



**BANQUE NATIONALE  
DU CANADA**

**MARCHÉS FINANCIERS**

# Étude spéciale

**L'heure juste:  
exposition du Canada au  
protectionnisme américain**



---

28 mars 2018

## L'heure juste: exposition du Canada au protectionnisme américain

Depuis son intronisation en janvier 2016, le président Donald Trump a mis de l'avant son agenda protectionniste. L'arrivée de Donald Trump au pouvoir aux États-Unis s'est traduite, entre autres choses, par une montée du discours protectionniste. À peine entré en fonction, le nouveau président a retiré les États-Unis du processus de ratification de l'Accord de partenariat transpacifique. Poursuivant dans la même veine, la Maison Blanche a décidé d'imposer des tarifs à l'importation sur les panneaux solaires et les machines à laver, des mesures qui visaient respectivement la Chine et la Corée du Sud. Le Canada n'a pas été épargné, faisant face à une difficile renégociation de l'ALÉNA en plus d'être frappé par des droits compensatoires sur le bois d'œuvre, le papier journal et l'aérospatial. Pour ajouter aux mauvaises nouvelles, le président a récemment menacé d'imposer des tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium provenant du Canada si une nouvelle entente de libre échange nord-américaine ne pouvait être conclue (rappelons que le Canada est le plus important exportateur de ces deux produits vers les États-Unis).

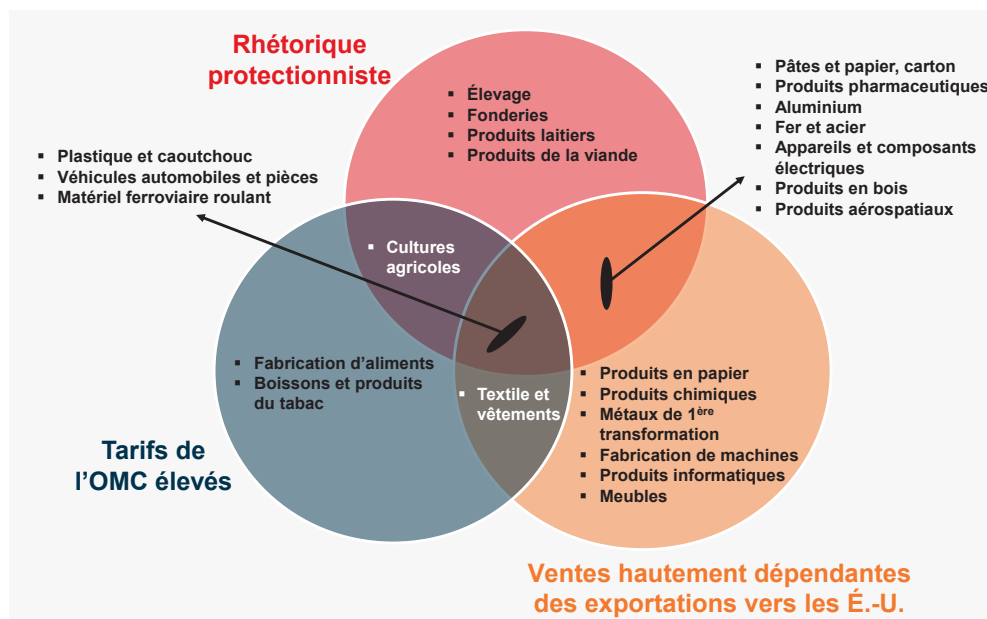
Compte tenu de ces récents développements, beaucoup s'inquiètent de l'impact que pourrait avoir la montée du protectionnisme aux États-Unis sur l'économie canadienne. Quantifier ce risque est, toutefois, une tâche complexe. Il n'est pas correct d'affirmer qu'un cinquième de la production du Canada est à risque simplement parce la valeur des exportations canadiennes de biens vers les États-Unis est à peu près égale 20% du PIB nominal du pays. Premièrement, ce ne sont pas toutes les industries qui sont menacées. De plus, celles qui le sont présentent des degrés d'exposition qui varient en fonction de la valeur ajoutée de leurs exportations respectives. Dans ce rapport, nous identifierons, dans un premier temps, les industries canadiennes les plus vulnérables au protectionnisme américain et évaluerons ensuite le poids de leurs exportations vers nos voisins du sud dans l'économie du pays et des provinces.

### Les industries les plus concernées

Tout d'abord, il est important de noter que ce ne sont pas toutes les exportations canadiennes vers les États-Unis qui sont menacées. Pour le bien de ce rapport, nous avons identifié les industries canadiennes les plus concernées selon trois critères. Notez que certaines industries doivent composer avec plus d'un facteur de risque, ce qui augmente leur vulnérabilité globale.

#### Menace protectionniste: les industries à risque

Industries canadiennes groupées selon leurs facteurs de risque



## À chacun de ces critères nous associons un niveau de risque distinct:

- Risque élevé:** Dans ce groupe, nous considérons toutes les industries pour lesquelles les autorités américaines ont déjà pris des mesures protectionnistes, ou ont laissé entendre qu'elles pourraient y venir, que le Canada soit ou non la cible principale de la rhétorique protectionniste américaine.
- Risque moyen:** Ce groupe englobe toutes les industries non incluses dans 1) pour lesquelles les États-Unis imposent des tarifs élevés dans le cadre de l'Organisation mondiale du commerce, même en vertu de la clause de la nation la plus favorisée. Advenant un retrait des États-Unis de l'ALÉNA, un scénario de moins en moins probable, nous présumons que ces industries seraient frappées par d'importantes barrières tarifaires.
- Risque faible:** Dans cette catégorie, nous retrouvons toutes les industries manufacturières canadiennes non présentes dans 1) ou 2) dont au moins 25% des livraisons sont à destination des États-Unis. Celles-ci ne sont pas nécessairement exposées à des menaces protectionnistes avérées, mais elles sont jugées vulnérables par le seul fait de leur dépendance envers le marché américain.

