

21 janvier 2021

Ce que le gouvernement démocrate unifié pourrait accomplir

Par Angelo Katsoras

Introduction

Il n'y a pas si longtemps, on estimait généralement que le Sénat resterait sous contrôle républicain et que l'administration Biden serait forcée d'appliquer son programme essentiellement par des décrets et des nominations à la tête des agences de réglementation. La victoire démocrate surprise aux deux élections partielles de Géorgie a enterré ce scénario. En plus du contrôle de la Chambre des représentants (222 contre 212), les démocrates ont maintenant une majorité fonctionnelle dans un Sénat partagé à parts égales dans lequel la vice-présidente aura un vote prépondérant, en cas de besoin.

La présidence et le contrôle, de peu, des deux chambres du Congrès placent le Parti démocrate en bien meilleure posture pour réaliser des parties importantes de son programme législatif, ce qui comprend de nouvelles mesures d'aide et de relance, l'extension du filet de sécurité de la santé, l'investissement massif en infrastructures et l'augmentation des impôts.

Mais pour appliquer leur programme, les démocrates devront rester unis, obtenir le soutien de républicains pour certains projets de loi et éviter que leurs priorités législatives soient ralenties par le processus de *impeachment*.

Contrôle démocrate du Sénat : possibilités et limites

Si les démocrates ont regagné le contrôle du Sénat, ils n'ont cependant pas obtenu assez de sièges pour satisfaire à la règle du Sénat exigeant un vote qualifié de 60 voix pour clore des débats infinis sur la plupart des législations (ce qu'on appelle communément le *filibustering*).

Il y a deux façons de contourner ce seuil de 60 voix. La première consiste à abaisser la barre à 51 voix pour tous les projets de législation. Cela pourrait se faire par un vote à la majorité simple. Procéder ainsi offrirait une occasion sans précédent de faire adopter des mesures législatives majeures.

Cependant, une majorité simple nécessiterait l'appui de tous les 50 sénateurs démocrates, ce qui n'est pas acquis d'avance. Cela signifie que, pour un avenir prévisible, le soutien des deux partis sera nécessaire pour faire adopter certaines législations, comme celle sur les infrastructures.

Réconciliation budgétaire

L'autre option consiste à employer un processus appelé *budget reconciliation*. Celui-ci permet d'adopter certaines lois fiscales et mesures de dépenses à la majorité simple. Cependant, lorsque l'engagement de dépenses est en question, des modifications ne peuvent apporter qu'à des programmes (p. ex., Medicare) qui, à moins de modifications des lois sous-jacentes, sont renouvelés automatiquement d'année en année.

Cependant, le processus de réconciliation ne peut pas être appliqué à la plupart des types de dépenses discrétionnaires dont le financement doit être approuvé annuellement. Cela comprend la législation se rapportant à la défense et à certaines mesures de protection de l'environnement.¹ En outre, toute législation adoptée par cette méthode ne peut pas augmenter le déficit pendant plus de 10 ans, c'est pourquoi certaines parties des réductions d'impôt du président Trump expireront en 2025.

L'adoption d'une législation par le processus de réconciliation peut aussi exiger plus de temps. Chaque tentative nécessite l'adoption par la Chambre des représentants et par le Sénat d'une résolution budgétaire qui définit l'ampleur et la portée du plan et doit être suivie peu après des détails.

Typiquement, le Congrès ne peut recourir à la réconciliation qu'une fois par an, mais comme elle n'a pas encore approuvé de budget au cours de cet exercice, l'administration Biden pourrait utiliser la procédure deux fois au cours des prochains mois, une fois pour cet exercice et une autre fois pour celui de 2022.²

¹ « Budget reconciliation, explained », VOX, 23 novembre 2016

² « Biden Presidency to Be Shaped Before It Starts by Georgia Races », Bloomberg, 5 janvier 2021

Le Congrès a adopté plus de 20 projets de loi selon cette méthode depuis 1980, y compris des parties de la *Affordable Care Act* (Obamacare) en 2015 et la réforme fiscale Trump de 2017.³

Il est important de noter aussi qu'avec un contrôle limité des deux chambres du Congrès, les leaders démocrates auront besoin du soutien virtuellement unanime des démocrates du Congrès pour faire passer des projets de loi par le processus de réconciliation.

