



## L'Amérique latine balayée par le nationalisme dans le secteur des ressources naturelles

par Angelo Katsoras

### Introduction

Alors que toute l'attention est tournée vers le conflit en Europe, l'Amérique latine est généralement demeurée hors des projecteurs de l'actualité dans les grands médias du monde. Mais d'un point de vue géopolitique, la région revêt une importance critique pour la stabilité à long terme des Amériques et les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Politiquement, la situation générale de la région est d'une grande volatilité, empreinte de profonds changements. Plus précisément, les problèmes sociaux déjà anciens comme l'inégalité des revenus et l'accès limité aux soins de santé, exacerbés par la COVID-19, ont nourri la colère du public et conduit à un changement de la garde dans plusieurs pays d'Amérique latine.

Le Chili, le Pérou et le Mexique font partie des pays où des politiciens antisystèmes nouveaux ont remplacé les partis de gouvernement traditionnels. Comme des partis de droite étaient au pouvoir quand la pandémie s'est déclarée au Chili et au Pérou, la montée des mécontentements a profité à des forces politiques situées bien à gauche de l'échiquier politique. Au Mexique, l'extrême gauche est au pouvoir depuis 2018 et a étonnamment bien résisté à la pandémie puisque sa cote de popularité est en grande partie intacte.

Pour toute une variété de raisons, ces pays s'efforcent d'exercer plus de contrôle sur leurs ressources naturelles. Les implications politiques vont de l'augmentation des impôts à la prise en main directe de certains secteurs par le gouvernement. La motivation est principalement la nécessité d'augmenter les recettes de l'État pour faire face à l'impact de la pandémie de COVID-19, ce qui a augmenté la demande non seulement de programmes sociaux, mais aussi le besoin d'investissements pour réactiver les économies nationales.

Certaines matières premières comme le cuivre et le lithium, qui sont des intrants cruciaux dans la fabrication de produits pour les TI et les énergies nouvelles, sont particulièrement visées. Étant donné la difficulté de nombreux pays développés à obtenir suffisamment de soutien du public pour ouvrir de nouvelles mines sur leurs propres territoires, la production de matières premières de l'Amérique latine prendra de plus en plus d'importance dans l'économie mondiale et la transition énergétique du globe.

Ces pays doivent réussir un exercice d'équilibrisme délicat consistant à augmenter les impôts et le contrôle gouvernemental des secteurs minier et énergétique tout en essayant d'augmenter la production et d'attirer des investissements. S'ils échouent dans ce double pari, ils disposeront de moins de revenus pour leurs programmes sociaux ambitieux.

Sur la scène mondiale, malgré les craintes d'un ralentissement économique qui pèsent actuellement sur les prix des matières premières, les entraves à la production à court terme pourraient se traduire par des conditions d'offre plus tendues et une augmentation des prix à long terme.

### Le Chili bascule à gauche

Même si le Chili a été une des économies d'Amérique latine qui ont enregistré la plus forte croissance ces dernières décennies, il n'a pas échappé aux turbulences politiques. En 2019, le Chili a connu les mouvements de protestation les plus véhéments depuis une génération. Ils avaient été déclenchés par des étudiants du secondaire en colère contre l'augmentation du prix des billets de métro, mais d'autres sujets comme le coût des soins de santé et de l'éducation sont rapidement venus se greffer aux revendications.

Ces événements ont conduit à l'élection de Gabriel Boric à la présidence en mars dernier et à une entente sur la tenue d'un référendum sur une nouvelle constitution en remplacement de la constitution actuelle qui date de 1980 et de la dictature militaire.

Ancien militant étudiant de gauche, M. Boric avait fait campagne sur la mise en place d'une réglementation environnementale plus stricte, particulièrement dans le secteur minier. Cela comprenait l'objectif de la carboneutralité d'ici 2050 et une révision complète de la gestion des réserves d'eau du pays.<sup>1</sup>

Il a aussi promis d'augmenter les impôts miniers et de créer une société d'État pour l'extraction du lithium qui rivaliserait avec le secteur privé. En janvier dernier, le gouvernement a annulé l'autorisation d'extraction de lithium qui avait été accordée à deux sociétés privées dans la fin du mandat du gouvernement précédent dans le but de réévaluer le processus d'autorisation.<sup>2</sup>

Le secteur minier représente un pan énorme de l'économie du Chili, comptant pour environ 10% du PIB et pour plus de 50% des exportations.<sup>3</sup> Le Chili est le premier producteur au monde de cuivre et le deuxième de lithium.

