



20 décembre 2018

## Qu'est-ce qui motive la révolte des gilets jaunes en France?

Une colère de plus en plus forte au sein des classes moyennes et populaires habitant hors des grandes villes devant ce qui est perçu comme de l'arrogance de la part de l'élite au pouvoir et un fardeau fiscal qui ne cesse d'augmenter a déclenché un mouvement de protestation qui a enflammé la France entière. Les manifestations semblent avoir baissé d'intensité pour le moment, mais des dégâts politiques à long terme ont été infligés.

Cette révolte a non seulement des effets négatifs sur le programme de réformes intérieures du président Emmanuel Macron, elle rend aussi d'autant plus difficile pour les membres de l'Union européenne une entente sur des réformes significatives, ce qui ne fait qu'aggraver les difficultés auxquelles se heurte déjà l'UE.

### Pourquoi un projet de taxe sur les carburants a été la goutte de trop

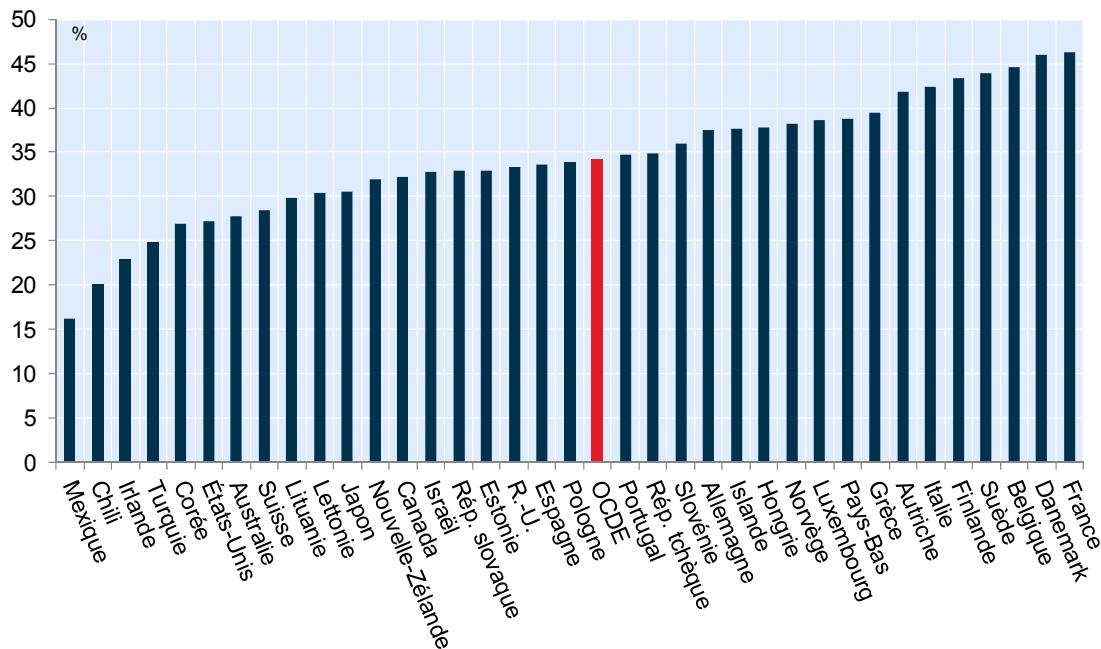
- Pendant des décennies, les gouvernements français et ceux des autres pays de l'UE ont encouragé l'utilisation du carburant diesel en le taxant moins lourdement estimant à tort que le diesel était moins nocif pour l'environnement. Par conséquent, plus de 60 % du parc automobile en France fonctionne aujourd'hui au diesel.<sup>1</sup> Le gouvernement a maintenant renversé sa position sur les voitures diesel et annoncé des mesures, y compris un alourdissement des taxes sur le carburant et une interdiction pure et simple aux modèles diesel plus anciens de pénétrer dans certaines villes, pour en décourager l'utilisation. Les conséquences pour les propriétaires de voitures diesel sont doubles : une augmentation des taxes sur le carburant et une baisse considérable de la valeur de revente de leurs véhicules.
- Alors que beaucoup des plus grandes villes de France sont bien desservies par les transports en commun, ce n'est généralement pas le cas en dehors des grands centres urbains. En raison du coût élevé de l'habitation dans les grandes régions métropolitaines, beaucoup de Français ont été forcés d'élire domicile des dizaines de kilomètres plus loin, dans des régions où les transports en commun sont souvent limités, ce qui ne leur laisse guère d'autres choix que d'utiliser leur voiture pour se rendre au travail. On estime que quatre cinquièmes de ces travailleurs utilisent leur voiture et qu'un tiers d'entre eux doit parcourir plus de 30 kilomètres dans chaque sens pour aller travailler.<sup>2</sup>
- Une des premières décisions d'Emmanuel Macron avait été d'éliminer l'impôt sur la fortune qui s'appliquait à de nombreux actifs détenus par les ménages les plus riches de France pour le remplacer par un impôt qui ne s'applique qu'aux biens immobiliers. L'objectif était de stimuler l'investissement et d'encourager les particuliers fortunés à conserver leurs actifs dans le pays, mais cela a provoqué la colère des masses laborieuses qui ont collé à Emmanuel Macron l'étiquette de président des riches. Plusieurs « petites phrases » du président n'ont d'ailleurs fait que renforcer cette perception. Dans un exemple très publicisé en septembre, après avoir pris connaissance de ses difficultés à trouver un emploi, le président avait suggéré à un jeune horticulteur au chômage de se réorienter pour chercher un emploi dans « l'hôtellerie, les cafés et la restauration » ou « le bâtiment ». « Je traverse la rue, je vous en trouve un ! », avait-il ajouté. Rétrospectivement, il aurait été plus astucieux politiquement de combiner l'élimination de l'impôt sur la fortune avec des réductions de taxes pour les ménages ordinaires. Au lieu de cela, les retraités et travailleurs ont dû faire face à une série de hausses de taxes et d'impôts ainsi que de mesures d'austérité qui ont maintenant été partiellement annulées (voir plus loin).
- Même si les prix du carburant diesel et de l'essence sont comparables à ceux des autres pays d'Europe, toute augmentation de la taxe sur les carburants doit être considérée à la lumière du fait que la France est déjà le pays le plus taxé dans le monde développé.