Un petit groupe de démocrates modérés au Sénat sera particulièrement important pour décider du sort de certaines mesures législatives. Ce groupe comprend Jon Tester du Montana, Joe Manchin de la Virginie occidentale, Kyrsten Sinema de l'Arizona, et Angus King du Maine (un indépendant qui fait partie du caucus démocrate).

Nouveau programme d'aide et de relance

Premier point à l'ordre du jour, le programme d'aide et de relance de \$1,900 milliards proposé par Joe Biden. Ce programme s'ajouterait aux quelques \$4,000 milliards que le Congrès a déjà approuvés pour faire face à la pandémie. Les grandes lignes du programme sont les suivantes :

- \$1,000 milliards : paiements directs et bonification des prestations de chômage
- \$350 milliards : États et collectivités locales
- \$416 milliards : programme national de vaccination
- \$50 milliards : subventions et prêts aux petites entreprises
- augmentation du salaire minimum fédéral à US\$15 l'heure.⁴

Nous ne pensons pas que l'administration Biden réussira à réunir suffisamment de voix des deux partis au Sénat (il faudrait les voix d'au moins 10 républicains) pour passer le seuil des 60 voix. Beaucoup de républicains sont opposés à divers aspects du plan, y compris à son coût élevé, au paiement direct de \$1,400 et au projet d'augmenter à plus de son double le salaire minimum fédéral actuel.

Par conséquent, les démocrates auront probablement recours au processus de réconciliation pour faire adopter un plan de relance à la majorité simple des voix au Sénat plutôt qu'à la majorité qualifiée nécessaire autrement.

Cependant, cela pourrait limiter ce que les démocrates pourront inclure dans le projet de loi pour les raisons expliquées ci-dessus. Les spécialistes sont divisés, par exemple, sur la possibilité d'augmenter le salaire minimum fédéral ou de voter un programme d'aide exceptionnel pour les États par ce mécanisme.

En raison des limites possibles du processus de réconciliation et du fait que l'adhésion de la totalité des démocrates du Congrès (modérés et progressistes) est nécessaire pour adopter une législation, nous pensons que le plan d'aide et de relance qui sera approuvé sera plutôt de l'ordre de \$1,000 milliards.

L'extension de la couverture sanitaire est une autre priorité

Les propositions du président Biden pour la santé comprennent une augmentation des subventions pour l'assurance maladie, le contrôle du coût des médicaments, notamment en permettant à Medicare de négocier directement les prix, l'offre d'une option gouvernementale pour la couverture et l'abaissement de l'âge d'admissibilité à Medicare de 65 à 60 ans. Nous pensons que l'administration Biden réussira à faire passer certaines de ses propositions, à commencer par les subventions de l'assurance maladie, approuvées par réconciliation budgétaire.

Les périodes de grande tension économique et sanitaire ont souvent conduit à un renforcement du filet de sécurité sociale, ce qui est un facteur important œuvrant en faveur de l'extension de la couverture de l'assurance maladie. Par exemple, le système de retraite et l'assurance chômage actuels ont émergé en réponse à la dépression des années 1930.

En outre, l'histoire nous apprend que, une fois que le filet de sécurité sanitaire a été élargi, comme en l'occurrence un soutien financier temporaire aux malades atteints de la COVID-19 qui n'ont pas d'assurance, il est quasi impossible de revenir en arrière. En 1961, Ronald Reagan a prévenu que si le programme Medicare était inscrit dans la loi (ce qui s'est produit en 1965), les Américains perdraient leur liberté économique. Inutile de dire que, quand il a été élu président en 1980, il n'a pas osé abolir le programme. De plus, malgré les efforts des républicains, une grande partie de l'*Affordable Care Act* est toujours en place, y compris la règle interdisant aux compagnies d'assurance de pénaliser les personnes présentant une affection préexistante.

³ « Which Parts of Biden's Stimulus Can Get Enacted Fast? » *Washington Post*, 17 janvier 2021

⁴ CNBC, Janvier 2021

L'heure des infrastructures a-t-elle enfin sonné?

