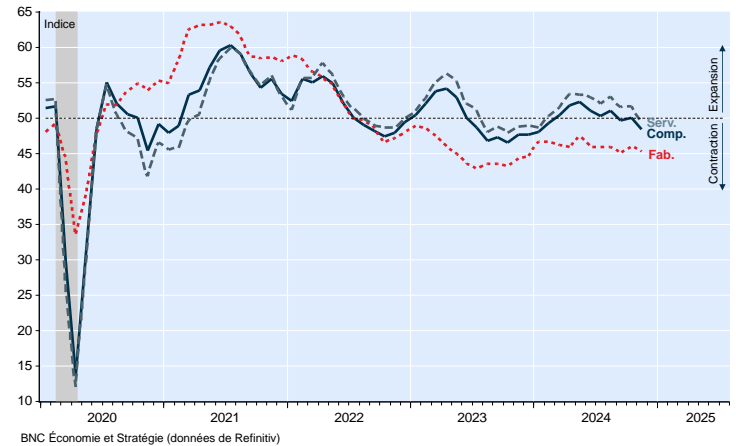
Sans parler de l'aversion apparente des autorités pour des mesures de relance budgétaire plus énergiques. Beijing a bien annoncé un relèvement du plafond d'endettement des gouvernements locaux et autorisé le

refinancement à moindre coût de leurs « dettes cachées », mais cela pourrait ne pas suffire à compenser entièrement la perte de revenus engendrée par l'effondrement des ventes de terrains détenus par ces entités à des promoteurs immobiliers. Quant à d'éventuels transferts fiscaux directs vers les ménages – la solution avancée par la plupart des économistes –, ils ne semblent pas être envisagés pour l'instant.

Plus que la Chine, toutefois, c'est la zone euro qui risque de continuer de peser sur l'économie mondiale à l'avenir. Après un T3 relativement encourageant, la croissance semble avoir à nouveau ralenti dans la zone de la monnaie unique, à en juger par le plus récent rapport PMI publié par la HCOB.

## Zone euro : Le secteur privé de nouveau en contraction en novembre

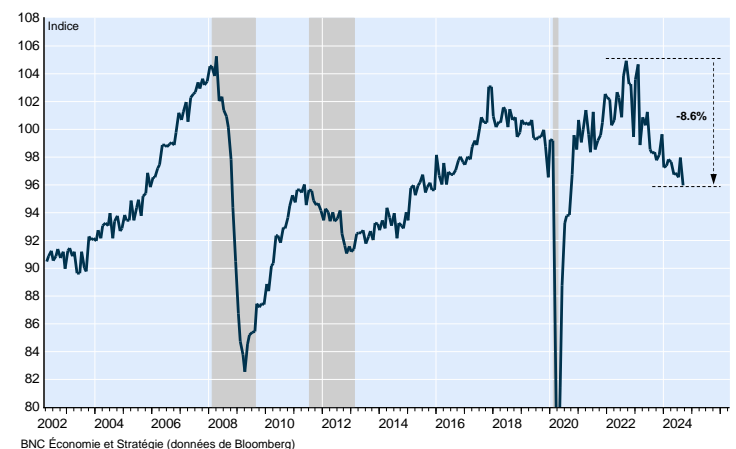
Indice PMI de la HCOB. Dernière observation : Novembre 2024



La production industrielle a, quant à elle, continué de baisser, ce qui a eu un effet disproportionné en Allemagne, qui flirte avec la récession depuis plusieurs trimestres déjà.

## Zone euro : Le secteur industriel en mauvaise posture

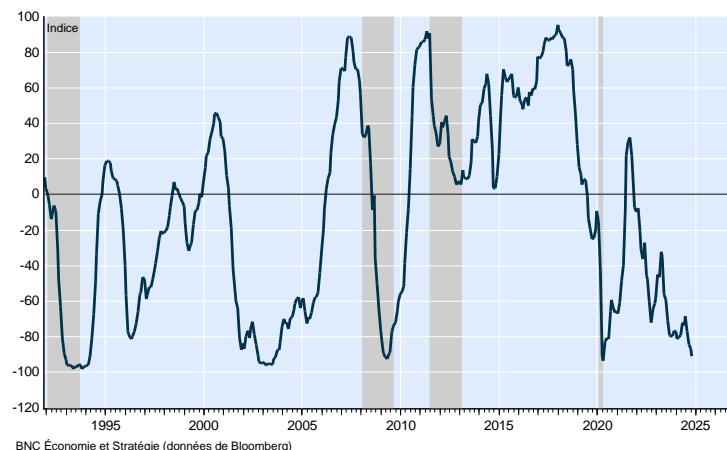
Production industrielle



L'optimisme des Allemands à l'égard de leur propre économie est même tombé à l'un des niveaux les plus bas jamais atteints après la chute du gouvernement de coalition et l'annonce de nouvelles élections en février.

