

## Plus de croissance, plus d'inflation... et moins de baisses de taux

Par Jocelyn Paquet

### Sommaire

- Les dernières données publiées aux États-Unis laissent penser que l'économie terminera l'année sur une bonne note. Comme c'est le cas depuis un certain temps, la vigueur actuelle reflète une solide croissance des dépenses de consommation qui tient non seulement à la résilience du marché du travail, mais aussi à l'augmentation constante de la valeur nette des ménages.
- Comme les moteurs de la performance récente resteront probablement les mêmes en 2025, l'économie américaine devrait continuer de surperformer celles des autres pays riches, à condition que la nouvelle administration Trump s'en tienne à la partie la plus favorable à la croissance de son programme et limite au maximum ses instincts protectionnistes.
- Tout en reconnaissant le niveau élevé d'incertitude qui entoure ces projections, notre meilleure hypothèse à ce stade est que la réduction des dépenses annoncées par l'administration Trump sera insuffisante pour empêcher les baisses d'impôts de creuser davantage le déficit. Nous nous attendons donc à ce que la politique budgétaire ait un impact positif sur la croissance au cours des deux prochaines années. Sur le front du commerce international, nous pensons que Washington se gardera d'imposer des droits de douane généralisés, optant plutôt pour une approche plus ciblée et moins perturbatrice.
- Dans ce contexte, nous avons décidé de revoir sensiblement à la hausse notre prévision de croissance pour 2025, à 2.1%. Le PIB devrait ensuite croître de 1.7% en 2026.

Les dernières données publiées aux États-Unis laissent penser que l'économie terminera l'année sur une bonne note. Si le secteur manufacturier continue de battre de l'aile, cette situation reste largement compensée par des niveaux d'activité très élevés du côté des services, S&P Global ayant même signalé la plus forte expansion de ce segment depuis 38 mois en décembre.

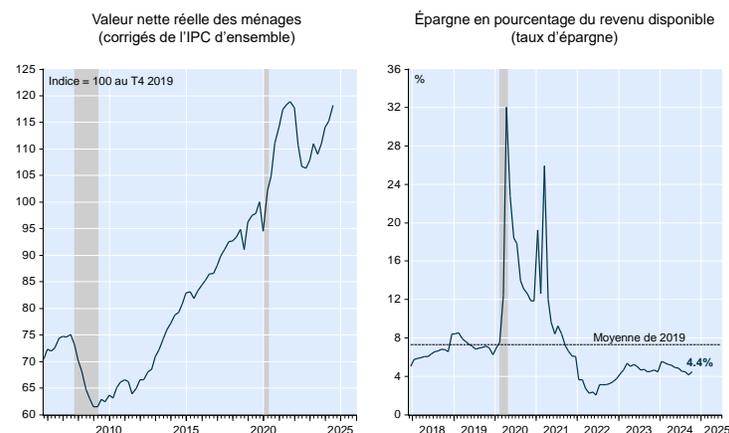
### États-Unis : Le secteur des services affiche une expansion solide

Indice PMI éclair de S&P Global. Dernière observation : Décembre 2024



Comme c'est le cas depuis un certain temps, la vigueur actuelle reflète une solide croissance des dépenses de consommation qui tient non seulement à la résilience du marché du travail, mais aussi à l'augmentation constante de la valeur nette des ménages au cours des deux dernières années. L'envolée du prix des actions, en particulier, a contribué à hisser le patrimoine réel des Américains à un niveau presque inégalé au troisième trimestre, renforçant du même coup leur confiance dans leur situation financière et les encourageant à épargner une part moins importante de leur revenu que celle à laquelle ils étaient habitués avant la pandémie.