Malgré des années d'espairs déçus, les astres semblent enfin s'aligner pour l'approbation d'un projet de loi d'infrastructures de \$1,000 à \$2,000 milliards. Les deux partis sont favorables à une augmentation des emprunts pour rebâtir les infrastructures délabrées du pays et remettre la population au travail, en particulier les non-diplômés. Le fait que la mise à niveau des infrastructures américaines soit jugée nécessaire pour soutenir la concurrence de la Chine, ce qu'on crie sur tous les toits, augmente aussi les chances d'approbation.

Ce projet de loi d'infrastructures comprendra probablement des fonds pour les routes, les ponts, les ports, les capacités de production d'énergie solaire et éolienne, les postes de recharge des véhicules électriques et les réseaux 5G.

En 2010, le gouvernement Harper au Canada a réussi à négocier un accord de réciprocité qui a permis d'éviter en grande partie le risque que les entreprises canadiennes soient exclues des projets d'infrastructures aux États-Unis dans le cadre de la loi *American Recovery and Reinvestment Act*. Cependant, les chances de négocier un accord similaire cette fois-ci sont plus minces en raison de la conjoncture économique difficile et d'une adhésion beaucoup plus grande dans les deux partis au protectionnisme aux États-Unis.

Environnement

Bien que l'adoption d'une législation sur l'environnement semble peu probable à cause du seuil de 60 voix nécessaires au Sénat, M. Biden sera en mesure d'effectuer des changements importants par décrets. Cela comprend notamment la réintégration de l'Accord de Paris sur le changement climatique, la suspension de la délivrance de nouveaux permis de forage pétrolier et gazier sur des terres fédérales, la fixation de limites nationales d'émissions polluantes pour les centrales électriques et l'automobile et la réactualisation de l'obligation de tous les organismes du gouvernement d'intégrer la question du changement climatique dans leur action.

Tout comme Donald Trump qui a invoqué la sécurité nationale pour mettre en application des tarifs douaniers par décrets, certains analystes estiment que Joe Biden pourrait juridiquement le faire pour une de ses principales propositions : l'imposition d'une taxe carbone sur les importations de pays où les normes environnementales sont moins strictes. La mise en application de cette taxe pourrait cependant être une épée à double tranchant. Alors qu'elle égalise les chances pour les sociétés établies dans les pays qui appliquent une réglementation plus stricte en matière de climat, les pays en développement feraient valoir qu'ils sont injustement pénalisés, notamment parce que leurs émissions de gaz à effet de serre par habitant sont nettement moins élevées que celles des pays occidentaux. Dans ce scénario, les grands pays en développement pourraient réagir en imposant des droits compensateurs.

Les impôts vont-ils augmenter?

L'administration Biden compte faire passer des hausses d'impôts une fois que divers projets de loi de dépense auront été adoptés. On espère, en procédant dans cet ordre, non seulement atténuer l'impact économique de la hausse des prélèvements fiscaux, mais aussi réduire le risque d'un important désaveu politique.

Les propositions fiscales de M. Biden comprennent :

- le relèvement de l'impôt des sociétés de 21% à 28%;
- la restauration du taux d'imposition supérieur pour les contribuables gagnant plus de \$400,000 à 39.6% comparativement aux 37% actuels; et
- l'imposition des gains en capital pour ceux qui gagnent plus de \$1 million par an à 39.6% plutôt qu'à 23.8%.

Contrairement à la législation d'aide face à la COVID, que certains républicains pourraient soutenir, il ne faut pas compter sur leur consentement à des augmentations d'impôt. Par conséquent, les démocrates devront probablement recourir à la réconciliation budgétaire. Cela veut dire que la principale difficulté consistera à surmonter les divisions entre les démocrates sur l'ampleur de l'augmentation des impôts.