## Menace protectionniste: les industries à risque

Industries canadiennes groupées par degré de vulnérabilité

### Risque faible

- Produits en papier
- Produits chimiques
- Métaux de 1<sup>ère</sup> transformation
- Fabrication de machines
- Produits informatiques et électroniques
- Meubles

### Risque moyen

- Fabrication d'aliments
- Boissons et produits du tabac
- Textile, vêtements de cuir

### Risque élevé

- Cultures agricoles et élevage
- Produits laitiers
- Produits de la viande
- Produits en bois
- Pâtes et papiers, carton
- Produits pharmaceutiques
- Produits en plastique et en caoutchouc
- Sidérurgie
- Produits en acier
- Production d'aluminium
- Fonderies
- Matériel, appareils et composante électriques
- Véhicules automobiles
- Carrosseries et remorques
- Pièces automobiles
- Produits aérospatiaux
- Matériel ferroviaire roulant

Risque faible

Risque moyen

Risque élevé

## Les industries vulnérables à la rhétorique protectionniste

Déterminer avec précision quelles seront les industries les plus touchées par la montée du protectionnisme aux États-Unis est une tâche complexe puisqu'elle repose sur une bonne dose de contingences. Par exemple, certains secteurs de notre économie ne seront à risque que si aucune entente n'est atteinte pour assurer la pérennité de l'ALÉNA (l'acier et l'aluminium par exemple), un scénario qui est peu envisageable selon nous, mais qui demeure toutefois une possibilité. Dans ce contexte, où plusieurs scénarios hypothétiques s'entrecroisent, nous avons décidé d'identifier comme hautement à risque les secteurs s'étant déjà vus imposés des mesures protectionnistes ainsi que ceux déjà visés par la rhétorique de l'administration américaine.

La première industrie à considérer dans ce groupe est la production agricole. Les velléités protectionnistes américaines dans ce secteur ne datent certes pas d'hier. On n'a qu'à penser à l'étiquetage du pays d'origine instauré au début de la décennie pour les porcs et les bovins canadiens. Plus récemment, le système canadien de gestion de l'offre pour le lait, les œufs et la volaille a été sévèrement critiqué par Washington. Il ne s'agit pas pour les États-Unis de contrer les exportations canadiennes, qui sont minimales, mais plutôt de réclamer la possibilité d'exporter au Canada. Dans ce contexte, le risque pour l'ensemble de l'industrie agricole repose sur de possibles concessions concernant le système de gestion de l'offre dans les négociations actuelles ou d'éventuelles mesures de rétorsion advenant que le Canada ne cède pas.

L'industrie automobile est aussi dans la ligne de mire de l'administration Trump, qui souhaite redéfinir certaines règles de provenance établies dans l'ALÉNA. De fait, les négociateurs américains désirent relever le seuil de contenu nord-américain (présentement à 62,5 %) et inclure l'acier et le matériel électronique à la liste des pièces automobiles sujettes aux règles de provenance. L'ajout d'une clause demandant un minimum de contenu américain de 50% était également sur la table au début des négociations mais, selon des rapports récents, cette demande aurait été abandonnée. Quoi qu'il en soit, le secteur automobile demeure à risque.

Les menaces proférées envers l'industrie automobile canadienne pourraient avoir des répercussions sur d'autres secteurs connexes. C'est le cas des pneus, dont les exportations aux États-Unis sont relativement importantes pour l'économie de la Nouvelle-Écosse. Ceux-ci sont classés dans l'industrie des produits en caoutchouc. Il en va de même pour les pièces en plastique ultimement destinées à la production de véhicules automobiles, qui sont classées dans l'industrie des produits en plastique (notez que, en 2017, cette sous-catégorie comptait pour 20% de la valeur totale des produits en plastique exportés aux États-Unis).

Vient ensuite l'industrie aérospatiale. L'inclusion de cette industrie parmi les plus à risque est une évidence après que Washington ait imposé des droits compensatoires et anti-dumping de près de 300% à Bombardier suite à des plaintes répétées de l'avionneur Boeing. Bien que la Commission du commerce international des États-Unis ait depuis jugé ces tarifs injustifiés, le secteur demeure menacé par une nouvelle offensive éventuelle de la Maison Blanche.

L'industrie canadienne du fer et de l'acier est également menacée par des lois qui étendent le principe *Buy American* à toutes les agences gouvernementales américaines, les contraignant à utiliser seulement le fer et l'acier américains pour les projets d'infrastructures. Une telle loi a été mise en force au Texas en septembre dernier, tandis qu'une loi similaire pourrait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> avril prochain pour l'État de New York. Ajoutons à cela l'imposition récente par l'administration américaine d'un tarif sur l'acier et l'aluminium. Celui-ci pourrait s'appliquer au Canada, advenant un retrait des États-Unis de l'ALÉNA.

Les pâtes et papier figurent aussi dans la liste des industries les plus à risque. Dès 2015, les États-Unis ont imposé des droits compensatoires et antidumping sur le papier surcalendré. Au début de 2018 s'est ajouté des droits compensatoires sur le papier non couché (papier journal).

L'industrie du bois d'œuvre doit également être incluse suite à l'imposition de tarifs en début d'année.

