

Monde : Les économies avancées en mode dépense... pour le meilleur et pour le pire

Par Jocelyn Paquet

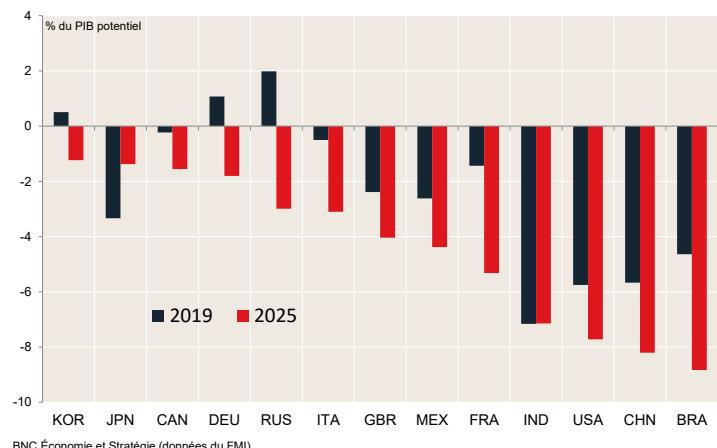
Sommaire

- Après avoir connu une surchauffe dans la période qui a suivi immédiatement la pandémie, les marchés du travail ont récemment perdu un peu de leur superbe dans les pays de l'OCDE, entraînant une hausse du taux de chômage.
- En réponse à cette détérioration, et bien que les conditions d'embauche restent somme toute plutôt bonnes dans de nombreuses régions du globe, plusieurs gouvernements ont annoncé de nouveaux plans de relance budgétaire. C'est notamment le cas des États-Unis, du Japon, du Canada et de l'Allemagne.
- Si ces annonces sont de nature à stimuler la croissance à court terme, elles pourraient aussi engendrer deux risques distincts, mais interdépendants : 1) l'inflation pourrait repartir à la hausse ou, au moins, stagner au niveau actuel; 2) une augmentation corollaire des taux d'intérêt pourrait soulever des doutes sur les perspectives budgétaires de certains émetteurs souverains. Ces risques ne sont d'ailleurs pas uniquement hypothétiques; ils se sont déjà concrétisés dans certaines régions du monde, notamment au Royaume-Uni et au Japon.
- En supposant que l'inflation et les taux d'intérêt restent gérables dans les économies avancées, celles-ci devraient croître à un rythme proche de leur potentiel dans les prochains mois et compenser un ralentissement en Chine. Notre scénario de base table sur une croissance du PIB mondial de 3,2 % en 2025 et de 3,3 % en 2026.

Quand la pandémie a frappé, il y a près de six ans, presque tout le monde s'accordait à dire que les gouvernements devaient intervenir et apporter un soutien extraordinaire pour éviter un effondrement complet de l'économie. Cela devait se traduire par une augmentation importante, mais *temporaire*, des déficits budgétaires dans le monde entier, qui allait s'inverser une fois une solution permettant la réouverture des économies trouvée. Si la phase initiale du plan a été couronnée de succès – les dépenses publiques massives ont en effet permis à l'économie mondiale de mieux résister au choc de la COVID que prévu –, la seconde partie reste à ce jour inachevée. Car, ayant été incapables d'annuler complètement les largesses accordées pendant la pandémie, presque toutes les grandes économies du monde affichent aujourd'hui des déficits publics structurels¹ plus importants qu'avant l'apparition du virus.

Monde : Les gouvernements en mode dépense

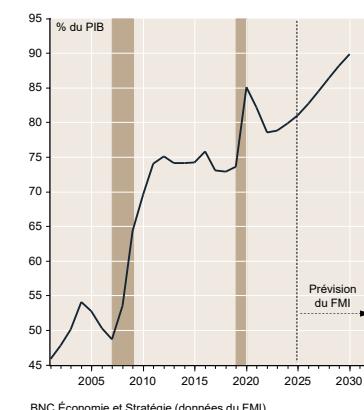
Balance structurelle des administrations publiques



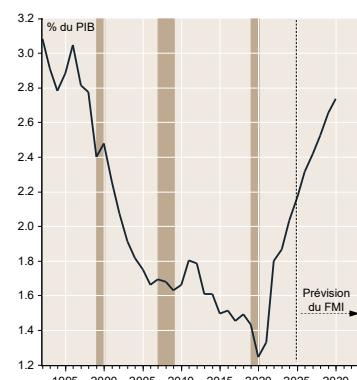
L'accumulation de ces déficits au cours des dernières années a entraîné une augmentation considérable du niveau d'endettement, ainsi que des coûts liés au service de la dette, ce dernier phénomène ayant aussi été exacerbé par la hausse des taux d'intérêt. L'impact a été particulièrement ressenti dans les économies avancées, dont une gestion budgétaire laxiste tend à être tolérée plus longtemps par les marchés.

