

L'impact des droits de douane rend les données difficiles à interpréter

Par Jocelyn Paquet

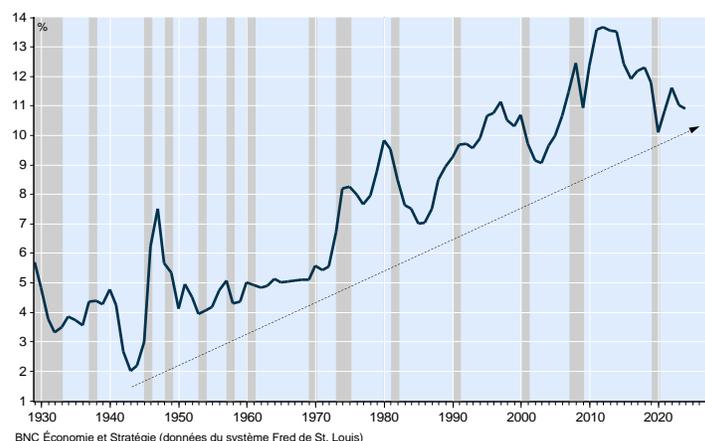
Sommaire

- Dans la dernière édition de ce mensuel économique, nous affirmions que les droits de douane, à leur niveau de l'époque, étaient intenable pour Washington étant donné l'impact prohibitif qu'ils pourraient avoir sur l'économie. Nous nous attendions donc à ce que le taux moyen de taxe à l'importation soit graduellement abaissé à environ 10-15 % à l'issue de négociations. En ce sens, la trêve annoncée entre la Chine et les États-Unis ne change pas nos vues.
- Et bien que les mesures protectionnistes aient été considérablement amoindries ces derniers jours, elles risquent tout de même maintenir l'inflation au-dessus de l'objectif de la banque centrale pendant un certain temps. Peut-être pas suffisamment pour empêcher toute baisse des taux cette année, mais assez pour inciter la banque centrale à faire preuve de prudence dans son approche.
- Des taux directeurs plus élevés que ce qui aurait été le cas autrement pourraient, quant à eux, entraîner un ralentissement de la croissance au second semestre. À plus court terme, la croissance économique devrait rester assez bonne au deuxième trimestre, soutenue par une forte baisse des importations. Tout cela devrait se traduire par une croissance de 1,5 % cette année et de 1,1 % en 2026.

Ayez une pensée pour les économistes qui ont tenté d'estimer avec un quelconque degré de précision l'impact économique potentiel des surtaxes imposées par Washington à plusieurs de ses partenaires commerciaux depuis le 1^{er} février, car, pour reprendre les mots de Churchill, ils ont essayé de résoudre un rébus enveloppé de mystère au sein d'une énigme. Les changements constants de politiques ont certainement contribué à brouiller les cartes ici, tout comme l'absence de précédents historiques, qui rend la calibration de modèles beaucoup plus difficile. C'est que pratiquement aucune donnée économique ne remonte suffisamment loin dans le temps pour permettre d'étudier d'autres épisodes où les droits de douane ont augmenté autant qu'ils pourraient le faire aujourd'hui, ce qui réduit la compréhension des experts de l'impact de politiques protectionnistes sur l'économie. Et même si l'on disposait de plus d'informations sur des épisodes passés, celles-ci pourraient ne pas s'appliquer au contexte actuel, le commerce international représentant aujourd'hui une part beaucoup plus importante du PIB qu'autrefois.

