



## Dans une économie mondiale de défiance, les coûts augmentent

Par Angelo Katsoras

Les tensions commerciales, les pénuries de fournitures médicales pendant la pandémie, la guerre en Ukraine et les confinements stricts de la Chine reliés à la COVID ont accéléré les projets de diversification des chaînes d'approvisionnement et de rapatriement de la production dans des secteurs clés afin d'augmenter la résilience et de réduire la dépendance à l'égard de rivaux géopolitiques. Mais le processus de construction d'usines de remplacement et d'établissement de nouvelles sources d'approvisionnement en matières premières coûtera très cher et durera de nombreuses années.

### Transition vers des chaînes d'approvisionnement plus sûres, mais moins efficaces

Ces dernières décennies, la réduction de la production de composants clés à un petit groupe de fournisseurs les plus efficaces a permis des gains d'efficacité. Le secteur des semi-conducteurs en est un exemple. Taiwan Semiconductor Manufacturing Company fabrique 92% des puces informatiques les plus avancées au monde.<sup>1</sup> Cette société, elle-même, dépend de l'entreprise hollandaise ASML pour ses systèmes de lithographie les plus avancés afin de graver le dessin de chaque puce.<sup>2</sup>

Ces systèmes de lithographie utilisent des lasers qui nécessitent du néon. Jusqu'à récemment, l'Ukraine fournissait environ la moitié de ce gaz de qualité semi-conducteur au monde par les ports de Mariupol et d'Odessa. Pour compliquer encore les choses, la Russie produisait le néon brut qui était envoyé à l'Ukraine pour y être purifié.<sup>3</sup> Le deuxième grand producteur de ce gaz est la Chine, qui fournit environ 30% de l'offre mondiale.<sup>4</sup> Pour produire du néon ailleurs, il faut créer du matériel spécialisé utilisé dans des aciéries.

Si la production de marchandises en des lieux multiples a pour effet d'augmenter la résilience des chaînes d'approvisionnement, elle réduira les économies d'échelle et augmentera les coûts d'exploitation.

### Les États-Unis intensifient l'action pour devenir plus autonomes

Au cours des dernières années, les États-Unis ont pris de nombreuses mesures pour améliorer la sécurité des chaînes d'approvisionnement. En voici deux exemples récents :

- Le Sénat et la Chambre des représentants ont adopté différentes versions du projet de loi intitulé *Chips for America Act* qui comprend \$52 milliards pour la fabrication de semi-conducteurs aux États-Unis. Le projet de loi finira par être adopté sous une forme ou une autre, mais il reste une question importante qui est de savoir si un amendement de la Chambre des représentants qui permettrait au gouvernement d'interdire à des sociétés américaines certains investissements internationaux figurera ou non dans sa version définitive. Jusque-là, il s'agissait principalement d'empêcher certains pays d'acheter des actifs stratégiques aux États-Unis.
- L'administration Biden a invoqué la loi intitulée *Defense Production Act* par décret-loi pour augmenter la production intérieure de minéraux et la construction d'usines nécessaires pour fabriquer des véhicules électriques. Ce soutien comprend des subventions et des prêts. Auparavant, le président Trump avait utilisé cette loi pour stimuler la production de masques alors que le président Truman l'avait employée pour augmenter la production d'acier pendant la guerre de Corée.

La Chine contrôle environ 60% de la production mondiale de minéraux de terres rares et près de 90% de la capacité d'affinage. La Chine affine aussi 35% du nickel mondial et 50% à 70% du lithium et du cobalt.<sup>5</sup> Cela signifie que l'Amérique doit souvent encore expédier certains minéraux clés en Chine pour transformation.

