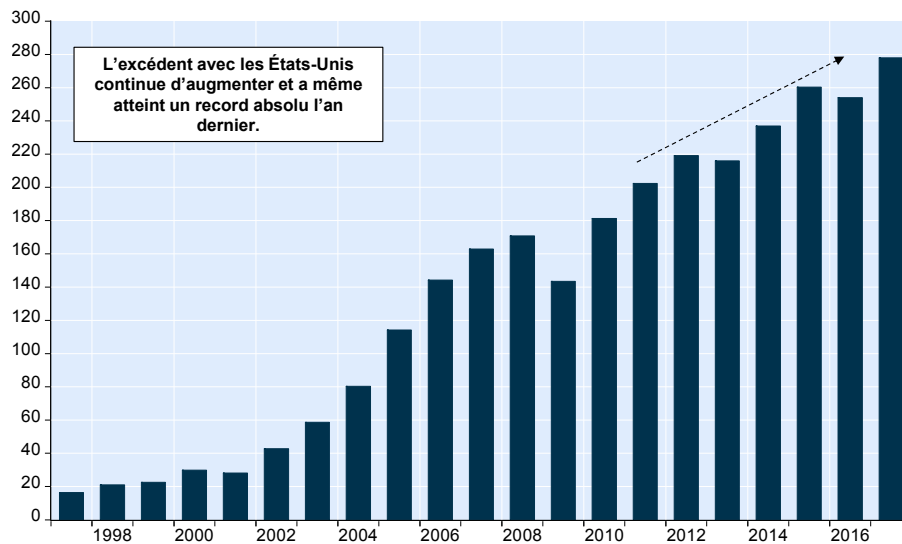


Pourquoi les tensions commerciales accrues entre la Chine et les États-Unis représentent la nouvelle norme

Introduction

Maintenant que la menace d'une rupture de l'ALENA a diminué, l'attention s'est tournée vers les deux pays qui ont toujours été au centre des tensions commerciales du monde : la Chine et les États-Unis.

Excédent commercial record de la Chine avec les États-Unis



Source : FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

La bonne nouvelle c'est que, à court terme, les deux protagonistes éviteront probablement une guerre commerciale totale et s'assoieront à la table de négociation. Le délai d'attente de l'Amérique et de la Chine avant la mise en application officielle des droits de douane les plus sévères indiquent une volonté des deux côtés de négocier. Les États-Unis ne veulent pas que de puissants vents contraires géopolitiques perturbent leur économie et leurs marchés financiers, particulièrement avant les prochaines élections de mi-mandat au Congrès.

Quant à la Chine, elle peut difficilement se permettre une guerre commerciale totale au moment où elle essaie de mettre en œuvre des réformes structurelles majeures. Elle doit aussi composer avec les défis que représentent la hausse des salaires, l'endettement élevé, le vieillissement de la population et une importante pollution de l'air et de l'eau. Pour compliquer les choses, les grandes nations du monde estiment généralement que la Chine doit modifier ses pratiques commerciales.

La mauvaise nouvelle c'est que, qu'un accord commercial préliminaire soit conclu entre la Chine et les États-Unis ou non, des tensions commerciales plus fortes entre les deux pays représenteront la nouvelle norme dans un avenir prévisible. Les enjeux sont trop élevés. Au-delà de la question des déficits commerciaux se profile une bataille pour déterminer lequel des deux pays contrôlera la prochaine génération de technologies de pointe et émergera comme une puissance mondiale dominante. Il y a au mieux très peu de chances que la Chine renonce à sa politique industrielle dirigée par l'État ou que Washington cesse de réclamer la réciprocité en matière de commerce. Donald Trump a récemment souligné ce point en disant : « le mot que je veux utiliser est réciproque. S'ils nous imputent des frais, nous leur imputons les mêmes. »

Ce rapport porte sur les facteurs qui dessineront le nouveau paysage commercial.

L'évolution de la vision américaine de la Chine depuis son entrée dans l'OMC

En 2001, quand la Chine a adhéré à l'OMC, les élites industrielles, commerciales et gouvernementales des États-Unis considéraient généralement que la montée en puissance économique de la Chine en ferait un pays plus démocratique et moins protectionniste. Le président Bill Clinton avait déclaré en 1999 : « Je ne pense pas qu'il y ait moyen que quelqu'un qui est en désaccord avec cela en Chine puisse empêcher cette [liberté], c'est comme le mur de Berlin qui a bien fini par tomber, je pense que c'est inévitable ». Le président George W. Bush a fait écho à ce sentiment un an avant son élection en disant : « Échangeons commercialement librement avec la Chine, et le temps jouera en notre faveur ».