<sup>1</sup> « Macron's Retreat Shouldn't Mean Surrender », Bloomberg, 5 décembre 2018

<sup>2</sup> « French 'gilets jaunes' show pain of Macron's tax policy », *Financial Times*, 4 décembre 2018

## OCDE : L'imposition mise en perspective

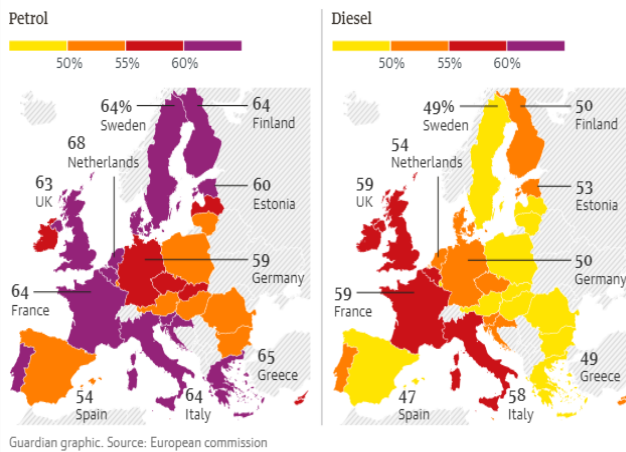
Recettes fiscales en pourcentage du PIB, 2017



\*Données de 2016 pour le Japon et l'Australie  
FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

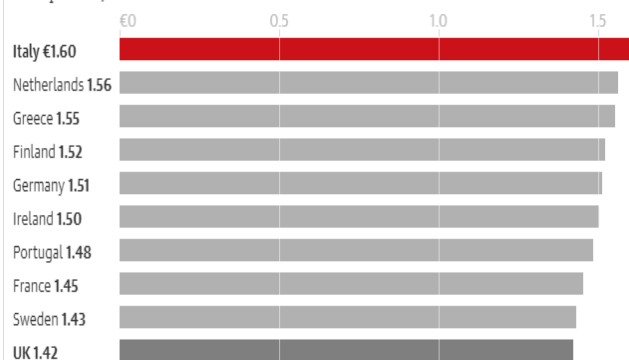
En dehors de l'impulsion en faveur de voitures plus propres, le gouvernement français a augmenté cette année la taxe carbone de 7,6 % par litre sur le carburant diesel et 3,9 % sur l'essence. La décision d'imposer une augmentation supplémentaire de 6,5 % sur le carburant diesel et de 2,9 % sur l'essence à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2019 a été la goutte qui a fait déborder le vase.<sup>3</sup> Les spécialistes estiment que le meilleur moyen d'éviter une levée de boucliers en imposant une taxe carbone est de la rendre neutre par rapport au revenu, c.-à-d. que l'augmentation de taxes payées d'une part doit être compensée par un abaissement d'autres taxes ailleurs. La France, par contre, avait prévu d'utiliser l'essentiel du produit de la taxe sur les carburants carbonés pour réduire le déficit.