É.-U. : Le commerce international occupe une place plus importante qu'autrefois

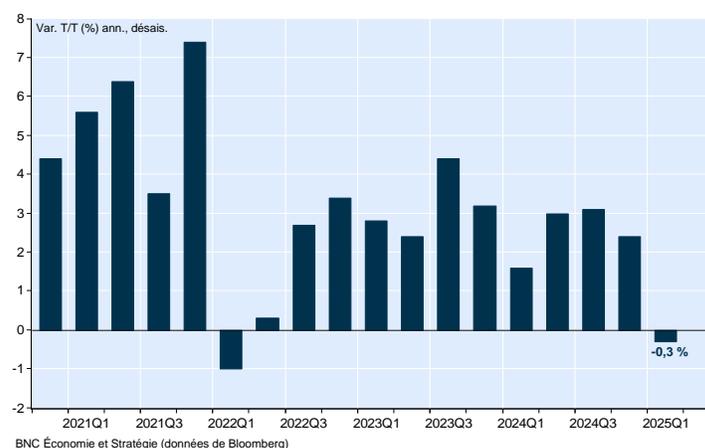
Exportations (biens + services) en pourcentage du PIB



Compte tenu de l'incertitude, la plupart des prévisionnistes se sont contentés ces dernières semaines d'énoncer une évidence, à savoir que les droits de douane risquaient de ralentir la croissance aux États-Unis et de maintenir l'inflation à un niveau plus élevé qu'il ne le serait autrement. Toute précision supplémentaire devrait malheureusement attendre la publication de données économiques quantitatives, et non plus seulement qualitatives. Ces dernières commencent enfin à arriver, révélant les premiers effets des droits de douane et donnant certaines indications sur l'évolution future de l'économie. Parmi celles-ci, le rapport sur le PIB du premier trimestre, qui a révélé une première contraction en près de trois ans, occupe une place prépondérante.

É.-U. : Première contraction de l'économie en trois ans au T1

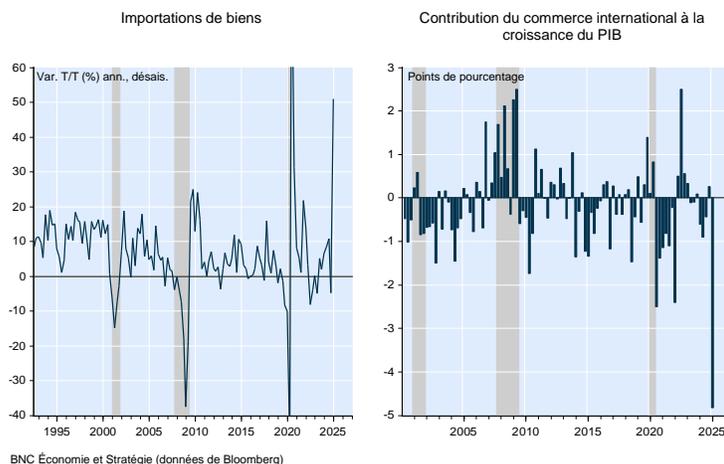
PIB réel



La volonté de nombreuses entreprises américaines de devancer leurs commandes internationales afin d'éviter les droits de douane a certainement fait paraître la croissance beaucoup plus faible qu'elle ne l'était en réalité au cours du trimestre, les importations de biens ayant augmenté de pas moins de 50,9 % en rythme annualisé, leur plus forte

hausse depuis le début de la pandémie. Cela s'est traduit non seulement par un déficit commercial de marchandises record, mais aussi par une contribution négative de 4,84 points de pourcentage à la croissance du PIB de la part du commerce international, la plus importante jamais enregistrée.

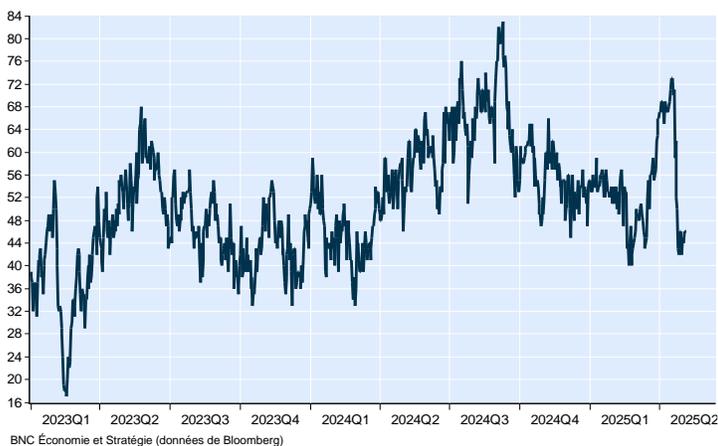
É.-U. : Les importations ont fortement freiné la croissance



Les importations risquant désormais de souffrir de l'imposition de droits de douane élevés (et ce même après les ententes avec la Chine et le Royaume-Uni), nous prévoyons que cette contribution sera presque complètement inversée au deuxième trimestre. Les indicateurs du trafic maritime, qui révèlent en effet une forte baisse des expéditions à destination des États-Unis en provenance de la Chine, pointe certainement dans cette direction.

