

22 septembre 2020

L'impact potentiel d'une victoire surprise de D. Trump

Par Angelo Katsoras

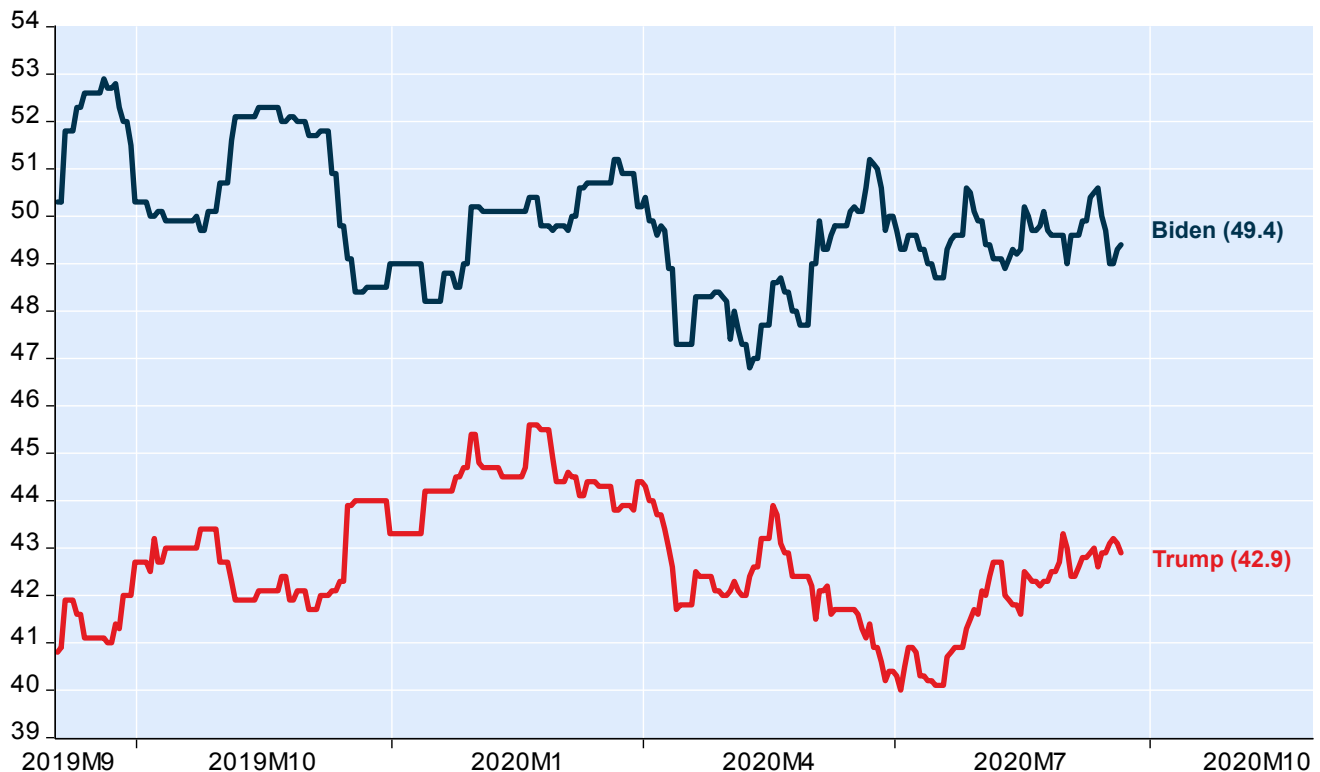
Introduction

L'ancien vice-président américain, Joe Biden, reste le grand favori pour devenir le prochain président des États-Unis. Cependant, l'écart dans les sondages récents, particulièrement dans les États-charnières, a rétréci. Cette course pourrait devenir encore plus serrée si les scénarios suivants se matérialisaient :

- L'économie américaine continue de se remettre en marche et se rétablit graduellement.
- Un vaccin efficace est annoncé juste avant l'élection.
- Les sondages sous-estiment le nombre de partisans de D. Trump, beaucoup n'étant pas prêts à livrer le fond de leur pensée aux sondeurs.
- La perception que les démocrates ont trop dérivé vers la gauche et sont laxistes en matière de maintien l'ordre commence à se répandre.

