

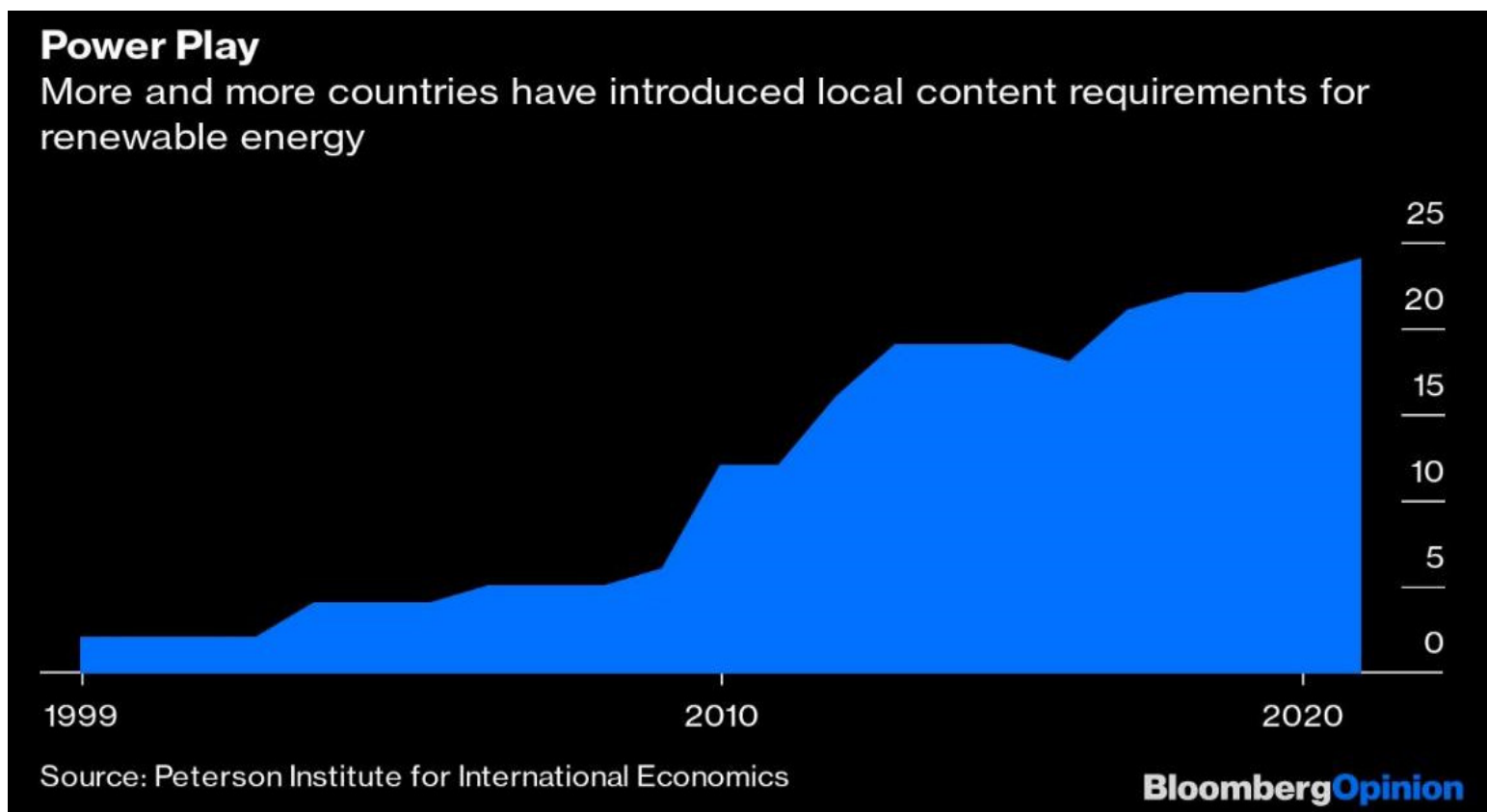
17 novembre 2023

Comment les règles de contenu local et les subventions remodelent l'économie mondiale

Par Angelo Katsoras

Introduction

Le monde évolue d'une économie de marché à une économie dans laquelle les gouvernements jouent un rôle beaucoup plus prégnant dans la répartition des capitaux, faisant émerger certains secteurs et sociétés qui se démarquent par rapport aux autres. Cette mutation est particulièrement illustrée par les subventions et incitatifs importants que les pays distribuent pour encourager la production nationale. Le secteur des énergies renouvelables en est un exemple frappant, puisque le nombre de pays ayant introduit des exigences en matière de contenu local a doublé entre 2011 et 2021, pour passer à 24.¹



Source : « Your Local Solar Panel Plant May Be Holding Back Net Zero », *Washington Post*, 6 mars 2023