Près de 20 ans plus tard, les opinions ont changé radicalement

- « Je ne blâme pas la Chine, je blâme l'incompétence des administrations passées qui ont permis à la Chine de prendre un avantage sur les États-Unis en matière de commerce au point que les États-Unis perdent des centaines de milliards de dollars. Comment peut-on blâmer la Chine de profiter de l'ignorance des autres? J'aurais fait pareil. » (Tweet de Donald Trump, novembre 2017)
- « Je suis en désaccord avec le président Trump sur bien des sujets, mais aujourd'hui je le félicite. Il fait ce qu'il faut en ce qui concerne la Chine. » (*Le leader démocrate au Sénat Chuck Schumer dans une allocution au Sénat (mars 2018)*)
- « Aucune société automobile américaine n'est autorisée à posséder plus de 50% de ses propres usines en Chine, mais il y a cinq sociétés automobiles appartenant à 100% à la Chine aux États-Unis. » (Tweet du fondateur de Tesla, Elon Musk, mars 2018)
- Dans un rapport de 2017 intitulé « *A Better Deal for Trade and Jobs* », les démocrates du Sénat ont affirmé qu'ils soutenaient « la nomination d'un nouveau procureur indépendant en matière de commerce international qui commencera rapidement à contester les pratiques commerciales inéquitables de pays étrangers, comme la Chine, ignorées pendant trop longtemps, sans s'en remettre au processus long de l'Organisation mondiale du commerce. »
- « Les sociétés américaines qui souhaitent participer au marché chinois ont dû payer un prix d'entrée de plus en plus élevé, céder des technologies et se plier à des exigences réglementaires qui favorisent les entreprises chinoises. De grandes parties lucratives de l'économie de la Chine, notamment beaucoup de secteurs de technologie de pointe et ceux des services financiers, sont fermées aux sociétés étrangères. » (U.S.-China Economic and Security Review Commission, novembre 2017)

Il est aussi important de noter que les tensions commerciales d'aujourd'hui avec la Chine sont très différentes des différends commerciaux passés des États-Unis avec beaucoup d'autres pays. Historiquement, les États-Unis ont toléré jusqu'à un certain point d'importants déficits commerciaux avec l'Allemagne, le Japon et la Corée parce que ce sont des alliés proches et des États démocratiques. En revanche, la Chine est considérée comme un rival géopolitique autoritaire, voulant la réduction de l'influence géopolitique et économique mondiale de l'Amérique.

Quelques exemples de pratiques commerciales inéquitables de la Chine invoquées par les États-Unis :

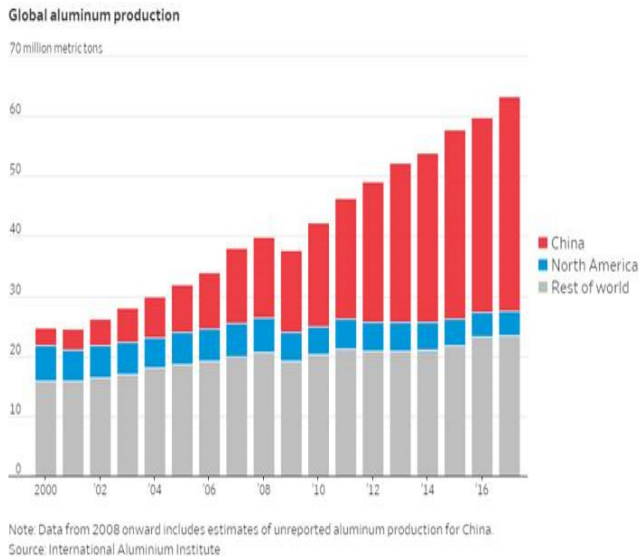
- La Chine impose des droits de douane de 25% sur les voitures neuves importées des États-Unis; les États-Unis n'imposent des droits que de 2.5% sur les voitures importées de Chine.
- Les sociétés technologiques américaines, comme Apple, qui veulent offrir des services d'infonuagique aux citoyens chinois sont tenues de stocker les données en Chine sur des serveurs exploités par des partenaires chinois. Les États-Unis n'ont pas de réglementation de ce genre.
- Le groupe Geely Holding de Chine a acheté Volvo à Ford en 2010, mais les sociétés automobiles étrangères ne peuvent pas acheter des constructeurs chinois et doivent créer des coentreprises pour fabriquer des voitures en Chine.
- Facebook, Twitter et Google sont interdits de séjour sur le marché chinois.
- La plupart des grands secteurs de l'économie chinoise, dont l'automobile, les télécommunications, les TI et la santé, sont soit partiellement soit totalement fermés à toute acquisition par des sociétés étrangères.