Si les États-Unis ne réussissent pas à développer des chaînes d'approvisionnement de rechange pour ces minéraux à une échelle suffisamment grande, ils risquent de passer de l'indépendance énergétique pour la plupart des combustibles fossiles à la dépendance à l'égard d'autres pays, dont la Chine, pour des intrants essentiels pour la transition à l'énergie verte. L'Occident

<sup>1</sup> « Supply chain crises force corporate America into a 'what if' mindset », *Financial Times*, 31 mars 2022

<sup>2</sup> « Is It Time to Rethink Globalized Supply Chains? » MIT Sloan Management Review, 19 mars 2020

<sup>3</sup> « Chip industry under threat with neon production set to fall off a cliff », CNBC, 25 mars 2022

<sup>4</sup> « War in Ukraine inflates price of neon for chip-making, but it might be good for China », *South China Morning Post*, 17 mars 2022

<sup>5</sup> « The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions », Agence internationale de l'énergie, mai 2021

aura des coûts d'exploitation plus élevés que ceux des importations de pays aux normes environnementales et aux salaires plus faibles.

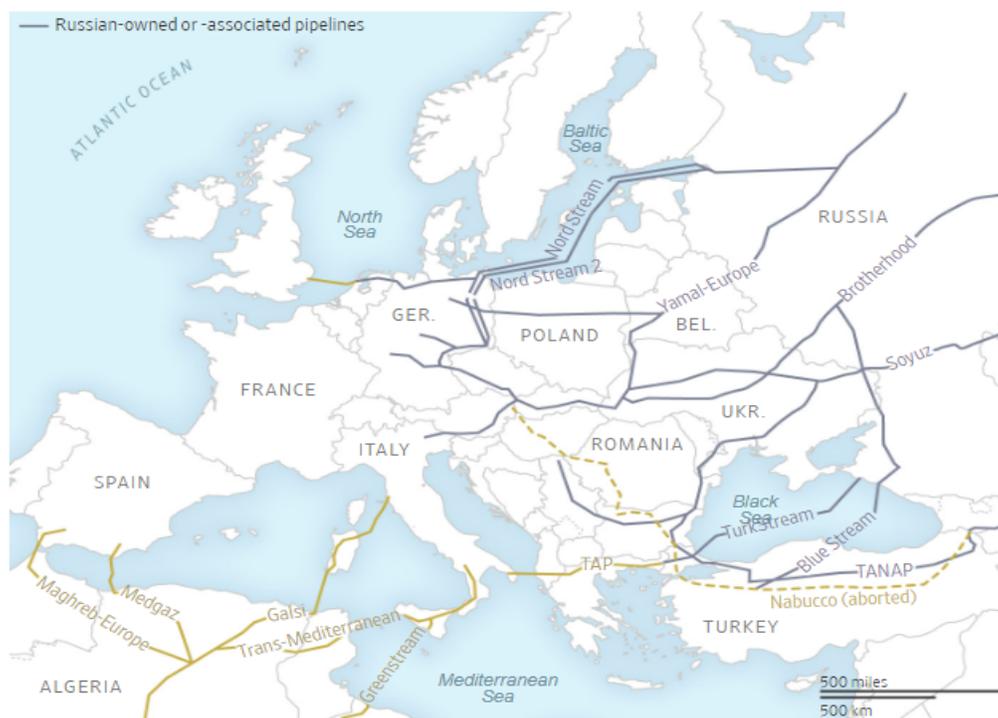
## Europe : Le défi de la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement énergétique au détriment de la Russie

L'Europe en particulier devra jongler avec ses projets d'accélération de la transition à l'énergie verte et la nécessité à court terme de devenir moins dépendante des importations de pétrole, de gaz et de charbon russes. Ce sera un processus long et coûteux :

- Le plan de l'UE d'un quasi triplement de la capacité éolienne et solaire d'ici la fin de la décennie exige à lui seul 52 millions de tonnes d'acier.
- Bloomberg NEF estime qu'il faudra investir \$1,500 milliards d'ici 2050 pour construire les réseaux nécessaires pour acheminer l'énergie renouvelable sur l'ensemble du continent.<sup>6</sup>

Quant à la réduction de la dépendance au gaz et au pétrole russes, il faudra non seulement trouver des sources d'approvisionnement de rechange, mais aussi construire de nouveaux pipelines pour transporter le gaz et le pétrole de l'ouest pour remplacer ceux de l'est, en provenance de la Russie. La carte ci-dessous illustre le vaste réseau de gazoducs qui a été construit sur plusieurs décennies pour relier la Russie à l'Europe rien que pour le gaz naturel. La Russie représentait 40% de la consommation totale de gaz de l'Europe en 2021.<sup>7</sup>

