

Où s'en vont les négociations de l'ALÉNA?

Introduction

La promesse de Donald Trump d'adopter une ligne beaucoup plus dure en matière de commerce international était un élément clé de sa campagne électorale. Après s'être retiré du Partenariat transpacifique, il se concentre maintenant sur la renégociation de l'ALÉNA.

Ce rapport analyse :

- Les principaux secteurs qui feront l'objectif de renégociations
- Les changements qui pourraient être apportés à l'ALÉNA
- Pourquoi M. Trump n'essaiera pas de retirer les États-Unis de l'ALÉNA
- Pourquoi les désaccords entre les membres de l'ALÉNA seront bénins en comparaison des tensions commerciales croissantes entre les États-Unis et la Chine

Malgré les menaces répétées du président Trump de retirer son pays de l'ALÉNA s'il ne parvient pas à négocier un meilleur accord, son principal objectif est d'arracher suffisamment de concessions au Mexique et au Canada pour pouvoir crier victoire sans perturber exagérément l'économie américaine ni s'aliéner sa base électorale.

Les principaux secteurs à renégocier

Règles d'origine

Les États-Unis veulent hausser la proportion d'un produit qui doit être produite dans les pays de l'ALÉNA pour donner droit à une exonération de droits de douane. Il veut aussi pouvoir ajouter une nouvelle exigence de contenu américain. Par exemple, en vertu de l'ALÉNA, au moins 62,5 % d'une automobile doivent être fabriqués dans le bloc commercial pour éviter l'imposition de droits de douane. L'augmentation de ce seuil à 75 %, par exemple, forcerait les constructeurs à réduire la quantité de composants qu'ils se procurent à l'extérieur de l'ALÉNA ou à payer davantage de droits de douane.

La règle d'origine pourrait aussi être modernisée pour inclure l'électronique sophistiquée et les logiciels qui n'existaient pratiquement pas dans les voitures à l'entrée en vigueur de l'ALÉNA, en 1994. L'Association des fabricants de pièces d'automobile du Canada estime que l'électronique avancée et les logiciels représentent 25 % à 30 % de la valeur d'une voiture aujourd'hui, comparativement à moins de 1 % en 1994¹. Une grande partie de ces composantes électroniques proviennent actuellement d'Asie.

Le Canada et le Mexique ont indiqué qu'ils étaient prêts à augmenter les critères de contenu, mais que tout changement doit s'appliquer de la même manière à tous les trois pays. Nous pensons que l'argument de l'augmentation du contenu américain est essentiellement une tactique pour obtenir davantage de concessions dans d'autres domaines. Cela signifie que les probabilités d'un accord dans ce domaine sont relativement élevées.

Mécanisme de règlement des différends commerciaux

Les États-Unis veulent éliminer le groupe de règlement des différends commerciaux (chapitre 19), qui est utilisé lorsqu'un pays conteste la légalité des barrières commerciales d'un autre. Cette disposition a principalement été employée par les sociétés mexicaines et canadiennes contre les États-Unis. L'administration Trump maintient que le groupe enfreint la souveraineté du pays et veut plutôt soumettre les différends aux tribunaux américains. Le Canada comme le Mexique ont indiqué que le maintien de ce groupe est crucial, mais ne se sont pas montrés fermés à la possibilité de le « moderniser ».

¹ « Auto groups side with Canada, Mexico on NAFTA origin rules », Reuters, 17 août 2017

Quant au mécanisme de règlement de différends des investisseurs (chapitre 11), qui permet aux sociétés de poursuivre des gouvernements nationaux pour un traitement ou des pratiques législatives prétendument inéquitables, la position américaine est moins claire. Bien que M. Trump se soit prononcé contre le système au prétexte qu'il minerait la souveraineté des États-Unis, pendant la campagne électorale, les États-Unis n'ont pas encore de position tranchée sur cette question. Cela s'explique peut-être par le fait que les sociétés américaines se sont prononcées énergiquement contre tout affaiblissement de ce mécanisme de règlement des différends. Le Canada, en revanche, veut clairement affaiblir la possibilité des sociétés de poursuivre les gouvernements au sujet de décisions de politique publique. Le Mexique n'a pas encore émis de position dans ce dossier.

Un compromis consisterait à réduire la capacité des pays de contester les politiques commerciales d'autres pays (position américaine) en échange d'une diminution de la capacité des sociétés de contester les politiques des gouvernements (position canadienne).