La plupart des démocrates et des républicains conviennent que les États-Unis devraient traiter les investissements chinois de la même manière que la Chine traite les investissements américains. La promesse récente de la Chine de lever de nombreuses restrictions a été accueillie avec scepticisme par l'administration Trump. Un rapport du gouvernement

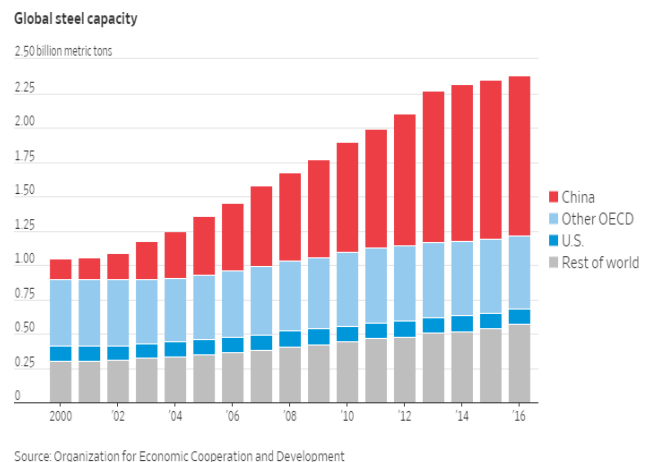
américain relève que la Chine n'a jamais donné suite à ses promesses (faites au moins huit fois depuis 2010) de mettre fin à sa politique de transferts de technologie forcés en échange d'un accès au marché.¹

La cible réelle des droits de douane sur l'acier et l'aluminium

Quand l'administration Trump a annoncé l'imposition de droits de douane sur toutes les importations d'acier (25%) et d'aluminium (10%), la principale critique était que cela n'affectait pratiquement pas la Chine, que la plupart des pays accusent d'être la cause principale de l'engorgement mondial de la production. La Chine ne représente que 6% des importations d'acier et d'aluminium aux États-Unis, comparativement à 26% pour le Canada et 16% pour l'Union européenne.



The China Syndrome
Almost all of the increase in global steel and aluminum production and capacity since 2000 has been in China.



Source : « Trump Alienates Allies Needed for a Trade Fight With China », *Wall Street Journal*, 7 mars 2018

Les États-Unis ont estimé qu'ils avaient peu d'autres choix que d'imposer d'abord des droits de douane généralisés parce que la Chine contournerait autrement les restrictions commerciales en exportant de l'acier et de l'aluminium semi-fini vers des pays tiers qui les réexporteraient ensuite aux États-Unis après des transformations mineures seulement.

Les États-Unis auraient offert à certains pays des exemptions de ces droits de douane en échange d'une combinaison des éléments suivants :

- Mise en place de mesures pour empêcher ces pays de devenir une voie détournée pour l'importation d'acier étranger aux États-Unis.
- Limitation des exportations d'acier et d'aluminium aux États-Unis au moins aux niveaux de 2017.
- Coopération avec les États-Unis contre les abus commerciaux chinois.²

À ce jour, les États-Unis ont temporairement exempté l'Union européenne, le Canada, le Mexique, la Corée du Sud, l'Australie, l'Argentine et le Brésil de ces droits de douane jusqu'au 1^{er} mai. Ces pays auraient accepté de maintenir le niveau de leurs ventes aux États-Unis à la hauteur de celui de 2017 environ (la Corée du Sud s'est même engagée sur un niveau moins élevé) et à ne pas réexporter de l'acier ou de l'aluminium bon marché en provenance de la Chine et d'autres pays aux États-Unis. Par exemple, l'UE a récemment réimposé des droits de douane sur les exportations chinoises de tuyaux et de tubes et le Canada a donné à son Agence des services frontaliers des pouvoirs supplémentaires pour freiner l'entrée d'acier et d'aluminium bon marché provenant de pays qui essaieraient d'éviter les droits de douane en vendant leurs produits à un pays tiers non assujéti à ces droits.