**Main natural-gas pipelines into Europe**



Source: S&P Global Platts  
Emma Brown/THE WALL STREET JOURNAL

Source : « Ukrainians Risk Their Lives to Keep Russian Gas Flowing to Europe », *Wall Street Journal*, 8 mars 2022

La construction d'infrastructures de remplacement nécessitera plusieurs années. Par exemple, on estime qu'il faudra au moins trois ans pour construire les deux terminaux de GNL que le gouvernement allemand vient de commander.

<sup>6</sup> « The Price for Europe to Wean Off Russian Gas Keeps Going Up », Bloomberg, 3 avril 2022

<sup>7</sup> « How Europe can cut natural gas imports from Russia significantly within a year », IEA, 3 mars 2022

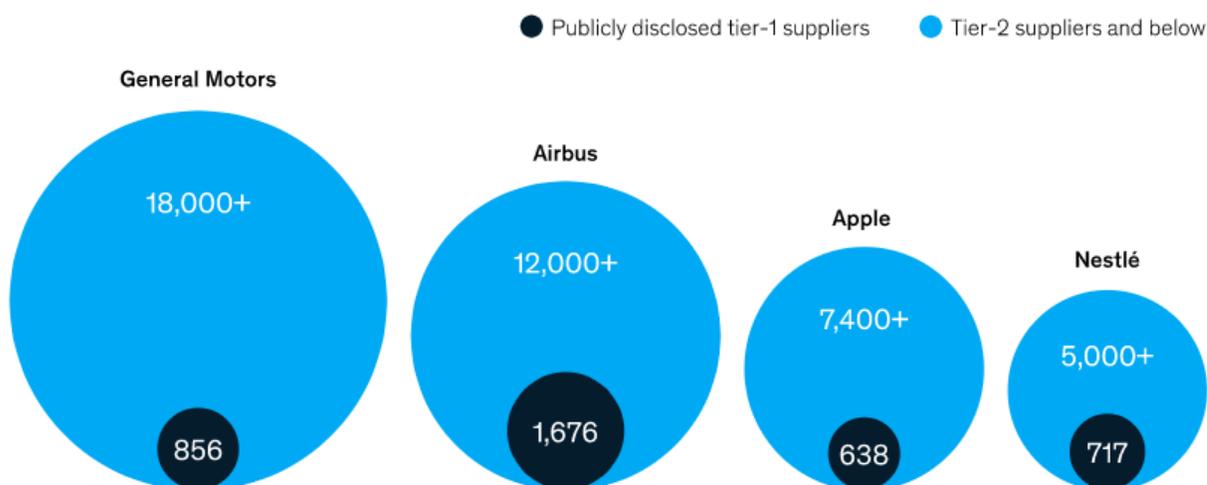
## Les entreprises de plus en plus forcées à redéfinir leurs chaînes d'approvisionnement

Étant donné la complexité de nombreuses chaînes d'approvisionnement, beaucoup de sociétés ont du mal à connaître tous leurs fournisseurs, particulièrement les sous-traitants situés plusieurs échelons plus bas :

- Un rapport de la Commission économique pour l'Europe des Nations Unies de 2020 a révélé que seulement 34% des marques de vêtements étaient en mesure d'établir une cartographie complète de leurs chaînes d'approvisionnement de la ferme à l'usine.<sup>8</sup>
- « Michael Essig, un professeur en gestion des approvisionnements de l'école de la Bundeswehr à Munich, a calculé qu'une société multinationale comme Volkswagen a 5,000 fournisseurs (dits de catégorie un), qui ont chacun en moyenne 250 fournisseurs de catégorie deux. Cela signifie que la société a en fait 1.25 million de fournisseurs. »<sup>9</sup>

### The largest companies have thousands of suppliers globally.

Beyond the first tier, companies rely on a network of thousands of suppliers



Source : « Effectively Implementing President Biden's supply-chain review », McKinsey & Company, 12 mars 2021

