

15 juillet 2019

Trêve américano-chinoise : Une pause dans la compétition entre les deux grandes puissances

Par Angelo Katsoras

Introduction

Comme on s'y attendait, la Chine et les États-Unis se sont entendus pour reprendre les négociations commerciales le 29 juin. **La bonne nouvelle c'est que, à court terme, les deux protagonistes ont besoin d'une trêve.** L'échec d'une reprise des négociations aurait ébranlé la confiance des marchés et nettement affaibli les chances de réélection de M. Trump en 2000.

Même si le président Xi n'a pas à se soucier d'élections ou d'une presse libre, il a quand même des raisons de vouloir une trêve. L'économie chinoise est en perte de vitesse, la progression des salaires menace sa compétitivité et certaines sociétés déménagent leur chaîne d'approvisionnement du pays. En outre, la Chine reste très dépendante de certaines composantes technologiques de fabrication américaine.

Tous ces facteurs augmentent les probabilités de signature d'un accord avant les élections américaines.

Cependant, la mauvaise nouvelle est qu'un retour à la situation antérieure n'est guère envisageable. Du côté américain, il existe un consensus entre les deux grands partis politiques sur le fait que la Chine a injustement limité l'accès des sociétés américaines à son marché et s'est livrée à un pillage généralisé de la propriété intellectuelle (PI). Cela rendra politiquement impossible de défaire nombre des restrictions récentes imposées à l'Empire du Milieu. **Le sénateur démocrate Chris Coons a résumé l'état d'esprit à Washington en disant que se montrer aujourd'hui faucon contre la Chine au Congrès est « comparable aux années 1950 quand il n'y avait aucun risque, politiquement, à se dire antisoviétique ».**

Quant à la Chine, les conséquences de l'imposition de tarifs douaniers et d'interdictions d'achat de technologie américaine l'obligent à redoubler d'efforts pour développer sa propre capacité dans des secteurs clés. **De fait, on peut présumer avec raison que les 10,000 développeurs que Huawei a chargés de travailler nuit et jour pour remplacer les composants de TI et les logiciels américains n'ont pas tous abandonné leur mission à cause de la trêve commerciale.**¹ En fait, le gouvernement chinois a annoncé des investissements de plus de \$100 milliards au cours de la prochaine décennie pour essayer de rattraper les États-Unis dans les domaines de la technologie des semi-conducteurs, de l'intelligence artificielle et de l'informatique quantique.²

Avec ou sans accord, les deux pays veulent devenir moins dépendants économiquement l'un de l'autre. Tout accord signé serait probablement aussi très précaire puisque les deux parties auraient tôt fait de s'accuser mutuellement de ne pas le respecter. Leur rivalité intense pour le titre de puissance géopolitique dominante et de chef de file des technologies de demain implique que les enjeux sont trop grands pour que l'une ou l'autre se contente facilement d'une deuxième place.

Le fossé croissant se creuse depuis longtemps

L'élite politique à Washington estime généralement que, bien avant que le président américain Donald Trump ait amorcé sa guerre commerciale, la Chine restreignait déjà depuis près de deux décennies l'accès des sociétés américaines telles que Google et Facebook à son marché.