¹ « Trump's early trade gains could come at future cost », *Washington Post*, 27 mars 2018

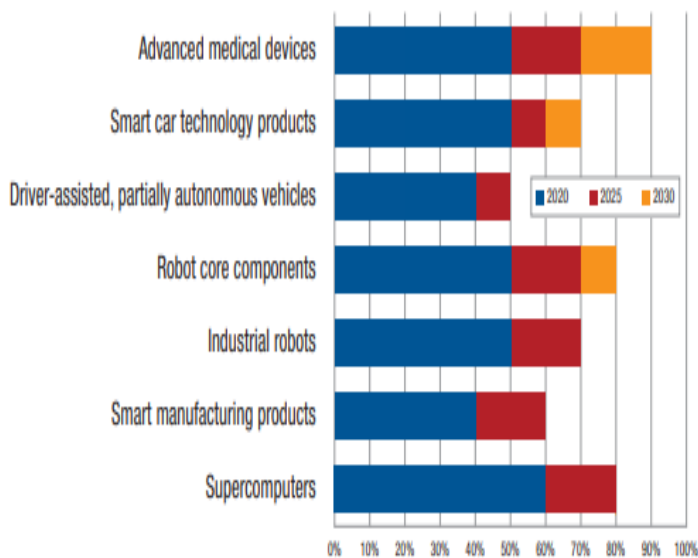
² « U.S. Offers Trade Relief for Help in Pressuring China, Source Says », *Bloomberg*, 19 mars 2018

Les tensions sino-américaines au sujet du vol de propriété intellectuelle et de l'accès au marché

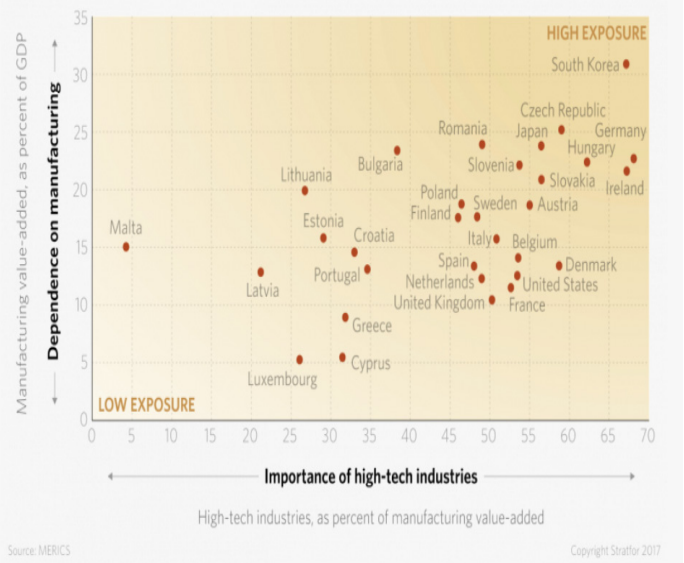
L'administration Trump a accusé la Chine de faire pression sur les sociétés américaines pour qu'elles transfèrent des technologies aux entreprises chinoises en échange d'un accès au marché chinois. Elle prétend aussi que le vol de technologies américaines par des entités chinoises est endémique. Cette enquête a été entreprise en vertu de la loi sur le commerce international de 1974, qui accorde au président le pouvoir d'imposer des droits de douane sans l'approbation du Congrès.

La surveillance accrue a commencé peu après que la Chine a dévoilé un plan appelé « *Made in China 2025* », qui vise à faire de la Chine un pays dominant dans 10 industries avancées d'ici le milieu de la prochaine décennie. Beaucoup de ces secteurs sont actuellement dominés par des entreprises américaines et occidentales. La Chine aimerait en particulier dominer les secteurs de la fabrication de semi-conducteurs et de circuits intégrés. Elle a importé pour \$227.6 milliards de ces marchandises en 2016.³ **Pour devenir un acteur dominant de ce secteur, elle devra néanmoins acheter des sociétés américaines possédant des droits de propriété intellectuelle précieux – ce qu'il est devenu politiquement de plus en plus difficile de faire.**

MADE IN CHINA 2025 KEY AREA TECHNOLOGY ROADMAPS 2020, 2025, AND 2030 LOCALIZATION TARGETS



Vulnerability to the Made in China 2025 Plan



Sources : U.S.-China Economic and Security Review Commission, 2017 et « The Trump Administration Reaches for a Trade Sledgehammer », Stratfor, août 2017