Économies avancées: Les finances publiques se sont détériorées

Dette nette des administrations publiques en pourcentage du PIB, économies avancées



Charges d'intérêts des administrations publiques en pourcentage du PIB, économies avancées

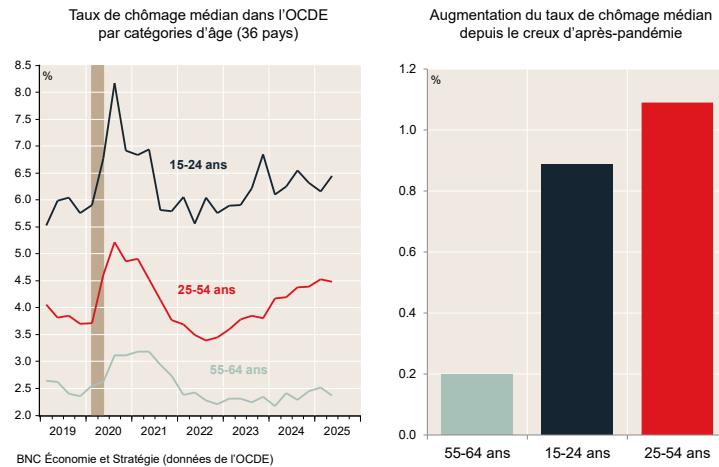


Et alors que cette situation devrait inciter les décideurs politiques à faire preuve d'une plus grande prudence, c'est plutôt le contraire qui semble se produire. Car la pandémie semble avoir en quelque sorte ouvert une boîte de Pandore budgétaire, avec pour conséquence que les gouvernements n'hésitent plus à ouvrir les vannes des dépenses au moindre signe de faiblesse économique. La situation actuelle en est un bon exemple. Après avoir connu une surchauffe dans la période qui a suivi immédiatement la pandémie, les marchés du travail ont

¹ Déficit budgétaire en supposant que l'économie évolue à son potentiel

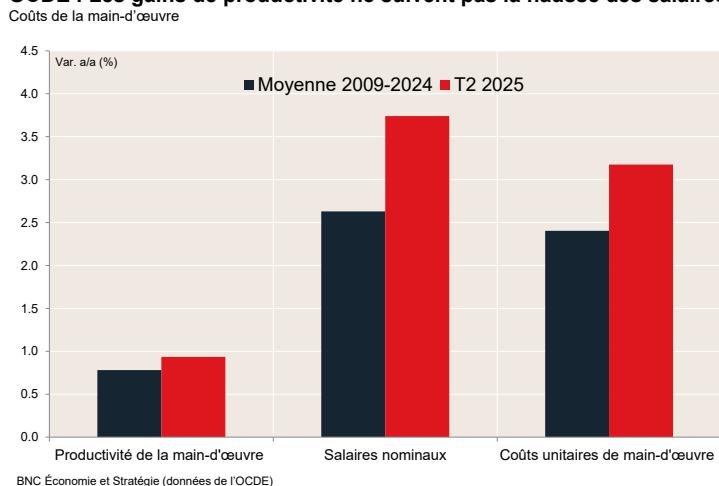
récemment perdu un peu de leur superbe dans les pays de l'OCDE, entraînant une hausse du taux de chômage. Contrairement à ce que l'on pourrait croire, cette augmentation ne se limite pas aux jeunes ; c'est parmi les travailleurs de la cohorte principale (25-54 ans) que la hausse a été la plus forte.

OCDE : Affaiblissement du marché du travail



En réponse à cette détérioration, et bien que les conditions d'embauche restent somme toute assez bonnes dans de nombreuses régions du globe, divers gouvernements ont annoncé de nouveaux plans de relance budgétaire. C'est notamment le cas des États-Unis, du Japon, du Canada et de l'Allemagne. Le problème est que les marchés du travail ne paraissent pas s'être *suffisamment* détériorés pour justifier de telles interventions. Du point de vue salarial, les travailleurs semblent encore avoir le gros bout du bâton et n'hésitent pas à demander une mise à niveau de leur rémunération après plusieurs années au cours desquelles celle-ci n'a pas suivi le rythme de l'inflation. Dans un contexte où la croissance de la productivité reste plutôt modeste, ces revendications se traduisent aujourd'hui par une augmentation rapide des coûts unitaires de main-d'œuvre.