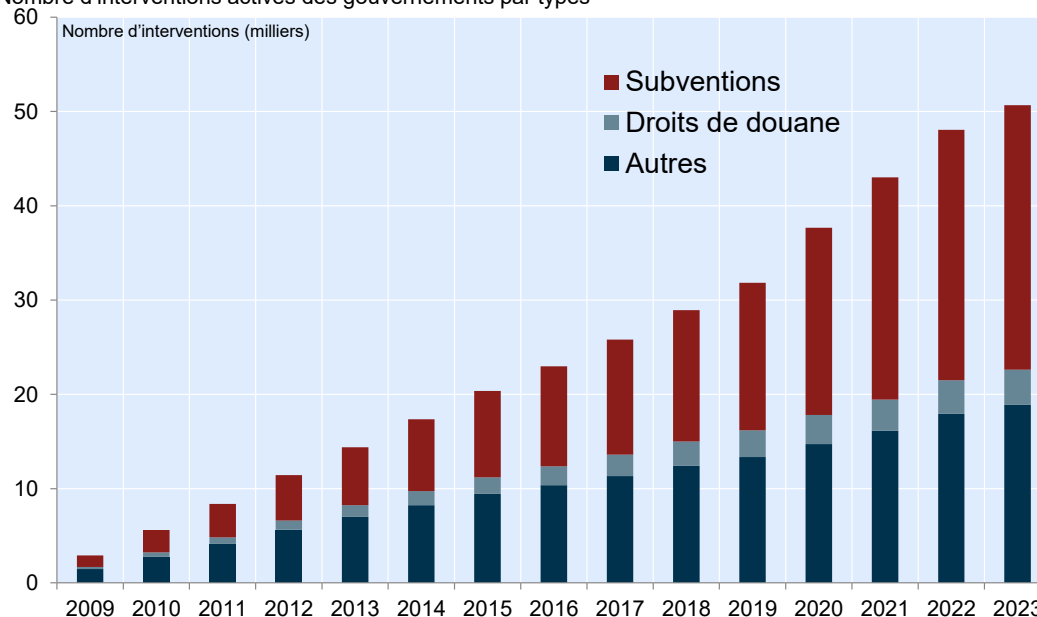
Au total, le nombre de subventions, droits de douane et mesures de restriction des échanges commerciaux a augmenté de 150% au cours de la dernière décennie, pour atteindre plus de 50,000 dans le monde.²

¹ « Your Local Solar Panel Plant May Be Holding Back Net Zero », Bloomberg, 6 mars 2023

² « Subsidies race casts pall over global free trade », *Nikkei Asian Review*, 8 juillet 2023

Les subventions, droits de douane et autres mesures protectionnistes perturbent le commerce international

Nombre d'interventions actives des gouvernements par types



FBN Économie et Stratégie (données de [Global Trade Alert](#))

Compte tenu de cette évolution mondiale vers des politiques économiques davantage dessinées par les États, les objectifs géopolitiques prévalent de plus en plus sur l'avantage dont bénéficient les entreprises capables de fournir des produits ou des services au coût le plus bas ou le plus efficacement possible. Dans ce nouveau contexte, les pays sont confrontés au défi redoutable de subventionner massivement des secteurs clés à une époque où les taux d'intérêt et les niveaux d'endettement sont beaucoup plus élevés.

Dans les paragraphes ci-dessous, nous examinerons de plus près ces facteurs et la façon dont ils affecteront en particulier l'Union européenne, les États-Unis et la Chine.

Bien avant les autres, la Chine subventionne depuis longtemps des secteurs clés

L'avantage de la Chine dans le secteur des énergies vertes repose en grande partie sur un soutien gouvernemental massif. Selon le Center for Strategic and International Studies, en 2019, les subventions accordées par la Chine à divers secteurs s'élevaient à \$250 milliards, soit nettement plus que les \$84 milliards distribués par les États-Unis. En pourcentage du PIB, les subventions chinoises étaient plus de quatre fois supérieures à celles des États-Unis (1.73%, contre 0.39%).³

La Chine a également été accusée d'obliger les entreprises étrangères à partager leur propriété intellectuelle, soit directement, soit par l'intermédiaire de coentreprises, comme condition d'accès à son énorme marché de consommation.

La Chine exclut de plus en plus les biens fabriqués à l'étranger

En plus de la distribution de subventions massives aux entreprises nationales, la Chine donne la préférence aux marques chinoises dans de nombreux secteurs. En voici quelques exemples :

- **Santé** : En 2021, la Chine a fixé des règles de contenu local minimum allant de 25% à 100% pour des centaines de produits, notamment les appareils de radiographie et d'IRM.⁴
- **Équipement des bureaux** : La Chine met en place des réglementations qui obligent ses entreprises et agences gouvernementales à s'équiper avec des produits entièrement conçus et fabriqués en Chine, incluant les imprimantes et photocopieuses.⁵

³ « Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective », Center for Strategic and International Studies, mai 2022

⁴ « China quietly sets new 'buy Chinese' targets for state companies - U.S. sources », Reuters, 2 août 2021

⁵ « Finding a way to manage China's protectionism in procurement », *Japan Times*, 16 mars 2023

La Chine a également publié une directive interdisant aux employés du gouvernement et des entreprises publiques d'utiliser des téléphones intelligents étrangers, y compris des iPhone. L'interdiction a pris effet en octobre dernier pour les départements qui traitent des secrets commerciaux et sera étendue à tous les employés de l'État à compter de mars prochain. Cette mesure rappelle celle de 2021 qui interdisait aux hauts responsables de l'armée et du gouvernement d'utiliser des voitures Tesla pour des raisons de sécurité des données. De nombreux investisseurs ont cru à tort qu'Apple et Tesla ne seraient pas visées parce que ces sociétés emploient (directement et indirectement) des millions de personnes en Chine.