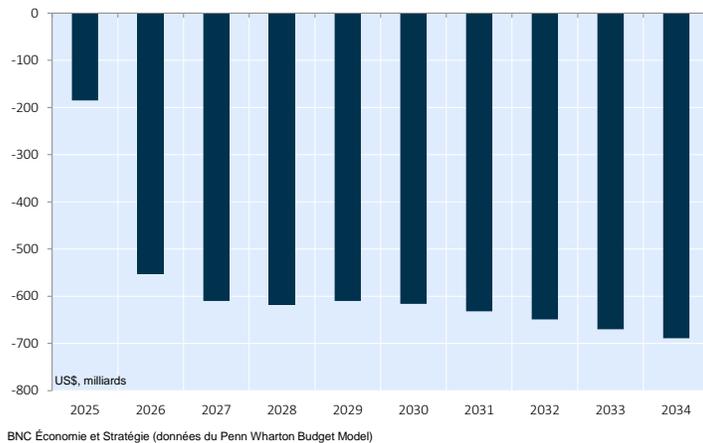
### É.-U. : Le bond de leur patrimoine incite les ménages à épargner moins



Comme les moteurs de la performance récente resteront probablement les mêmes en 2025, l'économie américaine devrait continuer de surperformer celles des autres pays riches, à condition que la nouvelle administration Trump s'en tienne à la partie la plus favorable à la croissance de son programme et limite au maximum ses instincts protectionnistes. Les différentes réductions d'impôts promises par le président élu lors de sa campagne, qui vont d'une prolongation de la loi intitulée *Tax and Jobs Act* de 2017 à une réduction du taux d'imposition des sociétés de 21% à 15%, pourraient certes contribuer à stimuler la croissance, mais uniquement si elles ne sont pas financées par l'augmentation des droits de douane sur les produits importés ou par une réduction des dépenses publiques, deux autres mesures promises par l'administration entrante.

## É.-U. : Stimulus budgétaire en vue?

Impact sur le déficit primaire des réductions d'impôts proposées par l'administration Trump

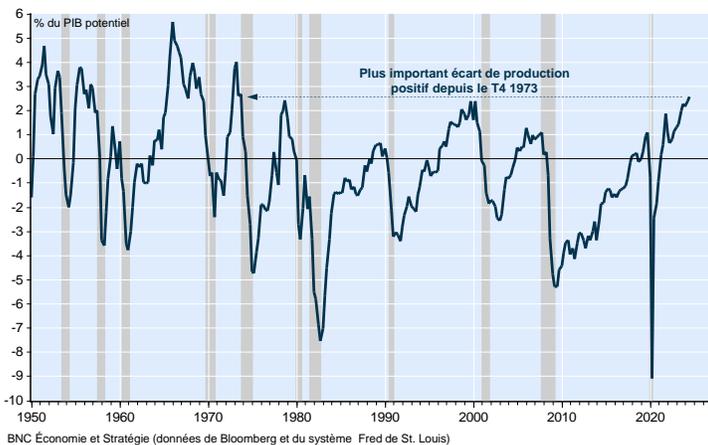


Tout en reconnaissant le niveau élevé d'incertitude qui entoure ces projections, notre meilleure hypothèse à ce stade est que la réduction des dépenses annoncées par l'administration Trump sera insuffisante pour empêcher les baisses d'impôts de creuser davantage le déficit. Nous nous attendons donc à ce que la politique budgétaire ait un impact positif sur la croissance au cours des deux prochaines années. Sur le front du commerce international, nous pensons que Washington se gardera d'imposer des droits de douane généralisés, optant plutôt pour une approche plus ciblée et moins perturbatrice.

Si ce scénario se réalise, le résultat final devrait être plus de croissance... mais aussi plus d'inflation. C'est que la théorie économique standard suggère que les mesures de relance budgétaire ont plus de chances de générer de l'inflation lorsqu'elles sont mises en œuvre à un moment où l'économie fonctionne déjà au-dessus de son potentiel. Or, à l'heure actuelle, la demande dépasse largement l'offre aux États-Unis.

## É.-U. : Demande excédentaire rime souvent avec inflation élevée

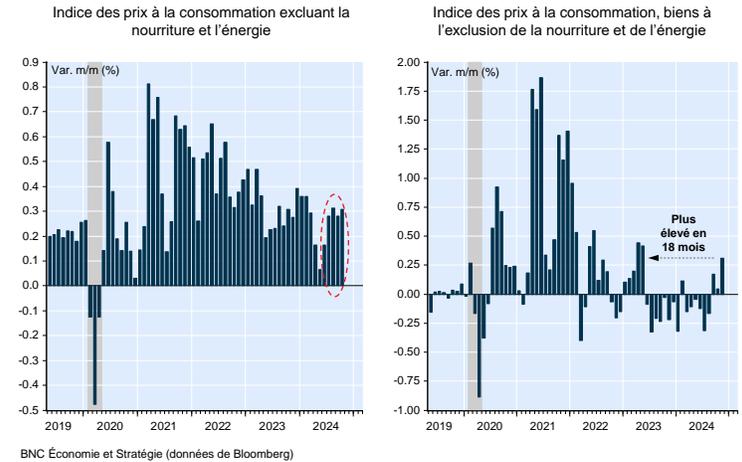
Écart de production (pourcentage d'écart entre le PIB et le PIB potentiel)