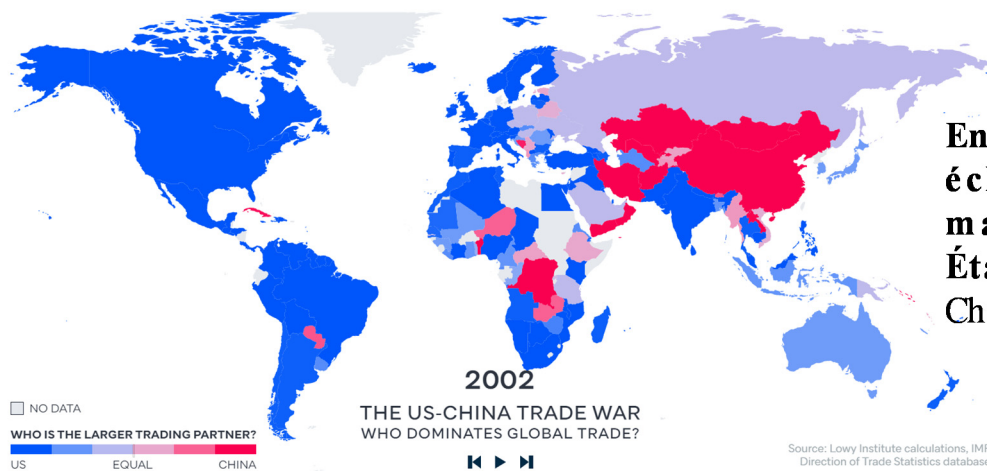
Par conséquent, *in fine*, tout projet de loi fiscale comprendra une augmentation beaucoup plus modeste de l'impôt des sociétés et de l'impôt sur le gain en capital que ce qui avait été proposé initialement. Cependant, la proposition de hausse du taux maximal pour les contribuables déclarant plus de \$400,000 de revenu à 39.6% sera probablement incluse, la mesure étant fortement soutenue au sein du Parti démocrate.

La ligne dure à l'égard de la Chine sera maintenue sous la présidence Biden

L'adoption d'une ligne dure à l'égard de la Chine est un des rares sujets sur lesquels les deux partis s'entendent. Par exemple, le président Trump a récemment signé une législation avec l'appui unanime du Congrès qui permet d'exclure des marchés financiers américains les sociétés qui refusent de laisser examiner leurs audits pendant trois ans de suite. Les sociétés chinoises sont les principales cibles de cette législation. Pour la plupart des autres mesures législatives, qui ne concernent pas la Chine, l'obstruction systématique est la norme.

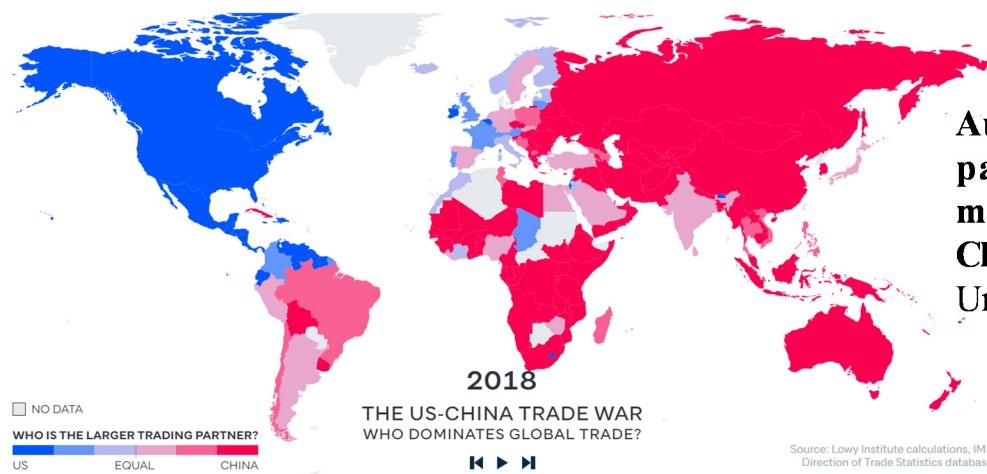
Pendant la campagne électorale, Joe Biden a proposé que toute société qui délocalise sa production à l'étranger et compte la vendre sur le marché américain soit assujettie à une pénalité fiscale de 10%. M. Biden a aussi déclaré qu'il n'assouplira pas immédiatement les tarifs douaniers imposés à la Chine. En outre, toute réduction pourrait être largement compensée par l'imposition potentielle d'une taxe carbone à la frontière.

Sur le front diplomatique, M. Biden a promis de former une alliance avec d'autres pays contre les pratiques commerciales de la Chine. Mais étant donné les relations commerciales de plus en plus étroites de nombreux pays avec l'Empire du Milieu, ces derniers pourraient se montrer réticents à l'égard d'une telle alliance.



