

## Canada-États-Unis : Le grand jeu des négociations commerciales

par Angelo Katsoras

### Introduction

Ce rapport porte sur trois grands sujets :

- Les perspectives de conclusion d'un accord commercial du point de vue canadien
- Comment la régionalisation des chaînes d'approvisionnement mondiales et la concentration sur la sécurité économique influenceront sur la conception d'un futur accord
- Les conséquences des récents développements commerciaux entre le Canada et la Chine pour ces négociations

### Évaluation de l'issue possible des négociations commerciales

Bien que le réexamen de l'ACEUM soit prévu pour le 1<sup>er</sup> juillet, on s'attend généralement à ce que les discussions se prolongent bien au-delà de cette date. Nous pensons que deux scénarios sont le plus probables :

**Scénario 1 :** L'accord est reconduit et les trois pays s'entendent pour prolonger l'ACEUM de 16 ans. Tous les nouveaux engagements des États-Unis seraient vraisemblablement intégrés par des ententes complémentaires, ce qui éviterait à l'administration d'avoir à demander l'autorisation du Congrès. Étant donné les faibles majorités des républicains au Congrès et la possibilité qu'ils perdent le contrôle d'une ou des deux chambres après les élections de mi-mandat de novembre 2026, l'approbation du Congrès pourrait être difficile à obtenir.

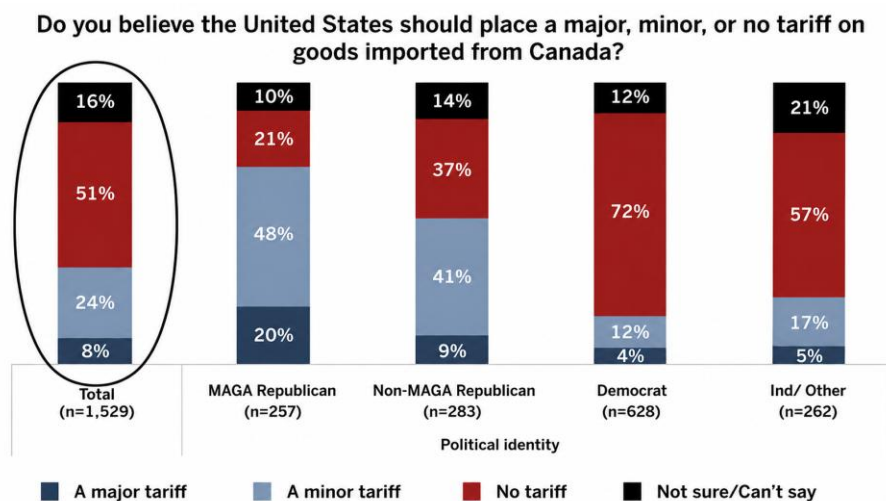
**Scénario 2 :** L'accord n'est ni prorogé ni résilié, mais assujéti à un nouveau réexamen annuel en 2027. Cela prolongerait la période d'incertitude. Les réexamens annuels se poursuivraient jusqu'à ce que les parties s'entendent sur une prolongation ou que l'une des parties décide de se retirer. Sinon, il est prévu que l'accord prenne fin le 1<sup>er</sup> juillet 2036.

**Notre évaluation :** La grande tendance mondiale des gouvernements est de se préoccuper davantage de la sécurité économique, de la résilience des chaînes d'approvisionnement et de la protection des secteurs stratégiques. Par conséquent, un retour à l'environnement commercial très libéralisé des décennies écoulées est peu probable dans un avenir prévisible. Donc, alors que nous considérons que le scénario 1 est l'issue la plus probable pour les raisons précisées ci-dessous, tout accord portera la marque d'un paysage mondial plus protectionniste et centré sur la sécurité. Les détails d'un accord potentiel sont présentés plus loin dans ce rapport.