Élection présidentielle américaine – Joe Biden en tête dans les sondages

Moyenne de différents sondages par Real Clear Politics, le 21 septembre 2020

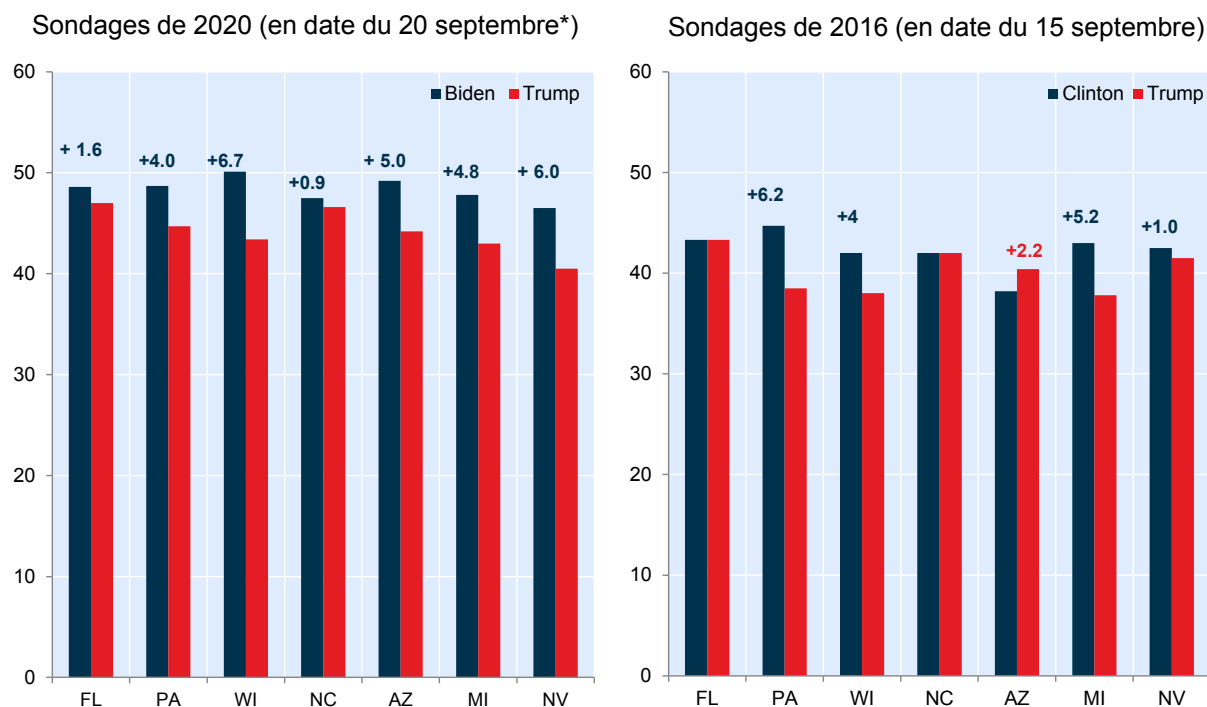


FBN Économie et Stratégie (données de Real Clear Politics)

Comme le graphique ci-dessous l'illustre, D. Trump était aussi à la traîne de Hillary Clinton dans les sondages dans la plupart des États-charnières en 2016, mais il a fini par gagner tous les États ci-dessous sauf le Nevada.

En 2016, D. Trump était aussi en retard dans les sondages

Affrontements serrés – sondages de septembre 2020 et de septembre 2016 dans les États-charnières



*Données de 2020 du Nevada, du 5 au 10 septembre (dernières données disponibles)

FBN Économie et Stratégie (données de Real Clear Politics)

Si Donald Trump remportait une victoire surprise, il consacrerait probablement son deuxième mandat aux mêmes priorités que pendant le premier mandat : poursuite de la déréglementation, réduction des impôts, nomination de nouveaux juges conservateurs, politiques commerciales protectionnistes et accroissement du fossé avec la Chine. Les efforts du gouvernement pour rivaliser avec l'Empire du Milieu afin de dominer certains secteurs clés s'intensifieraient.

Ce rapport porte sur les priorités d'un deuxième mandat Trump. Il analyse aussi le risque croissant de la contestation de l'élection.