Monde : Baisse marquée des importations à prévoir au T2

Nombre de navires porte-conteneurs partant de la Chine à destination des États-Unis

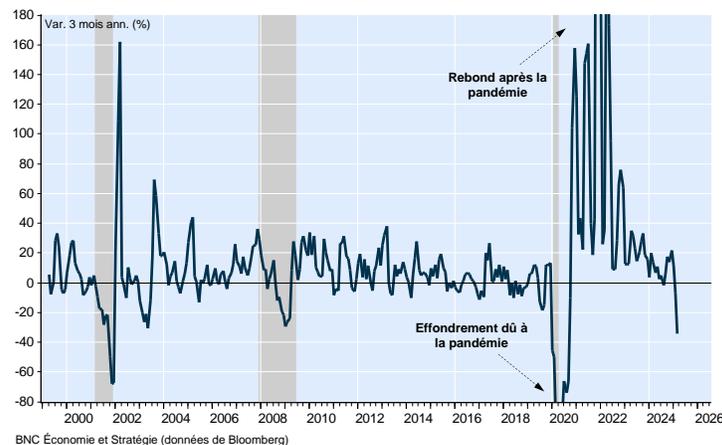


Outre la forte augmentation des importations de biens, la contribution négative record du commerce à la croissance du PIB au premier trimestre s'expliquait également par une baisse des exportations de services, et plus particulièrement des services dits de « voyages », qui comprennent l'hébergement, les repas, les frais d'agence de voyages et les frais d'études payés par les visiteurs étrangers aux États-Unis. Celles-ci ont chuté de pas moins de 34,5 % en rythme annualisé au cours des trois mois terminés en mars, soit la pire performance depuis 2001 si l'on exclut la période pandémique. Ces chiffres confirment ce que les données sur les ventes de billets d'avion laissaient déjà entrevoir ces dernières semaines, à savoir que certains voyageurs boudent désormais les États-Unis pour protester contre certaines mesures mises en place par Washington. Et contrairement au secteur des biens, un retour rapide à la normale ne semble pas à prévoir ici, les exportations liées au voyage risquant de rester déprimées et de

peser sur les secteurs dépendants du tourisme jusqu'à ce que les relations entre les pays d'origine des voyageurs potentiels et la Maison-Blanche s'améliorent.

É.-U. : Le tourisme pâtit de la détérioration des relations commerciales

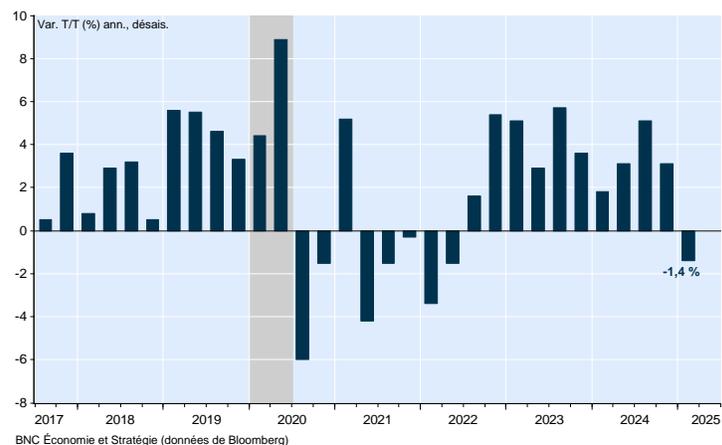
Exportations de services de voyages, y compris les études, des États-Unis



La baisse des dépenses publiques (-1,4 % en glissement trimestriel annualisé), la première en près de trois ans, était un autre élément notable du rapport sur le PIB du premier trimestre, car elle constituait peut-être l'une des premières preuves tangibles des coupes budgétaires orchestrées à Washington par le département de l'Efficacité gouvernementale (DOGE). Et à en juger par les informations relayées par les médias qui faisaient état d'une intensification de ces efforts au deuxième trimestre, il ne serait pas surprenant que ce recul soit le premier d'une longue série. Voilà donc un autre secteur de l'économie qui risque de peser sur la croissance au cours des prochains trimestres.