Les entreprises seront de plus en plus tenues d'entreprendre le processus coûteux d'établir l'organigramme exact de leurs chaînes d'approvisionnement pour assurer la résilience, le respect des sanctions et éviter l'exposition à des abus des droits de la personne. L'Allemagne a adopté une législation obligeant les sociétés de plus de 3,000 salariés à vérifier que leurs chaînes d'approvisionnement sont libres de toute violation des droits de la personne à partir de 2023. Dès juin prochain, les États-Unis interdiront l'importation de produits de la région du Xinjiang en Chine à moins que les sociétés puissent prouver qu'aucun travail forcé n'a été employé. En 2020, le Xinjiang produisait 20% des approvisionnements en coton du monde, 9% de son aluminium et 45% de son polysilicium, un ingrédient clé des panneaux solaires.<sup>10</sup>

Le passage qui suit tiré d'un article récent de *The Economist* illustre combien il peut coûter à une entreprise d'assurer le respect des sanctions existantes : « Les dépenses mondiales consacrées au respect des sanctions par les seules banques (il n'existe pas de chiffres fiables pour les autres sociétés) ont atteint la somme record de \$50 milliards environ en 2020, la dernière année pour laquelle des estimations sont disponibles. »<sup>11</sup> Le montant dépensé cette année sera probablement beaucoup plus élevé en raison de la vague de sanctions imposées à la Russie après son invasion de l'Ukraine.

<sup>8</sup> « Enhancing Transparency and Traceability of Sustainable Value Chains in the Garment and Footwear Sector », Commission économique pour l'Europe des Nations Unies, avril 2020

<sup>9</sup> « Blindsided on the Supply Side », Foreign Policy, 4 mars 2020

<sup>10</sup> « Supply Chains Widely Tainted by Forced Labor in China, Panel Is Told », *New York Times*, 8 avril 2022

<sup>11</sup> « Banks and firms face a mammoth sanctions-compliance challenge », *The Economist*, 19 mars 2022

### Comment la guerre en Ukraine perturbe les chaînes d'approvisionnement en Chine

En 2021, les trains ont transporté pour environ \$82 milliards d'exportations chinoises vers l'UE, principalement en empruntant un réseau qui traverse la Russie en direction de l'Europe, ce qui représente dix fois plus qu'en 2016. Cette part représente environ 16% des exportations totales de la Chine vers l'UE. La guerre a bouleversé les plans qui prévoyaient de continuer à exploiter cette ligne ferroviaire. L'UE n'a pas encore officiellement décrété l'embargo sur les importations qui transitent par la Russie, mais le transport de marchandises par voie ferrée est pour ainsi dire à l'arrêt. Les entreprises doivent soit emprunter d'autres liaisons ferroviaires pour contourner la Russie, soit envisager d'autres options, plus longues et plus coûteuses.<sup>12</sup> Les exportations d'Europe vers la Chine ont elles aussi été affectées. Par exemple, BMW a dû utiliser un autre itinéraire ferroviaire qui passe par les Balkans, la Turquie et la région du Caucase, ce qui peut multiplier par deux les délais d'acheminement par rapport au trajet passant par la Russie.<sup>13</sup>

Vu les tensions à long terme qui résulteront probablement de cette guerre entre l'Occident et la Russie, les restrictions imposées *de facto* sur ce réseau ferroviaire devraient rester en place longtemps après la fin du conflit.



Source : « First freight train linking UK with China arrives », Deutsche Welle, 29 avril 2017

### La constitution de stocks

Plus les gouvernements et les entreprises s'inquiètent de ne pas voir les marchandises arriver en temps utile, plus ils constitueront des stocks. L'agriculture en est un bon exemple. Avant même que la guerre en Ukraine ne bouleverse le secteur de l'agriculture, la hausse des prix et la dépendance croissante aux importations de produits alimentaires avaient poussé la Chine à faire monter ses stocks à des niveaux très élevés. Le département américain de l'Agriculture estime que la Chine détient 69%, 60% et 51% des réserves mondiales de maïs, de riz et de blé, respectivement.<sup>14</sup>