Plus grande implication du gouvernement dans la santé

Rompant avec l'orthodoxie traditionnelle du libre marché des républicains, la plate-forme en vue de la réélection de D. Trump comprend des engagements à faire baisser les prix des médicaments vendus sur ordonnance, à couvrir toutes les conditions préexistantes, à réduire les primes d'assurance et à constituer des stocks de matériel médical essentiel en prévision de pandémies futures.¹ Beaucoup d'autres pays constitueront aussi des stocks, ce qui garantit un marché haussier dans ce secteur pour les années à venir.

Mais les sociétés pharmaceutiques risquent d'être soumises à un encadrement des prix, quel que soit le candidat élu. M. Biden souhaite permettre à Medicare de négocier les prix des médicaments, alors que D. Trump a récemment signé des décrets visant à réduire les coûts des médicaments vendus sur ordonnance. L'un impose aux prestataires de soins de santé de faire profiter directement les patients des réductions de prix qu'ils obtiennent pour certains médicaments. L'autre veut que Medicare achète les médicaments au même prix que celui que paient d'autres pays développés. Ce décret sera assurément contesté devant les tribunaux par les grandes sociétés pharmaceutiques.

¹ « TRUMP CAMPAIGN ANNOUNCES PRESIDENT TRUMP'S 2ND TERM AGENDA: FIGHTING FOR YOU! » 2020

Contrairement à 2017, M. Trump a récemment arrêté de prétendre vouloir révoquer l'Obamacare et sa plate-forme officielle n'en fait pas mention. La Cour suprême entendra une cause contre l'Obamacare le 10 novembre et ne rendra probablement pas sa décision avant des mois. L'issue la plus probable est que la plus grande partie de la loi reste en vigueur.

Peu importe qui remportera l'élection, deux facteurs entraîneront un accroissement de la couverture de l'assurance médicale :

1. La pandémie souligne le fait que l'inaccessibilité des soins de santé ne cause pas seulement des préjudices à des personnes isolées, mais qu'elle peut miner la santé de l'ensemble de la population.
2. L'histoire démontre que, une fois que le filet de sécurité sanitaire a été élargi, comme en l'occurrence un soutien financier temporaire aux malades atteints de la COVID-19 qui n'ont pas d'assurance, il est quasi impossible de revenir en arrière. En 1961, Ronald Reagan a prévenu que si le programme Medicare était inscrit dans la loi (ce qui s'est produit en 1965), les Américains perdraient leur liberté économique. Inutile de dire que quand il a été élu président en 1980, il n'a pas aboli le programme.

M. Trump chercherait à réduire les impôts à court terme ...

Les points suivants tirés de la plate-forme électorale officielle de D. Trump soulignent son effort continu pour baisser les impôts :

- Réduire les impôts pour augmenter les salaires et maintenir les emplois aux États-Unis
- Crédits d'impôt pour les sociétés qui rapatrient des emplois de la Chine²

Étonnamment, la plate-forme officielle de D. Trump ne mentionne pas deux positions qu'il a défendues dans le passé récent : 1) prolonger ses réductions de l'impôt des particuliers de 2017, entrées en vigueur en 2018, au-delà de leur date d'expiration de 2025; 2) réduire l'impôt sur les gains en capital, que D. Trump veut faire baisser du niveau actuel de 23.8% à 15%. Incidemment, Joe Biden augmenterait le taux à 39.6% pour l'amener à la hauteur de celui de l'impôt sur le revenu ordinaire pour les contribuables dont le revenu dépasse \$1 million.

Plus récemment, le président a signé un décret suspendant temporairement les cotisations sociales jusqu'au 31 décembre pour les employés gagnants \$100,000 et moins dans le but d'augmenter leurs revenus pendant la pandémie. S'il était réélu, il chercherait à rendre permanente cette réduction temporaire. Il a promis de remplacer les revenus fiscaux perdus, qui financent la sécurité sociale et Medicare, par d'autres fonds du gouvernement.

Il est important de noter que les chances qu'il fasse passer de nouvelles réductions d'impôt seraient excessivement faibles étant donné la probabilité que la Chambre des représentants reste aux mains du Parti démocrate. L'ampleur du déficit budgétaire limiterait aussi la portée des réductions.