É.-U. : Baisse inattendue des dépenses publiques... qu'un début?

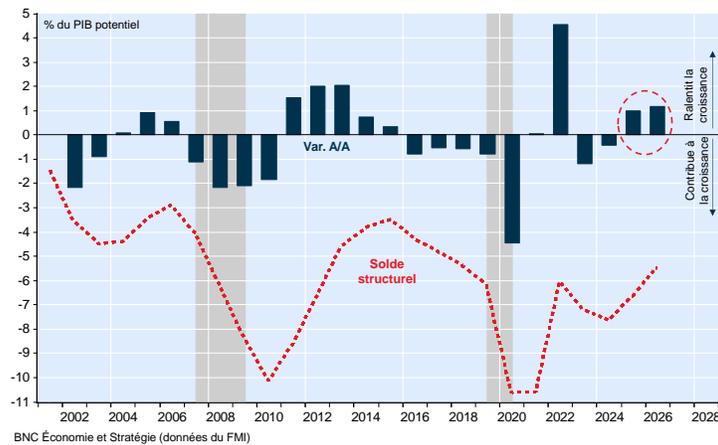
Dépenses des administrations publiques



C'est là une opinion que partage le FMI, dont les plus récentes prévisions font état de dépenses publiques qui freinent la croissance aux États-Unis au cours des deux prochaines années.

É.-U. : Selon le FMI, les dépenses publiques ralentiront la croissance

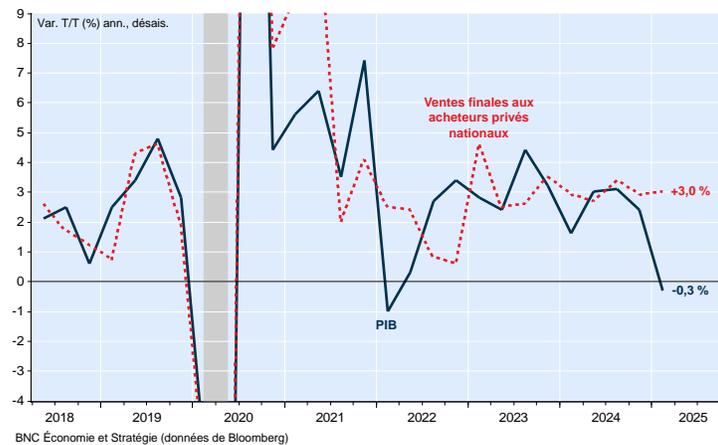
Solde structurel de l'administration publique générale en proportion du PIB potentiel



Les exportations nettes et, dans une moindre mesure, les dépenses publiques étant en grande partie responsables du recul du PIB réel au premier trimestre, on aurait pu être tenté de se focaliser sur la hausse annualisée de 3,0 % des ventes finales aux acheteurs privés nationaux (mesure qui combine la consommation des ménages et les investissements des entreprises) et de conclure que la croissance sous-jacente aux États-Unis restait solide en début d'année. Mais cela ne tient pas compte du fait que la guerre commerciale a très bien pu fausser les données dans ce segment également.