En 2002, 80% des pays échangeaient plus de marchandises avec les États-Unis qu'avec la Chine

Chine = 8% du PIB mondial



Aujourd'hui, 70% des pays échangent plus de marchandises avec la Chine qu'avec les États-Unis (128 de 190 pays)

Chine = 20% du PIB mondial

Visual Capitalist

La Chine a déjà tiré parti du détournement de l'attention des États-Unis aux prises avec des troubles intérieurs et politiquement divisés pour promouvoir ses intérêts géopolitiques. Cela comprend le resserrement du contrôle de Hong Kong, l'augmentation de la pression sur Taïwan, la promotion de son modèle de gouvernance qu'elle veut supérieur au modèle américain et la signature d'importants accords commerciaux. Depuis la victoire de Joe Biden en novembre, la Chine a adhéré à un accord commercial entre 15 pays du bassin Asie-Pacifique et conclu une entente sur les investissements avec l'Union européenne.

Le processus d'impeachment nuira-t-il à l'application du programme de M. Biden?

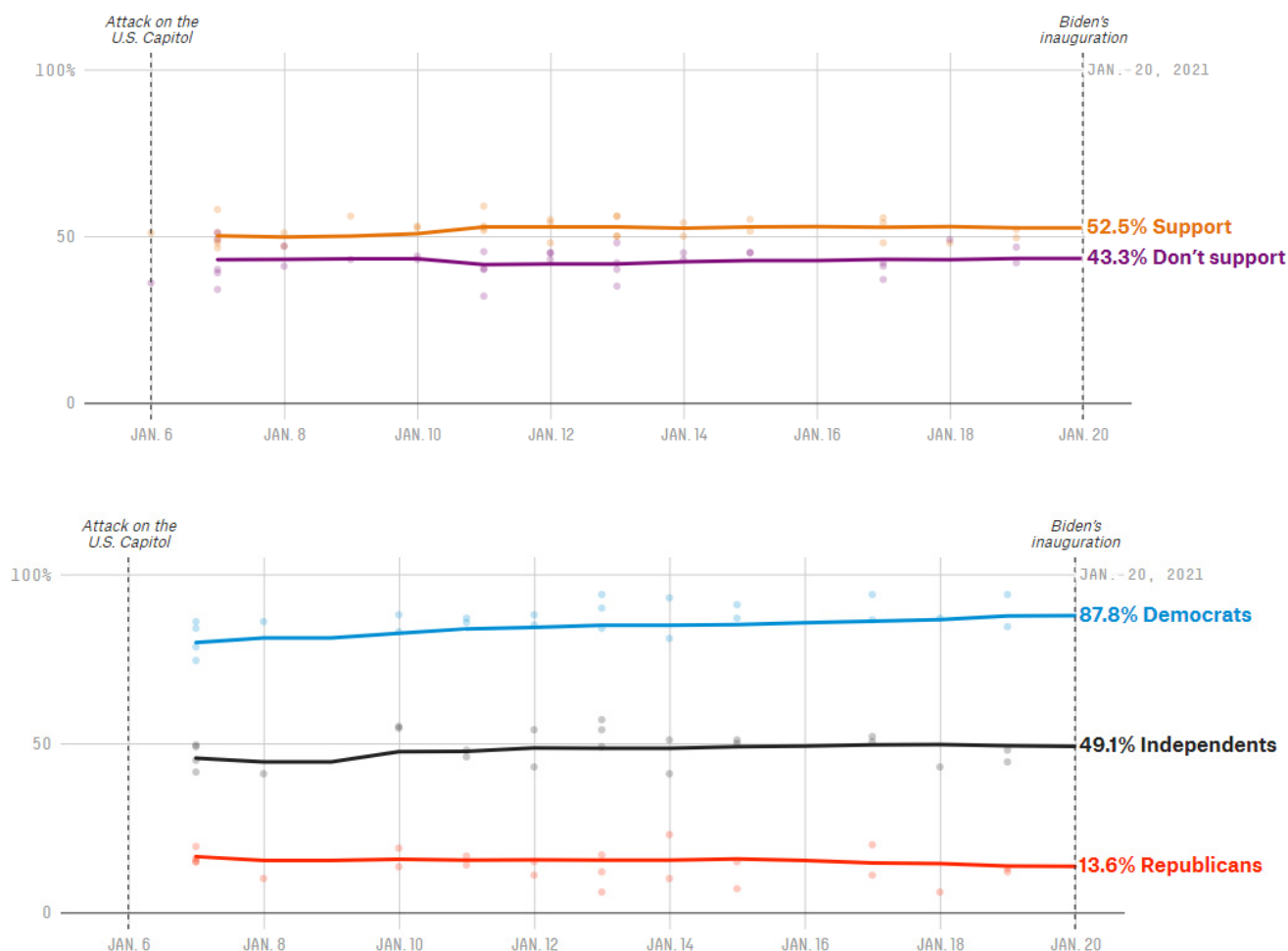
Les démocrates ont déclenché la procédure de destitution contre Donald Trump une deuxième fois en moins d'un an, préparant le terrain pour un procès au Sénat. Mais il faut un vote des deux tiers des 100 sénateurs pour condamner M. Trump, seuil qui ne sera vraisemblablement pas atteint.

