

## Maintien du statu quo face à l'incertitude

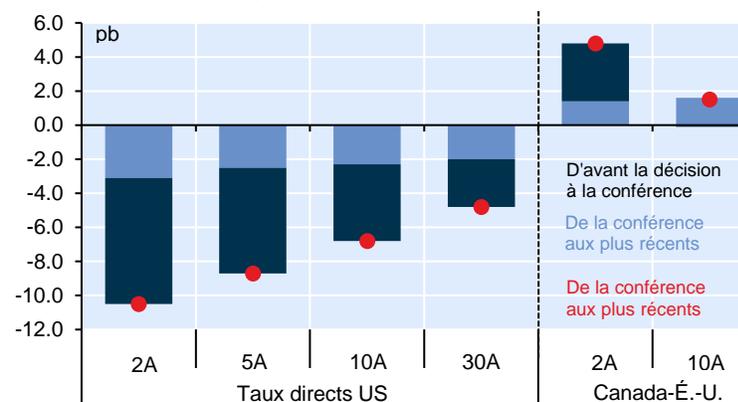
Par Taylor Schleich, Warren Lovely, Jocelyn Paquet et Ethan Currie

### Détails de la décision et communiqué sur les taux

- Le FOMC a maintenu la fourchette cible du taux directeur inchangée à **4,25-4,50 %**, en accord avec les attentes du marché.
  - Il n'y avait aucun dissident dans la décision sur le taux, mais Christopher Waller a voté contre les changements au bilan (voir plus loin).
  - C'est la deuxième fois de suite que le taux ne change pas; le taux directeur reste à 100 pb sous le pic de l'an dernier.
- La Fed commencera à ralentir le rythme de la réduction de son bilan à partir d'avril. Le rythme mensuel de sa réduction passera à 5 milliards \$ (contre 25 milliards \$ auparavant). Le plafond de rachat mensuel de MBS sera maintenu (35 milliards \$). À noter que Christopher Waller a voté contre cette mesure particulière; il aurait préféré le maintien du rythme des réductions existant.
- Aucun changement n'a été apporté à l'évaluation de l'économie ou de l'inflation dans le communiqué. Cependant, le communiqué abandonne la référence au fait que les risques pour le double mandat sont « sensiblement à l'équilibre ». Les grands argentiers ont ajouté que « l'incertitude entourant les perspectives économiques a augmenté ».
- Il n'y a pas eu de modification dans le segment prospectif du communiqué sur les taux : [traduction] « Dans l'évaluation de l'ampleur et du moment d'ajustements [des taux directeurs] des fonds fédéraux, le comité examinera attentivement les nouvelles données, les perspectives en évolution et l'équilibre des risques ».

### Reprise des obligations devant une baisse des perspectives de croissance, les points restent inchangés

Variation des rendements / différentiels d'avant la décision à la conférence



Sources : BNC, Bloomberg | Nota : Chiffres les plus récents de 16 h HNE

### Sommaire des projections économiques

- Croissance du PIB** : Les projections du PIB réel ont été réduites sur tout l'horizon de prévision. Le comité prévoit une croissance en 2025 de 1,7 % (comparativement à 2,1 % dans le SPE de décembre), alors que les projections pour 2026 et 2027 ont été réduites de deux dixièmes et d'un dixième, respectivement. On notera que les risques évalués pour les perspectives de croissance ont aussi dérivé davantage vers une baisse.
- Marché du travail** : Le comité n'a apporté que des modifications superficielles à sa prévision du taux de chômage. Il prévoit pour 2025 un taux de chômage de 4,4 % contre 4,3 % en décembre. Les projections pour 2026, 2027 et par la suite sont inchangées. Les risques pour les projections du taux de chômage ont été revus davantage à la hausse par rapport à décembre.
- Inflation** : Dans un deuxième SPE de suite, les prévisions d'inflation ont été relevées nettement. L'indicateur PCE d'ensemble est fixé à 2,7 % en 2025 contre 2,5 % en décembre alors que l'indicateur PCE de base devrait se situer à 2,8 % à la fin de l'année (2,5 % en décembre). L'inflation devrait redescendre près de la cible en 2026, avant de s'établir à 2 % en 2027. Là, le FOMC évalue que les risques continuent de pencher du côté de la hausse.
- Graphique à points** : Il y a eu beaucoup d'incertitudes entourant les mises à jour du graphique à points, mais finalement la Fed a opté collectivement pour le statu quo. Il reste 50 pb de détente prévus en 2025, bien qu'il semble y avoir une certaine dérive de la réflexion vers une hausse, alors que davantage de responsables de la politique monétaire (8 sur 19) prévoient moins de détente. Les taux devraient baisser à partir de là, mais d'ici 2027, le point médian reste au-dessus de l'estimation de la moyenne à long terme. Parlant du long terme (un bon substitut du niveau que la Fed juge neutre), l'estimation médiane reste à 3,0 %, bien que certains s'attendaient à ce que celle-ci augmente légèrement.