L'augmentation des impôts miniers est probable au Chili, puisqu'elle est perçue comme le meilleur moyen d'accroître les recettes de l'État. Mais, et c'est important, il semble encore manquer de suffisamment de soutien entre les partis au Congrès pour l'adopter. Le gouvernement chilien a récemment introduit un projet de loi qui cible les contribuables les plus fortunés et les revenus miniers. Il prévoit notamment :

- Un impôt basé sur la quantité de cuivre produit : 1% à 2% pour les sociétés produisant entre 50,000 et 200,000 tonnes par an et jusqu'à 4% pour celles qui produisent plus de 200,000 tonnes.
- Une taxe additionnelle de 2% à 32% sur les bénéfices sur les prix du cuivre entre \$2 et \$5. Plus le prix du cuivre est élevé, plus le taux marginal d'imposition monte.<sup>4</sup>

### Réformes constitutionnelles

En octobre 2020, sur fond de contraction économique provoquée par la COVID-19, 79% de ceux qui ont participé aux élections ont soutenu la rédaction d'une nouvelle constitution. Un autre vote a alors été tenu en mai 2021 pour choisir les membres de l'assemblée constituante chargée de rédiger le document. À la surprise générale, environ 70% des sièges de cette assemblée ont été confiés à des candidats de gauche.

Les modifications de la constitution proposées comprennent l'obligation pour les sociétés minières de compenser les dommages à l'environnement, accordant aux groupes autochtones une vaste autonomie sur les terres ancestrales et interdisant l'exploitation minière près des glaciers et d'autres zones hydriques sensibles.<sup>5</sup> Alors que beaucoup de Chiliens considèrent ces propositions comme nécessaires, leur inclusion dans la constitution entraînerait une augmentation des coûts d'exploitation des mines.

Le Chili se prononcera par vote sur ces changements le 4 septembre. Pendant les premiers mois de l'année, selon les sondages, les intentions de vote penchaient majoritairement en faveur de la nouvelle constitution, mais selon des enquêtes récentes, les opposants au nouveau texte auraient pris une légère avance. **Si le document proposé était rejeté, la constitution actuelle resterait en place, et le pays devrait probablement reprendre à zéro le processus de révision constitutionnelle.**

**Plus l'incertitude entourant la réglementation et la fiscalité dans le secteur des matières premières durera, plus le démarrage de nouveaux projets miniers tardera.**

### Autres défis pour le secteur minier du Chili

Dans ce contexte, le secteur minier fait aussi face à des problèmes croissants liés à l'eau. Une grande partie du cuivre et du lithium au Chili est extraite dans des régions classées parmi les plus arides au monde. C'est le cas de plus de 80% de sa production de cuivre.<sup>6</sup>

L'extraction minière est particulièrement gourmande en eau. Extraire du lithium dans le Triangle du lithium d'Amérique du Sud – une région à cheval sur l'Argentine, la Bolivie et le Chili – nécessite le pompage de grandes quantités d'eau souterraine et la remontée à la surface d'une boue chargée de sel, qui contient le lithium. Cette saumure est laissée dans d'immenses bassins d'évaporation. Après 12 à 18 mois, le carbonate de lithium peut être extrait et traité.<sup>7</sup>

L'extraction du cuivre nécessite le concassage de roches cuprifères qu'on réduit en poussière et qu'on mélange à de l'eau pour les transporter par des tuyaux géants. On ajoute ensuite au liquide des produits chimiques pour séparer le cuivre des autres

<sup>1</sup> « Chile's lithium mining dilemma: Reconciling economic opportunity with environmental concerns », *Fortune*, 23 mai 2022

<sup>2</sup> « Chile court freezes multi-million dollar lithium deal », *France 24*, 15 janvier 2022

<sup>3</sup> « In Chile's Lithium Sector, the End of Pinera's Privatization Era Nears », *Stratfor*, 18 janvier 2022

<sup>4</sup> « Chile sticks to plan for new mining profit tax up to 32% linked to copper price », *Reuters*, 1<sup>er</sup> juillet 2022

<sup>5</sup> « Chile's lithium mining dilemma: Reconciling economic opportunity with environmental concerns », *Fortune*, 23 mai 2022

<sup>6</sup> « Desalination is not the only answer to Chile's water problems », *McKinsey & Company*, septembre 2020

<sup>7</sup> « The Lithium Triangle: Where Chile, Argentina, and Bolivia Meet », *Harvard International Review*, 15 janvier 2020

résidus minéraux. Cette forte demande d'eau du secteur minier est encore compliquée par le fait que le Chili connaît une grave sécheresse depuis des années, qui a conduit la capitale, Santiago, à se préparer au risque d'un rationnement de l'eau.