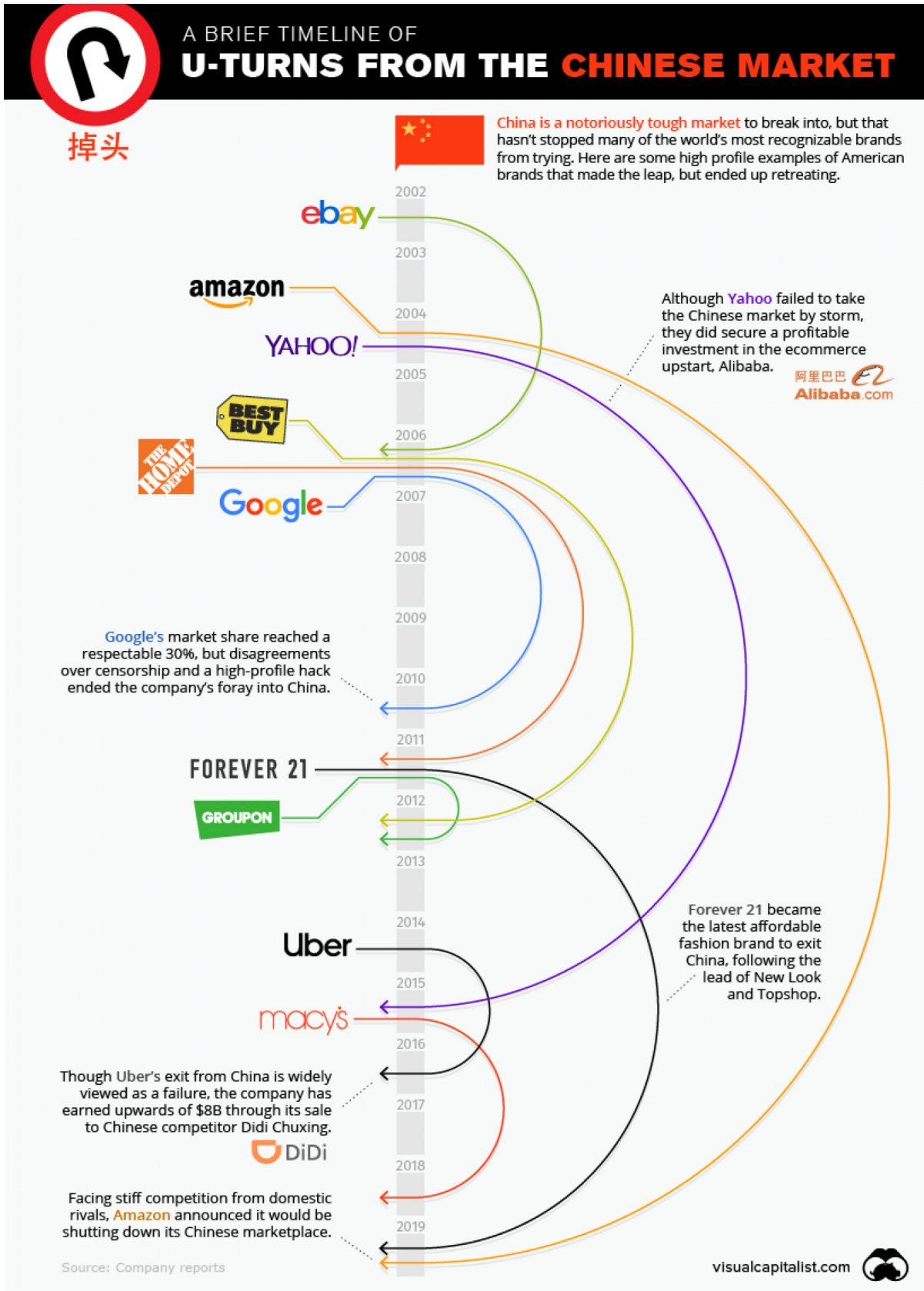
Le cas des sociétés de cartes de crédit américaines est souvent cité en exemple. En échange de l'adhésion à l'OMC en 1999, la Chine avait promis d'accorder à ces sociétés le droit d'accès au marché chinois au plus tard en 2006. Bien qu'elles aient eu gain de cause devant le tribunal de l'OMC en 2012, les cartes de crédit américaines ne sont toujours pas largement acceptées en Chine. À la fin de l'année dernière, American Express a enfin obtenu une autorisation préliminaire de la banque centrale chinoise pour émettre des cartes de crédit, mais il faudra encore attendre 12 mois avant que celle-ci entre pleinement en vigueur.³ Cependant cette ouverture est considérée comme trop limitée et trop tardive. En Chine, ce marché est déjà dominé par Alipay, WeChat Pay, UnionPay et consorts.

Comme le tableau suivant l'illustre, les exemples de sociétés américaines qui ont pris pied sur le marché chinois en fanfare pour s'en retirer quelques années plus tard à cause de ce que certains qualifient d'inégalités de traitement ne manquent pas.

¹ « Huawei Digs In for a Drawn-Out Battle With Trump's White House », Bloomberg, 5 juin 2019

² « Winning the Future », Semiconductor Industry Association, avril 2019

³ « It's Time for America to Break with Beijing », *National Review*, 19 juin 2019



Source : A Timeline of U.S. U-Turns From the Chinese Market, Stratfor, 20 juin 2019

Il sera quasi impossible aux États-Unis de dénouer de nombreuses restrictions imposées

Voici quelques exemples récents de mesures législatives et réglementaires ciblant la Chine :