## Allemagne : Une des plus mauvaises conjonctures depuis 30 ans ?

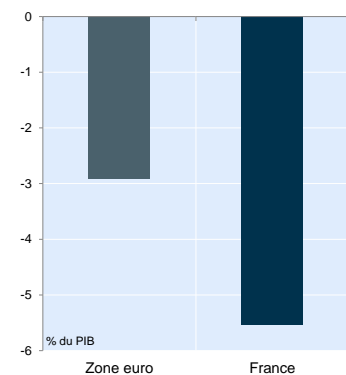
Enquête ZEW, évaluation des conditions économiques actuelles



Et comme un malheur ne vient jamais seul, le gouvernement français est également tombé après avoir échoué à faire passer un budget qui tablait sur un resserrement budgétaire de l'ordre de €60 milliards.

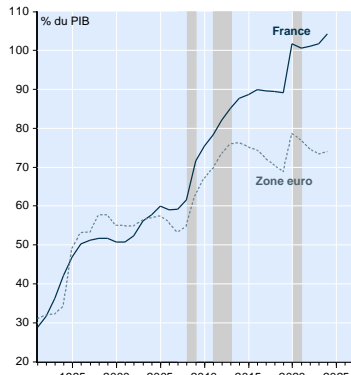
## France : Des finances publiques à redresser

Solde structurel des administrations publiques en pourcentage du PIB, 2024



BNC Économie et Stratégie (données du FMI)

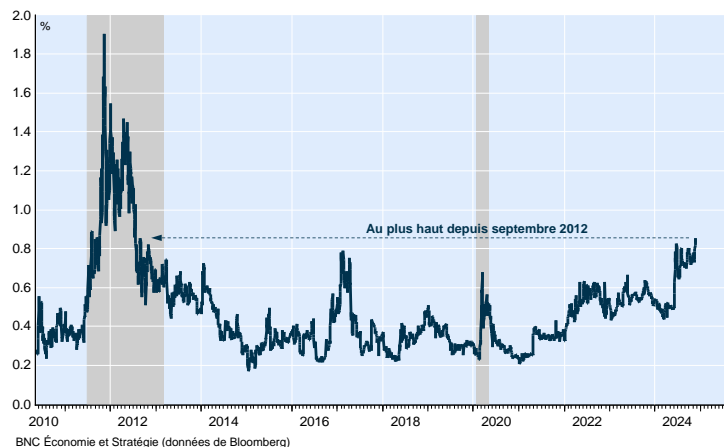
Dettes nettes des administrations publiques en pourcentage du PIB



Cela n'a évidemment rien fait pour calmer les marchés déjà soucieux de la trajectoire générale de la dette française et du fractionnement de l'électorat. Les écarts de crédit se sont dûment élargis, atteignant même temporairement leur plus haut niveau depuis la crise de la dette de 2011-2013.

## France : L'impasse politique érode la confiance des marchés

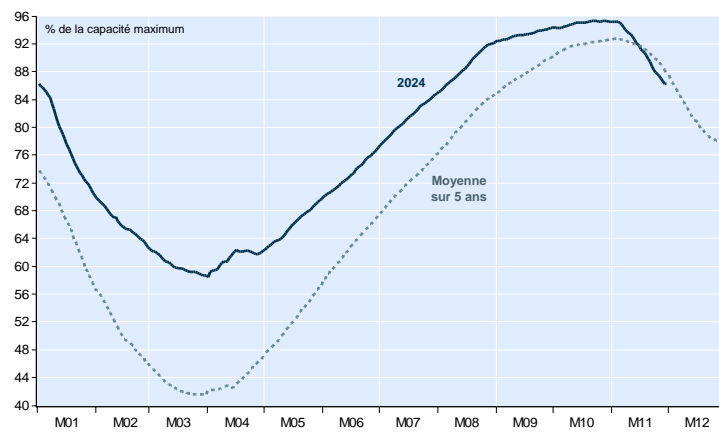
Écart entre les obligations de 10 ans de la France et de l'Allemagne



Comme si cela ne suffisait pas, une autre menace se profile à l'horizon en Europe : celle d'une perturbation importante de l'approvisionnement en gaz. Bien que les réserves restent élevées par rapport aux normes historiques, elles sont rapidement tombées en dessous de leur moyenne quinquennale cet automne, qui a été marqué par l'arrivée précoce de températures froides. Il n'en fallait pas plus pour que le prix du gaz naturel à destination de l'Europe s'envole; il a maintenant doublé depuis le début de l'année.