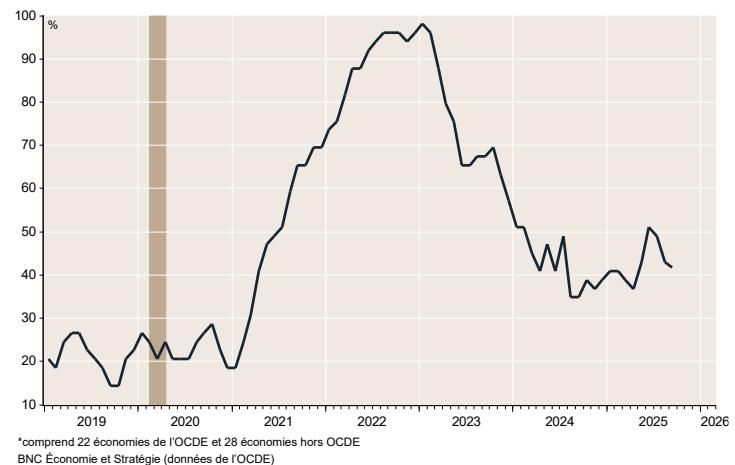
OCDE : Les gains de productivité ne suivent pas la hausse des salaires



Combinée à la mise en œuvre de politiques protectionnistes à l'échelle mondiale, celle-ci contribue maintenant à maintenir une pression à la hausse sur les prix à la consommation. Ainsi, l'inflation d'ensemble reste supérieure à l'objectif de la banque centrale dans plus de 40 % des pays échantillonés dans une récente étude de l'OCDE, soit deux fois plus qu'avant la pandémie.

Monde : L'inflation, un problème plus prévalent qu'avant la pandémie

Proportion de pays* où l'inflation d'ensemble est supérieure à la cible de la banque centrale

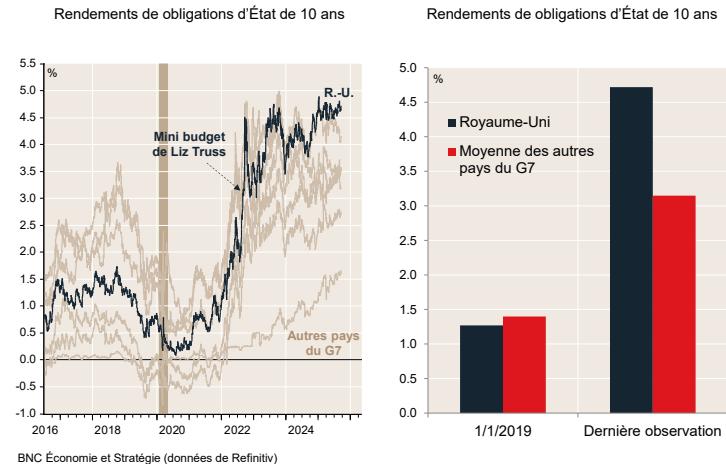


Nous nous trouvons donc dans une situation dans laquelle les gouvernements n'hésitent plus à desserrer les cordons de leur bourse pour soutenir l'économie, même lorsque l'inflation reste supérieure à l'objectif. Ne vous y trompez pas : cette propension à dépenser des autorités stimulera la croissance à court terme. À plus long terme, toutefois, elle pourrait engendrer deux risques distincts, mais interdépendants : 1) l'inflation pourrait repartir à la hausse ou, au moins, stagner au niveau actuel; 2) une augmentation corollaire des taux d'intérêt pourrait soulever des doutes sur les perspectives budgétaires de certains émetteurs souverains.

Ces risques ne se limitent pas à des discussions portant sur le long terme; ils se sont déjà concrétisés dans certaines régions du monde. Pensez au tristement célèbre « mini-budget » de l'ex-première ministre britannique Liz Truss, dont les réductions d'impôts non financées ont provoqué une chute des prix des *Gilts* et une flambée des rendements en septembre 2022. Les répercussions à long terme de cette bourde ont peut-être été limitées, mais toute cette affaire a néanmoins sensibilisé les acteurs du marché au risque qu'il y a à négliger les indicateurs budgétaires dans les décisions d'investissement. Depuis lors, les marchés obligataires semblent en effet prendre leur rôle de chien de garde plus au sérieux, récompensant une gestion budgétaire saine et sanctionnant les comportements imprudents.

Cette forme de « *vigilantisme obligataire* » connaît d'ailleurs un certain succès comme le démontre l'exemple du Royaume-Uni. La sous-performance des obligations souveraines dans ce pays...

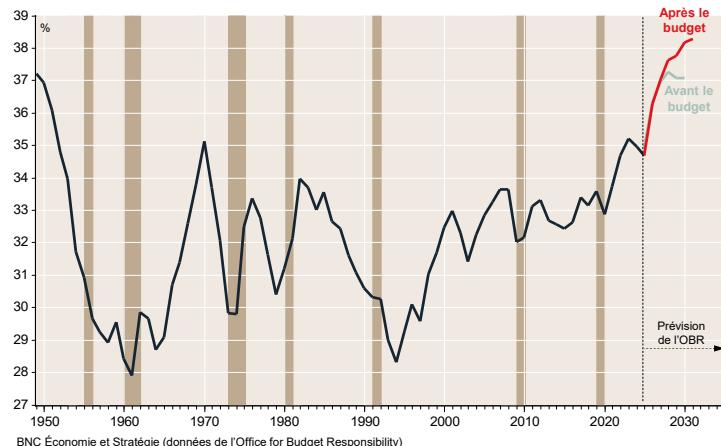
Royaume-Uni : La sous-performance notable des *Gilts*...