Les stocks chinois de blés ont presque doublé entre 2014 et 2019, de 76 à 150 millions de tonnes. Le pays dispose d'assez de réserves pour satisfaire la demande pendant 18 mois.<sup>15</sup>

<sup>12</sup> « China's Bet on Sending Its Exports Through Russia Hits Setback », *Wall Street Journal*, 2 avril 2022

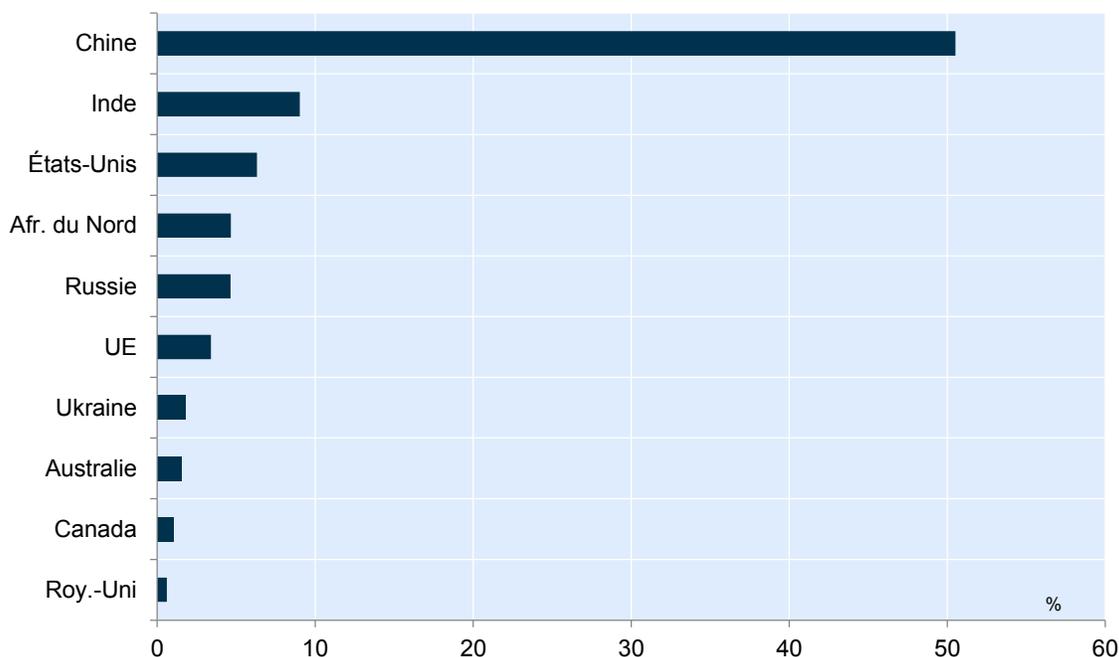
<sup>13</sup> « BMW and Audi suspend shipments by train to China », *Nikkei Asian Review*, 26 avril 2022

<sup>14</sup> « China hoards over half the world's grain, pushing up global prices », *Nikkei Asian Review*, 23 décembre 2021

<sup>15</sup> « Ukraine War Gives Egypt a Wheat Crisis Only China Can Solve », *Bloomberg*, 14 mars 2022

### Répartition des stocks mondiaux de blé par pays (en pourcentages)

Mars 2022



FBN Économie et Stratégie (données du [département américain de l'Agriculture](#))

D'autres pays, comme la Russie, la Biélorussie, la Hongrie, la Serbie, la Turquie et l'Égypte, restreignent leurs exportations de produits tels que le blé, le maïs, les oléagineux et les lentilles. L'Indonésie, qui fournit plus du tiers des exportations mondiales d'huile de palme – communément utilisée pour la cuisine – a récemment annoncé qu'elle n'en exporterait plus.