### L'opinion publique et les entreprises américaines sont favorables à une baisse des droits de douane pour le Canada

Dans l'examen de la durabilité à long terme des droits de douane du président Trump, deux facteurs méritent d'être relevés :

1. Les mesures commerciales imposées par des décrets-lois peuvent être annulées par un président subséquent.
2. L'adhésion du public à l'imposition de droits de douane élevés au Canada semble limitée. Par exemple, un sondage de l'institut Angus Reid de mars 2026 a révélé que la plupart des Américains sont contre des droits de douane lourds sur les importations canadiennes.



Source: « Trump and Trade: Half of Americans say there should be 'no tariffs' on Canada », Angus Reid Institute, 10 mars 2026

Il est important aussi de noter que la plupart des associations industrielles des États-Unis appellent l'administration Trump à préserver l'ACEUM. Ce sentiment est reflété dans les commentaires présentés au représentant américain au Commerce en réponse à la consultation publique sur le fonctionnement de l'accord prévue par la loi. Les exemples ci-dessous illustrent cette opinion.

- La National Association of Manufacturers a décrit l'ACEUM comme l'accord commercial le plus favorable au secteur américain de la fabrication de toute l'histoire.<sup>1</sup>

Dans un rapport publié au cours du même mois, la U.S. Chamber of Commerce semblait remettre en question la viabilité à long terme des droits de douane sur les importations d'aluminium du Canada, en affirmant :

- « Pour remplacer les importations d'aluminium par une production intérieure, il faudrait de nouvelles capacités de production d'électricité équivalentes à celle de tout l'État du Nevada. »<sup>2</sup>

Ce commentaire a été publié avant l'éclatement du conflit avec l'Iran et le bouleversement subséquent des approvisionnements mondiaux en aluminium. Par exemple, l'usine d'électrolyse de Al Taweelah, dans les Émirats arabes unis, représentait près de 10 % de la production mondiale jusqu'à récemment. Mais une frappe iranienne a forcé l'arrêt de l'établissement, entraînant la solidification de l'aluminium dans les cuves d'électrolyse. D'après la société, il faudra peut-être un an pour rétablir la pleine production.<sup>3</sup>

Dans ce contexte, les ressources naturelles abondantes du Canada et son éloignement des grandes poudrières géopolitiques en font un partenaire de plus en plus intéressant pour les États-Unis et ses alliés. Par exemple, selon Jean Simard, président de l'Association de l'aluminium du Canada, les livraisons d'aluminium en provenance du Moyen-Orient mettent près de 60 jours pour arriver jusqu'aux États-Unis, comparativement à trois à cinq jours seulement en provenance du Canada.<sup>4</sup>

## Mais un retour au cadre commercial libéralisé du passé est improbable

Alors que la pression du public, le lobbying des entreprises, la hausse des prix et l'augmentation des coûts d'emprunts pourraient un jour conduire une administration démocrate ou républicaine à réduire certains droits de douane, un retour au cadre commercial hautement libéralisé des décennies précédentes semble peu probable, pour plusieurs raisons.

**Le protectionnisme a des appuis dans les deux partis.** Si le recours agressif aux droits de douane de l'administration Trump dans son deuxième mandat marque une escalade importante, l'appui aux mesures protectionnistes transcende les lignes partisans. L'administration Biden avait maintenu nombre de droits de douane imposés à la Chine pendant le premier mandat Trump et en a même augmenté certains. L'*Inflation Reduction Act* a mis en place des subventions importantes pour promouvoir la production aux États-Unis. Cela a conduit le Canada et d'autres pays à adopter des mesures de soutien similaires pour des secteurs tels que celui de la construction de véhicules électriques.

**La sécurité économique prend de plus en plus le pas sur l'efficacité.** Les États-Unis et de nombreuses autres économies prévoient de donner la priorité au rapatriement de la production, à la résilience des chaînes d'approvisionnement et à des considérations de sécurité nationale. Dans un contexte mondial caractérisé par une chute de la confiance – pas seulement entre rivaux géopolitiques, mais aussi entre alliés traditionnels –, les gouvernements continueront probablement d'utiliser les restrictions commerciales et les politiques industrielles pour soutenir des secteurs stratégiques.