La catégorie du matériel, appareils et composants électriques fait également partie des industries à haut risque en raison des « droits de sauvegarde » imposés en début d'année sur les importations américaines de machines à laver et de panneaux solaires, même si ces droits ne visent pas, pour l'instant, les exportations canadiennes. Les produits pharmaceutiques et le matériel ferroviaire roulant sont inclus pour des raisons similaires.

## Importance des exportations des industries les plus à risque dans l'économie canadienne

Maintenant que les industries les plus exposées à la rhétorique protectionniste américaine ont été identifiées, il nous reste à déterminer l'importance des exportations aux États-Unis de ces secteurs dans l'économie du Canada et de ses provinces. Comme point de départ, nous pourrions mentionner que la valeur des exportations des industries nommées équivaut à environ 11,5% du PIB nominal du Canada. Cependant, ce simple calcul surestimerait la part de notre économie réellement vulnérable au protectionnisme américain. En effet, c'est la valeur ajoutée des exportations de ces industries qui est à risque, non pas le montant total. Heureusement, certaines données compilées par Statistique Canada à partir de la table intrants-extrants de 2013 nous permettent de calculer la

part du PIB nominal et de l'emploi qui dépend réellement des exportations des industries à risque vers les États-Unis. Cette part est constituée des effets directs (valeur ajoutée de l'industrie exportatrice) et indirects (valeur ajoutée par la chaîne de ses fournisseurs canadiens)<sup>1</sup>. La part ainsi calculée donne une image plus précise – et moins alarmante – de l'exposition du Canada au protectionnisme américain puisque les intrants

<sup>1</sup> Les effets induits, c'est-à-dire les effets sur le PIB découlant de pertes d'emplois potentielles et de la réduction des dépenses de consommation qui en résulterait, ne sont pas pris en compte.

des industries exportatrices qui ne contribuent pas au PIB (les intrants qui avaient précédemment été importés, par exemple) sont exclus.

Le tableau 1A montre, pour chaque industrie identifiée à haut risque, la part du PIB nominal du Canada et des provinces qui dépendent des exportations vers les États-Unis. Cette part représente la valeur ajoutée de l'industrie exportatrice elle-même ainsi que celle de l'ensemble de sa chaîne d'approvisionnement.

**Tableau 1A - Valeur ajoutée dépendante des exportations aux É.-U. des industries menacées par la rhétorique protectionniste américaine (% du PIB nominal, 2013)**

Code Scian - industrie exportatrice	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
111, 112 - Cultures agricoles et élevage	0.3%	0.0%	0.7%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.9%	1.3%	0.4%	0.2%
3115 - Fabrication de produits laitiers	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3116 - Fabrication de produits de la viande	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%
321 - Fabrication de produits en bois	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.9%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	1.1%
3221 - Usines de pâte à papier, de papier et de carton	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	1.1%	0.6%	0.2%	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%
3254 - Fabrication de prod. pharmaceutiques, médicaments	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
326 - Produits en plastique et en caoutchouc	0.3%	0.0%	0.0%	1.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
3311 - Sidérurgie	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
3312 - Fab. produits en acier à partir d'acier acheté	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
3313 - Prod. et transf. d'alumine et d'aluminium	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3315 - Fonderies	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
335 - Matériel, appareils et composants électriques	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
3361 - Fabrication de véhicules automobiles	1.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	2.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
3362 - Carrosseries, remorques de véh. automobiles	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
3363 - Pièces pour véhicules automobiles	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.9%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
3364 - Produits aérospatiaux et pièces	0.3%	0.0%	0.8%	0.5%	0.0%	0.8%	0.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.1%
3365 - Matériel ferroviaire roulant	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total</b>	<b>3.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.3%</b>

FBN Économie et stratégie (Calculs à partir de données de Statistique Canada - tableau 381-0032)

Selon le tableau 1A, 3,6% du PIB nominal du Canada est constitué de valeurs ajoutées présentes dans les exportations aux États-Unis des industries explicitement menacées par la rhétorique protectionniste américaine. Avec un taux de dépendance de 5,1%, l'Ontario est la province la plus exposée, en raison de l'importance dans son économie de l'industrie des véhicules automobiles, laquelle exporte beaucoup vers les États-Unis. Fait à noter, toutes les autres provinces ont des retombées matérielles des exportations de cette industrie aux États-Unis bien que peu d'entre elles y exportent un montant significatif de ces produits. Cela signifie que toutes les provinces ont des entreprises qui, sans nécessairement exporter elles-mêmes des véhicules automobiles, sont fournisseurs d'entreprises d'autres provinces qui elles exportent ces produits au sud de la frontière.

Le Québec suit avec un taux de dépendance de 4,3%, surtout en raison de l'importance de l'aluminium et des produits aérospatiaux, incidemment les deux plus importantes catégories d'exportations de biens de la province, ainsi que

des papetières. L'exposition du Manitoba, quant à elle, est presque égale à la moyenne nationale en vertu du poids de l'agriculture, de l'aérospatiale et des véhicules automobiles dans son économie.

À l'autre bout du spectre, l'Alberta et Terre-Neuve-et-Labrador sont les provinces les moins exposées, sans doute en raison de la prépondérance du pétrole brut et des produits pétroliers dans les exportations aux États-Unis de ces provinces. Nous estimons peu probable que ces biens soient sujets à des menaces protectionnistes de la part des États-Unis considérant la volonté de Washington d'assurer sa sécurité énergétique. L'importance des exportations de produits pétroliers raffinés caractérise aussi le Nouveau-Brunswick, mais en revanche cette province est fortement exposée aux exportations de produits forestiers, presque autant que la Colombie-Britannique.