Paradoxalement, quand la Chine a adhéré à l'OMC en 2001, on pensait qu'imitant l'Occident, elle finirait par adopter les réformes du marché libre. Au lieu de cela, comme nous allons le démontrer dans les paragraphes suivants, c'est l'Occident qui a en quelque sorte emprunté une partie de la feuille de route commerciale de la Chine. À l'instar de Pékin, les pays occidentaux ne se contentent plus d'accorder des subventions plus importantes, mais ils imposent aussi des droits de douane, des règles en matière de contenu local et des restrictions aux investissements étrangers.

États-Unis : dominer ou collaborer

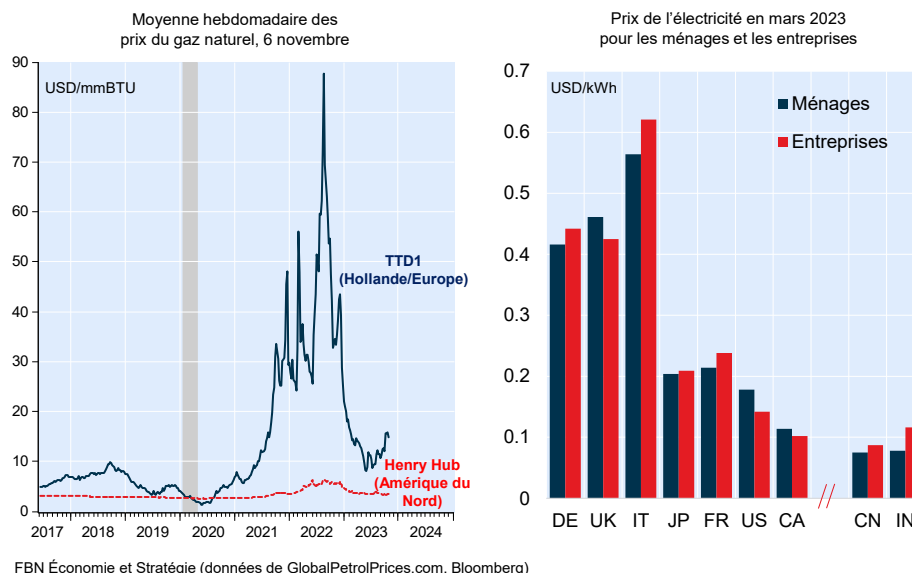
Pour tenter de desserrer la mainmise de la Chine sur les chaînes d'approvisionnement en énergie verte et d'autres secteurs clés, les États-Unis ont commencé à déverser des subventions massives sur l'industrie manufacturière locale. Les subventions font certes depuis longtemps partie du paysage économique américain, mais leur montant est aujourd'hui bien plus élevé qu'il n'a jamais été.

Si les données officielles avancent le chiffre de \$465 milliards dépensés pour des projets liés aux puces électroniques, au climat et aux infrastructures, le total réel est bien plus élevé, car la plupart des subventions prennent la forme de crédits d'impôt pratiquement illimités qui encouragent la production nationale. *The Economist* a estimé que les subventions pourraient s'élever à \$100 milliards par an au cours de la prochaine décennie, soit environ le double d'avant la pandémie.⁶ Goldman Sachs a calculé un montant encore plus élevé pour cette période : \$1,200 milliards. À propos de ces crédits d'impôt, le chef de la direction de Mittal a déclaré : « C'est illimité. C'est parfait. »⁷ Un cadre de Volkswagen les a décrits comme une « ruée vers l'or ».⁸

L'UE, une guerre de subventions sur les deux fronts, contre les États-Unis et la Chine

Les dirigeants européens se sont plaints de ce que l'Amérique attire les entreprises européennes avec d'énormes subventions. Celles-ci s'ajoutent aux coûts énergétiques inférieurs dont bénéficie l'Amérique par rapport à l'Europe. Bien que les prix de l'énergie aient considérablement baissé depuis les records atteints en 2022, les factures de gaz et d'électricité en Europe restent bien plus élevées que celles des producteurs industriels de Chine et des États-Unis.

L'Europe paie les prix parmi les plus chers au monde pour le gaz naturel et l'électricité



⁶ « What America's protectionist turn means for the world », *The Economist*, 9 janvier 2023

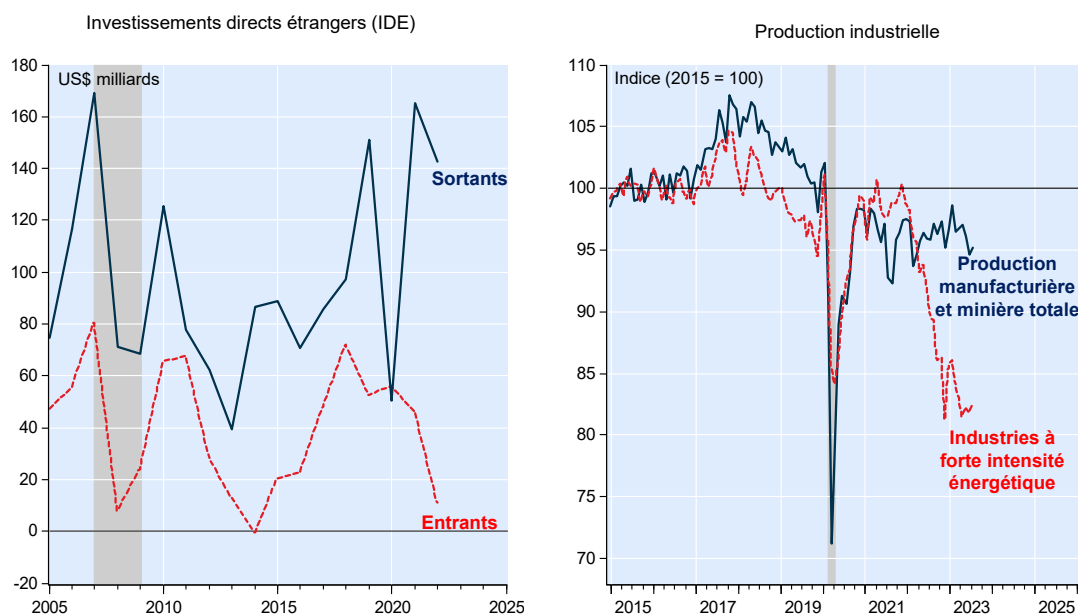
⁷ « Europe's Green Deal is something between a mirage and almighty mess », *The Telegraph*, 15 septembre 2023