**Le conflit en Iran a renforcé ces tendances.** Les bouleversements des marchés de l'énergie et les craintes pour la vulnérabilité de goulots d'étranglement maritimes clés ont fait ressortir les risques liés à certaines chaînes d'approvisionnement mondiales. Par conséquent, les gouvernements et les entreprises vont probablement augmenter l'investissement dans la redondance des chaînes d'approvisionnement, les réseaux de production régionalisés et la constitution de stocks de biens essentiels.

## Les États-Unis ne sont pas seuls à pratiquer une telle politique

Dans l'Union européenne, par exemple, le projet de loi *Industrial Accelerator Act* obligerait les investisseurs étrangers dans des secteurs stratégiques, comme ceux des nouvelles formes d'énergie et des véhicules électriques, à embaucher davantage de travailleurs européens, à se procurer davantage de composants de production locale et à transférer des technologies aux partenaires européens pour avoir accès au marché de l'UE. Une autre proposition a été déposée en vue d'introduire des exigences d'achat européen dans les grands contrats d'approvisionnement publics.<sup>5</sup>

La Chine aussi a pris des mesures pour renforcer la supervision gouvernementale des chaînes d'approvisionnement et l'investissement à l'étranger. Ces derniers mois, elle a introduit de nouvelles exigences d'examen de la sécurité nationale pour certains investissements hors frontières et a augmenté ses capacités d'examen des efforts pour relocaliser les chaînes d'approvisionnement à l'extérieur du pays.<sup>6</sup>

D'autres grandes économies appliquent des politiques similaires. Les plus évidentes sont :

- Inde : *Make in India* et *Atmanirbhar Bharat* (autosuffisance de l'Inde)
- Brésil : *Nova Indústria Brasil* (Industrie nouvelle Brésil)

1 « U.S. industry groups strongly back renewing CUSMA », CBC, 1er décembre 2025

2 « The Special Case of Canadian Aluminum », U.S. Chamber of Commerce, 17 décembre, 2025

3 « The third Gulf war will scar energy markets for a long time yet », *The Economist*, 8 avril 2026

4 « Quebec aluminium smelters more resilient than expected from U.S. Tariff », *The Canadian Press*, 5 juin 2026

5 « The EU and China are stumbling into a trade war », *The Economist*, 12 mai 2026

6 « China Builds an Economic Fortress as Global Tensions Rise », *The New York Times*, 5 juin 2026

## Le facteur chinois

Dérogeant à la décision du Canada d'octobre 2024 d'imposer des droits de douane de 100 % sur les véhicules électriques chinois – ce qui s'inscrivait dans le droit fil de la politique américaine –, le premier ministre Mark Carney a annoncé un important changement de politique en janvier. Le Canada s'est engagé à autoriser l'importation de 49 000 VÉ chinois en 2026 à un taux de droits de douane préférentiel de 6,1 %, le quota devant augmenter à environ 70 000 véhicules au cours des prochaines années. En retour, la Chine s'est engagée à réduire les droits de douane sur les graines de canola canadien de 85 % à 15 %, et à suspendre les droits de douane sur la farine de canola, le homard, le crabe et les pois, au moins jusqu'à la fin de l'année.

La grande question est de savoir comment cette approche s'alignera sur l'effort de Washington en vue d'une plus grande coordination entre les États-Unis, le Canada et le Mexique dans l'application d'un cadre douanier commun de l'ACEUM à la Chine dans des secteurs stratégiques. Le défi est amplifié par le fait qu'une attitude de fermeté dans le commerce avec la Chine reste un des rares sujets obtenant un solide soutien bipartisan aux États-Unis.