É.-U. : La demande privée domestique résiliente au T1

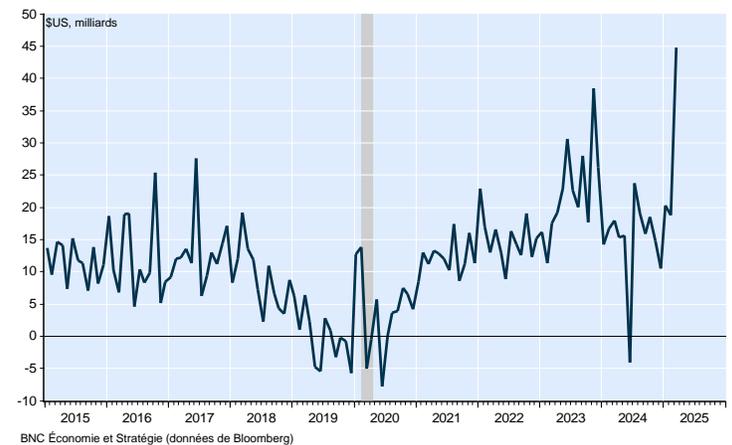
PIB réel et ventes finales aux acheteurs privés nationaux (consommation des ménages + investissement privé)



Redoutant une hausse des prix due à l'imposition de surtaxes, il est en effet probable que les agents économiques aient anticipé une partie de leurs dépenses au premier trimestre, stimulant du même coup la croissance de manière artificielle. La forte augmentation des commandes d'avions, qui a contribué à une hausse annualisée de 13,2 % des investissements dans le secteur volatil des transports, semblait confirmer cette hypothèse en ce qui concerne l'investissement des entreprises.

É.-U. : Le devancement des dépenses visible dans les données (1)

Commandes de biens durables, aéronefs civils

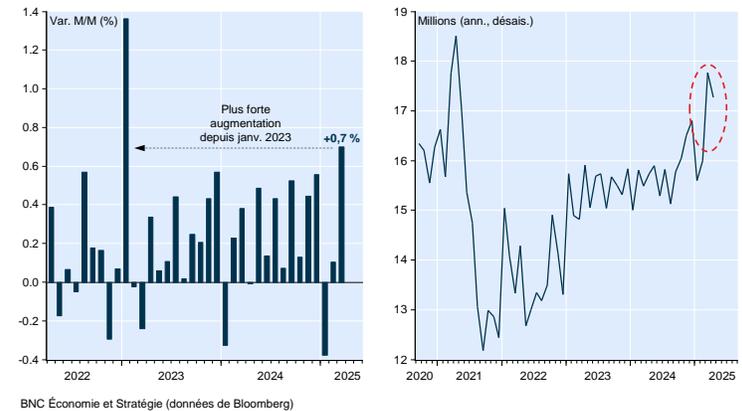


La situation était similaire du côté de la consommation, les ménages s'étant apparemment rués sur des automobiles avant que celles-ci ne soient soumises à des droits de douane.

É.-U. : Le devancement des dépenses visible dans les données (2)

Dépenses de consommation réelles

Ventes de véhicules automobiles

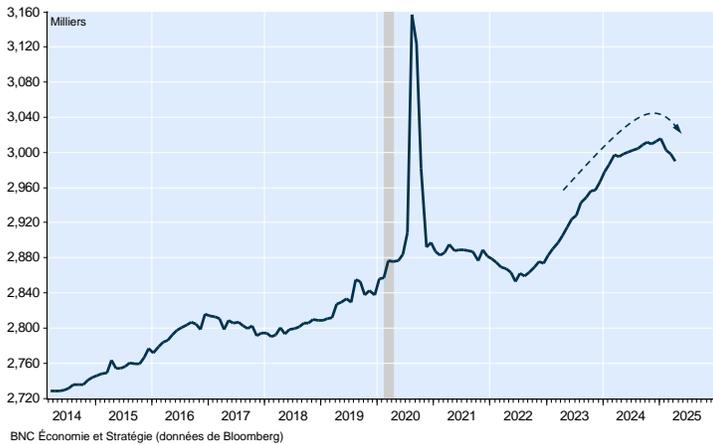


Ce comportement des entreprises et des consommateurs soulève une question : la vigueur du premier trimestre a-t-elle été obtenue au détriment de la croissance future ? Autrement dit, les dépenses supplémentaires engagées en début d'année seront-elles compensées par la suite ? La réponse à cette question est probablement oui, mais la sévérité du contrecoup dépendra de deux facteurs : la solidité du marché du travail et la capacité de la Réserve fédérale d'assouplir sa politique monétaire. En ce qui concerne le premier élément, le dernier rapport sur l'emploi demeurerait plutôt encourageant, les effectifs salariés non agricoles ayant progressé à un rythme supérieur aux prévisions en avril (+177 000) et le taux de chômage étant demeuré stable à un niveau bas.