## Industries pouvant être sujettes à des tarifs élevés dans l'éventualité d'un retrait des États-Unis de l'ALÉNA

Certaines industries qui ne sont pas explicitement visées par la rhétorique protectionniste américaine pourraient néanmoins être durement touchées par une éventuelle révocation de l'ALÉNA. Nous supposons qu'en cas de retrait des États-Unis de l'accord, les échanges commerciaux entre le Canada et les États-Unis seraient soumis aux tarifs réservés à la nation la plus favorisée selon l'Organisation mondiale du commerce. Dans ce contexte, voici les industries qui feraient soudainement face à des tarifs élevés :

- la fabrication d'aliments (sauf les produits laitiers et la viande, déjà inclus dans les industries vulnérables à la rhétorique protectionniste, la préparation et le conditionnement des poissons et fruits de mer et les aliments pour animaux);
- la fabrication de boissons et de produits du tabac;
- la fabrication de textiles et de vêtements

Le tableau 1B présente la valeur ajoutée présente dans les exportations canadiennes de ces industries en utilisant la même démarche que pour le tableau 1A.

**Tableau 1B - Valeur ajoutée dépendante des exportations aux É.-U. des industries qui feraient face à des tarifs élevés advenant un retrait des É-U de l'ALÉNA (% du PIB nominal, 2013)**

Code Scian - industrie exportatrice	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
311 - Fabrication d'aliments exc. 3111, 3115, 3116 et 3117	0.4%	0.0%	1.9%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.9%	1.2%	0.2%	0.2%
312 - Fabrication de boissons et de produits du tabac	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
313 à 316 - Textiles, vêtement et cuir	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>

FBN Économie et stratégie (Calculs à partir de données de Statistique Canada - tableau 381-0032)

Selon ce critère, l'Île-du-Prince-Édouard est la province la plus exposée en raison de l'importance pour son économie des exportations d'aliments aux États-Unis, en particulier de frites congelées. En Saskatchewan et au Manitoba, c'est plutôt l'exportation de produits dérivés des graines oléagineuses qui expliquent le ratio de dépendance supérieur à la moyenne canadienne. Le Québec et l'Ontario, de leur côté, ont des expositions en ligne avec la moyenne nationale selon ce critère.

## Industries vulnérables en raison de leur dépendance envers le marché américain

Un autre groupe d'industries n'a pas été l'objet de visées protectionnistes explicites de la part des États-Unis. De plus, les tarifs américains applicables aux produits de ces industries en vertu de la clause de la nation la plus favorisée ne sont pas particulièrement élevés. Nous jugeons néanmoins qu'elles présentent une certaine vulnérabilité du fait que leurs exportations aux États-Unis ont représenté plus de 25% de la valeur de leurs livraisons en 2016, une réalité qui les rend susceptibles d'être utilisées comme monnaie d'échange par l'administration américaine. Il s'agit des industries des produits en papier, des produits chimiques, des métaux de première transformation (sauf le fer, l'acier et l'aluminium), des machines, des produits informatiques et électroniques et des meubles et produits connexes. Voici donc une fois de plus un tableau présentant la valeur ajoutée de ces industries par rapport au PIB nominal.

**Tableau 1C - Valeur ajoutée dépendante des exportations aux É.-U. des industries pour lesquelles au moins 25% des ventes totales sont à destination des É.-U. (% du PIB nominal, 2013)**

Code Scian - industrie exportatrice	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
3222 - Fabrication de produits en papier	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
325 - Fabrication de produits chimiques excluant 3254	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.4%	0.3%	1.3%	0.2%
331 - Métaux 1ère transf. sauf 3311, 3312, 3313 et 3315	0.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.2%	0.6%	0.3%	0.5%	0.1%	0.0%	0.1%
333- Fabrication de machines	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.8%	0.4%	0.2%	0.2%
334 - Fab. de produits informatiques et électroniques	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
337 - Fabrication des meubles et de produits connexes	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.7%</b>

FBN Économie et stratégie (Calculs à partir de données de Statistique Canada - tableau 381-0032)