### Fuel taxes, as a percentage of the pump price, vary greatly with an average of 60% for petrol and 53% for diesel across the EU



### Italy has the highest petrol prices in the EU at €1.60 per litre

Price per litre, euros. Inclusive of duties and taxes



Source : « Are the French hit especially hard by fuel taxes? » *The Guardian*, 3 décembre 2018

<sup>3</sup> « France fuel protests: Macron holds urgent security meeting », BBC, 2 décembre 2018

## En plus de la controverse entourant les taxes sur l'essence, les prix de l'électricité devaient également augmenter

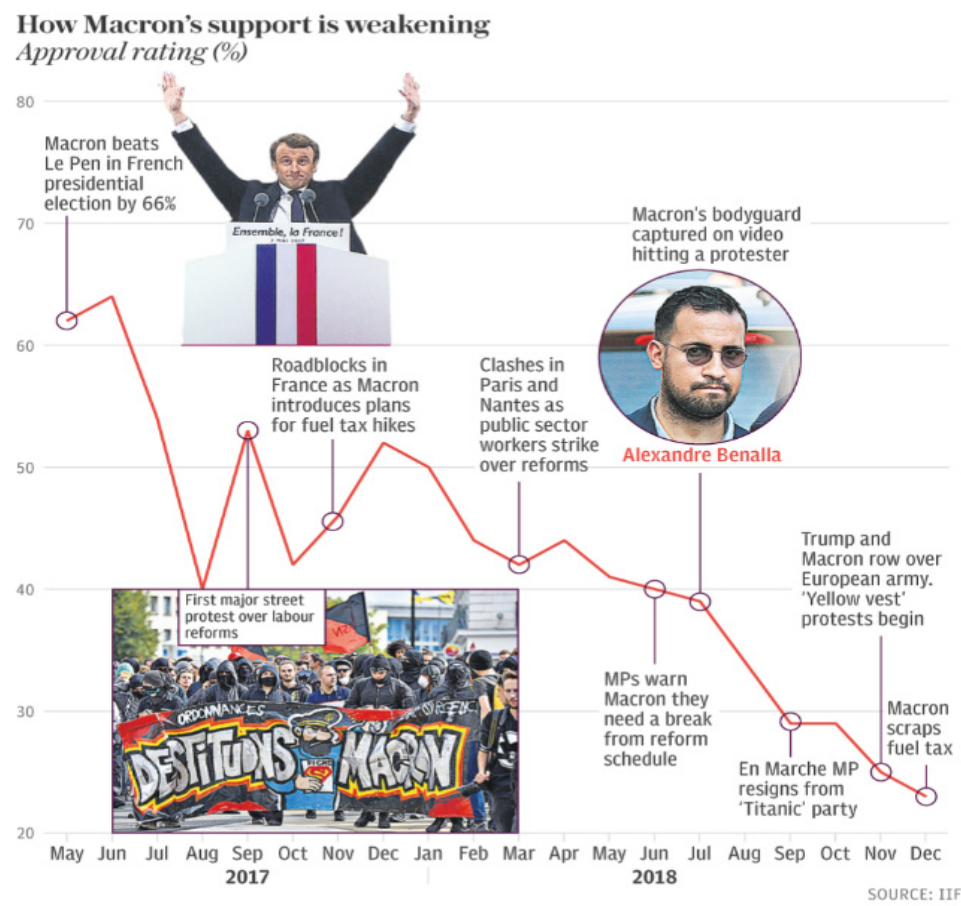
Emmanuel Macron a promis de réduire la part du nucléaire dans la production d'électricité de 75 % aujourd'hui à 50 % à l'horizon 2035 (ce qui représentait déjà un report du délai initial de 2025) en faveur d'une plus grande proportion d'énergie renouvelable. S'il met cette promesse à exécution, 14 réacteurs nucléaires sur 58 du pays pourraient être fermés en 2035.<sup>4</sup>