Sans vouloir être rabat-joie, il est important de noter que la création d'emplois a certainement été surestimée dans le rapport. En effet, malgré une troisième baisse mensuelle consécutive en avril, le secteur public a bénéficié d'une anomalie méthodologique : les salariés ayant reçu des indemnités de licenciement ont été comptabilisés comme toujours à l'emploi, ce qui a masqué les mises à pieds effectués par le département de l'Efficacité gouvernementale (DOGE).

É.-U. : L'emploi public surévalué dans le rapport d'avril

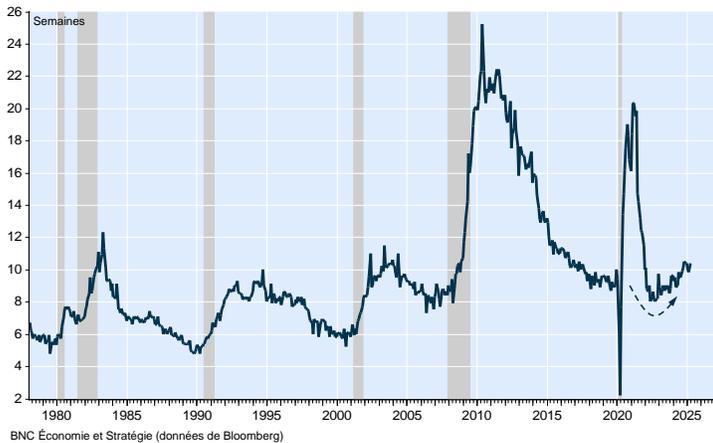
Emploi de l'administration fédérale



Bien que cette anomalie ne fût pas de nature à altérer complètement les conclusions du rapport, d'autres signes d'un ralentissement de la demande de main-d'œuvre étaient tout de même visibles dans l'enquête auprès des ménages. Le nombre de personnes au chômage depuis plus de 27 semaines, par exemple, a continué d'augmenter, tout comme la durée médiane des périodes de chômage. Ces deux indicateurs vont de pair avec l'augmentation du nombre d'allocations de chômage maintenues et laissent penser qu'il est de plus en plus difficile de trouver du travail après avoir perdu un emploi.

É.-U. : Il devient plus difficile de trouver du travail après une perte d'emploi

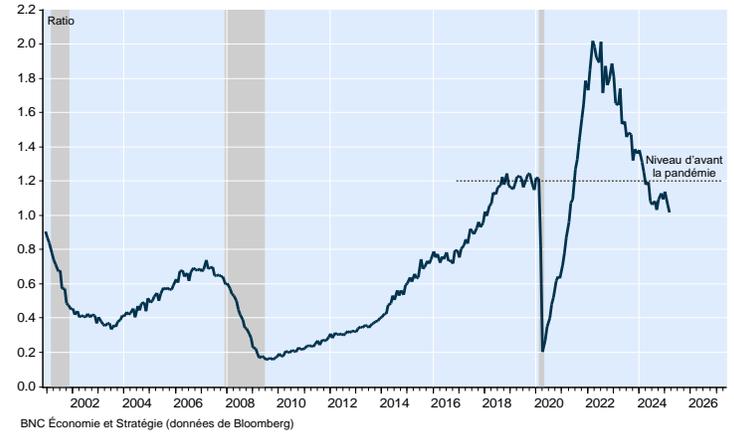
Durée médiane d'une phase de chômage



Constat similaire du côté du rapport JOLTS, qui montre que le nombre d'offres d'emploi par chômeur a recommencé à diminuer après un regain à la fin de l'année dernière.