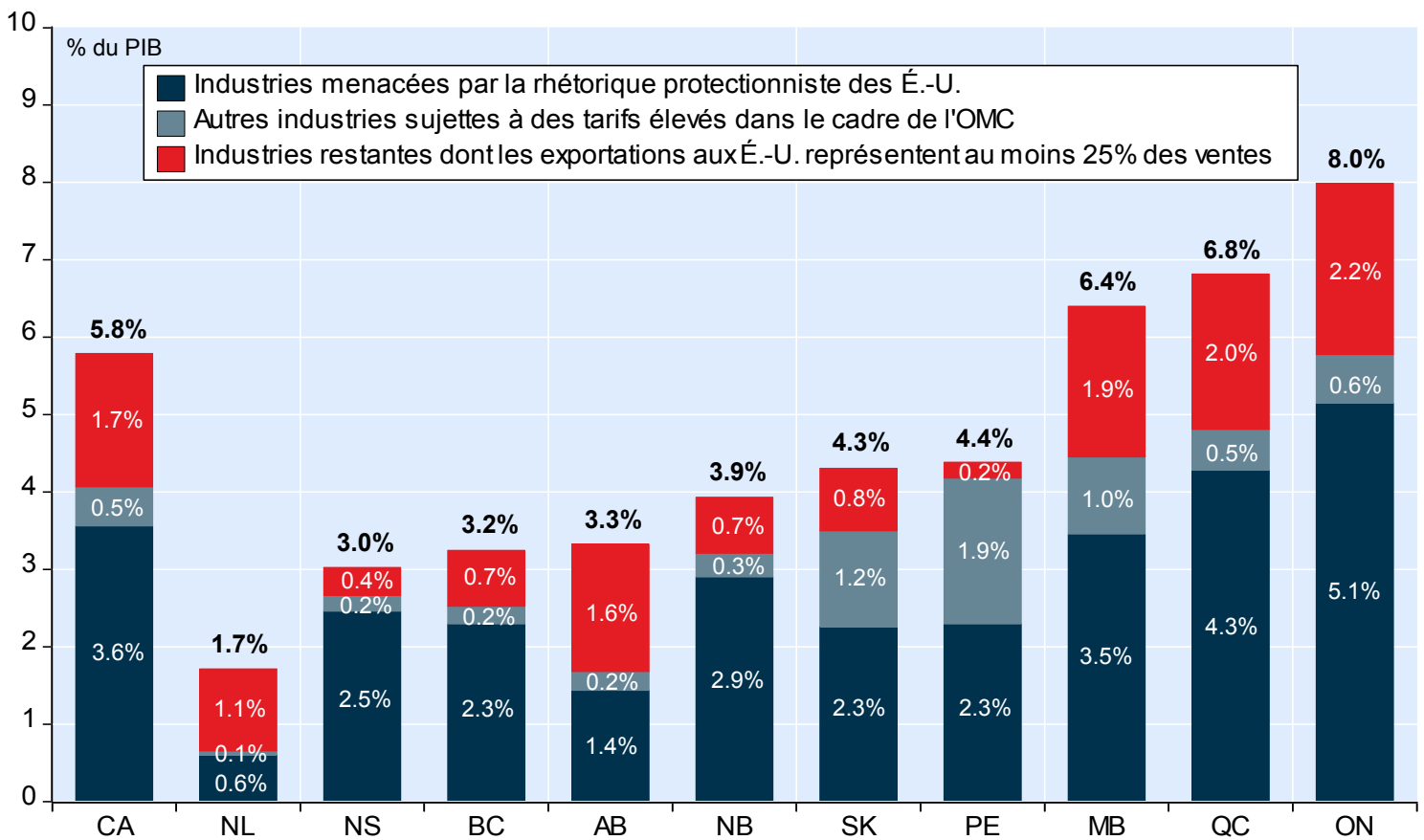
Pour ce groupe d'industries, l'Ontario est la province la plus exposée, directement ou indirectement, aux exportations vers les États-Unis, suivie du Québec, du Manitoba et de l'Alberta. Cela n'a rien d'étonnant dans le cas de l'Ontario et du Québec, à cause de la concentration et de la diversité des industries manufacturières dans ces deux provinces. Le Manitoba, de son côté, se distingue par ses exportations de machines aux États-Unis, où prédominent les machines agricoles. L'Alberta, par ailleurs, est un important exportateur de produits chimiques, notamment des résines, de caoutchouc synthétique et de produits pétrochimiques.

## L'exposition du Canada et des provinces : Résumé pour les trois groupes de risque

Le graphique 1 résume l'exposition globale au protectionnisme américain du Canada et de chaque province résultant des trois facteurs de risque discutés précédemment. En 2013, soit l'année la plus récente pour laquelle les données sont disponibles, 5,8% du PIB nominal du Canada était constitué de valeur ajoutée intégrée à des exportations vers les États-Unis d'industries les plus susceptibles d'être touchées par le protectionnisme américain. Bien qu'il ne s'agisse pas d'un pourcentage dérisoire, il reste bien inférieur à l'estimation sommaire obtenue à l'aide du simple ratio du total des exportations canadiennes aux États-Unis au PIB nominal, soit aux alentours de 20%.

## Graphique 1: Perspective sur la menace du protectionnisme américain

Part du PIB canadien vulnérable au protectionnisme américain - effets directs et indirects (2013)



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, tableau 381-0032)

Pour une majorité de provinces, la dépendance découlant des industries du groupe considéré comme le plus vulnérable est la plus importante. Les exceptions sont l'Alberta, Terre-Neuve-et-Labrador et l'Île-du-Prince-Édouard. La province la plus à risque était l'Ontario, avec une exposition équivalente à 8.0% du PIB nominal. Le Québec et le Manitoba suivent, avec des taux respectifs de 6.8% et 6.4%. La dépendance modérée de la Colombie-Britannique peut surprendre, considérant l'idée qu'on se fait de l'importance du bois d'œuvre exporté aux États-Unis dans l'économie de cette province. Mais déjà en 2013, les États-Unis étaient la destination de seulement 46% de la valeur des exportations de biens de cette province. Ce chiffre mettait la Colombie-Britannique en tête, et de loin, au plan de la diversité géographique de ses exportations internationales.

Fait à noter, une exposition de 5.8% ne signifie pas que, dans le pire des cas, le PIB nominal du Canada serait réduit de 5.8% (une perspective plutôt alarmante). Cela signifie plutôt que, si les États-Unis décidaient d'imposer des mesures protectionnistes à toutes les industries mentionnées dans le présent rapport (un scénario hautement improbable), seulement une portion de ces 5.8% serait alors en jeu. Imaginons, par exemple, que des mesures protectionnistes tout azimut entraînent une réduction de 25% de la valeur ajoutée dépendante des exportations vers les États-Unis sur trois ans. Cela réduirait le PIB nominal canadien d'environ 0.5% par année sur cette période (5.8% x 25% / 3 ans), soit d'environ \$10.5 milliards.

## L'exposition de l'emploi

Les données de Statistique Canada permettent également d'estimer les emplois d'une région qui sont dépendants des exportations vers les États-Unis d'industries spécifiques et ce peu importe la province d'origine des exportations. Le tableau 2 présente les résultats de cette analyse.