Les événements récents illustrent ce consensus. Par exemple, 73 élus démocrates de la Chambre des représentants des États-Unis ont récemment signé une lettre demandant au président de ne pas autoriser les constructeurs automobiles chinois, y compris ceux qui sont implantés dans d'autres pays, à construire ou vendre des véhicules aux États-Unis. Ils faisaient valoir que ces véhicules représenteraient une menace directe pour la fabrication, les travailleurs et la sécurité nationale américains.<sup>7</sup>

Certains politiciens ont proposé des mesures encore plus strictes. Par exemple, la sénatrice Elissa Slotkin et la représentante Haley Stevens, toutes deux des démocrates du Michigan, ont introduit une législation qui empêcherait les VÉ chinois d'entrer aux États-Unis par la porte du Mexique ou du Canada. Les défenseurs de cette disposition législative disent que ces véhicules connectés à Internet peuvent collecter de grandes quantités de données et représenter un risque pour la sécurité nationale.<sup>8</sup>

Par conséquent, le Canada pourrait subir des pressions pour qu'il fasse certaines concessions concernant sa relation commerciale avec la Chine.

## Et le Mexique?

Après avoir été relativement ouvert aux importations automobiles (véhicules électriques et à moteur à combustion interne) en provenance de la Chine au point que celles-ci représentaient environ 25 % des ventes de véhicules en 2025, le Mexique a adopté une approche contraire.<sup>9</sup> Il a imposé des droits de douane allant jusqu'à 50 % sur les véhicules, les pièces automobiles et plus de 1 400 autres produits importés de pays n'ayant pas d'accord de libre-échange avec le Mexique. Bien que ces mesures s'appliquent à plusieurs pays, elles sont largement considérées comme destinées principalement à la Chine.

La stratégie du Mexique reflète plus qu'un souci de renforcer sa position de négociation avec les États-Unis. En s'alignant davantage sur les efforts de Washington pour réduire la dépendance des importations chinoises, le Mexique se positionne pour attirer des investissements et étoffer son rôle dans les chaînes d'approvisionnement nord-américaines. Grâce à sa base manufacturière à faibles coûts, il pourrait être un grand bénéficiaire des efforts pour éloigner les chaînes d'approvisionnement états-uniennes de l'Asie.

## Le Canada et la Forteresse nord-américaine

Même si des administrations américaines futures adoptent une approche moins combative du commerce international, la volonté bipartite de créer une stratégie de camp retranché nord-américain dans des secteurs clés persistera sans doute. Cela comprendrait des exigences de contenu nord-américain plus strictes pour une plus vaste gamme de produits.

En outre, beaucoup de sociétés ont choisi d'investir au Canada pour avoir un accès au marché américain avec des droits de douane moins élevés. Cet argument a été mis en lumière par Goldy Hyder, président et chef de la direction du Conseil canadien des affaires : « Pour les grands investisseurs d'Asie ou d'Europe qui songent au Canada, une décision de déployer du capital tiendrait nécessairement compte non seulement de notre climat d'investissement national, mais aussi de nos connexions l'économie continentale nord-américaine comme un tout ». <sup>10</sup>

Reconnaissant peut-être que la tendance mondiale à la régionalisation est trop forte pour pouvoir y résister, M. Carney semble avoir assoupli sa position dernièrement. Alors qu'il a passé une grande partie de la dernière année à faire valoir que l'intégration économique profonde du Canada avec les États-Unis était devenue un risque, il a récemment modifié son discours. Parlant à Toronto, il a dit que le Canada « reste ouvert à une intégration plus profonde » avec les États-Unis dans certains secteurs, « y compris aux options pour la Forteresse nord-américaine ». <sup>11</sup>

## Quelle tournure pourrait prendre un accord commercial en définitive

Pour faciliter les négociations commerciales, le Canada a augmenté ses dépenses militaires, annulé la taxe sur les services numériques, mis en pause des plans visant à exiger que les grands diffuseurs en direct offrent davantage de contenu canadien et promis de renforcer les mesures pour restreindre les importations de biens produits avec de la main-d'œuvre forcée. D'autres actions ou concessions pourraient être :