Les sociétés chinoises pourraient bientôt avoir de plus en plus de mal à faire des acquisitions aux États-Unis

Les législateurs des deux partis à Washington ont présenté un projet de loi à la fin de l'année dernière pour accroître les pouvoirs du Comité sur l'investissement étranger aux États-Unis (CFIUS) afin de bloquer un plus grand nombre de types de transactions. Ce projet de loi donnerait pour la première fois au comité un pouvoir étendu sur les investissements sortants majeurs faits par des sociétés américaines. Le CFIUS avait initialement été créé pour valider les investissements étrangers entrants afin de parer aux menaces possibles pour la sécurité nationale.

³ « The Trump Administration Reaches for a Trade Sledgehammer », Stratfor, août 2017

Le CFIUS et l'administration Trump ont déjà bloqué de nombreuses transactions concernant des sociétés chinoises au cours de la dernière ou des deux dernières années dont :

- Une tentative d'achat pour \$1.3 milliard de Lattice Semiconductor, un fabricant de puces informatiques américain, par Canyon Bridge Capital Partners, dont les États-Unis prétendent qu'elle était soutenue par des entreprises d'État chinoises.
- La tentative d'achat de MoneyGram, un prestataire de services de transfert d'argent, par Ant Financial, une société affiliée au Groupe Alibaba, le géant du commerce électronique chinois.
- La tentative d'achat de Xcerra, un fournisseur d'équipements d'essai de puces informatiques et de circuits intégrés par Sino IC Fund, un fonds soutenu par l'État chinois.

Killed or Abandoned Under Trump

Committee on Foreign Investments in the U.S. steps up opposition to takeovers from abroad

Target	Would-be acquirer	Country	When killed	Deal size
Qualcomm	Broadcom	Singapore	Mar 2018	\$117 billion
Xcerra	Hubei Xinyan Equity Investment	China	Feb 2018	\$580 million
MoneyGram	Ant Financial Services Group	China	Jan 2018	\$1.2 billion
Cowen	China Energy Company Limited	China	Nov 2017	\$100 million
Aleris	Zhongwang USA	China	Nov 2017	\$1.1 billion
HERE	NavInfo	China	Sep 2017	\$330 million
Lattice Semiconductor	Canyon Bridge	China	Sep 2017	\$1.3 billion
Global Eagle Entertainment	HNA Group	China	Jul 2017	\$416 million
Novatel Wireless	T.C.L. Industries	China	Jun 2017	\$50 million
Cree	Infineon Technologies	Germany	Feb 2017	\$850 million

Source: Data compiled by Bloomberg

Les États-Unis ne sont pas le seul pays cherchant à protéger ses industries des repreneurs chinois

Alors que plusieurs pays européens ont milité pour que l'UE bloque des acquisitions dans des secteurs dans lesquels les sociétés européennes ne jouissent pas d'un accès réciproque en Chine, l'Allemagne a été le premier d'entre eux à prendre des mesures concrètes. En juin 2017, elle a adopté une législation l'autorisant, pour des motifs de sécurité nationale, à empêcher des sociétés de l'extérieur de l'UE d'acquérir plus de 25% d'une société allemande. En outre, le gouvernement peut désormais revoir les implications d'un rachat étranger liées à la sécurité pendant cinq ans après la transaction. Le virage a eu lieu en 2016, quand une société chinoise a fait l'acquisition de KUKA, une entreprise de robotique allemande, pour 4.5 milliards €. La transaction a été largement couverte par la presse à l'époque qui soulignait que jamais les sociétés allemandes ne seraient autorisées à acheter une entreprise similaire en Chine.

Au Canada, Lenovo, le fabricant chinois d'ordinateurs, a abandonné ses efforts pour acquérir BlackBerry, fabricant de téléphones cellulaires largement utilisés dans des organismes gouvernementaux, parce qu'Ottawa craignait que la sécurité nationale puisse être compromise. Le gouvernement examine aussi une offre publique d'achat d'Aecon, une importante société de construction canadienne, par CCCC International Holding, société d'État chinoise. Les pouvoirs publics évaluent si cette acquisition nuirait à la sécurité nationale. **Les États-Unis auraient aussi, semble-t-il, averti que des sociétés canadiennes achetées par des entreprises d'État chinoises risqueraient de se voir réduire l'accès au marché américain.**

Qui l'emporterait dans une guerre commerciale?