Achats de l'administration publique

La position d'ouverture des États-Unis est que le Canada et le Mexique doivent donner accès à leurs contrats gouvernementaux aux sociétés américaines alors que les États-Unis maintiennent leurs dispositions *Buy American* existantes. Le Canada et le Mexique proposent qu'il soit interdit à tous les pays d'accorder un traitement préférentiel à leurs sociétés respectives.

Agriculture

Les États-Unis cherchent à éliminer les entraves canadiennes à leurs exportations agricoles. Le Canada fixe des quotas de production pour le lait, les œufs et la volaille et impose des droits allant jusqu'à 300 % sur les importations. **Comme il l'a fait lorsqu'il a accepté une augmentation des importations sans droit de douane du fromage européen afin de conclure un accord avec l'Union européenne, le Canada pourrait offrir un meilleur accès à ses marchés agricoles en échange de gains dans d'autres secteurs.** Quant au Mexique, il est déjà relativement ouvert aux produits agricoles américains.

Normes en matière de travail et d'environnement

Si le Canada et les États-Unis s'opposent sur bien des points, ils semblent s'entendre tacitement sur le fait que les faibles normes du travail du Mexique constituent un avantage concurrentiel inéquitable. Les deux pays estiment que des normes plus strictes aideraient à augmenter les salaires mexicains. Par exemple, malgré des milliards de dollars d'IDE injectés au cours de la dernière décennie, l'industrie automobile du Mexique paie toujours des salaires qui représentent 12 % à 18 % de ceux des États-Unis².

Le Mexique, pour sa part, et on le comprend, craint d'adopter une réglementation qui le rendrait moins concurrentiel. Il est officiellement ouvert à l'idée d'une application plus stricte de sa législation du travail, mais le Mexique n'adhère pas à des mesures spécifiques qui le forceraient à augmenter les salaires.

En matière d'environnement, on peut aussi douter que Washington se pliera aux exigences du Canada concernant l'augmentation des protections dans le cadre de l'ALÉNA. Après tout, l'administration Trump se retire de l'Accord de Paris et a récemment éliminé de nombreux règlements en matière d'environnement.

M. Trump se retirerait-il de l'ALÉNA (ou pourrait-il même le faire)?

Le président Trump a récemment réitéré la menace d'un retrait des États-Unis de l'ALÉNA, ce qui a relancé le débat au sujet du pouvoir du président de dénoncer l'accord commercial.

Certains experts maintiennent que le président peut unilatéralement décider une sortie de l'ALÉNA après un préavis d'à peine six mois alors que d'autres estiment que seul le Congrès a le pouvoir constitutionnel nécessaire pour annuler les accords commerciaux³.

Quoi qu'il en soit, nous croyons qu'il est très peu probable que le président Trump prenne effectivement des mesures pour retirer les États-Unis de l'ALÉNA. Les coûts économiques et politiques seraient trop élevés. Il déclencherait une levée de boucliers au sein du Congrès, soulèverait la tourmente sur les marchés, risquerait de perturber les activités de sociétés dont les chaînes d'approvisionnement s'étendent à toute la zone commerciale et déclencherait une vague de poursuites en justice contestant la légalité de sa décision. Il pourrait aussi susciter la colère de plusieurs États frontaliers favorables qui lui sont acquis et qui dépendent du commerce international. Tout cela consumerait une présidence qui est

² « Labor Wants to Make Nafta Its Friend. Here's the Problem », *New York Times*, 22 août 2017

³ « Trump can't withdraw from NAFTA without a 'yes' from Congress », *The Hill*, 16 août 2017

déjà aux abois, avec une enquête en matière de collusion, des fuites, des déchirements internes, un taux de désapprobation élevé et un programme législatif qui tarde de plus en plus à se concrétiser.

Mais surtout, le président Trump n'a pas besoin de recourir à l'option nucléaire que serait l'annulation des accords commerciaux pour mettre en œuvre des mesures protectionnistes. Il a le pouvoir légal d'imposer des droits de douane et des quotas dans pratiquement tous les secteurs de l'économie sans l'aval du Congrès. En effet, au cours du siècle écoulé, le Congrès a cédé à l'exécutif une grande partie de son pouvoir de régler le commerce international.

Un des scénarios extrêmes serait que M. Trump déclenche le préavis de six mois d'un retrait de l'ALÉNA afin de forcer ses partenaires à faire des concessions. Mais il y a des risques que la colère de leurs citoyens force le Canada et le Mexique à durcir leurs positions. Le Mexique a d'ailleurs déjà menacé de se retirer des négociations si M. Trump lance un préavis de six mois.