... a en effet encouragé le gouvernement travailliste actuel à assainir ses finances. Après avoir déjà augmenté les cotisations patronales à l'assurance nationale (une forme d'impôt sur les sociétés), la chancelière Rachel Reeves a annoncé dans son budget du mois dernier l'intention d'augmenter les impôts de £26 milliards supplémentaires, ce qui portera la charge fiscale globale à un niveau record de 38 % du PIB d'ici la fin de la législature.

... a encouragé le gouvernement à mettre ses finances en ordre

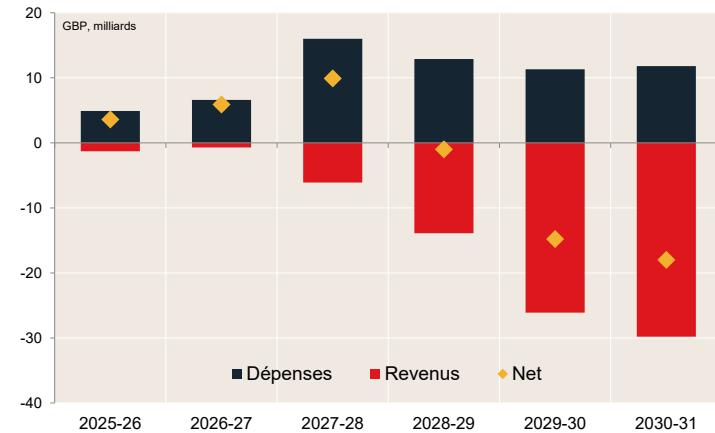
Impôts des comptes nationaux en proportion du PIB



En y regardant de plus près, cependant, il apparaît clairement que, lors de l'élaboration de son plan budgétaire, l'administration de Keir Starmer a eu recours à la bonne vieille tactique consistant à concentrer les mesures favorables à la croissance dans les premières années d'un budget et à repousser à plus tard les mesures moins populaires auprès de l'électoralat. Une analyse réalisée par l'Office for Budget Responsibility, un organisme non partisan, montre en effet que, malgré les gros titres mettant l'accent sur les hausses d'impôts, le budget aura en réalité un effet positif net sur la croissance au cours des trois premiers exercices.

R.-U. : Le resserrement budgétaire repoussé vers la fin du plan

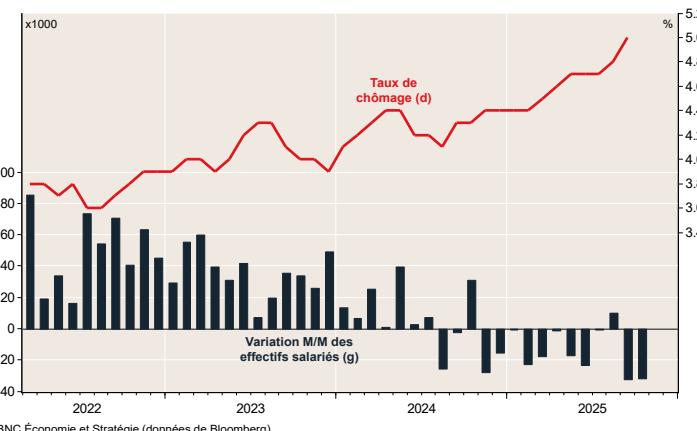
Effet direct total des décisions de politique du gouvernement depuis l'énoncé de mars sur les emprunts



On peut comprendre que le gouvernement travailliste ne souhaite pas ralentir davantage l'économie à un moment où le marché du travail se détériore rapidement...

R.-U. : Le marché du travail se détériore vite...

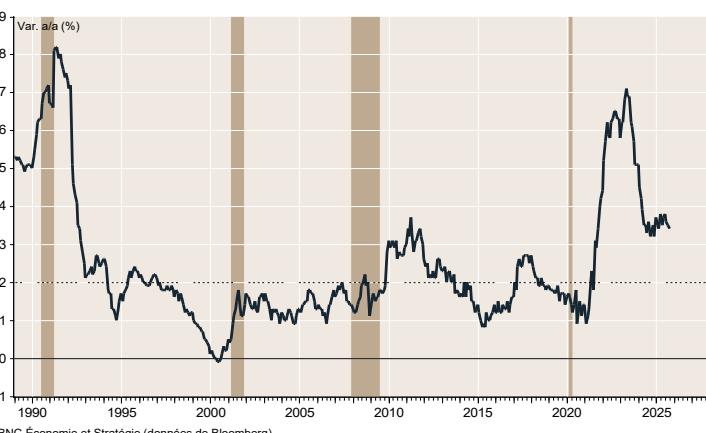
Effectifs salariés et taux de chômage moyen sur 3 mois



...mais le fait est que des mesures de relance budgétaire supplémentaires, alors que l'inflation reste bien supérieure à l'objectif de la Banque d'Angleterre, ont peu de chances d'apaiser les marchés obligataires à court terme.