É.-U. : La demande de main-d'œuvre diminuée

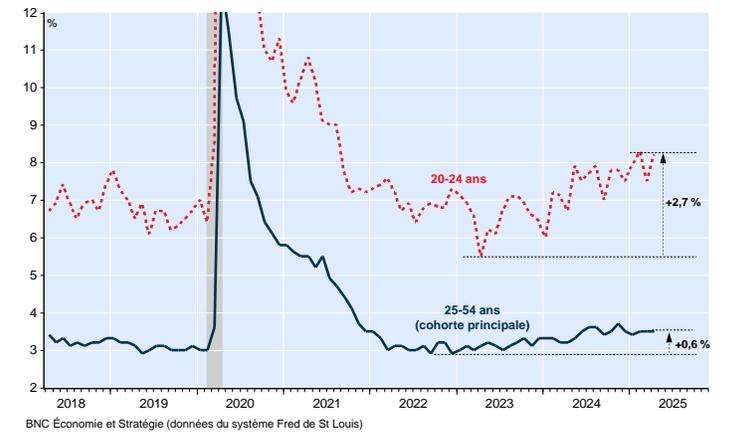
Emplois à pourvoir par personne au chômage



Pour l'instant, le recul de la demande de main-d'œuvre semble toucher davantage les jeunes, si l'on en juge par le fait que le taux de chômage des 20-24 ans a augmenté beaucoup plus que celui des travailleurs de la cohorte principale (25-54 ans) au cours des derniers mois.

É.-U. : Les jeunes plus touchés par la baisse de la demande de main-d'œuvre

Taux de chômage



Mais la faiblesse pourrait s'étendre à d'autres groupes de travailleurs, à mesure que les effets des droits de douane se feront davantage sentir sur les secteurs les plus exposés. On peut penser ici aux secteurs des loisirs et de l'hôtellerie (voir les commentaires sur le tourisme ci-dessus) ainsi qu'au secteur manufacturier, où la demande étrangère semble en chute libre à l'heure actuelle.

É.-U. : La demande étrangère en chute libre dans la fabrication

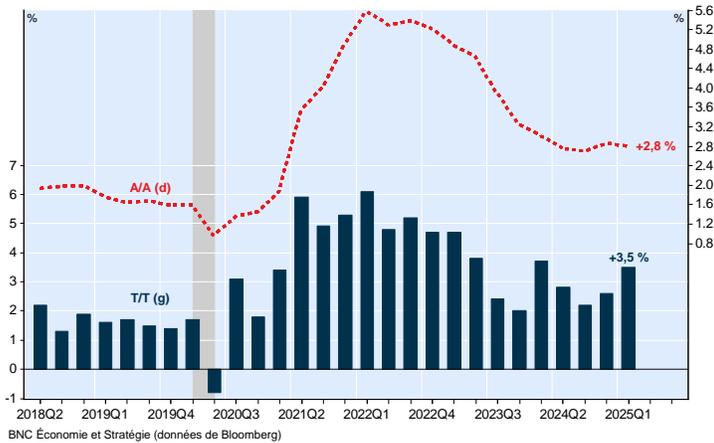
Enquête ISM sur la fabrication, sous-indice des nouvelles commandes à l'exportation



Tout ralentissement du marché du travail pourrait certes engendrer une réponse monétaire de la part de la Fed, à condition que la banque centrale ait la marge de manœuvre pour baisser les taux de manière substantielle. Malgré l'accalmie des tensions entre les États-Unis et la Chine, les droits de douane risquent de maintenir l'inflation à un niveau trop élevé pour permettre une politique monétaire accommodante. D'autant que l'inflation demeure au-dessus de la cible, avant même que les premiers effets des surtaxes ne se fassent sentir, le déflateur des dépenses de consommation de base ayant même enregistré sa plus importante hausse trimestrielle en un an au T1.