L'impact de cette situation est d'ailleurs déjà visible dans les données relatives à l'inflation. Prenons par exemple l'IPC de novembre. Bien que le rapport ait été conforme aux attentes qui faisaient consensus, il a tout de même contribué à réduire notre niveau de confiance dans le retour de l'inflation aux États-Unis à son objectif de manière durable. Cela s'explique en partie par le fait qu'un certain nombre de composantes qui avaient fortement contribué à la désinflation au cours des derniers mois semblent maintenant reprendre de la vigueur, notamment la nourriture et les véhicules automobiles. Plus généralement, c'est la résurgence de la catégorie des biens de base

qui a le plus alimenté nos doutes, les prix dans ce segment ayant connu leur plus forte hausse en 18 mois en novembre.

## É.-U. : L'inflation de base encore trop vigoureuse (1)



Si ce rebond devait se confirmer dans les prochains mois – et l'imposition des droits de douane proposés par la nouvelle administration Trump pourrait certainement jeter de l'huile sur le feu à cet égard –, cela compliquerait la tâche de la Réserve fédérale, surtout dans un contexte où les pressions inflationnistes dans le segment des services restent fortes.

## É.-U. : L'inflation de base encore trop vigoureuse (2)

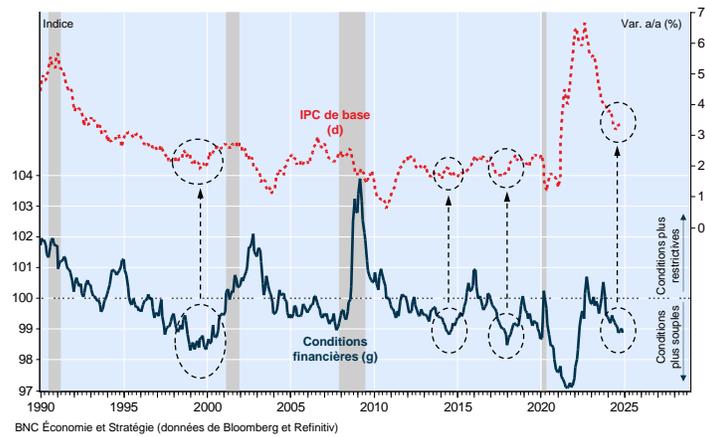
Indice des prix à la consommation, services excluant l'énergie



La souplesse des conditions financières, qui reflètent des valorisations élevées sur les marchés boursiers et des écarts de crédit comprimés, est également de nature à compliquer la tâche de la Fed. Bien que favorables à la croissance, des conditions de financement aussi permissives ont par le passé eu tendance à alimenter l'inflation. Si l'on exclut la période post-pandémique, l'inflation de base a en effet augmenté de 0.6% en moyenne les dernières fois que l'indice Goldman Sachs des conditions financières a été aussi bas qu'aujourd'hui (1998M11-2000M05, 2014M06-2014M09 et 2017M11-2018M03). Cette situation était peut-être souhaitable à l'époque, car l'inflation était inférieure à l'objectif ou très proche de celui-ci. Mais il n'en va pas de même aujourd'hui, alors que l'inflation de base est encore supérieure à 2%.