... mais pourrait être forcé d'augmenter certains impôts à long terme.

Comme le graphique ci-dessous l'illustre, dans le passé, les hausses d'impôt les plus importantes ont été mises en place à la suite de la dépression des années 1930 et des deux guerres mondiales. En fait, le taux marginal d'imposition supérieur n'a pas commencé à baisser nettement avant le début des années 1960, où il est passé d'un plafond de 91% à un plancher de 28% en 1986. Il se situe actuellement à 37%. Si on peut se fier au passé pour prédire l'avenir, on pourrait dire que, vu la gravité de ce ralentissement, le pire depuis la grande dépression, les hausses d'impôt sont inévitables quel que soit le vainqueur des prochaines élections, mais on peut présumer que les hausses d'impôts seraient plus fortes avec un gouvernement démocrate.³

² « TRUMP CAMPAIGN ANNOUNCES PRESIDENT TRUMP'S 2ND TERM AGENDA: FIGHTING FOR YOU! » 2020

³ « Key Elements of the U.S. Tax System », Tax Policy Center (Brookings Institution), 2020

FIGURE 2

Highest Federal Marginal Individual Income Tax Rate

Tax years 1913 – 2020



Sources: Joseph Pechman, *Federal Tax Policy*; Joint Committee on Taxation, Summary of Conference Agreement on the Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003, JCX-54-03, May 2003; IRS Revenue Procedures, various years.
Notes: This figure contains a number of simplifications and ignores factors such as the amount of income or types of income subject to the top rates, or the value of standard and itemized deductions.

Comme la base politique de Donald Trump est la classe ouvrière, il serait politiquement plus payant de hausser les impôts des contribuables aux revenus les plus élevés qui, comme le montre le tableau ci-dessous, ont largement voté pour Hillary Clinton en 2016.

Candidates' counties won and share of GDP in 2000 and 2016

Year	Candidates	# of Counties won	Aggregate share of GDP
2000	Al Gore	659	54%
	George W. Bush	2397	46%
2016	Hillary Clinton	472	64%
	Donald Trump	2584	36%

Source: Brookings analysis of Moody's Analytics estimate

Poursuite du protectionnisme avec, dans la mire, la Chine

En matière commerciale, D. Trump maintiendrait sa ligne dure envers la Chine. Le contentieux au sujet de l'accès de Huawei aux réseaux 5G et de l'accès de la Chine à la technologie américaine des semi-conducteurs ne ferait que s'intensifier. Ses objectifs de campagne officiels concernant le commerce et en particulier la Chine comprennent les points suivants :

- Accorder aux industries essentielles, comme le secteur pharmaceutique et la robotique, la passation en charges à 100% pour le rapatriement aux États-Unis de leurs activités manufacturières de pays comme la Chine.
- Refuser tout contrat fédéral aux sociétés qui sous-traitent à des entreprises chinoises.⁴
- Produire toutes les fournitures médicales et les traitements critiques aux États-Unis : alors que D. Trump a déjà signé un décret à cet effet, il faudra plusieurs années et des dizaines de milliards de dollars d'investissement pour restaurer cette capacité.

Donald Trump a aussi annulé les négociations d'une phase 2 de l'accord commercial avec la Chine, justifiant sa décision par son mécontentement de la manière dont la Chine a géré la COVID-19. Dans un scénario cygne noir potentiel, D. Trump annulerait complètement l'accord et augmenterait les droits de douane immédiatement après son élection.

Un soutien solide des deux grands partis à la ligne dure contre la Chine forcerait une administration Biden à laisser en place l'essentiel des politiques de D. Trump et peut-être même à imposer des droits de douane supplémentaires. Par exemple, la Chine serait visée par le plan environnemental de Joe Biden, qui imposerait des tarifs aux pays ayant des normes environnementales plus faibles. La Chine réagirait sans aucun doute en imposant des droits compensatoires. M. Biden a aussi promis de réduire la dépendance économique des États-Unis à l'égard de la Chine.