### Sommaire des projections économiques du FOMC

Dernières projections et SPE de décembre

	Dernières	Projections de décembre
<b>Variation du PIB réel (%)</b>		
2025	1,7	2,1
2026	1,8	2,0
2027	1,8	1,9
Long terme	1,8	1,8
<b>Taux de chômage (%)</b>		
2025	4,4	4,3
2026	4,3	4,3
2027	4,3	4,3
Long terme	4,2	4,2
<b>Inflation PCE (%)</b>		
2025	2,7	2,5
2026	2,2	2,1
2027	2,0	2,0
Long terme	2,0	2,0
<b>Inflation PCE de base (%)</b>		
2025	2,8	2,5
2026	2,2	2,2
2027	2,0	2,0

BNC Économie et stratégie, FRB

## Conférence de presse

Voici quelques points saillants de l'échange de questions et de réponses à la conférence de presse.

- L'inflation et la politique des droits de douane étaient les sujets les plus discutés de l'échange. Interrogé sur l'ampleur de l'augmentation de l'inflation due aux droits de douane, M. Powell a dit : « Clairement, ils en font fait partie. Une bonne partie [de l'inflation] provient des droits de douane ». Il a cependant souligné qu'il est très difficile de dire combien cela représente. À propos de la réponse de la politique à l'inflation due aux tarifs, il a relevé que ce genre d'augmentation de prix peut être « transitoire » si les attentes d'inflation à plus long terme sont bien ancrées. Et si l'effet de l'inflation est transitoire, on ne peut pas y réagir en resserrant la politique monétaire. M. Powell a, par la suite, ajouté que la vague antérieure de droits de douane (lors du premier mandat Trump) n'avait eu qu'un effet temporaire sur les prix. En ce qui concerne le mandat de la Fed d'assurer la stabilité des prix, il a noté qu'elle était sur le point d'y parvenir. Cependant, l'apparition de l'inflation due aux droits de douane implique que « tout nouveau progrès pourrait être retardé ».

- Interrogé sur les attentes d'inflation, M. Powell a reconnu leur augmentation à court terme qui est très probablement attribuable aux droits de douane. Cependant, plus loin sur l'horizon des attentes d'inflation « on ne voit pas grand-chose en termes de hausse des attentes d'inflation » dans les données d'enquête ou les points morts. Cela ne concorde bien entendu pas avec les données récentes de l'Université du Michigan, mais M. Powell a largement minimisé ce point de données qu'il a qualifié d'aberrant (*outlier*).

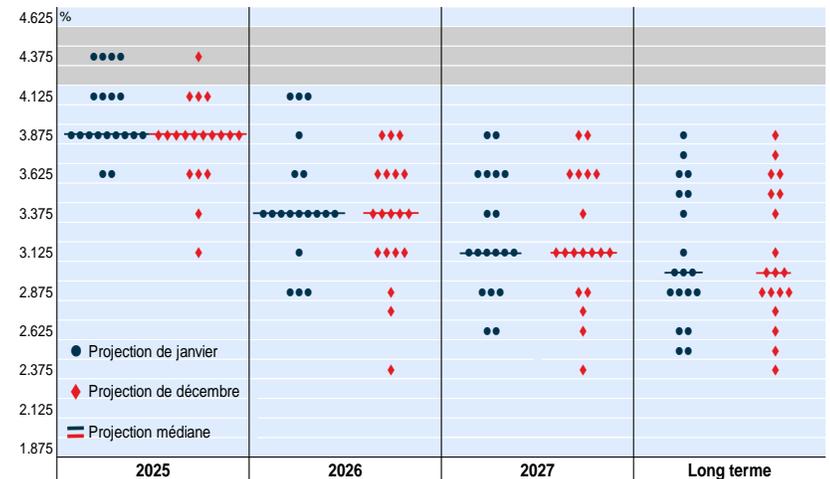
- À propos de l'économie réelle, M. Powell a souligné à plusieurs reprises que les données officielles sont solides et que le marché du travail est bien positionné. Le FOMC ne s'attend pas à une récession et il a mentionné la probabilité d'une récession du secteur privé qui a monté, mais demeure faible. Il constate évidemment la détérioration de la confiance et d'autres données de sondages et les surveillera de près. Cependant, il pense que la politique monétaire est bien calibrée et que la réponse appropriée à cette incertitude consiste à attendre d'y voir plus clair. M. Powell a aussi été interrogé sur la faiblesse des marchés boursiers et sur l'impact que cela pourrait avoir sur l'économie. Il a fait remarquer que ce qui compte pour la Fed ce sont les changements importants et persistants des conditions financières, seuil qui de toute évidence n'a pas été franchi. M. Powell s'est gardé de donner une opinion sur le calendrier ou le niveau qui susciteraient plus de préoccupation et déclenchaient une réponse de la politique monétaire.