- **Restrictions concernant Huawei** : Malgré la trêve, certaines restrictions frappant la vente de composants à Huawei resteront en place. En outre, étant donné la forte inclination anti-chinoise des deux partis politiques et des cercles de la sécurité nationale des États-Unis, ces restrictions pourraient rester plus fortes que beaucoup le prévoient. De fait, certaines concessions récentes de M. Trump concernant Huawei ont déjà soulevé des critiques des deux côtés de la Chambre des représentants et du Sénat. Le leader démocrate au Sénat, Chuck Schumer, a dit que « si le président Trump revient en arrière, comme il semble être en train de le faire, il nuira fortement à notre capacité de modifier les pratiques commerciales déloyales de la Chine ». Pour sa part, le sénateur républicain Marco Rubio disait sur Twitter : « Si le président Trump a accepté d'annuler les récentes sanctions contre #Huawei, il a commis une erreur catastrophique ».
- **Comité sur l'investissement étranger aux États-Unis (CFIUS)** : Au milieu de 2018, le Congrès a voté à une écrasante majorité l'élargissement des pouvoirs du comité CFIUS pour bloquer les transactions réputées être une menace pour la sécurité nationale (à la fois économique et politique). Cela comprend tout investissement étranger de plus de 5% dans diverses technologies, notamment dans la biotechnologie. Résultat, les investissements chinois dans des entreprises biotechnologiques américaines se sont élevés à \$725 millions au premier semestre de 2019, contre \$1.65 milliard pendant la même période l'an dernier.⁴ Le comité CFIUS a récemment ordonné à la société chinoise, iCarbonX, de vendre sa participation dans deux entreprises américaines, PatientsLikeMe et HealthTell, parce qu'il s'inquiétait apparemment de ce que ces investissements puissent être utilisés pour obtenir des renseignements personnels sensibles au sujet d'Américains.
- **Département de la Justice** : En novembre dernier, le département de la Justice a établi la *China Threat Initiative* pour détecter les actes d'espionnage industriel. Peu après, Yi-Chi Shih, un professeur à temps partiel à UCLA, a été jugé coupable de tentative d'exportation de produits électroniques sensibles à usage militaire vers la Chine. Il pourrait être condamné à plus de 200 années d'emprisonnement.⁵
- **Superinformatique** : À la fin de juin, le département du Commerce a placé sur une liste noire cinq sociétés chinoises de calcul de haute performance pour des motifs de sécurité nationale. Il est interdit aux entreprises américaines de vendre des puces et des interconnecteurs, matériel qui permet aux puces informatiques de communiquer entre elles, à ces sociétés.⁶ Les superordinateurs sont cruciaux pour le développement de la défense antimissile, le cryptage et d'autres secteurs de TI de pointe.
- **Restriction à l'embauche de ressortissants chinois** : Le département américain du Commerce a fortement restreint la capacité des entreprises de TI d'embaucher des ressortissants chinois pour des projets d'ingénierie avancée. **Le nombre de permis de travail délivrés à cet égard est passé de 771 en 2017 à 350 l'an dernier.**⁷

Restrictions supplémentaires possibles :

- **Sanctions concernant le Fentanyl**. Le sénateur démocrate Chuck Schumer et le sénateur républicain Tom Cotton ont parrainé ensemble un projet de loi intitulé *Fentanyl Sanctions Act* qui accorderait aux organismes d'application de la loi plus de pouvoirs pour combattre le trafic d'opioïdes destinés aux États-Unis. Dans un article récent sur ce sujet qu'ils ont cosigné, les deux sénateurs affirmaient que « la Chine est actuellement le plus grand producteur au monde de Fentanyl illicite, dont une grande partie aboutit aux États-Unis ».⁸
- **Hong Kong Human Rights and Democracy Act**. Le sénateur républicain Marco Rubio et le représentant démocrate Jim McGovern ont proposé une législation qui exigerait une évaluation annuelle de l'autonomie politique et juridique de Hong Kong pour déterminer si la ville mérite toujours un statut commercial particulier. L'élimination de ce statut assujettirait Hong Kong aux mêmes droits de douane que la Chine et menacerait son rang de centre financier international.⁹
- **Technologie de surveillance**. L'administration Trump envisage d'obliger les sociétés américaines à obtenir une autorisation gouvernementale pour fournir des composants à Hikvision, un des plus grands fabricants au monde de produits de surveillance vidéo. Si la mesure est imposée, ce sera la première fois que l'administration Trump aura puni une société chinoise pour son rôle allégué dans la surveillance et la détention massive d'Ouïgours, une minorité ethnique musulmane en Chine.