## Zone euro : L'hiver précoce ravive d'anciennes craintes

Réserves de gaz naturel



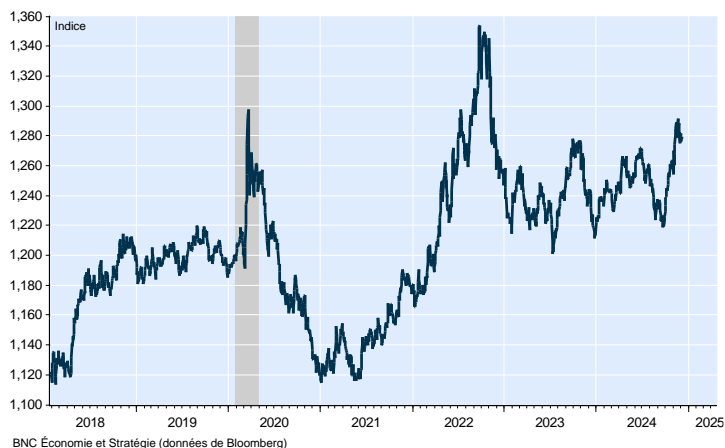
La mise sous sanction par le Trésor américain de Gazprombank explique aussi en partie ce mouvement de prix. Rappelons que cette banque était le dernier intermédiaire par lequel les pays européens pouvaient encore payer la livraison de gaz russe sur leur territoire. Et bien que le volume de ces livraisons ait considérablement diminué ces dernières années, elles représentent toujours une part importante de l'approvisionnement de l'Autriche, de la Hongrie et de la Slovaquie (65% en moyenne). Même si un mode de paiement de remplacement pouvait être trouvé, les livraisons risquent tout de même d'être stoppées le 1<sup>er</sup> janvier 2025, jour où le contrat régissant le transit du gaz russe par l'Ukraine viendra à terme.

Il convient de souligner que, même si le pire scénario se réalisait, l'Europe ne risquerait pas de manquer de gaz naturel de sitôt. En revanche, elle devrait probablement payer plus cher pour s'approvisionner. Outre qu'elle constituerait une taxe pour les entreprises et les consommateurs, une telle hausse des prix de l'énergie réduirait également la marge de manœuvre de la Banque centrale européenne à un moment où elle cherche plutôt à stimuler la croissance.

Compte tenu des développements récents et des risques futurs, nous maintenons nos prévisions prudentes concernant la croissance de la zone euro pour 2025. Pour les raisons mentionnées ci-dessus, nous avons également revu à la baisse notre scénario de croissance pour la Chine et le Mexique. La croissance d'autres économies émergentes a également été revue à la baisse pour tenir compte non seulement du risque émanant de Washington, mais aussi de l'appréciation continue du dollar américain, qui risque de rendre plus difficile le service de la dette dans certains pays et de forcer certaines banques centrales à donner priorité à la défense de leur monnaie au détriment de la croissance.

**Monde: La vigueur du USD constitue un risque pour les écon. émergentes**

Indice pondéré Bloomberg du dollar américain



Malgré ces changements, notre prévision de croissance mondiale reste inchangée pour 2025 à 2.9%, et ce grâce à une importante révision à la hausse de la trajectoire de croissance des États-Unis. À plus long terme, nous prévoyons une légère accélération de la croissance mondiale en 2026, à 3.1%.

### Perspectives mondiales

	2024	2025	2026
<b>Économies avancées</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>
États-Unis	2.8	2.2	1.7
Zone euro	0.7	0.8	1.2
Japon	0.0	0.8	1.0
Royaume-Uni	0.9	1.3	1.5
Canada	1.3	1.5	1.6
Australie	1.2	2.2	2.3
Corée du Sud	2.2	1.8	2.1
<b>Économies émergentes</b>	<b>4.2</b>	<b>3.8</b>	<b>4.1</b>
Chine	4.7	4.4	4.4
Inde	7.0	6.2	6.4
Mexique	1.5	0.8	1.7
Brésil	3.1	1.7	2.4
Russie	3.5	1.3	1.9
<b>Monde</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>

FBN Économie et Stratégie (données FBN 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 récupérez 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.