⁸ « How US Green Deal Has Opened Floodgates for Subsidies », *Washington Post*, 27 avril 2023

Robert Habeck, vice-chancelier et ministre de l'Économie allemand, a récemment évoqué les subventions américaines en des termes alarmants. « C'est comme une déclaration de guerre », a-t-il déclaré. « Les [Américains] veulent les semi-conducteurs, ils veulent l'industrie solaire, ils veulent l'industrie de l'hydrogène, ils veulent les électrolyseurs. »⁹

L'Allemagne connaissait déjà une baisse des investissements avant l'arrivée des subventions américaines. Selon l'Institut allemand pour la recherche économique, l'écart entre les investissements des entreprises allemandes à l'étranger et les investissements étrangers en Allemagne a atteint un record historique en 2022. Cette année-là, l'Allemagne a enregistré des sorties importantes de plus de €135 milliards d'investissements directs étrangers, attirant en retour un maigre montant de €10.5 milliards. L'Allemagne étant la première économie d'Europe, ses difficultés sèment le trouble sur les perspectives économiques de l'Union européenne.

Les difficultés économiques croissantes de l'Allemagne



FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE, [Destatis](#))

Le programme de subventions européennes

L'UE apporte depuis longtemps un soutien financier à ses entreprises, mais la manne des subventions américaines l'a contrainte à ouvrir encore plus les vannes et à appliquer d'autres mesures réglementaires. Parmi celles-ci, le plan industriel du pacte vert, qui prévoit €250 milliards (d'aides non dépensées pendant la pandémie et maintenant réaffectées) pour subventionner les industries vertes en Europe, et une taxe carbone aux frontières entrée en vigueur en octobre 2023. Dans un premier temps, les importateurs n'auront qu'à déclarer leur empreinte carbone. La taxe proprement dite devrait être prélevée dans quelques années et s'appliquera principalement aux industries à forte consommation d'énergie telles que l'aluminium, l'acier, les engrais et les produits chimiques.

La mise en application d'une taxe carbone aux frontières comporte certains risques. Les pays en développement, dont les émissions par habitant sont nettement inférieures à celles de l'UE, pourraient ainsi riposter en appliquant des contre-mesures douanières. Il pourrait également y avoir des différends entre les pays sur les méthodes utilisées pour calculer l'empreinte carbone des différents produits.

Outre les mesures susmentionnées, l'UE s'est également sentie contrainte d'autoriser les États à suspendre les règles anti-subsidies pour les initiatives en matière d'énergie verte. Cette décision a été motivée par la prise de conscience que, sans un trésor unifié, il est quasi impossible de rivaliser avec la puissance financière des États-Unis et de la Chine. Toutefois, avec ce changement de politique, les membres les moins riches ont craint de ne pas être en mesure d'égaliser les niveaux de financement des pays les plus riches. En effet, l'Allemagne a représenté 53% des €672 milliards dépensés par l'UE en subventions l'année dernière.¹⁰

⁹ « A global subsidy war? Keeping up with the Americans », *Financial Times*, 13 juillet 2022

¹⁰ « Competition State aid brief », Commission européenne

Les véhicules électriques chinois, un défi pour l'Europe

Alors que l'UE s'inquiète de voir les investissements s'envoler vers les États-Unis, l'un des défis les plus immédiats auxquels elle sera bientôt confrontée est la vague imminente d'importations de véhicules électriques (VÉ) chinois à faibles coûts. Le marché automobile est le plus important secteur de la fabrication en UE, représentant plus de 6% des emplois.¹¹

Environ 1 véhicule sur 5 vendus en Europe est électrique. Les marques chinoises, presque inexistantes en 2019, représentaient 8% du marché des VÉ l'année dernière. Les voitures fabriquées en Chine, y compris par des fabricants occidentaux, représentaient 15%.¹² D'ici 2025, on estime que la part de marché des seules marques chinoises aura atteint 15%.¹³

La position dominante de la Chine dans la chaîne d'approvisionnement des batteries, y compris les minerais nécessaires, lui confère non seulement un avantage concurrentiel important, mais lui permet également d'imposer que les VÉ produits localement utilisent des batteries fabriquées en Chine. Le vaste marché chinois amplifie ces avantages en générant des économies d'échelle substantielles. À l'exception de Tesla, tous les modèles de VÉ les plus vendus en Chine sont nationaux.