**Tableau 2 - Emploi dépendant des exportations aux États-Unis d'industries spécifiques**  
(% de l'emploi total, 2013)

Code Scian - industrie exportatrice	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
<b>A - Rhétorique protectionniste des É.-U.</b>											
111 - 112 Cultures agricoles et élevage	0.3%	0.0%	0.6%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.7%	1.0%	0.4%	0.3%
3115 - Fabrication de produits laitiers	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3116 - Fabrication de produits de la viande	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%
321 - Fabrication de produits en bois	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.9%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.9%
3221 - Usines de pâte à papier, de papier et de carton	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.9%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
3254 - Fabrication de prod. pharmaceutiques, médicaments	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
326 - Produits en plastique et en caoutchouc	0.3%	0.0%	0.0%	0.9%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%
3311 - Sidérurgie	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
3312 - Fab. produits en acier à partir d'acier acheté	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
3313 - Prod. et transf. d'alumine et d'aluminium	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
3315 - Fonderies	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
335 - Matériel, appareils et composants électriques	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
3361 - Fabrication de véhicules automobiles	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	1.8%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%
3362 - Carrosseries, remorques de véh. automobiles	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
3363 - Pièces pour véhicules automobiles	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
3364 - Produits aérospatiaux et pièces	0.2%	0.0%	0.6%	0.3%	0.0%	0.5%	0.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.1%
3365 - Matériel ferroviaire roulant	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Sous-total</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.1%</b>
<b>B - Tarifs américains élevés</b>											
311 - Fabrication d'aliments exc. 3111, 3115, 3116 et 3117	0.4%	0.0%	1.8%	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.2%	0.2%
312 - Fabrication de boissons et de produits du tabac	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
313 à 316 - Textiles, vêtement et cuir	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
<b>Sous-total</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
<b>C - Forte part d'exportations aux É.-U. dans les livraisons</b>											
3222 - Fabrication de produits en papier	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
325 - Fabrication de produits chimiques excluant 3254	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%	0.3%	0.2%	0.8%	0.2%
331 - Métaux 1ère transf. sauf 3311, 3312, 3313 et 3315	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%
333 - Fabrication de machines	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.7%	0.5%	0.2%	0.2%
334 - Fab. de produits informatiques et électroniques	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
337 - Fabrication des meubles et de produits connexes	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%
<b>Sous-total</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.7%</b>
<b>Total</b>	<b>5.3%</b>	<b>1.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.6%</b>	<b>7.3%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.1%</b>

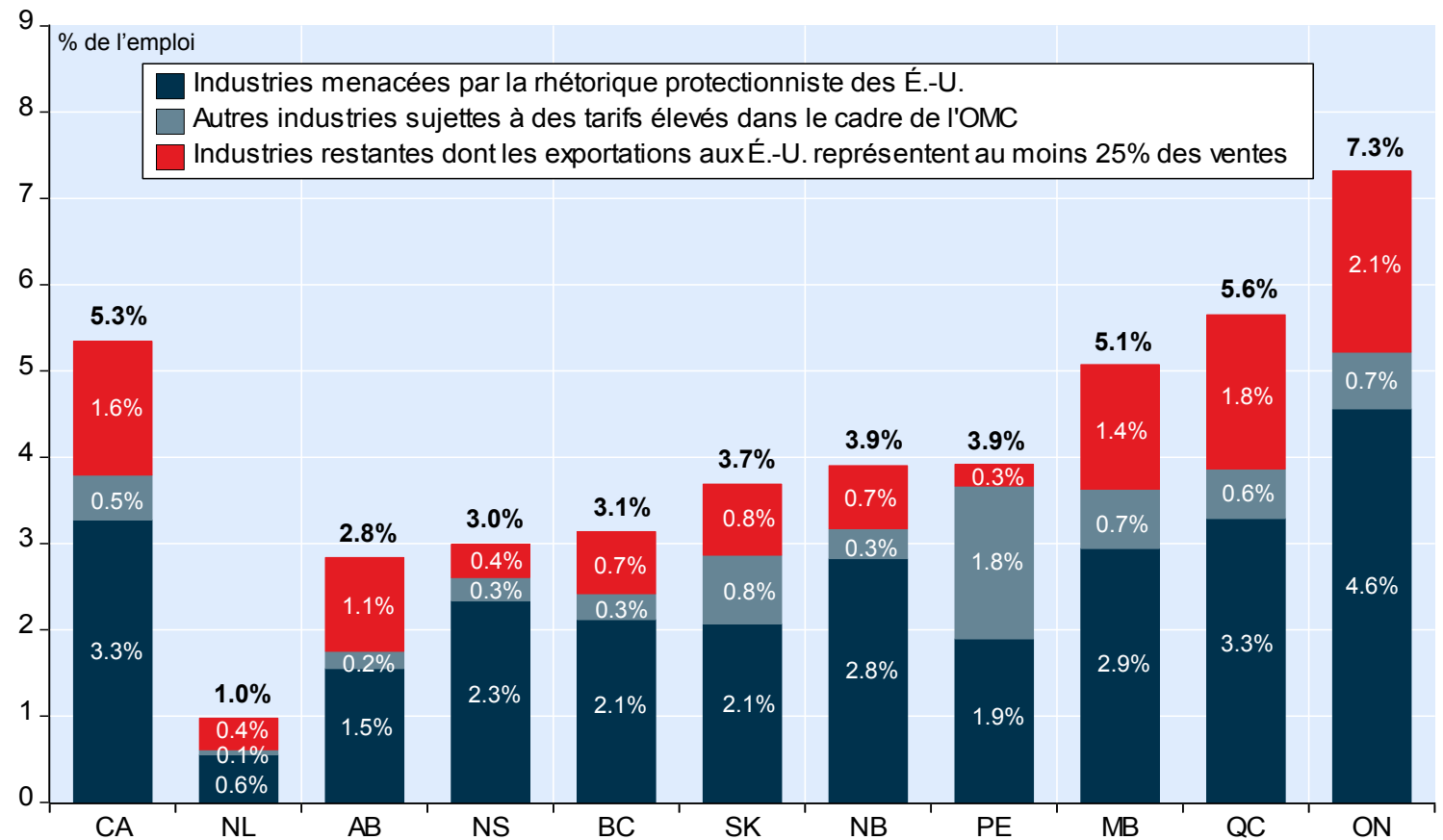
FBN Économie et stratégie (Calculs à partir de données de Statistique Canada - tableau 381-0032)