Le dessalement et le recyclage sont deux solutions de plus en plus souvent adoptées dans le secteur minier pour réduire la pression sur des réserves d'eau de plus en plus rare. Il est important de garder à l'esprit cependant que ces mesures nécessaires entraîneront des coûts.

En plus de la rareté de l'eau, la diminution de la qualité des gisements est un autre défi à long terme pour le secteur du cuivre. Cela nécessite des investissements supplémentaires considérables rien que pour éviter que la production de cuivre ne diminue davantage. Par exemple, la société d'État Codelco doit dépenser \$35 milliards entre 2021 et 2030 pour maintenir ses niveaux de production actuels.<sup>8</sup> La diminution de la teneur en minéraux utiles implique aussi une augmentation des coûts d'extraction et de traitement notamment à cause de la quantité d'eau plus importante nécessaire pour séparer le cuivre des autres minéraux.

### ***La lune de miel du président Boric est déjà terminée***

L'absence de majorité de son parti au Congrès qui mène à l'impasse sur beaucoup de sujets, le ralentissement de l'économie et la montée des craintes de la criminalité se sont conjugués pour saper la popularité du président Gabriel Boric. Le taux de désapprobation de son gouvernement avait bondi à 59% à la fin de juin, un record depuis le début de son mandat.<sup>9</sup>

À mesure que l'économie perd de la vitesse, il deviendra de plus en plus difficile de trouver un équilibre entre l'application d'une réglementation plus rigoureuse et la croissance de l'économie pour financer les objectifs sociaux ambitieux du gouvernement.

## **Le secteur minier du Pérou essuie une vague de protestations**

Au cours de la dernière année, le Pérou a vu se multiplier les obstacles géopolitiques. Premièrement, les luttes politiques intestines ont vu le pays passer entre les mains de quatre présidents en cinq ans. Puis en 2020 s'est produite la dévastation économique et sociale de la COVID-19.

C'est dans ce contexte que Pedro Castillo, chef d'un parti marxiste à l'époque, a été élu président du Pérou en juin 2021 avec une avance d'à peine 72,000 voix sur son rival.

Pendant la campagne électorale, il a promis un plus grand contrôle de l'État sur le secteur minier et une plus grande distribution des profits miniers aux collectivités des régions minières. Il a aussi fait le vœu de conserver 70% des profits miniers. L'extraction minière est vitale pour l'économie péruvienne, représentant environ 10% du PIB et 60% des revenus d'exportation.<sup>10</sup> Le Pérou est le deuxième producteur au monde de cuivre et de zinc.

Cependant, depuis son accession au pouvoir, le président Castillo s'est heurté à des problèmes majeurs. Pour commencer, il n'a pas réussi à augmenter les impôts miniers à cause de la fragmentation du Congrès. Deuxièmement, sa maîtrise de la fonction présidentielle a été extrêmement chaotique. Des douzaines de ministres se sont déjà succédé au gouvernement et le président a dû faire face à deux tentatives de destitution.

### ***Vague de protestations contre le secteur minier***

Bien que Pedro Castillo ait été élu avec le soutien massif des régions minières, son mandat a été marqué par des manifestations contre les sociétés minières. Les collectivités péruviennes des Andes riches en cuivre, dont la victoire de Castillo a soulevé beaucoup d'espéros, se plaignent depuis longtemps d'être privées des retombées des richesses minérales du pays.