Aucun président n'a encore été condamné à l'issue d'une procédure d'impeachment. Richard Nixon a frôlé la condamnation du plus près, mais le processus a été suspendu quand il a démissionné. Les spécialistes du droit sont divisés sur la question de savoir si un procès peut être engagé contre un président qui n'est plus en fonction.

La règle veut que le Sénat siège six jours par semaine jusqu'à l'issue du processus d'impeachment, ce qui pourrait durer plusieurs semaines. Le Sénat devrait donner un consentement unanime (ce qui est quasi impossible) à l'examen de toute législation pendant le déroulement du procès.⁵ Cela signifie que, une fois que le procès commencera au Sénat, toute autre activité sera probablement suspendue.

Enfin, les sondages montrent en moyenne que, si la majorité des Américains souhaitent la mise en accusation et la condamnation de Donald Trump, ils sont largement divisés en fonction de leurs affiliations partisans.

Les Américains soutiennent-ils la mise en accusation et la condamnation de D. Trump?



Source : « Polling Averages », *FiveThirtyEight*, janvier 2021

⁵ « Democrats grapple with how to impeach Trump without hindering Biden's agenda », NBC, 11 janvier 2020, et Congressional Research Service.

Conclusion

En contrôlant la présidence et les deux chambres du Congrès, les démocrates sont en position de force pour faire appliquer des parties importantes de leur programme. Leurs priorités seront d'obtenir le feu vert pour de nouvelles mesures d'aide et de relance, l'extension de la couverture d'assurance-maladie et l'adoption d'un projet de loi sur les infrastructures. Une fois que ces questions auront été réglées, les efforts seront concentrés sur les augmentations d'impôts.

Les plus grands défis des démocrates pour atteindre leurs objectifs sont les suivants :

- Obtenir le soutien d'un nombre suffisant de démocrates (des modérés aux progressistes) pour des mesures législatives clés. La faiblesse de leur emprise sur les deux Chambres implique que toutes les voix démocrates seront nécessaires pour faire approuver des lois. Cela laisse penser que certaines des propositions les plus ambitieuses de cette administration pourraient être abandonnées en chemin.
- Les efforts pour mettre le président Trump en accusation et obtenir sa condamnation pourraient faire échouer le projet de nommer des personnes à des postes clés et faire approuver des mesures législatives rapidement. Le processus de *impeachment* pourrait exacerber les tensions entre républicains et démocrates et rendre difficile l'approbation de projets de loi nécessitant un soutien dans les deux camps.
- Hormis les plans d'aide d'urgence pendant les périodes de crise, il est devenu de plus en plus difficile depuis deux décennies d'obtenir un soutien important des deux partis pour la plupart des projets de législation. Pas un seul démocrate n'a voté en faveur des réductions d'impôt de D. Trump en 2017 et un seul élu républicain a voté en faveur de la loi Obamacare en 2010.

Enfin, si l'histoire donne une idée de ce à quoi on peut s'attendre, les démocrates ont environ deux ans pour faire passer des lois importantes avant les élections de mi-mandat. Dans le passé, le parti du président a le plus souvent perdu une des deux chambres du Congrès. Par exemple, MM. Obama et Trump ont tous deux vu le contrôle de la Chambre des représentants échapper à leur parti au bout de deux ans de leur mandat et ont été forcés de gouverner en grande partie par décrets.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Camille Baillargeon

Économiste stagiaire
camille.baillargeon@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), 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 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

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 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.