Comme il l'a fait avec l'ALENA et la Corée du Sud, D. Trump continuerait d'exiger la renégociation de traités commerciaux existants. Le prochain sur la liste pourrait être le commerce avec l'Union européenne, quoiqu'il éviterait probablement de prendre des mesures draconiennes pour focaliser plutôt son énergie sur la Chine et rebâtir l'économie américaine.

D. Trump serait-il en mesure de faire passer un projet de loi sur les infrastructures?

Malgré le fait que les républicains et les démocrates soutiennent depuis longtemps une augmentation des dépenses consacrées aux infrastructures, ils n'ont jusque-là pas réussi à s'entendre sur un projet de loi pour une raison principale : les républicains tendent à soutenir un plan d'infrastructures principalement confié au secteur privé alors que les démocrates souhaitent une plus grande participation de l'administration publique et une concentration sur les initiatives vertes.

Sauf dans le scénario très peu probable dans lequel les républicains remporteraient à la fois la présidence et les deux chambres du Congrès, un gouvernement divisé rendrait très difficile la conclusion de toute entente sur un programme d'infrastructures. Au mieux, les deux partis pourraient s'accorder sur certaines mesures, comme l'expansion de l'infrastructure Internet à grande vitesse et les transports publics.

Énergie et environnement

Contrairement à une administration Biden, une présidence Trump continuerait de détricoter la réglementation sur le pétrole, gaz et la production de charbon au moyen de décrets. Les mesures prises par D. Trump pendant son premier mandat comprennent la réduction des limites d'émission de bioxyde de carbone par les centrales électriques, l'expansion des forages pétroliers et gaziers sur les terres fédérales, et le retrait de l'accord de Paris sur le climat.

D. Trump prétend depuis longtemps qu'il s'est retiré de l'accord de Paris de 2015 parce que celui-ci était injuste pour les États-Unis, qui devaient réduire les émissions de carbone de 26% à 28% des niveaux de 2005 à l'horizon 2025 alors que la Chine ne s'était engagée à réduire les émissions qu'à partir de 2030. La Chine a aussi promis en 2015 de multiplier par plus de deux sa production d'énergie provenant de sources renouvelables, à concurrence de 20% d'ici 2030.

⁴ « TRUMP CAMPAIGN ANNOUNCES PRESIDENT TRUMP'S 2ND TERM AGENDA: FIGHTING FOR YOU! » 2020

Le secteur de la TI sous D. Trump

Pour commencer, nous pensons que la tension des relations avec la Chine accroît la probabilité que les grandes entreprises de TI ne soient pas morcelées, ni par un président démocrate ni par un républicain, parce que ni l'un ni l'autre parti ne veulent que les sociétés américaines deviennent beaucoup plus petites que leurs rivaux chinois.

Cependant, les deux partis sont favorables à une surveillance plus étroite des sociétés de TI. L'administration Trump conduit une vaste enquête antitrust touchant les grandes sociétés technologiques. Comme M. Biden, D. Trump a dans le passé demandé la levée de l'immunité juridique des sociétés Internet concernant le contenu publié par leurs utilisateurs, position à laquelle commencent petit à petit à adhérer des membres des deux partis.

La concurrence entre la Chine et les États-Unis pourrait être une source d'innovation

L'augmentation des tensions entre la Chine et les États-Unis a considérablement accru les coûts pour de nombreuses sociétés en raison d'un plus grand protectionnisme et de l'obligation d'évoluer dans des zones économiques de plus en plus séparées, ce qui comprend entre autres la gestion de normes différentes et parfois la constitution de chaînes d'approvisionnement distinctes.

Certaines personnes font cependant valoir que cette concurrence entre les grandes puissances pourrait aboutir à d'importantes percées technologiques. De fait, la Chine et les États-Unis augmentent considérablement les investissements publics dans la recherche et le développement afin de dominer les technologies de la prochaine génération.

Une situation similaire s'était produite après le lancement par l'Union soviétique du premier satellite spatial en 1957. Les craintes que les États-Unis perdent leur prééminence technologique avaient conduit le gouvernement à investir massivement dans l'innovation technologique par l'entremise d'organismes publics tels que la Defense Advanced Research Projects Agency (DARPA). Contrairement au secteur privé, la DARPA pouvait se concentrer sur une recherche à long terme sans avoir à se soucier de générer un profit. En fait comme on le voit ci-dessous, bon nombre des innovations qui ont transformé l'économie mondiale émanent de la DARPA. Le secteur privé a pris ses inventions et les a transformés en méga tendances générant des bénéfices. Sans institutions comme la DARPA, Silicon Valley ne serait que l'ombre de ce qu'elle est aujourd'hui.