... mais l'inflation reste obstinément élevée

Indice des prix à la consommation excluant l'énergie, les aliments, l'alcool et les produits du tabac

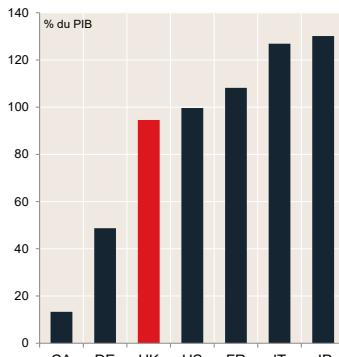
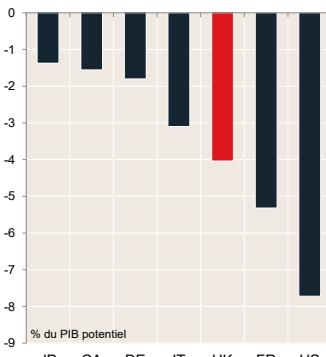


Et qu'en est-il des autres grandes économies, dont la situation budgétaire est souvent pire que celle du Royaume-Uni? Eh bien, certaines d'entre elles commencent à attirer l'attention des marchés. La France, dont le solde structurel des administrations publiques et le ratio de dette au PIB sont pires que ceux de son voisin d'outre-Manche, a certes connu son lot de turbulences cette année, mais elle a tout de même été supplanteé récemment dans la liste des préoccupations des investisseurs par le Japon.

G7 : Le Royaume-Uni retient l'attention, mais il y a pire

Solde structurel des administrations publiques (2025)

Ratio de la dette nette des administrations publiques au PIB (2025)



C'est que, malgré l'endettement de loin le plus lourd des pays du G7, le cabinet de la nouvelle première ministre japonaise, Sanae Takaichi, a approuvé le mois dernier un plan de relance économique de \$135 milliards. Cette décision a été encouragée en partie par ce que le gouvernement perçoit comme une faiblesse économique, mais qui n'en est pas vraiment une à nos yeux. Le PIB a certes reculé de 1,8 % en termes annualisés au troisième trimestre, mais cette contraction s'expliquait en partie par des mouvements de stocks et par une baisse attendue des exportations (-4,5 % en termes annualisés) après que celles-ci eurent été stimulées artificiellement le trimestre précédent par le devancement de livraisons aux États-Unis. Le secteur résidentiel a également pesé sur le PIB d'ensemble, la construction ayant souffert de l'introduction de nouvelles réglementations environnementales. Hormis ce dernier secteur, la demande intérieure est restée solide, la consommation des ménages ayant même enregistré une sixième expansion consécutive, une série de gains qui remet en question la nécessité de mesures de relance supplémentaires...

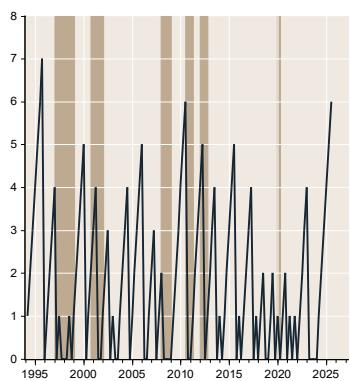
Japon : L'économie plus forte qu'elle n'y paraît

Contributions à la croissance du PIB réel au T3

	T3 2025	T2 2025
PIB	-1.8	2.3
Consommation	0.3	0.8
Invest. des entreprises	0.7	0.6
Invest. résidentiels	-1.4	0.0
Secteur public	0.4	0.1
Demande intérieure finale	0.0	1.5
Exportations	-1.1	2.2
Importations	0.1	-1.2
Commerce international	-1.0	0.9
Stocks	-0.9	-0.2

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv et de Bloomberg)

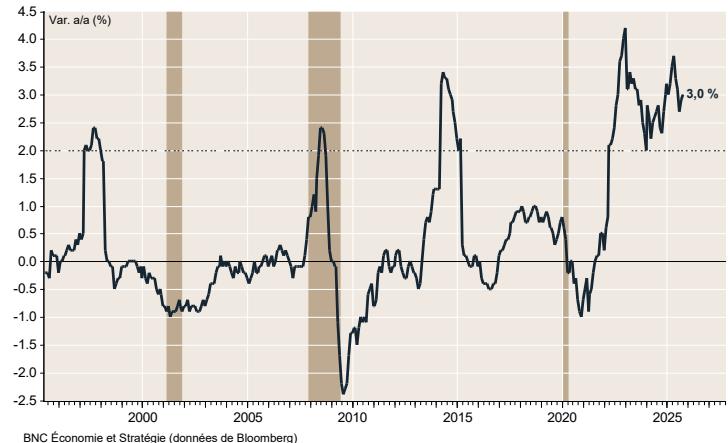
Nombre de trimestres consécutifs au cours desquels la consommation des ménages a augmenté



...surtout à un moment où la Banque du Japon peine encore à ramener l'inflation à sa cible.