### É.-U. : Les conditions financières n'aideront pas à réduire l'inflation à 2%

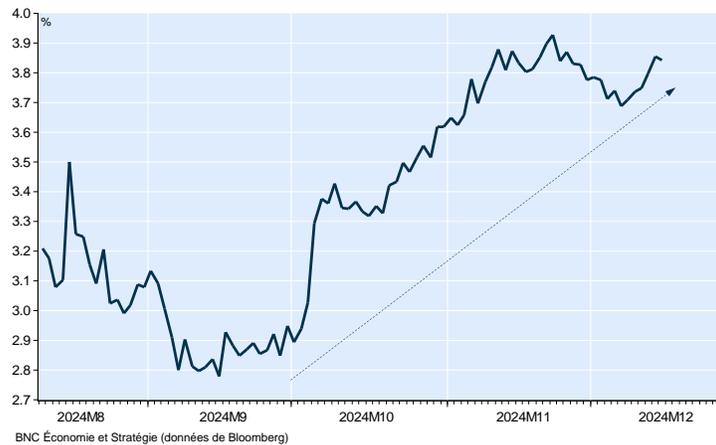
Indice Goldman Sachs des conditions financières et IPC excluant la nourriture et l'énergie



Le marché obligataire n'est pas resté impassible face aux risques croissants de voir l'inflation se maintenir au-dessus de la cible de la Fed, les taux directeurs anticipés par le marché des contrats à terme à la fin de 2025 ayant été revu nettement à la hausse ces dernières semaines.

### É.-U. : L'inflation plus forte pourraient limiter la détente par la Fed

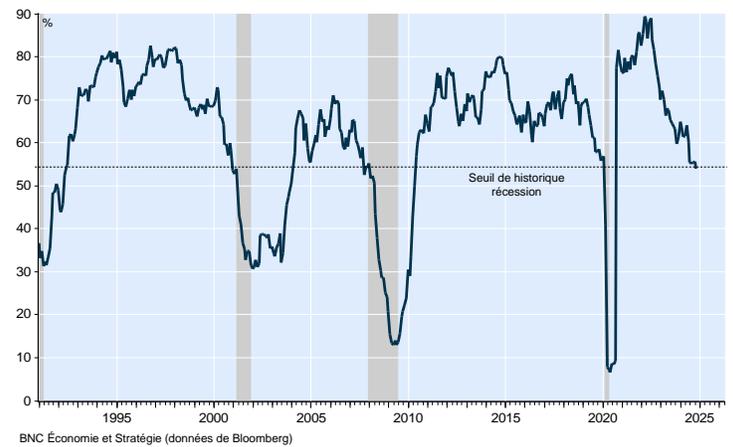
Niveau du taux des fonds fédéraux anticipé par les contrats à terme à la fin de 2025



Une telle refonte des anticipations nous semble appropriée dans un contexte où le président de la Fed, Jerome Powell, a lui-même mentionné à plusieurs reprises que le fait de ne pas ramener l'inflation à sa cible rapidement pourrait avoir de graves conséquences à plus long terme, un retour à l'objectif tardif étant susceptible d'entraîner des coûts économiques plus importants. Mais si nous sommes d'accord avec le fait que la maîtrise de l'inflation doit rester le principal objectif de la banque centrale pour le moment, nous restons préoccupés par l'effet à retardement qu'une politique monétaire stricte pourrait avoir sur un marché du travail qui donne quelques signes de faiblesse. De ceux-ci, mentionnons la très faible diffusion des gains d'emplois dans les derniers mois...

### É.-U. : La création d'emplois de moins en moins généralisée

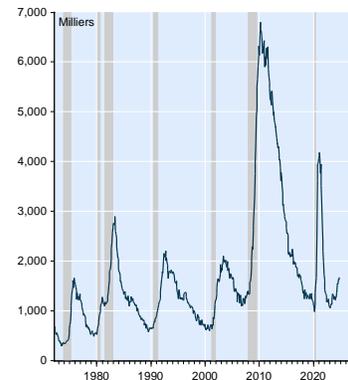
Diffusion des gains de l'emploi au cours des 6 derniers mois



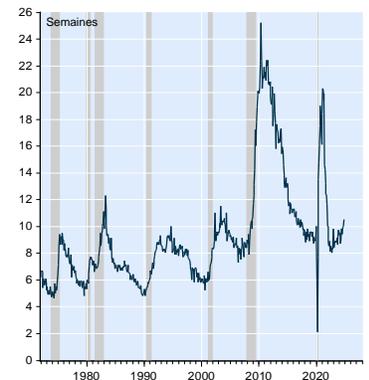
... et le fait qu'il est de plus en plus difficile pour les personnes qui ont perdu leur emploi d'en trouver un nouveau.