⁴ « Chinese VC spending on US biotech hit by security reviews », *Financial Times*, 8 juillet 2019

⁵ « Electrical engineer found guilty in China weapons tech export plot », AFP, 2 juillet 2019

⁶ « An American ban hits China's supercomputer industry », *The Economist*, 29 juin 2019

⁷ « U.S. Targets China's Supercomputing Push With New Export Restrictions », *Wall Street Journal*, 21 juin 2019

⁸ « Schumer & Cotton: Our bipartisan 'Fentanyl Sanctions Act' targets traffickers like China », *USA Today*, 18 juin 2019

⁹ « Washington can pull the plug on Hong Kong's economic model at any moment », *The Telegraph*, 16 juin 2019

- **Banques chinoises et Corée du Nord.** Le Sénat américain introduit des dispositions dans la *National Defense Authorization Act* qui interdirait aux banques chinoises de faire affaire avec la Corée du Nord à travers le système financier américain. Le Sénat a approuvé la mesure par 86 voix contre 8.

La grande colère bipartisane contre la Chine augmente la probabilité qu'au moins une partie de ces projets de loi soient approuvés, même s'ils se heurtent à l'opposition du président. Pour annuler un veto présidentiel, il faut une majorité de deux tiers dans les deux chambres du Congrès.

Déménagement de la production hors de Chine

Un nombre croissant de sociétés ont décidé de retirer au moins une partie de leurs activités de la Chine. Dans certains cas, l'incertitude entourant les tensions commerciales a été le dernier élément qui a fait pencher la balance pour des entreprises qui ont déjà du mal à composer avec la hausse des coûts de la main-d'œuvre et s'inquiètent de la protection de leur PI.

États-Unis

Hasbro : Le fabricant de jouets transfère l'essentiel de sa production de la Chine au Mexique, au Vietnam et en Inde.

Steve Madden : Le fabricant de chaussures et de sacs à main déplace en bonne partie sa production au Cambodge.

Stanley Black & Decker : Le fabricant d'outillage transfère la production de sa marque Craftsman aux États-Unis.

Brooks Running : La société d'articles chaussants déménage sa production de la Chine au Vietnam.

Whirlpool Corporation : Le fabricant d'appareils électroménagers a rapatrié une partie de la production de sa marque KitchenAid de la Chine aux États-Unis.¹⁰

GoPro : Le fabricant de caméras prévoit de transférer au Mexique sa production de caméras destinées aux États-Unis.

Apple : La société aurait demandé à ses plus grands fournisseurs d'évaluer les coûts du transfert de 15 % à 30 % de leur capacité de production de la Chine vers des pays tels que le Mexique, l'Inde, Vietnam et l'Indonésie.¹¹

Taïwan

Pegatron : La société de fabrication d'appareils électroniques prévoit de construire une usine d'un milliard de dollars en Indonésie.

Foxconn et Wistron : Ces deux fournisseurs taïwanais d'Apple prévoient d'accroître leur présence en Inde où chacun a déjà une usine d'iPhone.

La grande dépendance économique de Taïwan de la Chine limite cependant la possibilité de diversifier sa production au détriment de l'Empire du Milieu, qui représente 40% des exportations de Taïwan et occupe environ 1 million de Taïwanais.¹²

Corée du Sud

Les droits de douane et l'augmentation des salaires ne sont pas les seuls motifs pour lesquels certaines sociétés quittent la Chine totalement ou partiellement. Elles sont aussi continuellement visées par des boycotts pendant les périodes de grande tension entre la Corée du Sud et la Chine. La réaction de la Chine au déploiement par Séoul en 2017 d'un système de défense antimissile américain pour se protéger contre la Corée du Nord en est un exemple. Après avoir été visé par des boycotts et avoir souffert d'importantes pertes, le détaillant sud-coréen Lotte Mart a décidé de quitter le pays.

- **Samsung Electronics** a récemment confirmé la fermeture imminente de sa dernière usine de téléphones intelligents en Chine. Elle transfère sa production de la Chine au Vietnam depuis des années.
- **LG Electronics** : Le fabricant d'appareils électroménagers a récemment déménagé sa production de réfrigérateurs destinés aux États-Unis de la Chine à la Corée du Sud.¹³

Nokia et Ericsson, les plus grands concurrents de Huawei, reconfigureront probablement leurs chaînes d'approvisionnement.