Japon : La mesure préférée de l'inflation de base de la BdJ hors cible

Indice des prix à la consommation, hormis les aliments frais

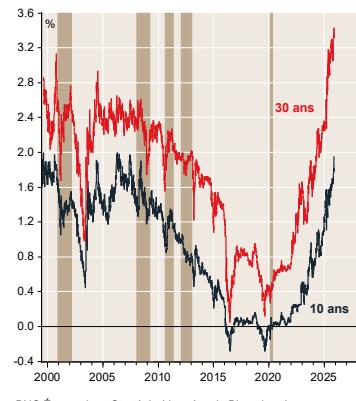


Il n'est pas surprenant que des dynamiques similaires en matière de dette et d'inflation au Japon et au Royaume-Uni suscitent des réactions semblables sur le marché obligataire, mais l'ampleur du recalibrage n'en reste pas moins stupéfiante, le rendement à 10 ans des obligations souveraines japonaises atteignant aujourd'hui des niveaux jamais vus depuis 2007. Sur 30 ans, les rendements atteignent de nouveaux sommets historiques. Il est également préoccupant de constater que,

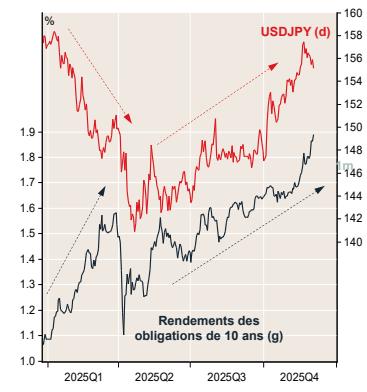
malgré des taux plus élevés, le yen a continué à se déprécier, ce qui laisse deviner un degré élevé d'inquiétude chez les investisseurs.

Japon : La dynamique du marché obligataire est préoccupante

Rendements des obligations souveraines



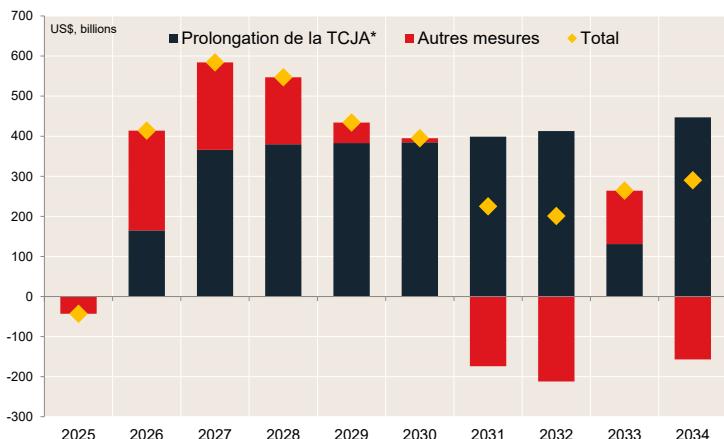
USDJPY et rendement des obligations souveraines de 10 ans



À ce stade du rapport mensuel, il devrait être clair pour nos lecteurs que l'évolution du marché obligataire sera l'un des sujets à surveiller en 2026 dans les économies avancées, la poursuite de l'expansion économique dans les pays riches étant en partie dépendante de l'évolution des taux d'intérêt. Et bien que nous ayons beaucoup parlé du Royaume-Uni et du Japon jusqu'à présent, la capacité des pays du G7 à traverser avec succès l'année à venir dépendra probablement dans une large mesure de l'évolution de la situation aux États-Unis. En effet, à l'instar de celle de plusieurs autres pays riches, l'administration américaine s'apprête à injecter davantage d'argent dans l'économie dans le cadre de la loi de finances appelée *One Big Beautiful Bill* (OBBB) à un moment où l'inflation reste supérieure à l'objectif de la Réserve fédérale.

É.-U. : La loi de finances OBBB jettera de l'huile sur le feu

Effets sur le déficit de la loi OBBB par année



*Le Tax Cut and Jobs Act of 2017

BNC Économie et Stratégie (données de the Penn Wharton Budget Model)

Mais, contrairement à ce qui a été observé ailleurs, ces mesures n'ont pas entraîné de perturbations importantes sur le marché obligataire. Nous ne pouvons qu'espérer que cela reste le cas aussi longtemps que possible, compte tenu du statut de référence accordé aux bons du Trésor américain sur les marchés internationaux.