### É.-U. : Plus difficile de retrouver du travail après une perte d'emploi

Nombre de personnes au chômage depuis 27 semaines ou plus, enquête auprès des ménages



Durée moyenne des périodes de chômage



Ce sont d'ailleurs ces facteurs de risque qui nous incitent à maintenir des perspectives de croissance relativement prudentes pour le second semestre de 2025. Mais comme la croissance inférieure au potentiel en fin d'année est largement compensée dans nos projections par une expansion beaucoup plus solide que prévu au T4 2024 et au T1 2025, notre prévision de croissance pour l'ensemble de l'année 2025 a tout de même été révisée nettement à la hausse, à 2.1%. Le PIB devrait ensuite croître de 1.7% en 2026. Pour des raisons évidentes, notre degré de confiance dans ces prévisions est plutôt faible. Nous nous tiendrons prêts à réévaluer nos perspectives une fois que la nouvelle administration aura prêté serment le 20 janvier.

## États-Unis Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2026
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.5	2.9	2.8	2.1	1.7	2.7	1.5	1.9
Dépenses personnelles	3.0	2.5	2.7	2.6	1.8	2.9	1.9	2.0
Construction résidentielle	(8.6)	(8.3)	4.0	1.4	2.5	2.1	2.5	2.5
Investissements des entreprises	7.0	6.0	3.8	1.8	1.3	3.2	1.4	1.4
Dépenses publiques	(1.1)	3.9	3.4	3.1	2.6	3.1	3.0	2.1
Exportations	7.5	2.8	3.0	0.3	0.3	2.3	(0.8)	1.2
Importations	8.6	(1.2)	5.3	2.6	1.5	5.5	1.5	2.1
Variation des stocks (milliards \$)	119.1	33.1	55.9	30.0	13.8	70.0	5.0	15.0
Demande intérieure	2.3	2.7	3.0	2.5	1.9	3.0	2.1	2.0
Revenu réel disponible	(5.6)	5.1	2.7	1.5	2.4	2.1	1.8	2.8
Emploi des salariés	4.3	2.3	1.6	1.2	0.6	1.5	0.8	0.9
Taux de chômage	3.6	3.6	4.0	4.5	4.5	4.2	4.6	4.5
Taux d'inflation	8.0	4.1	2.9	2.3	2.3	2.7	2.1	2.5
Bénéfices avant impôts	7.8	6.9	6.7	1.4	2.6	2.2	0.8	3.0
Compte courant (milliards \$)	(1,012.1)	(905.4)	(999.0)	(986.3)	(978.8)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	<i>actuel</i>							
	17/12/24	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024	2025	2026
Taux cible fonds fédéraux	4.75	4.25	4.00	3.75	3.50	4.50	3.50	3.50
Bons du Trésor 3 mois	4.26	4.00	3.75	3.55	3.25	4.25	3.25	3.35
Obligations fédérales								
2 ans	4.25	3.90	3.70	3.45	3.35	4.15	3.35	3.55
5 ans	4.26	4.00	3.80	3.65	3.55	4.15	3.55	3.75
10 ans	4.40	4.15	4.00	3.85	3.75	4.30	3.75	3.95
30 ans	4.59	4.35	4.20	4.05	4.00	4.50	4.00	4.20
Taux de change								
US\$/Euro	1.05	1.02	1.03	1.05	1.07	1.05	1.07	1.10
YEN/\$US	154	145	142	140	137	148	137	130

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.6	3.0	2.8	3.2	2.1	1.2	1.1	1.5
IPC (var. a/a %)	3.2	3.2	2.6	2.7	2.5	2.3	2.4	2.1
IPC de base (var. a/a %)	3.8	3.4	3.2	3.3	3.0	2.8	2.9	2.7
Taux de chômage (%)	3.8	4.0	4.2	4.2	4.3	4.4	4.6	4.6

Financière Banque Nationale



**Abonnez-vous à nos publications : [BNCEconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCEconomieetStrategie@bnc.ca) – Pour nous joindre : 514 879-2529**

## Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

## Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

## Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

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

## Résidents de l'UE

En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

## Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

## Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

## Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.