Some of DARPA's major accomplishments

- 1 **The internet** — From 1962-69 Darpa developed a way to connect computers over a network, based on a paper by Joseph Licklider. The research took place at precisely the same period as the race to land on the moon. Some would argue that Arpanet, as it was initially known, was more important.
- 2 **Siri** — Darpa started researching voice recognition combined with artificial intelligence in 2003. Siri was an offshoot company, acquired by Apple in 2010.
- 3 **GPS** — The first satellite positioning system was launched in 1960.
- 4 **Stealth aircraft** — Darpa oversaw the development of HAVE Blue, the first viable combat stealth aircraft, which made its first test flight in 1977.
- 5 **The Mouse** — Computer controller, not rodent. Developed by Doug Engelbart.
- 6 **Drones** — Amber, the first long range Unmanned Aerial Vehicle, was launched in 1988.
- 7 **Autonomous vehicles** — A fruit of the Darpa Grand Challenges from 2004 to drive an unmanned vehicle 150 miles across the Mojave desert.

Source: "It is time for the UK tech sector to embrace 'moonshot' research," The Telegraph, March 30, 2020

Un Congrès divisé

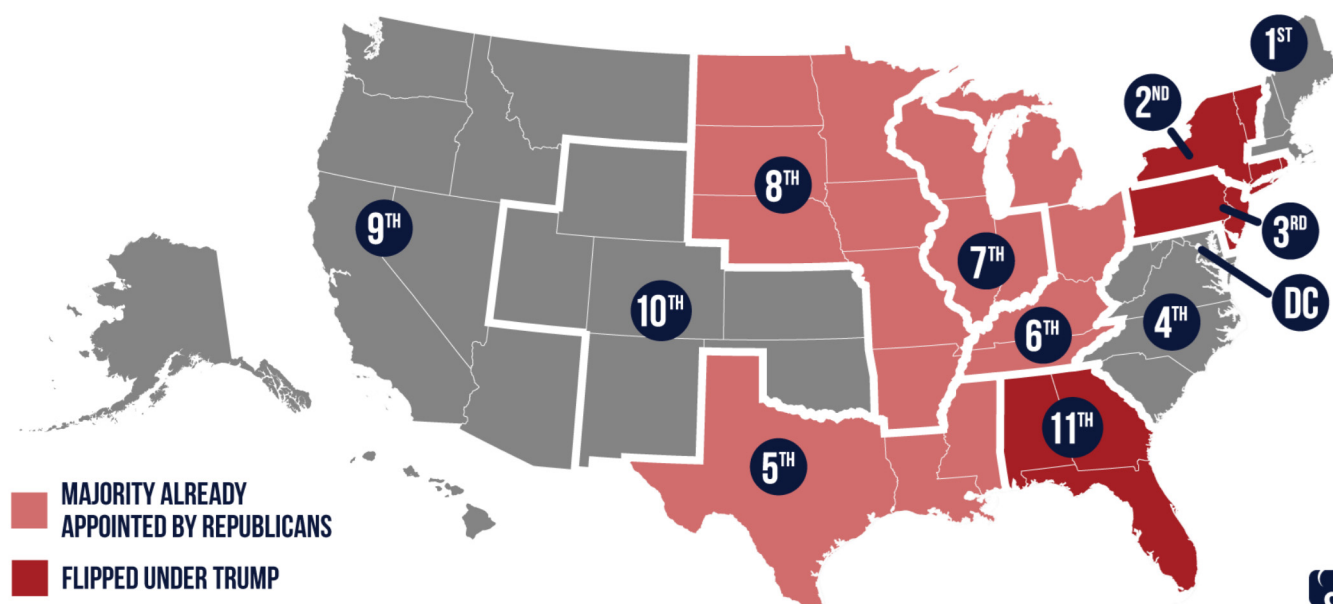
Actuellement, les démocrates contrôlent la Chambre des représentants où ils disposent d'une marge importante (233 sièges comparativement à 196 pour les républicains, et 5 sièges vacants). Au Sénat, les républicains détiennent 53 sièges et les démocrates, 47.