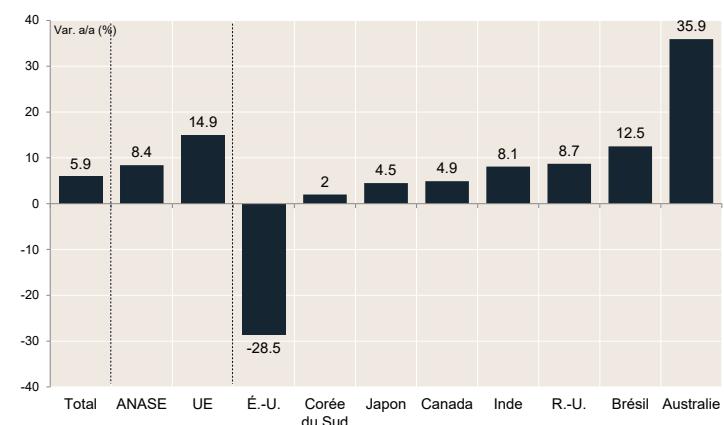
Notre scénario de base prévoit que les taux d'intérêt resteront gérables pour les économies avancées et que celles-ci continueront de croître à un rythme proche de leur potentiel en 2026. Nous ne serions toutefois pas surpris de voir l'année ponctuée d'épisodes de volatilité accrue.



Qu'en est-il des économies émergentes ? Comme toujours, leur destin sera dicté par les développements en Chine, et nous restons prudents à cet égard. Dans un contexte de faiblesse de la demande intérieure, la deuxième économie mondiale reste fortement dépendante des exportations de produits manufacturés, ce qui l'expose à certains risques. En effet, si la réorientation des exportations vers des marchés autres que les États-Unis a permis aux usines chinoises de continuer de produire, elle a également attiré l'attention des législateurs de nombreux pays sur certaines pratiques jugées anticoncurrentielles. Soucieux de défendre leurs industries locales contre les importations bon marché, ces législateurs pourraient désormais suivre l'exemple des États-Unis et imposer des droits de douane sur les importations chinoises. Le risque que cela se produise semble particulièrement élevé dans l'Union européenne, selon nous.

Chine : Le secteur des biens dépendant de la demande étrangère

Exportations exprimées en USD

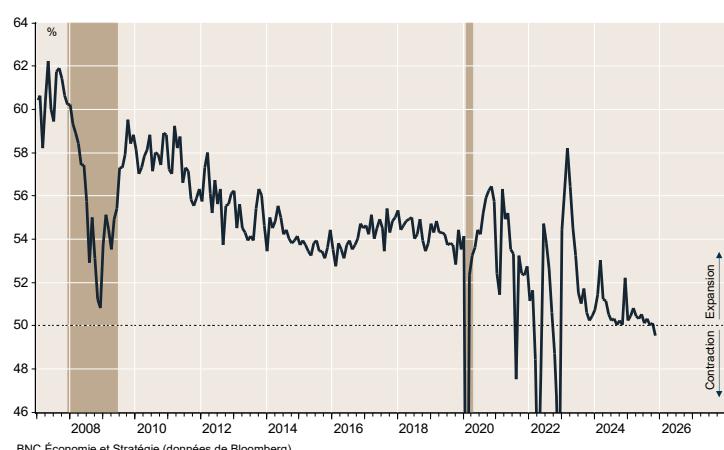


BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

De telles barrières douanières, si elles devaient être érigées, porteraient un coup dur aux industries productrices de biens, à un moment où le secteur des services est déjà en difficulté en Chine. Les données du Bureau national des statistiques ont en effet révélé une contraction des industries non manufacturières en novembre, ce qui ne s'était jamais produit en dehors des périodes de confinement de la pandémie.

China : Une rare contraction du secteur des services

PMI non-manufacturier du Bureau national des statistiques

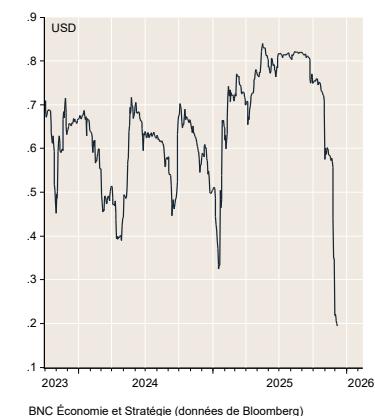


BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Cette faiblesse s'explique en grande partie par l'effet de richesse négatif important engendré chez les consommateurs chinois par la chute des prix de l'immobilier. Une reprise ne semble pas non plus en vue à court terme pour ce secteur, car plus de quatre ans après la débâcle d'Evergrande, beaucoup de promoteurs immobiliers se trouvent toujours dans une situation extrêmement précaire. C'est notamment le cas de Vanke, qui a dû demander la semaine dernière une extension d'un an pour le paiement de sa dette, ce qui a entraîné un effondrement de la valeur des obligations de la société. D'autres difficultés de ce type sont à prévoir, étant donné que les ventes immobilières continuent de baisser en Chine; elles ont déjà chuté de plus de 50 % par rapport à leur niveau de 2021.