La position dominante de la Chine dans la chaîne d'approvisionnement des batteries, et notamment des minéraux nécessaires, lui confère non seulement un avantage concurrentiel important, mais lui permet également d'imposer que les VÉ produits localement utilisent des batteries fabriquées en Chine. Le vaste marché chinois amplifie ces avantages en générant des économies d'échelle substantielles. À l'exception de Tesla, tous les modèles de VÉ les plus vendus en Chine sont chinois.

Face aux craintes d'une menace pour des millions d'emplois dans l'industrie automobile, une enquête a été diligentée sur le soutien financier de Pékin au secteur des véhicules électriques. Le président de la Commission européenne s'est récemment fait l'écho de ces inquiétudes : « Les marchés mondiaux sont actuellement inondés de voitures électriques plus abordables, dont les prix sont artificiellement comprimés par d'importantes subventions publiques.¹⁴ L'enquête, qui pourrait s'étendre sur neuf mois, devrait conclure que le gouvernement chinois a accordé à ses entreprises un avantage déloyal par le biais de subventions et d'autres mesures.

Mais il est d'autant plus difficile de s'entendre sur une réponse adéquate que les pays européens doivent convenir d'une stratégie commune. Ainsi, comme les constructeurs automobiles français ne représentent que 0.4% du marché chinois, la France est un fervent partisan des droits de douane sur les importations de VÉ. La principale préoccupation de la France est de protéger la part de marché des entreprises européennes face à la menace chinoise. L'Allemagne, de son côté, a une part de marché de 17% sur le marché chinois et cherche à conserver sa part de marché en Union européenne et en Chine. Elle est de ce fait particulièrement vulnérable à la riposte chinoise.

Pourquoi les États-Unis ne sont pas exposés à une vague d'importations de VÉ chinois

Les États-Unis brillent par leur absence dans la liste des principales destinations des exportations automobiles chinoises. Plusieurs facteurs expliquent cela, notamment les droits de douane élevés de 27% sur les importations chinoises, les exigences en matière de contenu local et, peut-être plus important encore, le soutien des deux grands partis pour restreindre les importations chinoises. En outre, l'accord commercial ACEUM comprend une clause exigeant que 40% du contenu des voitures (et 45% du contenu des camions) soient produits dans des usines à salaires élevés. Il exige également que 70% de l'acier et de l'aluminium utilisés dans les voitures proviennent d'Amérique du Nord.¹⁵

Certains analystes ont suggéré que la Chine pourrait atténuer les tensions commerciales en imitant la stratégie d'ouverture des usines du Japon dans les années 1980. Notons cependant que, contrairement au Japon, la Chine est considérée comme un rival géopolitique. Cette perception, malgré la perspective d'apprendre de l'expertise chinoise, crée un environnement plus hostile pour les entreprises chinoises sur le marché américain des véhicules électriques.

Cette hostilité s'est clairement manifestée quand Ford a voulu construire une usine de batteries en partenariat avec CATL, le principal fabricant de batteries en Chine. La controverse a entraîné la suspension du projet. Ford a défendu cette collaboration comme une mesure stratégique visant à exploiter l'expertise chinoise, tandis que GM a averti que l'obtention de subventions pour cette installation pourrait paver la voie à une domination chinoise dans le secteur de la construction automobile aux États-Unis.¹⁶

¹¹ « The real reasons for the west's protectionism », *Financial Times*, 18 septembre 2023

¹² « Europe's EV Troubles Run Deeper Than China », *Wall Street Journal*, 14 septembre 2023

¹³ « EU tries to buy time in electric car race with China », *Financial Times*, 15 septembre 2023

¹⁴ « EU to investigate 'flood' of Chinese electric cars, weigh tariffs », *Reuters*, 13 septembre 2023

¹⁵ « The New American Way of Trade », *Foreign Affairs*, 27 septembre 2023

¹⁶ « This Ford vs. GM Feud Could Shape the Future of EVs in America », *Wall Street Journal*, 28 septembre 2023