En toute logique, l'analyse du tableau 2 ne mène pas à des conclusions diamétralement différentes de celles tirées des taux de dépendance du PIB nominal. En utilisant l'emploi comme jauge, l'Ontario demeure la province où la menace protectionniste américaine pourrait avoir les répercussions les plus grandes. Suivent ensuite le Québec et le Manitoba. Les provinces les moins exposées demeurent Terre-Neuve-et-Labrador et l'Alberta.

## Graphique 2: Perspective sur la menace du protectionnisme américain

Part de l'emploi vulnérable au protectionnisme américain - effets directs et indirects (2013)



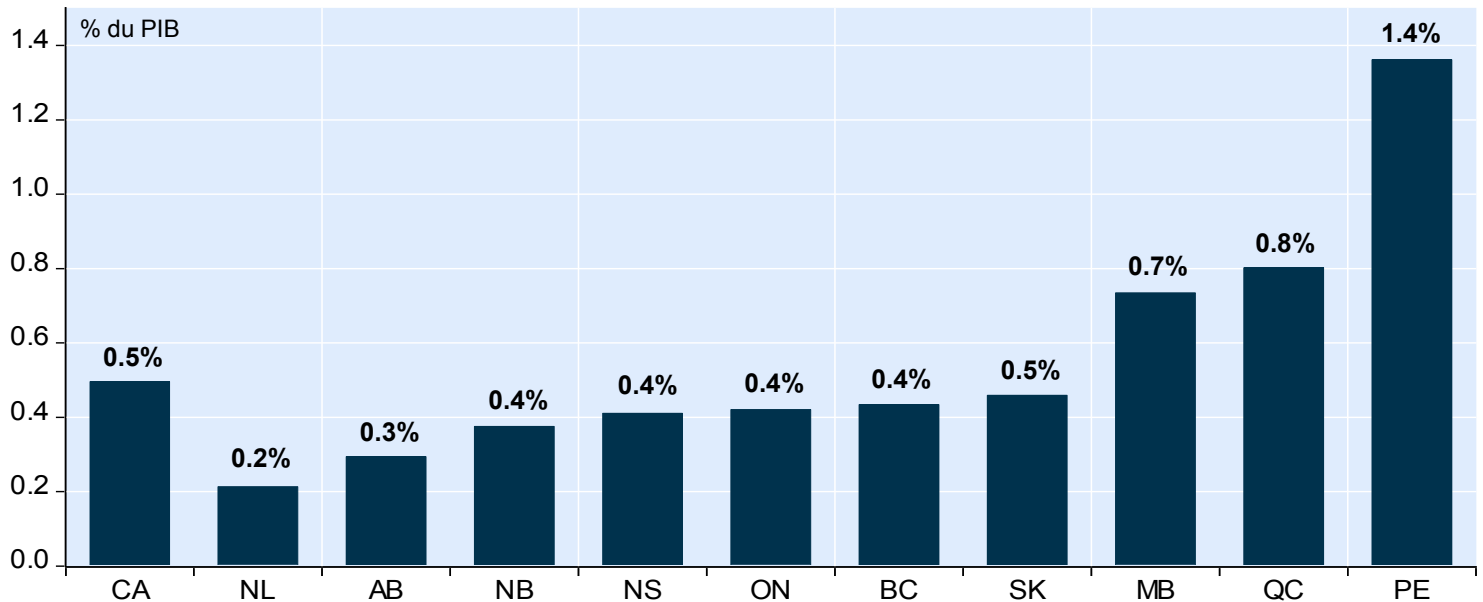
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, tableau 381-0032)

### L'industrie agricole sous gestion de l'offre : un cas particulier

Nous avons déjà calculé l'impact potentiel que pourrait avoir l'imposition de mesures protectionnistes sur les exportations vers les États-Unis de produits agricoles. Cependant, la production agricole canadienne sous gestion de l'offre, c'est-à-dire les produits laitiers, la volaille et les œufs, font face à un risque d'une autre nature. Dans ces cas, la menace réside en une ouverture potentielle du marché canadien à la compétition américaine et non pas en une réduction des exportations vers les États-Unis. Pour évaluer l'importance de cette production dans l'ensemble du Canada ainsi que dans chacune des provinces, nous avons rapporté les recettes agricoles pour ces produits en pourcentage du PIB. Ces données sont compilées dans le graphique 3.