¹⁰ « Apple, Black & Decker and Steve Madden among US companies moving production out of China », Fox Business, 20 juin 2019

¹¹ « Apple weighs 15%-30% capacity shift out of China amid trade war », *Nikkei Asian Review*, 19 juin 2019

¹² « Taiwan's computing titans are caught up in the US-China tech war », *Economist*, 10 juin 2019

¹³ « South Korean companies shift production out of China », *Nikkei Asian Review*, 22 juin 2019

Selon certaines indications, pour avoir une chance de maintenir un accès aux marchés des télécommunications à la fois américain et chinois, Nokia et Ericsson pourraient devoir mettre en place deux chaînes d'approvisionnement distinctes : une pour les États-Unis et l'autre pour la Chine. Cette conclusion a été renforcée par des rapports selon lesquels les États-Unis envisageraient d'exiger que les équipements cellulaires 5G utilisés à l'intérieur de leurs frontières soient conçus et fabriqués ailleurs qu'en Chine.¹⁴

Certaines sociétés chinoises envisagent aussi de déménager des activités à l'étranger

Companies planning to relocate production from China to Southeast Asian nations or elsewhere

Company/main business	Places to which production is planned to be shifted
China	
Advanced Technology & Materials <i>Metals, machine tools</i>	Thailand
Goertek <i>Earphones</i>	Vietnam
Hangzhou Great Star Industrial <i>Tools</i>	Vietnam
Jiangsu General Science Technology <i>Tire</i>	Thailand
KingClean Electric <i>Home electronics</i>	Vietnam
Lenovo Group <i>Personal computers</i>	Vietnam
Shenzhen H&T Intelligent Control <i>Home appliances, electric devices</i>	Vietnam
TCL <i>Home electronics</i>	Vietnam
Zhejiang Chenfeng Technology <i>Lighting equipment</i>	India
Zhejiang Hailide New Material <i>Chemicals</i>	Vietnam
Zhejiang Henglin Chair Industry <i>Furniture</i>	Vietnam
Zhejiang Jasan Holding Group <i>Textile</i>	Vietnam

Source: « Trade war steers Chinese investment toward Southeast Asia », *Nikki Asian review*, 10 juin 2019

Les pays bien placés pour profiter du retrait de la production de la Chine

Dans un sondage effectué fin mai, l'American Chamber of Commerce in China a constaté que 40% de ses sociétés membres avaient déménagé des activités hors de Chine ou envisageaient de le faire. Pour ces membres, l'Asie du Sud-est (24.7%) et le Mexique (10.5%) étaient les destinations préférées. Moins de 6% ont dit qu'ils avaient envisagé de redéménager des activités de fabrication aux États-Unis.

Le Vietnam est un des plus grands gagnants de la guerre commerciale américano-chinoise

Des salaires bas, un tissu d'accords de libre-échange de plus en plus dense et l'ouverture à l'investissement étranger placent le Vietnam en bonne posture pour profiter des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Le fait que les États-Unis et le

¹⁴ « U.S. Considers Requiring 5G Equipment for Domestic Use Be Made Outside China », *Wall Street Journal*, 23 juin 2019

Vietnam soient tous deux intéressés à cultiver des alliances qui contrebalancent la montée en puissance de la Chine est un avantage supplémentaire. Mais le Vietnam a deux défis importants à surmonter à cet égard.

- Plus il y aura d'investissements arrivant au Vietnam, plus il deviendra difficile de gérer la hausse des coûts de main-d'œuvre et fonciers ainsi que les goulots d'étranglement de l'infrastructure de transport.
- Les efforts de certains exportateurs pour rediriger des marchandises de la Chine et d'autres pays vers le Vietnam pour qu'elles puissent être réexportées vers les États-Unis sous le sceau de la fabrication au Vietnam afin de payer des droits de douane moins élevés ont déjà soulevé des critiques. La décision du département du Commerce des États-Unis d'imposer des droits de douane de plus de 400% sur les importations d'acier du Vietnam en raison d'allégations selon lesquelles le métal est essentiellement produit en Corée du Sud et à Taiwan et seulement expédié au Vietnam pour des interventions mineures avant son exportation aux États-Unis en est une illustration.