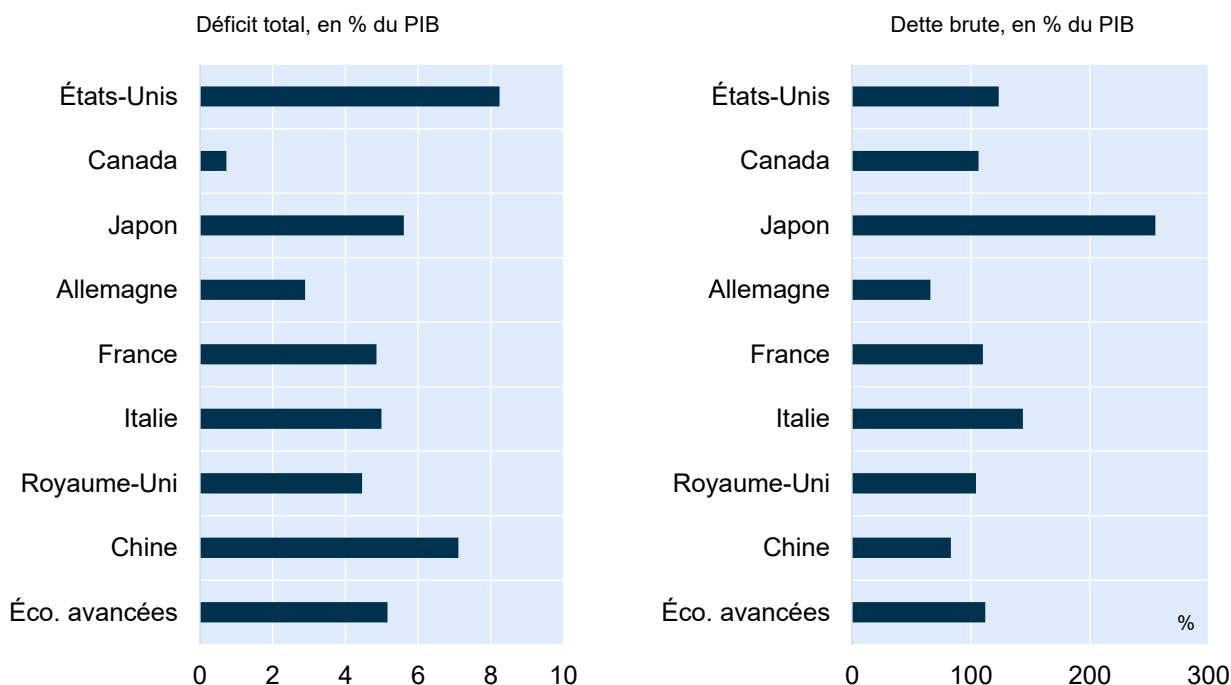
Les préoccupations en matière de sécurité nationale constituent un autre obstacle aux importations d'automobiles chinoises. Les VÉ sont équipés de dizaines de capteurs et de systèmes logiciels complexes qui, selon certains experts, pourraient être utilisés à des fins de cyberespionnage. En effet, comme nous l'avons déjà mentionné, Pékin a déjà interdit l'accès des véhicules Tesla à des sites sensibles pour cette même raison.

Quand la tendance des subventions aux secteurs clés frappera-t-elle le mur des taux d'intérêt et de la dette élevés?

Les pays intensifient leurs interventions en matière de politique industrielle à l'heure où les niveaux d'endettement augmentent. Le FMI estime que la dette publique brute totale des économies avancées en pourcentage du PIB était de 113% en 2022, contre 81% en 2000. Des taux d'intérêt beaucoup plus élevés ont entraîné une forte augmentation des coûts du service de la dette.

Les niveaux de déficit et de dette élevés des grandes économies mondiales

2022



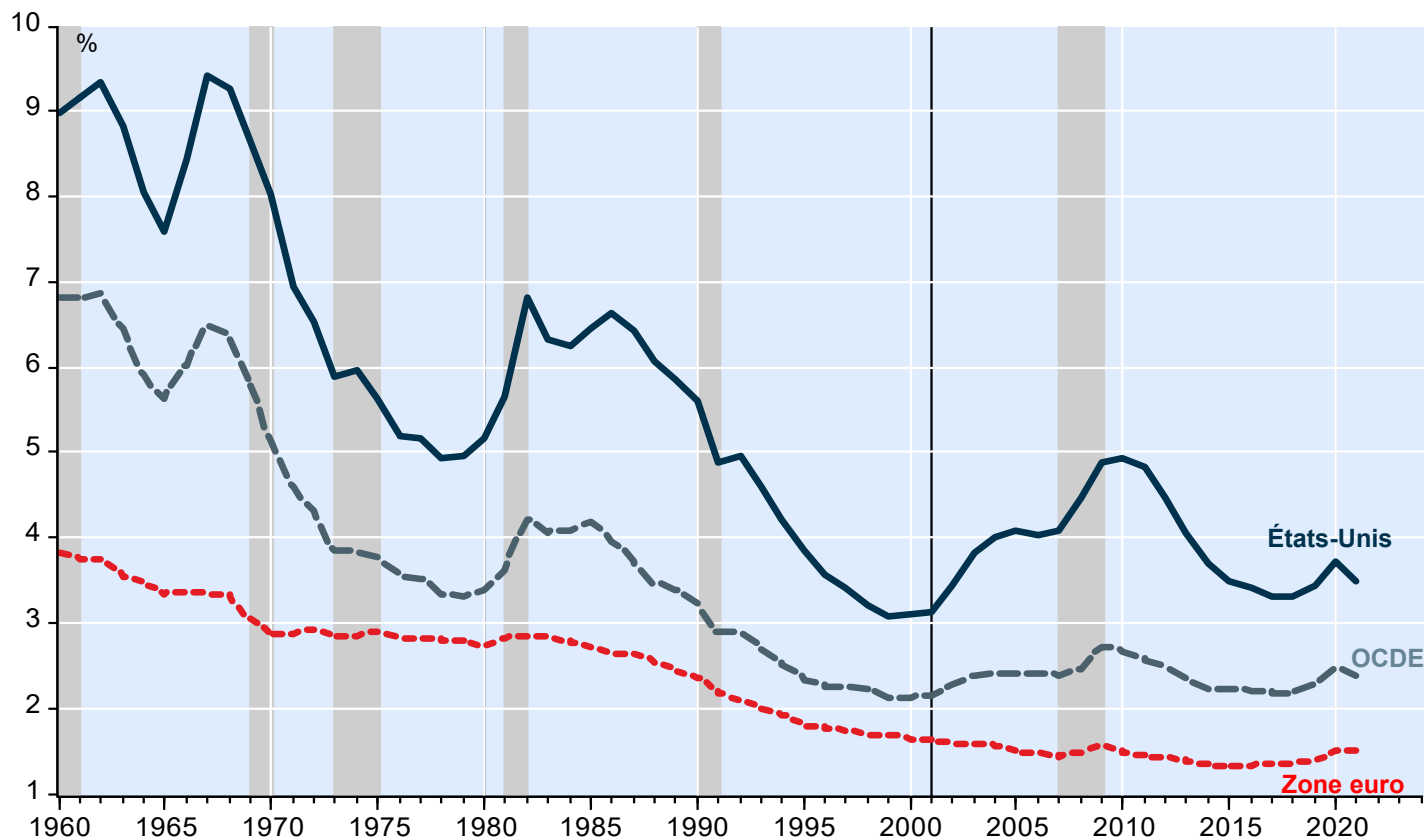
FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

En plus de subventionner la transition vers l'énergie verte, les dépenses publiques sont également orientées vers d'autres secteurs, notamment les deux suivants.