## Graphique 3: Vulnérabilité des secteurs liés à la gestion de l'offre

Recettes monétaires agricoles en pourcentage du PIB pour les produits laitiers, la volaille et les œufs



	CA	NL	AB	NB	NS	ON	BC	SK	MB	QC	PE
Produits laitiers	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	1.3%
Poules et poulets	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%
Dindons	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Œufs	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%
<b>Total</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.4%</b>

FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, tableau 002-0001)

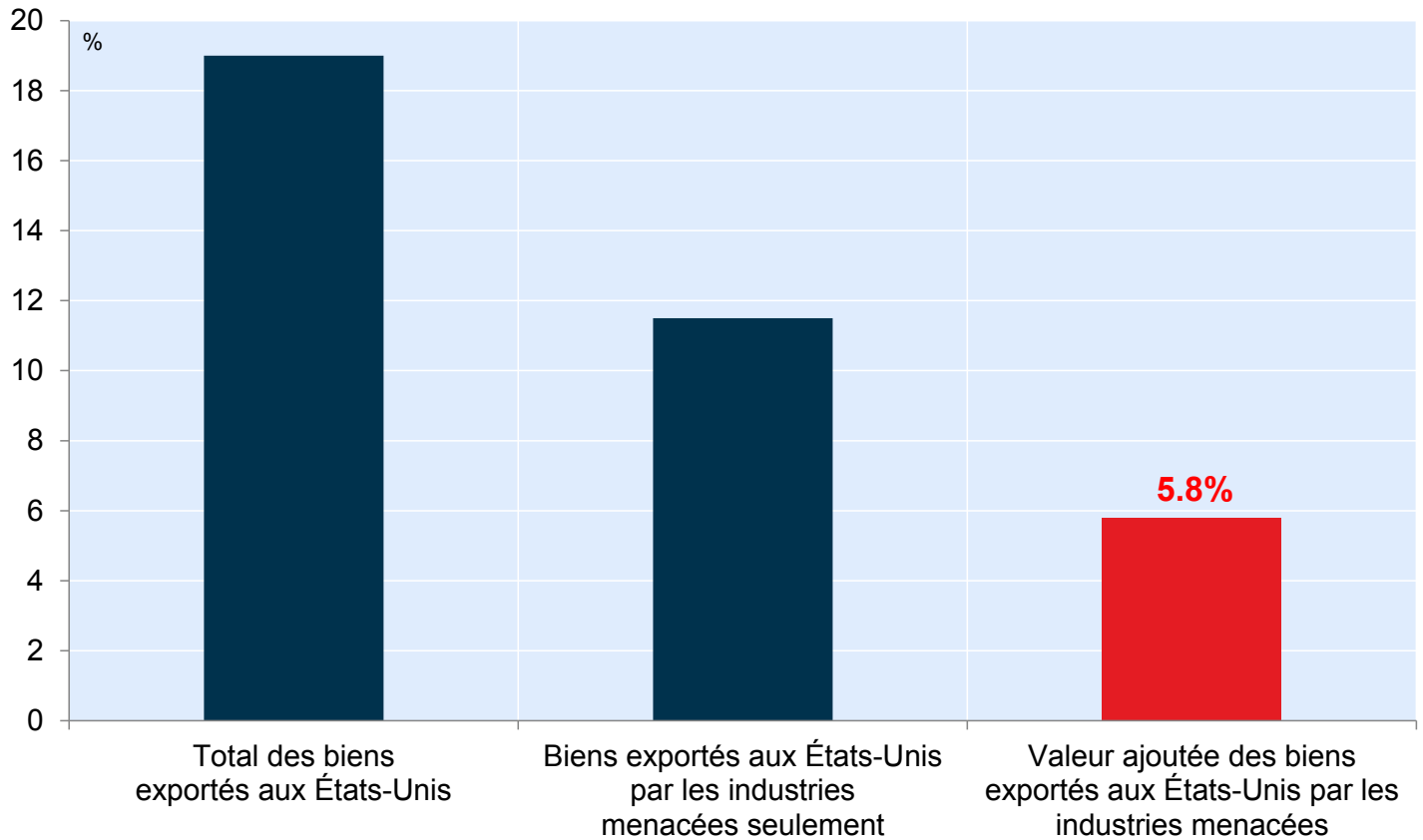
La province la plus exposée advenant que le Canada soit contraint de faire des concessions majeures sur le système de gestion de l'offre est l'Île-du-Prince-Édouard en raison de l'importance de l'industrie laitière dans cette province. Suivent le Québec et le Manitoba.

## Conclusion

Dans la présente étude, nous avons identifié les industries dont les exportations aux États-Unis sont, selon nous, les plus vulnérables à la menace protectionniste américaine. De plus, nous avons calculé l'importance de ces exportations dans l'économie canadienne en fonction de la valeur ajoutée de ces dernières. Le Canada dans son ensemble présente une exposition équivalente à 5.8% du PIB nominal, un chiffre non négligeable, certes, mais tout de même inférieur aux pourcentages suggérés par la valeur de l'ensemble des exportations vers les États-Unis (environ 20% du PIB canadien) ou la valeur des exportations des industries menacées seulement (11.5%).

## Graphique 4: Part du PIB canadien vulnérable au protectionnisme américain

Exportations de biens vers les États-Unis en fonction de la taille du PIB nominal



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, calculs de la FBN)

L'Ontario est la province la plus à risque, avec 8.0% de son PIB nominal exposé au protectionnisme américain. Suivent le Québec et le Manitoba. À l'autre bout du spectre se retrouvent Terre-Neuve-et Labrador, la Nouvelle-Écosse, la Colombie-Britannique et l'Alberta qui démontraient des niveaux de risque inférieurs à la moyenne nationale.

Marc Pinsonneault/Jocelyn Paquet

## 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  
angela.katsoras@bnc.ca

#### Kyle Dahms

Économiste  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

Économiste  
jocelyn.paquet@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

Directeur général RF,  
Chef Recherche et stratégie,  
Dettes publiques  
warren.lovely@bnc.ca

### Général

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

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

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

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

**Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.**

### 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, 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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

## Résidents des États-Unis

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des membres du personnel employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces membres du personnel 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 titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

**Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.**

## 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.