- Interrogé sur la question de savoir si la trajectoire du taux directeur devait rester inchangée, M. Powell a dit qu'une inflation plus élevée (plaidant pour moins de réductions des taux) était compensée par une croissance plus faible (appelant une augmentation des réductions). Les prévisions comportent aussi une certaine inertie. M. Powell a spéculé que lorsque l'incertitude est élevée, les membres du comité peuvent avoir tendance à ne pas changer de position. Le président a aussi été interrogé sur le fait que le communiqué a abandonné la reconnaissance que les risques de l'inflation et de l'emploi étaient équilibrés, mais il a indiqué que cela n'était pas un indice et représentait simplement une simplification de la formulation du communiqué.

- À propos des changements concernant le bilan, M. Powell a dit que cela n'était pas censé donner une indication sur la politique monétaire générale. Cela permet simplement au FOMC de s'approcher d'un état stable des réserves plus lentement. Le président de la Fed a aussi dit que le FOMC souhaite vivement continuer de laisser les MBS sortir du bilan. À terme, il voudra interrompre la réduction nette, mais cela pourrait quand même impliquer un retrait progressif des MBS (et impliquerait des achats nets d'obligations du Trésor).

### É.-U. : Graphiques à points du FOMC

Fourchette cible actuelle : 4.25%-4.50% (zone grise)



BNC Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale)

## Conclusion

Il n'y avait aucun doute sur le fait la Fed allait maintenir les taux inchangés aujourd'hui, mais le message envoyé (particulièrement par le graphique à points) était incertain. Enfin, il n'y a pas eu de modification de l'attente médiane concernant la trajectoire des taux, bien qu'il y ait eu une certaine dérive de points à la hausse en 2025 (il y a maintenant 8 participants sur 19 qui prévoient une réduction ou aucune réduction cette année). Alors que cela pourrait être interprété comme un ton plutôt de faucon, les révisions à la baisse des perspectives de croissance indiquent le contraire, puisque les chiffres pour 2025, 2026 et 2027 ont tous été révisés à la baisse. Il est vrai que les perspectives d'inflation ont aussi été légèrement augmentées, mais la prévision de 2,7 % d'inflation cette année est suivie d'un retour effectif à la cible d'inflation l'an prochain. Dans l'ensemble, les éléments de communication nous semblent plutôt accommodants, comparativement aux attentes d'avant la décision. C'est assurément ainsi que l'ont interprété les marchés également à en croire l'importante baisse des rendements (-10 pb pour les obligations de 2 ans) et la remontée des marchés boursiers.

Quant à nos propres prévisions, nous nous attendons à ce que la Fed réagisse plus au ralentissement de la croissance qu'aux risques d'augmentation de l'inflation. Nous continuons par conséquent de prévoir trois réductions des taux d'intérêt cette année (une de plus que le graphique à points), dans l'hypothèse où notre projection d'une croissance plus lente se matérialise. Cela dit, l'inflation et les anticipations d'inflation méritent d'être suivies de près. Si les pressions des prix demeurent fermes et si les consommateurs, les entreprises et les marchés s'attendent à des augmentations plus rapides des prix, la Fed pourrait devoir résister à la tentation de réduire les taux autant. Ce n'est pas notre scénario de base et les remarques de M. Powell à propos des attentes à plus long terme qui sont bien ancrées renforcent cet argument. Néanmoins, c'est un



risque qui mérite d'être reconnu. Ce qui nous semble encore moins probable, c'est que la Fed soit empêchée de réduire les taux d'intérêt à cause d'une inflation persistante et d'une poursuite d'une croissance supérieure au potentiel. Nous pensons que ces jours-là sont révolus.

La prochaine décision de la Fed aura lieu le 7 mai et il *n'y aura pas* de Sommaire des projections économiques révisé. Le procès-verbal de cette réunion sera publié le 9 avril.

## Le communiqué de la Fed :

### Federal Reserve issues FOMC statement

Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty around the economic outlook has increased. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.

In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. Beginning in April, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$25 billion to \$5 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at \$35 billion. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action was Christopher J. Waller, who supported no change for the federal funds target range but preferred to continue the current pace of decline in securities holdings.



## Abonnez-vous à nos publications : [BNC.EconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNC.EconomieetStrategie@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 Prudentiel 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 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.