La défense : La plupart des pays occidentaux, en particulier en Europe, ont récolté jusqu'à récemment les dividendes de la paix suite à la chute de l'Union soviétique, ce qui leur a permis de réduire leurs budgets de défense. À la fin de 2021, moins de la moitié des 31 pays membres de l'OTAN atteignaient l'objectif de 2% du PIB alloués aux dépenses de défense. Mais l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les tensions entre l'Occident et la Chine et maintenant la guerre entre Israël et la Palestine ont incité de nombreux gouvernements à reconstituer leurs capacités militaires.

Monde : Il faut s'attendre à une augmentation des dépenses militaires

Dépenses militaires en proportion du PIB



FBN Économie et Stratégie (données de la [Banque mondiale](#))

Démographie : Le taux de dépendance des personnes âgées, c'est-à-dire le rapport entre le nombre de personnes âgées de 65 ans et plus et le nombre de personnes âgées de 20 à 64 ans, est voué à augmenter dans l'ensemble des pays de l'OCDE. En 2020, ceux-ci comptaient environ 30.4 personnes âgées pour 100 personnes en âge de travailler. Selon les Nations Unies, ce ratio devrait monter à 52.7 d'ici 2050.¹⁷ Cela signifie que les dépenses en matière de soins de santé et de pensions augmenteront fortement.

Un nombre croissant de pays, en particulier en Europe, sont donc confrontés au dilemme grandissant de trouver un équilibre entre la nécessité d'augmenter les dépenses de défense et le soutien financier aux industries critiques, et la demande des peuples de maintenir et même d'élargir les filets de sécurité sociale. La France en est l'illustration parfaite. Peu après avoir annoncé une augmentation substantielle des dépenses de défense l'année dernière, le gouvernement a fait face à des vagues de manifestations de grande ampleur lorsqu'il a procédé à des coupes mineures dans le système national des retraites. Nous pensons que ce n'était là que le premier de nombreux autres événements semblables à venir.

Les défis de la dette chinoise

La Chine fait partie des pays qui ont connu une augmentation significative de leur niveau d'endettement. Le ratio officiel dette publique/PIB, qui inclut les emprunts des collectivités locales, a doublé au cours de la dernière décennie, pour atteindre 77% en 2022. Selon le Fonds monétaire international, ce ratio dépassera 100% d'ici 2027. Des facteurs tels que le ralentissement de l'économie et le vieillissement rapide de la population devraient être les principaux moteurs de cette escalade de l'endettement. Cela signifie que la Chine ne pourrait pas se permettre les mesures de relance massives (\$568 milliards) qui ont joué un rôle clé dans la reprise de l'économie mondiale après la crise financière de 2008.

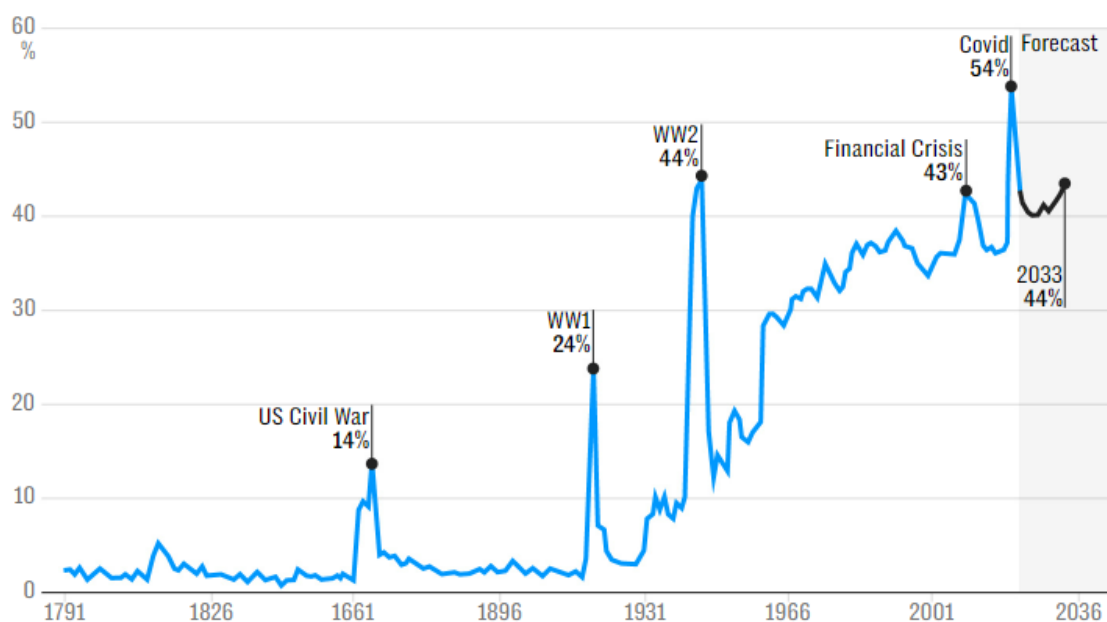
¹⁷ « Demographic Old-Age to Working-Age Ratio », OCDE, 2019