Le Mexique, un autre gagnant potentiel à long terme

Malgré la rhétorique de Donald Trump contre le Mexique, ce pays a des avantages à long terme dans ce nouvel environnement commercial : 1) il jouit d'un accès relativement libre au marché américain; 2) la stabilité économique du Mexique va dans le sens des intérêts à long terme des États-Unis; 3) les importations en provenance du Mexique tendent à contenir une part importante d'intrants américains. En moyenne, les exportations mexicaines ont environ 35% de contenu américain contre seulement 4% pour les exportations chinoises.¹⁵

U.S. imported less from China in Q1 but more from elsewhere

2018 rank	Source country	2018 total (millions)	Q1 2019 YoY growth
1	China	539,676	-13.9%
2	Mexico	346,101	5.9%
3	Canada	318,824	-3.6%
4	Japan	142,425	3.0%
5	Germany	125,849	1.2%
6	South Korea	74,264	18.4%
7	United Kingdom	60,783	2.5%
8	Ireland	57,454	1.0%
9	Italy	54,744	7.8%
10	India	54,349	15.1%
11	France	52,732	16.6%
12	Vietnam	49,174	40.3%

Source: NBF Economics and Strategy (data via Refinitiv & U.S. Commerce Department)

¹⁵ « Trump's Mexico Tariff Threat Trips Up Manufacturers Shifting Out of China », *Wall Street Journal*, 2 juin 2019

Conclusion

Qu'un accord commercial soit conclu un jour non, les investisseurs et les entreprises doivent apprendre à évoluer dans un monde fait de deux superpuissances aux systèmes économiques radicalement différents et qui nourrissent une suspicion mutuelle croissante.

Cela les oblige notamment à se conformer à une multitude de règles contradictoires, en violation du droit chinois et inversement. Le récent avertissement de la Chine aux sociétés mondiales de TI qui pourraient s'exposer à des conséquences fâcheuses si elles se plient à l'interdiction de l'administration Trump de vendre de la technologie américaine clé à des sociétés chinoises témoignent de ce risque.

Par conséquent, les chaînes d'approvisionnement de beaucoup de sociétés mondiales devront devenir beaucoup plus diversifiées géographiquement pour être moins vulnérables aux perturbations dues aux tensions commerciales et aux grandes puissances politiques. Finis les jours où les grandes sociétés pouvaient s'en remettre à une chaîne d'approvisionnement mondiale totalement transparente. Malheureusement, la fragmentation des chaînes d'approvisionnement se traduira probablement par des pertes d'efficacité et une augmentation des coûts.

Alors que la Chine et les États-Unis ont entouré leurs marchés des technologies de l'information de barrières pour se protéger l'un de l'autre, leurs sociétés respectives se livreront à une concurrence encore plus acharnée pour conquérir des parts de marché dans d'autres pays. Cela soumettra probablement de plus en plus ces pays à des pressions croissantes pour qu'ils choisissent une des superpuissances de préférence l'autre.

Davantage de sociétés doivent adopter des pratiques de fabrication localisée

Le protectionnisme croissant encouragera dans certains cas les entreprises à baser la production près du point de consommation. Cela pourrait signifier par exemple qu'au lieu de fabriquer des marchandises principalement pour l'exportation, de nombreuses usines chinoises augmentent de plus en plus la production pour le marché intérieur et les marchés régionaux situés à proximité. Les sociétés qui décident de servir les marchés nord-américains à partir des États-Unis par exemple recourront à l'automatisation plutôt qu'à l'embauche massive de travailleurs. **Dans ce scénario, les pays plus petits sans accords commerciaux bilatéraux seront particulièrement désavantagés parce qu'ils n'ont pas un marché intérieur suffisamment grand pour inciter les entreprises à s'installer sur leur territoire en échange d'un meilleur accès à leur marché.**

S'il y a de bonnes chances qu'un accord soit conclu avant les élections présidentielles américaines, en revanche, nous restons sceptiques quant au potentiel d'un accord commercial durable entre les États-Unis et la Chine. La façon dont chacun des deux protagonistes aborde la question de la protection de la propriété intellectuelle n'est qu'un exemple de la manière dont des divergences d'interprétation pourraient menacer tout accord. La Chine veut bien protéger la propriété intellectuelle à condition que les sociétés étrangères soient autorisées à partager leur technologie « volontairement » avec les entreprises chinoises. En revanche, les États-Unis estiment que cela contribuerait à continuer de forcer les transferts de PI en les déguisant en transferts volontaires.¹⁶

La route vers une double chaîne d'approvisionnement sera cahoteuse.

¹⁶ « How China Really Sees the Trade War », *Foreign Affairs*, 27 juin 2019

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.

Résidents du Canada

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni

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

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

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

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

Résidents de HK

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

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la 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.