Si Donald Trump devait gagner l'élection, le scénario le plus probable serait que les républicains gardent le contrôle du Sénat et les démocrates celui de la Chambre. Un congrès divisé impliquerait que l'administration Trump devrait essentiellement appliquer son programme par décrets, que les démocrates chercheraient à contester devant les tribunaux. Il est donc plus important que jamais d'obtenir la nomination d'alliés dans les tribunaux.

La bataille pour le contrôle des tribunaux

Si la Cour suprême est la plus haute instance juridique du pays, elle ne traite qu'un très petit nombre de dossiers par an (100 à 150). La vaste majorité des poursuites fédérales sont entendues à un échelon en dessous, dans les 13 Cours d'appel du circuit fédéral. En juin 2020, D. Trump avait nommé 53 juges dans des Cours d'appel. Par comparaison, Barack Obama n'en avait nommé que 55 pendant ses deux mandats.⁵ Il y a 179 juges dans les tribunaux d'appel du circuit fédéral en tout. Depuis que D. Trump est arrivé au pouvoir, trois de ces tribunaux sont passés d'une majorité de juges nommés par des présidents démocrates à une majorité nommée par des présidents républicains.

Les 13 Cours d'appel du circuit fédéral des États-Unis



Source : « Flipping Circuit Courts », Comité sénatorial républicain, 10 décembre 2019

Le risque croissant d'une contestation de l'élection

Un scénario susceptible d'ébranler les marchés serait celui d'un résultat serré à l'élection présidentielle dans lequel un des candidats remettrait en question la légitimité des résultats. Cela pourrait comprendre les votes par correspondance qui ne seraient pas encore dépouillés des jours voire des semaines après le jour du scrutin. En 2016, 24% des bulletins de vote avaient été envoyés par la poste. Ce chiffre sera sans doute beaucoup plus élevé cette année puisque les électeurs préféreront éviter les bureaux de vote à cause du risque d'infection.

⁵ « Depuis 2017, la majorité républicaine du Sénat a confirmé 200 juges dans le cadre de l'Article III », Mitch McConnell, président de la majorité au Sénat, 24 juin 2020

Un scénario similaire s'était produit en 2000 entre George W. Bush et Al Gore. L'issue de l'élection était restée indécise pendant cinq semaines à cause de la bataille du décompte des suffrages de la Floride. Le gagnant a été déclaré le 13 décembre, seulement une fois qu'Al Gore eut concédé la défaite après l'intervention de la Cour suprême pour attribuer l'État à George Bush. Pendant les cinq semaines d'attente, l'indice S&P a chuté de 12%, mais l'effondrement des entreprises « .com » a aussi joué un rôle dans cette baisse.⁶

Les primaires démocrates du 23 juin donnent une idée des retards qui pourraient se produire lors des élections de novembre. Le volume de suffrages envoyés par la poste était 10 fois plus élevé qu'habituellement et, dans certains cas, les gagnants n'ont été annoncés que bien plus d'un mois plus tard.⁷

Étant donné l'animosité qui règne entre les deux partis et leurs partisans, une réédition de 2000 serait probablement encore plus tendue, les deux partis voyant chacun dans l'autre une menace pour l'avenir du pays. Il est aussi important de noter que la contestation en Floride s'était produite pendant une période beaucoup plus calme qu'aujourd'hui : avant les attentats du 11 septembre, l'ascension de la Chine comme puissance mondiale, la montée des médias sociaux clivants et la COVID-19.

Il n'est pas étonnant que les deux camps aient réuni des équipes juridiques massives en prévision de la contestation de l'élection.