La Chine est plus vulnérable que les États-Unis sous un angle très important. Les exportations représentent environ 20% du PIB de la Chine, comparativement à seulement 12% pour les États-Unis. En outre, les États-Unis absorbent 23% des exportations chinoises alors que seulement 8% des exportations américaines sont destinées à la Chine.⁴

La Chine se trouverait dans une situation encore plus précaire si nombre de ses grands partenaires commerciaux se joignaient aux États-Unis pour s'opposer à ses pratiques commerciales. Les alliés des États-Unis, le Japon, la Corée du Sud et l'Allemagne, figurent parmi les 10 premières destinations des exportations chinoises. Pour encourager cette coopération, l'administration Trump a récemment déposé une plainte auprès de l'OMC accusant la Chine de vol de propriété intellectuelle et d'entrave à la concurrence par les sociétés américaines sur son marché. Cette mesure a été prise parce que l'Union européenne et le Japon ont soumis leur soutien aux États-Unis à la condition que ces derniers incluent l'OMC dans leur stratégie de règlement des différends commerciaux.

Les États-Unis, l'UE et le Japon sont déjà unis dans leur opposition à ce que l'OMC retire le statut de « pays n'ayant pas une économie de marché » de la Chine. Ce statut permet plus facilement aux partenaires commerciaux d'imposer des droits de douane sur des marchandises lorsqu'ils concluent qu'elles ont été vendues en dessous de leur juste valeur. La mise en œuvre légale des droits de douane dans le cadre de la réglementation de l'OMC contre une économie de marché nécessite un fardeau de preuve beaucoup plus grand.

Mais il existe de nombreux domaines dans lesquels la Chine pourrait répliquer aux États-Unis

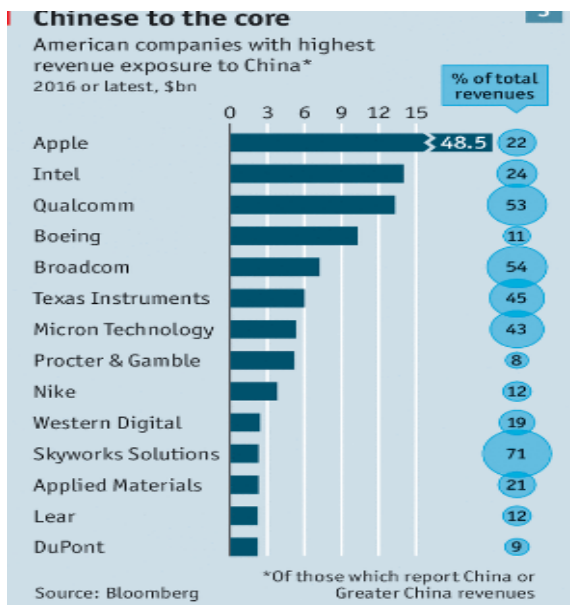
Les deux secteurs américains les plus vulnérables à des mesures de rétorsion de la Chine sont l'agriculture et l'aéronautique, les seuls pour lesquels les États-Unis ont un excédent commercial suffisant avec la Chine. De fait, un avion sur quatre produit actuellement par Boeing est vendu à des acheteurs chinois.

Quant à l'agriculture, la Chine est le plus grand consommateur de denrées agricoles américaines après le Canada. En 2016, 62% des exportations de soja des États-Unis et 77% des exportations de sorgho étaient destinés à la Chine.⁵ L'imposition de droits de douane rognerait encore plus les revenus agricoles dont on prévoit qu'ils baisseront cette année au plus bas depuis 2006. **Les mesures de rétorsion chinoises frappant les denrées agricoles auraient aussi d'importantes répercussions politiques, particulièrement juste avant les élections au Congrès. La grande majorité des États agricoles ont voté pour Donald Trump à la dernière élection présidentielle.**

La Chine pourrait aussi compliquer les choses pour les entreprises américaines évoluant sur son territoire en les ciblant pour des infractions à la réglementation ou aux conditions sanitaires. Des sociétés telles qu'Apple et que Starbucks tirent des revenus importants de leurs activités chinoises, alors que les détaillants comme Wal-Mart bénéficient de l'importation de produits électroniques, de vêtements et de mobilier bon marché de la Chine. **Mais, si la Chine va trop loin sur ce front, les États-Unis pourraient rétorquer avec des mesures similaires contre des sociétés chinoises aux États-Unis et encourager les entreprises américaines à migrer plus rapidement que cela se produit déjà vers des pays à coûts plus faibles. Même si la Chine essaie de monter dans la chaîne de valeur, elle est encore très tributaire de la production de marchandises à faibles coûts qui emploient sa vaste population de travailleurs peu qualifiés.**