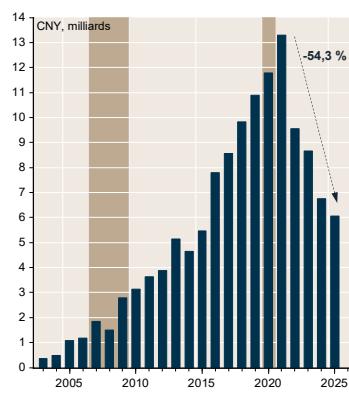
Chine : La crise qui n'en finit plus

Prix à la Bourse de Hong Kong de l'obligation Vanke au coupon de 3,975 % échéant en novembre 2027



BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

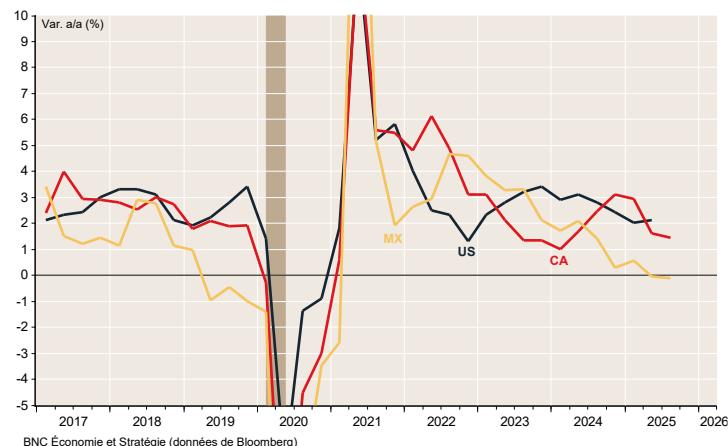
Ventes de biens immobiliers résidentiels, cumulatives après huit mois chaque année



De manière plus générale, la croissance mondiale continuera de dépendre de l'évolution de la politique douanière à Washington et, sur ce front, nous notons quelques signes encourageants. Consciente de l'impopularité des mesures protectionnistes auprès d'une population préoccupée par les questions d'abordabilité, l'administration Trump a récemment levé les droits de douane sur certains produits alimentaires. Et même si l'impact de ces mesures sur la surtaxe moyenne imposée sur les produits importés sera minime, celles-ci pourraient signaler une plus grande ouverture au compromis à Washington sur cette question cruciale.

Nous pensons que, après avoir obtenu des résultats décevants lors des récentes élections partielles, les républicains veilleront à ne pas s'aliéner les électeurs avant le scrutin de mi-mandat de l'année prochaine. Pour être clairs, nous ne nous attendons pas à un revirement complet de l'administration Trump sur la question des droits de douane, mais à un recentrage vers une politique ciblant d'abord les adversaires géopolitiques et dans laquelle les droits de douane imposés aux pays alliés pourraient être réduits.

Si nous avons raison, 2026 pourrait offrir des occasions à saisir au Canada et au Mexique, qui s'apprêtent à renégocier l'ACEUM. Et il va sans dire qu'un accord commercial favorable contribuerait grandement à stimuler les économies vulnérables des deux pays. De bonnes nouvelles seraient particulièrement appréciées au Mexique, où le PIB affiche une contraction sur les douze derniers mois.

Monde : Élections de mi-mandat, espoir pour le Canada et le Mexique?
PIB réel

En résumé, les mesures de relance budgétaire dans les économies avancées devraient, selon notre scénario de base, compenser un ralentissement en Chine et permettre au PIB mondial de croître de 3,3 % en 2026. Cela ferait suite à une expansion de 3,2 % dans l'année en cours. Le principal risque à la baisse pour ce scénario serait celui d'une augmentation généralisée des taux d'intérêt à long terme, tandis que le principal risque à la hausse serait celui d'un assouplissement plus important que prévu des politiques protectionnistes de Washington.

Perspectives mondiales

	2025	2026	2027
Économies avancées	1.7	1.9	1.8
États-Unis	2.0	2.4	2.1
Zone euro	1.5	1.5	1.7
Japon	1.3	1.5	1.0
Royaume-Uni	1.4	1.1	1.2
Canada	1.7	1.2	1.8
Australie	1.8	2.3	2.0
Corée du Sud	1.1	2.0	1.7
Économies émergentes	4.2	4.2	4.3
Chine	5.0	4.6	4.5
Inde	6.7	6.2	6.2
Mexique	0.3	1.4	2.0
Brésil	2.2	2.0	2.1
Russie	0.8	1.3	1.3
Monde	3.2	3.3	3.3

BNC Économie et Stratégie



Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:

BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste principal
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste principal
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste principale
alexandra.ducharme@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste principal
daren.king@bnc.ca

Warren Lovely

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

Taylor Schleich

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

Ethan Currie

Stratège
ethan.currie@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Nathalie Girard

Coordonnatrice senior
n.girard@bnc.ca

Giuseppe Saltarelli

Infographiste
giuseppe.saltarelli@bnc.ca

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 investissement, 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 passéporté 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 assujetti 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.