Les négociations doivent aussi composer avec un calendrier électoral chargé

Plus il faudra de temps pour conclure les négociations, plus il y a de risques qu'elles deviennent un enjeu électoral majeur. Des élections auront lieu au Mexique en juillet 2018, alors que les élections de mi-mandat du Congrès américain sont prévues en novembre 2018. Les républicains du Congrès ne veulent pas aborder ces élections alors que l'incertitude en matière de commerce extérieur risque de devenir un des enjeux majeurs.

Au Mexique, il y a le risque que le prochain président change l'attitude du pays à l'égard de l'ALÉNA dès son entrée en fonction (le président actuel ne peut pas se représenter). Ce risque est accru par le fait que les propos parfois incendiaires de M. Trump contre le Mexique ont renforcé l'appui au candidat d'extrême gauche à la présidence, Manuel Lopez Obrador, du parti Morena. Ce populiste s'est positionné comme un des principaux critiques de M. Trump et de l'ALÉNA. Il a promis d'annuler tout accord qui nuit au Mexique. Un sondage du 23 juillet par le journal *Reforma* classe le parti de M. Obrador en première place avec 28 % des suffrages, suivi de 23 % pour le parti de centre-droite PAN et de seulement 17 % pour le parti PRI actuellement au pouvoir. Quel que soit le vainqueur de ces élections, un gouvernement mexicain furieux pourrait réduire la coopération en matière de criminalité, de drogues et d'immigration illégale. **Tous ces facteurs forceront à terme M. Trump à modérer son attitude à l'égard du Mexique dans les négociations commerciales.**

Enfin, les efforts pour conclure les négociations de l'ALÉNA d'ici le début de 2018 au plus tard pour qu'elles ne deviennent pas un enjeu électoral majeur laissent très peu de temps pour la négociation de changements importants. Il a fallu près de trois ans aux États-Unis, au Mexique et au Canada pour négocier les dispositions de l'accord initial de l'ALÉNA au début des années 1990.

La véritable source de tensions commerciales se trouve entre la Chine et les États-Unis

Malgré les manchettes que suscitent les négociations de l'ALÉNA, la principale source de tensions commerciales à long terme opposera les États-Unis et la Chine pour les raisons suivantes :

- **Vol de propriété intellectuelle** : Les sociétés américaines qui veulent accéder au marché chinois doivent souvent conclure des coentreprises avec des sociétés chinoises et partager leur propriété intellectuelle. Un rapport récent du département du Commerce des États-Unis a estimé la valeur annuelle des vols de propriété intellectuelle américaine à pas moins de 600 milliards \$. Le rapport désigne la Chine comme le principal coupable.
- **Déficit commercial massif** : En 2016, les États-Unis ont enregistré un déficit du commerce de marchandises de 347 milliards \$ avec la Chine, comparativement à un déficit de 63 milliards \$ seulement avec le Mexique.
- **Interconnexion** : En moyenne, seulement environ 4 % des pièces qu'on trouve dans des importations chinoises proviennent des États-Unis comparativement à 40 % pour les importations provenant du Mexique.⁴

Il existe aussi un consensus de plus en plus grand entre les entreprises et les partis politiques concernant l'adoption d'une ligne plus dure par rapport à la Chine.

- **Les entreprises américaines qui se sont longtemps prononcées contre l'imposition de tarifs douaniers à la Chine sont maintenant de plus en plus en faveur d'une réciprocité.** C'est-à-dire que les sociétés chinoises ne devraient avoir accès à un secteur du marché américain que si des sociétés américaines ont le même privilège en Chine. Voici

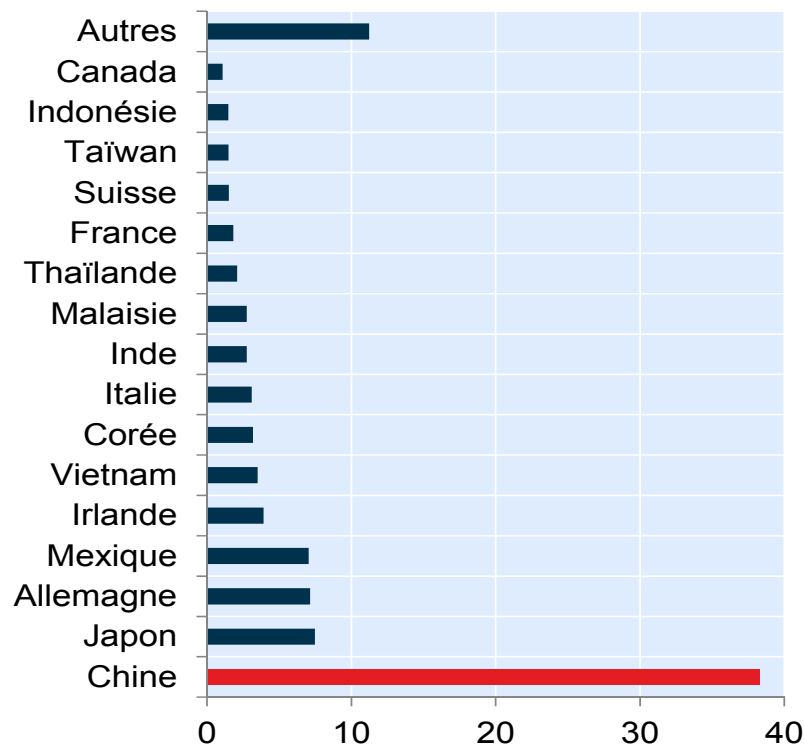
⁴ « Preserving Order Amid Change in NAFTA », Stratfor, 14 mars 2017