⁴ « A US-China Trade War? Not So Fast », Geopolitical Futures, 23 mars 2018

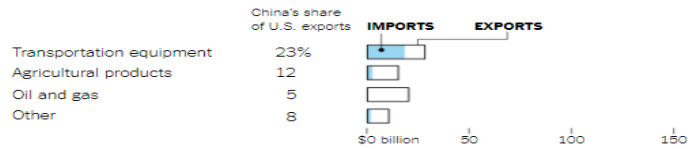
⁵ « U.S., China Sharpen Trade Swords », *Wall Street Journal*, 21 mars 2018



The U.S. **imports more** of these goods from China than it exports to China:



The U.S. **exports more** of these goods to China than it imports from China:



Source: U.S. Census Bureau, annual data for 2017 | By Alicia Parlapiano

Sources : *The Economist* et « Trump Hits China With Stiff Trade Measures », *New York Times*, 22 mars 2018

En outre, contrairement au président Trump, le président chinois contrôle la presse et n'a pas besoin de s'inquiéter d'une élection. Il peut également mobiliser immédiatement de vastes ressources financières pour continuer de faire tourner les usines chinoises et maintenir l'emploi des travailleurs quelle que soit la conjoncture économique à court terme. Pour offrir une aide similaire aux agriculteurs américains, il faudrait l'accord du Congrès, ce qui exigerait beaucoup de temps.

La Chine peut-elle jouer la carte de la dette?

La Chine est le premier investisseur étranger en titres d'emprunt du gouvernement américain. Elle détient pour \$1,170 milliards, soit 20% des \$6,000 milliards aux mains d'investisseurs souverains étrangers.⁶ Si la Chine décide de rétorquer en se défaisant de grandes quantités de créances souveraines américaines, elle pourrait provoquer une montée en flèche des taux d'intérêt au moment où les États-Unis ont un important déficit et où les taux d'intérêt augmentent déjà.

Mais jouer cette carte pourrait aussi être très néfaste pour la Chine. Premièrement, la forte augmentation des taux réduirait la valeur des obligations américaines dans le portefeuille de réserves de change chinois. Deuxièmement, une augmentation des coûts d'emprunt ralentirait l'économie américaine et nuirait encore plus à la demande d'exportations chinoises. Cette vulnérabilité mutuelle empêche probablement la Chine de prendre des mesures sur ce front.

Conclusion : Un paysage mondial plus protectionniste

Alors que les États-Unis et la Chine prendront des mesures pour éviter une guerre commerciale totale, des tensions accrues entre les deux pays seront la nouvelle norme dans un avenir prévisible. **La donne pourrait changer en faveur de l'Amérique si plusieurs grands partenaires commerciaux de la Chine (c.-à-d., Japon, UE et Corée du Sud) unissaient leurs forces à celles des États-Unis contre les pratiques commerciales chinoises.** Les États-Unis ne sont pas le seul pays qui se plaint de la politique commerciale de la Chine.

Dans un effort pour empêcher une telle alliance, on peut s'attendre à ce que la Chine annonce l'ouverture d'un plus grand nombre de secteurs aux entreprises étrangères, ce qui sera suivi par des accusations des États-Unis disant qu'elle ne va pas assez loin. Bref, la route commerciale future pourrait devenir plus cahoteuse.

Dans ce nouvel environnement mondial, les investisseurs ne doivent pas limiter leur analyse aux facteurs fondamentaux d'un pays ou d'une société. Ils doivent aussi tenir compte de toute tension existante ou potentielle entre un pays et ses partenaires commerciaux, puisque de tels conflits pourraient sérieusement entraver l'accès à des marchés clés.

Angelo Katsoras

⁶ « Here's How China Could Really Hurt Trump in a Trade War », *Fortune*, 22 mars 2018

Économie et Stratégie

Bureau Montréal 514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto 416 869-8598

Warren Lovely

*DG RF, Chef Recherche et stratégie,
Dette publique*
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, 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 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 reliée 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 SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

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