Plus le conflit entre la Russie et l'Ukraine perdure, plus les tensions politiques croîtront pour de nombreux pays tentés d'adopter des politiques protectionnistes en matière de commerce agricole pour contrer la hausse des prix des aliments. La Russie et l'Ukraine représentaient ensemble environ 12% des calories totales échangées dans le monde en 2021.<sup>16</sup>

### Sécuriser les approvisionnements en minerais

Alors que les craintes liées aux approvisionnements vont croissant, les entreprises seront de plus en plus nombreuses à tenter de sécuriser leur accès aux matières premières plutôt que de les acheter sur les marchés selon le modèle des approvisionnements à flux tendu. Tesla illustre bien cette situation. Le constructeur aurait signé un contrat d'approvisionnement à long terme avec Vale SA pour du nickel. Les craintes de difficultés d'approvisionnement en nickel sont aggravées par le fait que la Russie représente environ 5% de la production mondiale de nickel et 17% de la production mondiale de nickel affiné de catégorie 1, entrant dans la fabrication de l'acier inoxydable et des batteries de véhicules électriques. Plus récemment, GM a signé un contrat de plusieurs années avec la société minière Glencore pour garantir son approvisionnement en cobalt.

Un consortium sud-coréen dirigé par LG Energy Solution, deuxième fabricant au monde de batteries, est passé à l'étape supérieure. Il prévoit d'investir \$9 milliards en Indonésie pour construire une chaîne d'approvisionnement qui part des mines jusqu'aux usines de véhicules électriques. L'Indonésie est le plus grand producteur au monde de nickel, une ressource clé pour la fabrication de batteries de véhicules électriques.<sup>17</sup>

Le retour de l'accumulation de stocks et des contrats sur plusieurs années visant à garantir des livraisons de matériaux fait augmenter le risque de voir l'approvisionnement dans différents secteurs fluctuer entre pénuries et surabondance – un problème que les livraisons à flux tendu avaient circonscrit pendant plusieurs décennies. La constitution de stocks, à son tour, risque de rendre les cycles économiques volatils.

<sup>16</sup> « How will Russia's invasion of Ukraine affect global food security? » International Food Policy Research Institute, 24 février 2022

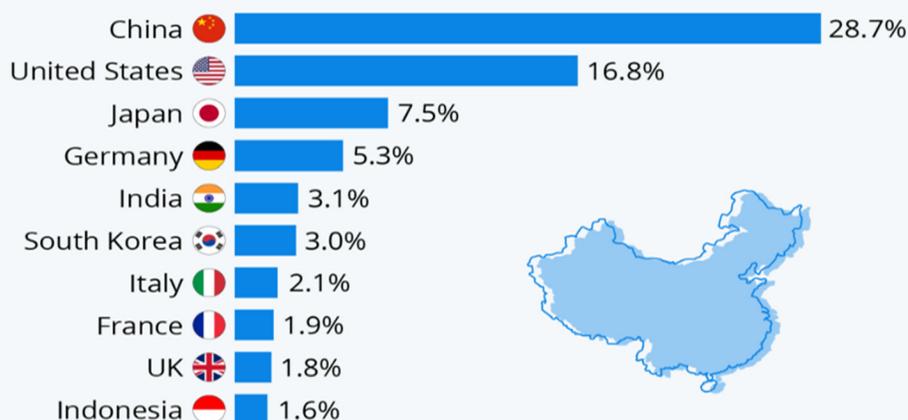
<sup>17</sup> « LG Energy signs \$9bn EV supply chain deal in Indonesia », *Financial Times*, 19 avril 2022

## Difficile d'imposer des sanctions massives à la Chine

À l'époque où les tensions géopolitiques se multiplient entre les grandes puissances, il est important de noter ce qui suit. S'il s'avère difficile de détricoter les liens avec la Russie, imaginez combien cela serait plus difficile encore avec la Chine. La Russie représente environ 3% du PIB mondial sur une base de parité du pouvoir d'achat, comparativement à 18% pour la Chine. En outre, le fait que l'Empire du Milieu représente près de 30% de la production manufacturière mondiale en 2019 signifie que ses chaînes d'approvisionnement ont un maillage encore bien plus étroit avec l'Occident que la Russie n'en avait.