Les États-Unis ne sont pas à l'abri des craintes liées à la dette

Bien que les États-Unis puissent gérer des niveaux d'endettement élevés plus efficacement que beaucoup d'autres pays grâce au statut de monnaie de réserve du dollar, à la profondeur de leurs marchés financiers, à leurs coûts de fonctionnement et d'énergie moins élevés et à leur économie relativement robuste, ils sont eux aussi confrontés à des contraintes. Selon le FMI, son ratio dette brute/PIB a presque doublé, passant de 62% en 2007 à 122% en 2022 (le plus élevé depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale). De plus, Fitch Ratings estime que le ratio des intérêts de la dette aux recettes fiscales atteindra 10% d'ici 2025, ce qui signifie que, d'ici 2025 ou 2026, les paiements d'intérêts fédéraux pourraient dépasser le budget national de la défense.¹⁸ (Le budget de la défense 2022 s'élevait à \$767 milliards.) En cas de ralentissement économique important, les difficultés budgétaires du pays s'aggravaient considérablement.

US government spending to peak at World War Two levels

Expenditures as percentage of GDP



Source : « Two cheers for Bidenomics, but beware the runaway debts », *The Telegraph*, 13 septembre 2023

Bien que les impôts soient peu élevés aux États-Unis par rapport à ceux de nombreux pays de l'OCDE, la situation budgétaire du pays est compliquée par l'incapacité des démocrates et des républicains à s'entendre pour augmenter les impôts et réduire les dépenses afin de ralentir au moins le taux de croissance de la dette. Cette impasse est d'ailleurs de plus en plus citée par les agences de notation parmi les facteurs qui influencent leur évaluation de la dette américaine.

Conclusion : ni gagnant, ni perdant

Dans un monde où les règles de contenu local et les subventions permettent de plus en plus aux gouvernements de décider eux-mêmes de l'affectation des capitaux, l'importance de l'efficacité et de l'avantage comparatif est graduellement éclipsée par les préoccupations en matière de sécurité nationale. Dans ce contexte, on observe une tendance croissante à exclure les produits de secteurs clés fabriqués par des rivaux géopolitiques, plutôt que de se concentrer sur la création de produits de qualité supérieure. Cela entraîne une augmentation des coûts opérationnels.

En 2021, Boston Consulting a estimé qu'il faudrait entre \$900 milliards et \$1,200 milliards pour créer plusieurs chaînes d'approvisionnement en semi-conducteurs autosuffisantes dans le monde. Les coûts d'exploitation annuels augmenteraient de \$45 à \$125 milliards. Cela signifie que même un détricotage partiel de ces chaînes d'approvisionnement nécessiterait beaucoup de temps et d'argent.

¹⁸ Moody's Analytics

Alors que les coûts d'exploitation sont plus élevés, il est impératif que les investisseurs évaluent la capacité des entreprises à relever suffisamment leurs prix. Si ces entreprises ne disposent pas du pouvoir de fixation des prix nécessaire, l'attention se portera alors sur leur capacité à exercer une influence politique en faisant pression pour obtenir des subventions ou faire imposer des droits de douane.

Une analyse récente des données douanières chinoises par le *Wall Street Journal* apporte une preuve supplémentaire que les tensions entre grandes puissances remodelent les chaînes d'approvisionnement mondiales. Pour la première fois depuis que la Chine a commencé à ouvrir son économie il y a plus de quarante ans, ses échanges avec l'Amérique latine, l'Afrique et les pays émergents d'Asie (36% du commerce total) ont dépassé ses échanges combinés avec les États-Unis, l'Europe et le Japon (33%).¹⁹

Les gouvernements constatent également que leurs promesses de subventions aujourd'hui créent des attentes pour demain. Ainsi, en mai dernier, Stellantis a menacé de quitter le Canada si son usine de batteries pour véhicules électriques en Ontario ne bénéficiait pas d'un accord similaire à celui obtenu par Volkswagen.

Cette économie mondiale plus protectionniste sera particulièrement difficile pour les petites entreprises. Contrairement aux grandes entreprises, nombre d'entre elles n'ont pas les ressources nécessaires pour s'affranchir des mesures protectionnistes en s'implantant sur les plus grands marchés du monde. Les petites entreprises ont également moins de moyens pour engager des lobbyistes coûteux afin de défendre leurs intérêts dans les différentes capitales.

Enfin, se pose la question de savoir quand la capacité à fournir des subventions substantielles à des secteurs clés, combinée à une réticence à réduire les programmes sociaux populaires, entrera en conflit avec les difficultés que représentent des taux d'intérêt plus élevés et une dette croissante. Avec son économie plus lente, ses coûts de fonctionnement plus élevés et l'absence d'un trésor commun, l'UE pourrait, avant les États-Unis et la Chine, être la première à ressentir les effets de cette collision imminente.

¹⁹ « It's U.S. vs. China in an Increasingly Divided World Economy », *Wall Street Journal*, 3 novembre 2023

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
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 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 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

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.