L'EDF, la compagnie d'électricité nationale, a estimé le coût du démantèlement de son parc nucléaire à 350 millions d'euros par réacteur, ce qui représente bien moins que les 900 millions à 1,3 milliard d'euros par réacteur estimés par les autres pays européens.<sup>5</sup>

Une option moins chère pourrait être de prolonger de 10 à 20 ans la durée de vie de 40 ans de certains des réacteurs de France. Les centrales ont plus de 30 ans en moyenne, et 15 des 58 ont plus de 35 ans.<sup>6</sup>

La construction de nouveaux réacteurs nucléaires pour remplacer les anciens est aussi extrêmement coûteuse. Le coût de construction d'un tel réacteur en Normandie a explosé, passant du budget initial de 3 milliards d'euros à 10,9 milliards. La centrale devait être achevée en 2012, mais selon les dernières projections, elle ne sera terminée qu'en 2019.<sup>7</sup>

## Selon les plus récents sondages, la popularité d'Emmanuel Macron a plongé à un niveau jamais vu



Source : « France's 'yellow-vest' protests have halved economic growth, central bank warns », *The Telegraph*, 8 décembre 2018

<sup>4</sup> « France grapples with its nuclear power dilemma », *Financial Times*, 28 novembre 2018

<sup>5</sup> « France's lower-cost decommissioning plan rests on Chooz A reactor learning », *Nuclear Energy Insider*, février 2017

<sup>6</sup> « France could close 'up to 17' nuclear reactors by 2025 », *France24*, juillet 2017

<sup>7</sup> « More cost overruns, delays at French Flamanville-3 nuclear unit: EDF », *S&P Global*, juillet 2018

## Pour tenter de calmer la colère, M. Macron a fait marche arrière sur plusieurs fronts :

- La taxe carbone de 2019 sur les véhicules à moteur à combustion interne a été annulée.
- Les augmentations prévues des prix du gaz et de l'électricité ont été retirées et les règles plus strictes sur les émissions des véhicules automobiles ont été remises à plus tard.
- Les salaires minimums ont été augmentés de 100 euros par mois à partir de janvier.
- Les heures supplémentaires seront exonérées des cotisations sociales et une récente hausse de l'impôt pour les retraités a été annulée pour ceux qui gagnent 2 000 euros par mois ou moins.

Globalement, ce train de mesures ajoutera quelque 15 milliards d'euros (sensiblement égal à 0,8 % du PIB) par an à la facture de l'État.

Malgré ces difficultés, Emmanuel Macron risque peu d'être renversé. Son parti détient une très forte majorité à l'Assemblée nationale, ce qui implique qu'il n'aura pas à faire face au suffrage universel avant 2022.

Cependant, les plans pour réduire la taille de l'État français, diminuer les dépenses publiques et générer une croissance économique plus forte par de nouvelles réformes seront beaucoup plus difficiles à réaliser à l'avenir.

En outre, les élections au Parlement européen de mai 2019 pourraient servir de moyen de lancer un avertissement au président. Un sondage IFOP publié au début de novembre révélait que le parti *La république en marche* de M. Macron d'obtenait que 19 % des intentions de vote, contre 20 % au sondage précédent à la fin du mois d'août, alors que la dirigeante du parti d'extrême droite, le *Rassemblement national*, Marine Le Pen, est passée de 17 % à 21 %.

## L'erreur politique originelle de M. Macron

Emmanuel Macron a commis l'erreur d'interpréter sa victoire aux élections présidentielles de mai 2017 comme une acceptation des réformes du marché et d'une poursuite de l'intégration de l'Union européenne alors que le résultat était principalement attribuable à l'infortune des autres candidats des grands partis et à la volonté d'éviter que le *Front National* ne s'empare du pouvoir. Cependant, il est important de noter que Marine Le Pen a obtenu près de deux fois plus de voix que son parti en 2002, où celui-ci avait déjà atteint le deuxième tour de l'élection présidentielle (34 % contre 18 %).