É.-U. : L'inflation de base a augmenté le plus en un an au T1

Déflateur des dépenses de consommation personnelles de base hormis aliments et énergie



Dans la dernière édition de ce mensuel économique, nous affirmions que les droits de douane, à leur niveau de l'époque, étaient intenable pour Washington étant donné l'impact prohibitif qu'ils pourraient avoir sur l'économie. Nous nous attendions donc à ce que le taux moyen de taxe à l'importation soit graduellement abaissé à environ 10-15 % à l'issue de négociations. En ce sens, la trêve annoncée entre la Chine et les États-Unis ne change pas nos vues. Et bien que les mesures protectionnistes aient été considérablement amoindries ces derniers jours, elles risquent tout de même maintenir l'inflation au-dessus de l'objectif de la banque centrale pendant un certain temps. Peut-être pas suffisamment pour empêcher toute baisse des taux cette année, mais assez pour inciter la banque centrale à faire preuve de prudence dans son approche. Des taux directeurs plus élevés que ce qui aurait été le cas autrement pourraient, quant à eux, entraîner un ralentissement de la croissance au second semestre. À plus court terme, la croissance économique devrait rester assez bonne au deuxième trimestre, soutenue par une forte baisse des importations (voir plus haut). Tout cela devrait se traduire par une croissance de 1,5 % cette année et de 1,1 % en 2026.

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2026
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.5	2.9	2.8	1.5	1.1	2.5	0.8	1.6
Dépenses personnelles	3.0	2.5	2.8	2.4	1.3	3.1	1.5	1.5
Construction résidentielle	(8.6)	(8.3)	4.2	0.6	0.7	2.8	0.3	1.5
Investissements des entreprises	7.0	6.0	3.6	1.9	0.2	2.3	1.5	1.1
Dépenses publiques	(1.1)	3.9	3.4	1.1	(0.2)	3.2	(0.4)	0.1
Exportations	7.5	2.8	3.3	1.6	(0.3)	3.0	0.2	0.4
Importations	8.6	(1.2)	5.3	5.5	(3.0)	5.5	1.8	(1.1)
Variation des stocks (milliards \$)	119.1	33.1	39.0	45.0	6.3	8.9	(10.0)	15.0
Demande intérieure	2.3	2.7	3.0	2.1	0.8	3.0	1.1	1.2
Revenu réel disponible	(5.6)	5.1	2.7	1.4	0.9	2.2	1.2	1.4
Emploi des salariés	4.3	2.2	1.3	1.1	0.6	1.2	0.8	1.0
Taux de chômage	3.6	3.6	4.0	4.3	4.8	4.1	4.5	4.6
Taux d'inflation	8.0	4.1	3.0	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
Bénéfices avant impôts	7.8	6.9	7.9	0.4	2.0	6.9	(5.8)	6.2
Compte courant (milliards \$)	(1,012.1)	(905.4)	(1,133.6)	(1,337.5)	(1,075.0)

* Sauf indication contraire.

Financière Banque Nationale

Scénario financier**

	actuel							
	18/04/25	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	2024	2025	2026
Taux cible fonds fédéraux	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	4.50	3.75	3.00
Bons du Trésor 3 mois	4.23	3.90	3.65	3.55	3.30	4.23	3.55	2.85
Obligations fédérales								
2 ans	3.81	3.60	3.45	3.35	3.25	4.25	3.35	3.40
5 ans	3.95	3.80	3.70	3.55	3.50	4.38	3.55	3.40
10 ans	4.34	4.25	4.15	4.10	4.05	4.58	4.10	3.85
30 ans	4.80	4.70	4.60	4.55	4.50	4.78	4.55	4.30
Taux de change								
US\$/Euro	1.14	1.09	1.11	1.14	1.15	1.04	1.14	1.17
YEN/\$US	142	146	143	142	140	157	142	135

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
	publié	publié	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.6	3.0	3.1	2.5	(0.3)	2.6	0.5	0.2
IPC (var. a/a %)	3.2	3.2	2.7	2.7	2.7	2.3	2.7	2.7
IPC de base (var. a/a %)	3.8	3.4	3.3	3.3	3.1	3.0	3.3	3.3
Taux de chômage (%)	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5

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.