- Des règles d'origine plus strictes et des mesures renforcées pour empêcher le réacheminement par l'Amérique du Nord de marchandises de pays tiers pour obtenir un accès préférentiel au marché des États-Unis

<sup>7</sup> Congressional letter to President: [https://debbiedingell.house.gov/uploadedfiles/china\\_auto\\_letter.pdf](https://debbiedingell.house.gov/uploadedfiles/china_auto_letter.pdf)

<sup>8</sup> « Proposed U.S. bill targets Canadian drivers in Chinese cars, driving », Toronto Sun, 5 juin 2026

<sup>9</sup> « Chinese EVs may hit U.S. within a few years, one way or another », CNBC, 6 juin 2026

<sup>10</sup> « Mark Carney's trade push collides with reality of U.S. dependence », Reuters, 9 juin 2026

<sup>11</sup> « Carney walks a tightrope on Fortress North America as trade review looms », The Globe and Mail, 23 mai 2026

- Un meilleur accès des Américains aux minéraux critiques, aux ressources énergétiques et aux matériaux stratégiques canadiens par une intégration plus profonde et une régionalisation de chaînes d'approvisionnement nord-américaines clés
- Une coordination plus étroite du Canada avec les États-Unis et le Mexique pour l'application d'un cadre douanier commun des membres de l'ACEUM à l'encontre de certains pays dans des secteurs stratégiques
- Des exigences de contenu nord-américain plus élevées pour les automobiles pourraient aussi être adoptées. Le seuil était passé de 62,5 % dans le cadre de l'ALENA à 75 % dans l'ACEUM en 2020, et, selon certaines informations, les États-Unis chercheraient à augmenter cette proportion à plus de 80 %.<sup>12</sup> Washington militerait aussi pour qu'au moins 50 % des composants d'une voiture soient produits aux États-Unis pour donner droit à une taxation douanière alléguée.<sup>13</sup> En avril 2025, le président de l'Association canadienne des constructeurs de véhicules a estimé que les véhicules produits au Canada contenaient entre 30 % et 50 % de produits des États-Unis.<sup>14</sup>
- L'introduction de quotas douaniers pour l'acier et l'aluminium, et potentiellement pour le bois d'œuvre, qui permettraient l'importation aux États-Unis d'un volume spécifique de produits sans droits de douane ou assortis de droits à taux réduit, avec des droits plus élevés pour les volumes dépassant le quota
- La poursuite des achats d'importantes quantités de matériel militaire américain par le Canada.
- Un plus grand accès au marché pour les producteurs laitiers et de volaille américains dans le cadre du système de gestion de l'offre du Canada, potentiellement accompagné d'une compensation fédérale pour les exploitants canadiens affectés

## Le président américain peut-il retirer les États-Unis de l'ACEUM sans l'aval du Congrès?

La réponse sur un plan juridique n'est pas tout à fait claire.

D'une part, l'ACEUM est un accord international, et les présidents américains ont historiquement eu beaucoup de latitude pour retirer le pays de tels accords. Par exemple, le président Trump a retiré les États-Unis de l'Accord de Paris sur le climat sans demander l'approbation du Congrès.

D'autre part, l'ACEUM est imbriqué dans la législation intérieure des États-Unis par le biais de la *USMCA Implementation Act* adoptée par le Congrès. Par conséquent, certains prétendent que le président ne peut pas légalement retirer le pays de cet accord commercial sans une intervention du Congrès, et que toute tentative de le faire serait probablement contestée en justice.

Cependant, même si les tribunaux tranchaient ultimement contre un retrait unilatéral, il faudrait sans doute des mois et des mois de procédures judiciaires avant une résolution finale. Entretemps, les entreprises canadiennes resteraient exposées à l'incertitude. Qui plus est, ces poursuites n'empêcheraient pas le recours à des droits de douane sectoriels ou à d'autres mesures commerciales.

## Conclusion

Le réexamen prochain de l'ACEUM suscitera probablement une grande incertitude politique, mais nous croyons qu'une issue négociée reste le scénario le plus probable. Malgré la rhétorique de l'administration Trump, on constate un très grand soutien parmi les entreprises et dans le grand public américains au maintien de l'accord.