Le ressentiment d'une grande partie de la population contre les réformes de M. Macron est une autre pierre d'achoppement. En fait, les élus qui appliquent des réformes (pour lesquelles il faut parfois plusieurs années avant que l'effet ne s'en fasse sentir) ne sont souvent pas ceux qui en bénéficient politiquement. En Allemagne, par exemple, le chancelier Gerhard Schroeder a mis en place plusieurs réformes déterminantes de la législation du travail de 2003 à 2005 avant de perdre les élections nationales au profit d'Angela Merkel en mai 2005.

## L'économie en perte de vitesse et l'augmentation des déficits de la France...

Après une croissance d'environ 1 % par an de 2013 à 2016, le PIB de la France a bondi de 2,3 % en 2017. Cependant, l'économie ne devrait croître que de 1,6 % cette année. Le chômage est en baisse par rapport aux 10,1 % en 2016, mais reste trop élevé, à 9 %. Le chômage des jeunes (15-24 ans) dépasse les 20 %.

Les finances du pays suscitent aussi des inquiétudes. Le ratio dette/PIB atteint près de 100 % et le déficit budgétaire est projeté à 2,6 % du PIB (juste en dessous de la limite de 3 % imposée aux membres de la zone euro). Cependant, les récentes mesures de M. Macron pour rétablir le calme pourraient, selon certaines estimations, faire grimper le déficit à 3,4 % en 2019, si aucune réduction des dépenses ou hausse d'impôt n'est appliquée.

## ... exacerbent les tensions au sein de l'UE

Ironiquement, l'augmentation du déficit de la France se produit peu après que le président Macron s'est vigoureusement opposé au plan de l'Italie de relance de son économie par un accroissement des dépenses de l'État. Cela lui a valu de se faire traiter d'hypocrite. Le premier ministre adjoint de l'Italie, Luigi Di Maio, a affirmé que la France devrait être pénalisée parce qu'elle enfreint les limites de déficit de l'UE tout comme Rome a été sanctionnée pour en avoir fait autant dans une situation d'urgence.

« L'histoire montrera probablement que si (Macron) s'était concentré davantage sur la France et moins sur Salvini et l'Italie, il aurait moins de problèmes aujourd'hui », s'est moqué Matteo Salvini, l'autre premier ministre adjoint de l'Italie lors d'un récent entretien (Reuters).

## Conclusion

Emmanuel Macron terminera l'année avec une économie française en perte de vitesse, un taux de chômage obstinément élevé et une cote de popularité en chute libre. Il risque aussi de devenir le dernier d'une longue lignée de présidents français qui ont abandonné des réformes sous la pression de la rue.

Sur le front de l'Union européenne, l'ambition d'une plus grande intégration de l'UE de M. Macron se heurte à des obstacles majeurs. La décision à la fois de l'Italie et maintenant la France d'augmenter les dépenses en creusant le déficit rend pratiquement impossible à l'Allemagne, à l'Autriche, à la Finlande et aux Pays-Bas de soutenir la création d'un ministère des Finances de la zone euro ou d'euro-obligations. Une décennie de crises économiques a rendu ces pays extrêmement suspicieux devant tout ce qui ressemble à un transfert susceptible d'amener leurs citoyens à subventionner en permanence les dépenses sociales d'autres pays de l'UE, plus pauvres. En ce qui concerne la France, beaucoup de pays se demanderont comment elle pourrait rester le chef de file d'une poursuite de l'intégration de l'UE alors qu'elle n'est pas en mesure de mettre de l'ordre dans ses propres finances ou sa politique intérieure.

Enfin, les troubles en France ne représentent qu'une difficulté de plus qui s'ajoute à la liste déjà longue de celles à laquelle se heurte l'Europe. Celles-ci comprennent l'incertitude entourant le Brexit, les tensions commerciales mondiales de plus en plus grandes, les gouvernements populistes en Italie et en Europe de l'Est, la fragmentation politique en Allemagne et la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne à un moment où l'Europe pourrait être sur le point d'amorcer un nouveau ralentissement économique.

Angelo Katsoras

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

**Stéfane Marion**

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

**Matthieu Arseneau**

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Krishen Rangasamy**

*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

**Paul-André Pinsonnault**

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

**Marc Pinsonneault**

*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

**Kyle Dahms**

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

**Jocelyn Paquet**

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

**Angelo Katsoras**

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@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 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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.