Officiellement, les États doivent certifier leurs grands électeurs avant le 8 décembre et les électeurs doivent ensuite voter avant le 14 décembre. Le Congrès se réunit ensuite pour ratifier les résultats le 6 janvier et le président est installé dans sa fonction le 20 janvier. Au cas où aucun président ne serait choisi avant la date de l'investiture, un président par intérim devrait être choisi pour diriger temporairement le pays en attendant que la contestation soit résolue. Certains constitutionnalistes disent que cette personne serait la présidente de la Chambre des représentants, Nancy Pelosi, mais les républicains s'opposeraient sans aucun doute vigoureusement à ce choix.⁸

Conclusion

La récente réduction de l'écart dans les sondages, particulièrement dans les États-charnières, oblige les investisseurs à analyser l'impact possible d'une victoire surprise de Donald Trump. Comme en 2016, sa victoire reposerait probablement de nouveau sur une majorité au collège électoral contrairement au résultat du suffrage universel – ce que ses opposants auraient sans aucun doute du mal à accepter.

Si D. Trump l'emporte, il est presque certain qu'il présidera un gouvernement divisé dans lequel les républicains conserveront le contrôle du Sénat et les démocrates celui de la Chambre des représentants.

Cela forcerait D. Trump à gouverner essentiellement par décrets pour imposer sa politique dans des domaines tels que la santé, l'énergie et la réglementation financière. Les démocrates réagiraient en contestant la légalité de ces décrets. Les investisseurs peuvent avoir une idée de la réponse des tribunaux à la question de la légalité des décrets de D. Trump vu la répartition des juges des tribunaux d'appel du circuit fédéral nommés par des républicains et des démocrates.

Le sujet sur lequel une législation pourrait effectivement être adoptée est la Chine. La législation la plus récente qui vise la Chine, notamment pour sanctionner ses actions à Hong Kong, a été adoptée à la quasi-unanimité par le Congrès. De fait, le sentiment antichinois a augmenté parmi les démocrates comme parmi les républicains au cours des dernières années. Cela signifie par exemple que la promesse de D. Trump de n'accorder aucun contrat fédéral à des sociétés qui sous-traitent à des entreprises chinoises serait probablement soutenue par les deux partis au Congrès. La plupart des autres mesures législatives concernant la Chine sont dans une impasse, qui devrait persister.

⁶ « If Joe Biden wins the U.S. presidential election, will the market collapse? », *The Globe and Mail*, 31 juillet 2020

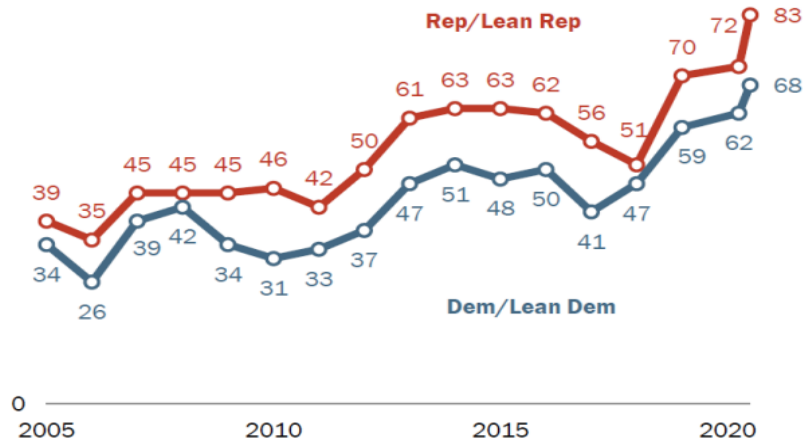
⁷ « Markets Aren't Great at Handling Contested Elections », Bloomberg, 2 septembre 2020

⁸ « What happens if Trump loses but refuses to concede », *The Financial Times*, 14 septembre 2020

Republicans remain more unfavorable toward China, but all partisans are increasingly negative

% who say they have an *unfavorable* opinion of China

100 %



Source: Survey of U.S. adults conducted June 16-July 14, 2020. Q8b.
"Americans Fault China for Its Role in the Spread of COVID-19"

PEW RESEARCH CENTER

Enfin, le risque croissant d'une contestation de l'élection déstabiliserait probablement les marchés, au moins jusqu'à ce que le gagnant soit désigné. Ce scénario pourrait conduire à une chute temporaire des actions, une montée des prix de l'or et une pression à la baisse sur le dollar américain (poussant potentiellement la banque centrale à intervenir).

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

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
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

*Stratège principal Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie*
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

*Associé Stratégie Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie*
taylor.schleich@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 ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. 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 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.