deux exemples des nombreux points de divergence qui existent : 1) des sociétés de TI chinoises telles qu'Alibaba peuvent avoir des centres de données à Silicon Valley, alors que les sociétés américaines comme Amazon, doivent conclure des partenariats avec des sociétés locales si elles veulent en faire autant en Chine. 2) Le groupe Geely Holding de Chine a acheté Volvo à Ford en 2010, mais les sociétés américaines ne peuvent pas acheter des constructeurs chinois.

- **L'équipe commerciale de l'administration Trump reste dirigée par des nationalistes économiques.** Robert Lighthizer, le principal négociateur commercial des États-Unis, est d'accord avec M. Trump sur le fait que l'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis doit être réduit. Peter Navarro, autre conseiller commercial de la Maison-Blanche, est l'auteur d'un livre intitulé *Death by China*.
- **Les démocrates militent aussi en faveur d'un durcissement des positions à l'égard de la Chine.** Dans un rapport publié récemment intitulé *A Better Deal for Trade and Jobs*, les démocrates du Sénat affirment qu'ils soutiennent la nomination d'un nouveau procureur indépendant en matière de commerce international qui commencerait rapidement à contester les pratiques commerciales inéquitables de pays étrangers, comme la Chine, ignorées pendant trop longtemps, sans s'en remettre au processus long de l'Organisation mondiale du commerce.
- **Le représentant au Commerce international des États-Unis, Robert Lighthizer, a récemment lancé une enquête pour déterminer si les politiques de la Chine à l'égard de la propriété intellectuelle violent l'article 301 de la loi sur le commerce (*Trade Act*), qui permet au président d'imposer unilatéralement des restrictions commerciales. Le leader démocrate du Sénat, Chuck Schumer, a insisté auprès du président pour qu'il saute l'étape de l'enquête et adopte des sanctions commerciales contre la Chine immédiatement.**

Les tensions commerciales entre les deux pays ont été exacerbées par le fait que la Chine cherche à prendre la tête de plusieurs industries clés de l'avenir, notamment l'intelligence artificielle, la pharmacie, la robotique, les plaquettes informatiques et les voitures électriques. Les États-Unis sont actuellement le chef de file de bon nombre de ces secteurs.

Part du déficit commercial américain de 2016 avec chacun des partenaires



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Conclusion

Malgré les rodomontades de Donald Trump, l'ALÉNA ne sera pas déchiré. Les conséquences économiques et politiques seraient trop négatives pour une administration déjà aux prises avec des enquêtes pour collusion, des fuites, une faible cote de popularité et de nombreux défis de politique étrangère, dont celui de la Corée du Nord. Qui plus est, la tourmente sur les marchés financiers et dans l'économie risquerait d'anéantir un des principaux arguments de M. Trump : la solide performance de l'économie et des marchés financiers sous sa présidence.

Le scénario le plus probable est que des modifications seront apportées à plusieurs articles de l'accord de l'ALÉNA qui seront simultanément suffisamment minimales pour que chaque pays puisse obtenir une approbation législative et suffisamment importantes pour chaque partie puisse crier victoire.

En fin de compte, les négociations de l'ALÉNA seront perçues comme des vétilles en regard de la vraie bataille qui se prépare : la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis.

Angelo Katsoras

Économie et Stratégie

Bureau Montréal
514 879-2529

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

Paul-André Pinsonnault
Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy
Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault
Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau
Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras
Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms
Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet
Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto
416 869-8598

Warren Lovely
DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

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 une activité réglementée de type 1 (négociation de valeurs mobilières), 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 FBN, 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 que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.