### China Is the World's Manufacturing Superpower

Top 10 countries by share of global manufacturing output in 2019\*

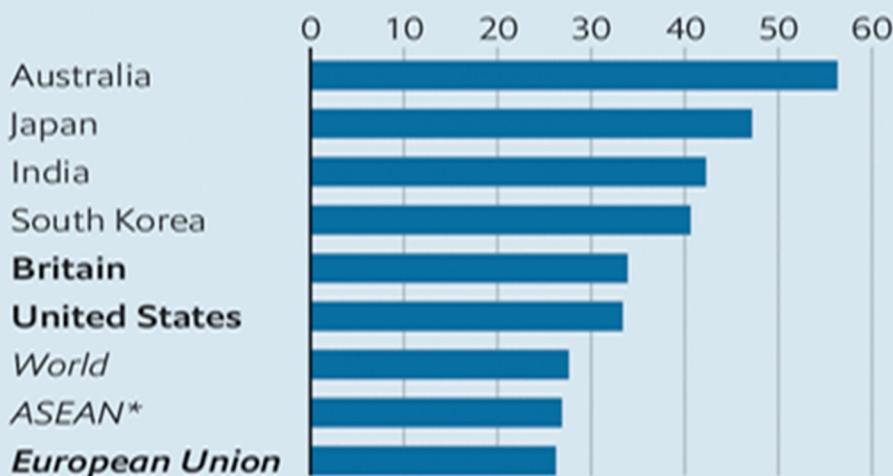


\* output measured on a value-added basis in current U.S. dollars  
Source: United Nations Statistics Division



statista

### Electrical and electronic goods, China's share of imports of parts and components, 2020, %



Source: UNCTAD

\*Association of South-East Asian Nations

The Economist

Source : « Could the West punish China the way it has punished Russia? » *The Economist*, 23 avril 2022

## Conclusion

Dans le contexte actuel, marqué par une défiance croissante, les entreprises et les pays établiront de nouvelles chaînes d'approvisionnement – potentiellement même redondantes – dans des régions moins vulnérables d'un point de vue stratégique, souvent plus proches de l'endroit où les produits finis doivent être vendus. Cela permettra de minimiser les risques, mais au prix fort. Il faudra ainsi compter avec les coûts à long terme associés à la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement des semi-conducteurs et des produits de santé, l'accélération de la transition vers une économie verte, ainsi que le renforcement des activités minières locales et des capacités d'affinage pour minimiser la dépendance aux importations de produits de base. C'est le cas en particulier de l'UE, très dépendante à la Russie pour ses importations de combustibles fossiles et de matières premières.

De même, les gouvernements forceront de plus en plus les producteurs de technologies essentielles d'exclure leurs rivaux. Par exemple, les gouvernements américain et néerlandais ont interdit à ASML, plus grand producteur au monde de matériel de lithographie utilisé pour fabriquer des puces électroniques, de vendre ses produits les plus perfectionnés à la Chine.<sup>18</sup>

Cette défiance croissante et ce regain de protectionnisme de l'économie mondiale seront particulièrement éprouvants pour les petites sociétés qui, contrairement aux grandes entreprises, n'ont pas les ressources pour contourner les mesures protectionnistes en développant des activités sur les plus grands marchés du monde. Les entreprises de plus petite taille ont également des ressources financières plus limitées pour se procurer et stocker des matières premières et des composants variées.

### *Du beurre ou des canons, le retour*

Enfin, la guerre en Ukraine a poussé de nombreux pays à faire des plans en vue de dépenser beaucoup plus pour leur défense, inversant dans certains cas plusieurs années de contractions de budgets militaires. Dans certains pays s'observeront bientôt des luttes politiques sur le budget à consacrer à la défense plutôt qu'aux programmes sociaux. Les dettes élevées et la hausse des taux d'intérêt compliqueront les choses.

Pour conclure : Tous les points abordés dans ce rapport pointent vers une économie mondiale où les coûts d'exploitation seront structurellement plus élevés que pendant la dernière décennie.

<sup>18</sup> « How the War in Ukraine Is Further Disrupting Global Supply Chains », *Harvard Business Review*, 17 mars 2022

## 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

*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.