Autre facteur en faveur d'un accord : la flambée des coûts et les craintes pour la sécurité des approvisionnements engendrées par le conflit dans le Golfe persique, particulièrement dans des secteurs tels que l'aluminium, l'acier, les engrais et l'énergie, ont augmenté la valeur des ressources sûres et à faible coût canadiennes. Cela devrait être une autre incitation à conclure un accord.

Cependant, le Canada devra probablement accepter que certains droits de douane et d'autres restrictions commerciales restent en place, bien qu'à des niveaux plus bas que ceux qui existent actuellement. Le pays subira aussi des pressions pour s'aligner davantage sur les États-Unis dans ses politiques commerciales concernant des secteurs considérés comme importants pour la sécurité économique et nationale en Amérique du Nord.

Enfin, il est important de noter que le protectionnisme, la régionalisation des chaînes d'approvisionnement, l'augmentation des exigences de contenu intérieur et une plus grande insistance sur la sécurité économique ne sont pas seulement des politiques américaines. Des mesures similaires sont appliquées par les gouvernements dans le monde entier – tendance qu'a renforcée le conflit avec l'Iran. Résultat, le défi central pour le Canada sera de s'adapter à ces tendances mondiales dans le contexte de l'Amérique du Nord.

<sup>12</sup> « US demands tougher rules for cars parts in Mexico trade talks », *Financial Times*, 5 juin 2026

<sup>13</sup> « Trump Administration Wants Autos Under USMCA to Be at Least 50% Made in America », *Wall Street Journal*, 29 mai 2026

<sup>14</sup> « Canada Auto Sector Benefits From High U.S. Parts Content, Weaker Canadian Dollar », *Wall Street Journal*, 2 avril 2025



## Économie et stratégie

**Abonnez-vous à nos publications:**  
[BNCEconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCEconomieetStrategie@bnc.ca)

**Pour nous joindre :**  
514 879-2529

**Stéfane Marion**  
Économiste et stratège en chef  
[stefane.marion@bnc.ca](mailto:stefane.marion@bnc.ca)

**Matthieu Arseneau**  
Chef économiste adjoint  
[matthieu.arseneau@bnc.ca](mailto:matthieu.arseneau@bnc.ca)

**Jocelyn Paquet**  
Économiste principal  
[jocelyn.paquet@bnc.ca](mailto:jocelyn.paquet@bnc.ca)

**Kyle Dahms**  
Économiste principal  
[kyle.dahms@bnc.ca](mailto:kyle.dahms@bnc.ca)

**Alexandra Ducharme**  
Économiste principale  
[alexandra.ducharme@bnc.ca](mailto:alexandra.ducharme@bnc.ca)

**Daren King, CFA**  
Économiste principal  
[daren.king@bnc.ca](mailto:daren.king@bnc.ca)

**Warren Lovely**  
Stratège principal,  
Taux d'intérêt et secteur public  
[warren.lovely@bnc.ca](mailto:warren.lovely@bnc.ca)

**Taylor Schleich**  
Stratège, Taux d'intérêt  
[taylor.schleich@bnc.ca](mailto:taylor.schleich@bnc.ca)

**Ethan Currie**  
Stratège  
[ethan.currie@bnc.ca](mailto:ethan.currie@bnc.ca)

**Angelo Katsoras**  
Analyste géopolitique  
[angelo.katsoras@bnc.ca](mailto:angelo.katsoras@bnc.ca)

**Nathalie Girard**  
Coordonnatrice senior  
[n.girard@bnc.ca](mailto:n.girard@bnc.ca)

**Giuseppe Saltarelli**  
Infographiste  
[giuseppe.saltarelli@bnc.ca](mailto:giuseppe.saltarelli@bnc.ca)

**Général :** Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), 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. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et 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 de l'UE :** En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

**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 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 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.