Jusque-là, deux importantes mines de cuivre péruviennes qui représentent environ un cinquième de la production de cuivre du pays ont vu perturber leurs activités :

- Southern Copper des États-Unis a suspendu l'exploitation à sa mine Cuajone pendant plus de 50 jours jusqu'à la fin d'avril. La société se prépare à des discussions formelles avec les membres de la collectivité locale qui exigent une plus grande part des profits.
- Une mine dans la région d'Apurimac appartenant à MMG de la Chine a récemment été fermée pendant 51 jours à cause des protestations. Les protestataires – des villageois qui avaient été délocalisés il y a plus d'une décennie pour faire place à la

<sup>8</sup> « Copper boom: how clean energy is driving a commodities supercycle », *Financial Times*, 8 juin 2021

<sup>9</sup> « Chile poll shows support for Boric, new Constitution at record low », *Reuters*, 27 juin 2022

<sup>10</sup> « Protests sweeping Peru strand tourists and close copper mines », *Financial Times*, 22 avril 2022

mine – accusent la société de ne pas avoir tenu ses engagements financiers envers eux. Ils ont accepté de suspendre leur mouvement pendant 30 jours à partir du 15 juin pour entamer des négociations.<sup>11</sup>

Un échec des négociations pourrait déclencher un nouveau mouvement de protestation et de nouvelles perturbations des activités.

Plus récemment, les collectivités locales de la province d'Esmeraldas ont commencé à s'opposer à l'expansion d'une mine appartenant à Glencore, de Suisse. Ils exigent la construction de nouvelles infrastructures et la reconnaissance par la société de sa responsabilité dans de graves dommages à l'environnement. Jusque-là, l'exploitation n'a pas été entravée.<sup>12</sup>

### **Les tensions politiques vont persister**

L'impasse au Congrès et la résistance généralisée des milieux politiques et de l'élite commerciale et industrielle au président Castillo entraîneront inévitablement des années de turbulence politique. Cette instabilité sera probablement aggravée par la récente rupture des liens par le président avec le parti Pérou libre, qui l'avait porté au pouvoir, en raison de divergences idéologiques. À tous ces points de tension s'ajoute le fossé entre les régions rurales plus pauvres qui ont voté massivement pour Pedro Castillo et les régions côtières urbaines plus aisées qui s'opposent fortement à lui.

Un sondage au mois de mai de l'Instituto de Estudios Peruanos (l'Institut des études péruviennes) a révélé un taux de désapprobation du président Castillo de 70%.<sup>13</sup>

### **Le Mexique démantèle les réformes du secteur privé**

Depuis qu'il a pris le pouvoir en 2018, le président López Obrador a pris des mesures pour réaffirmer le contrôle de l'État sur les ressources naturelles. Par exemple, il a suspendu tout nouvel accès du secteur privé à la prospection de pétrole et de gaz, aux concessions minières et au secteur de l'électricité. Il est même allé jusqu'à révoquer des contrats existants. L'autorité de réglementation de l'énergie du Mexique a fermé un terminal d'importation d'hydrocarbures détenu par la société d'investissement KKR en septembre dernier et elle essaie actuellement de révoquer le permis d'exploitation du parc éolien de Mitsubishi Corporation du Japon, le plus grand en Amérique latine.<sup>14</sup>

Comme sa coalition détient la majorité dans les deux chambres du Congrès, le président Obrador a récemment pu faire adopter une législation en vue de nationaliser le secteur du lithium, déclarant que ce minerai revêt une importance stratégique. Cette loi contient une disposition qui permet à l'État d'attribuer le même statut à d'autres minéraux également.<sup>15</sup> Cela pourrait ouvrir la porte au gouvernement pour la nationalisation d'autres secteurs de matières premières.

Le Mexique se classe au dixième rang mondial pour ses réserves de lithium, mais ses gisements argileux sont beaucoup plus coûteux à exploiter que les gisements de saumures qu'on trouve ailleurs en Amérique du Sud. Cette situation géologique, combinée à l'incertitude du climat réglementaire, pourrait dissuader les investissements étrangers dans ce secteur.<sup>16</sup> En outre, la mainmise du gouvernement sur la production de lithium déclenchera probablement un mécanisme de règlement de différend en vertu de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique. Le Mexique est aussi un important producteur de pétrole, d'argent, de cuivre, d'or et de zinc.

### **Les sondages restent bons jusque-là**

Malgré le taux élevé de violence au Mexique, une économie en stagnation et un taux de mortalité due à la pandémie élevé, le président López Obrador a toujours un taux d'approbation voisin de 60%.<sup>17</sup>

### **L'importance stratégique croissante de l'Amérique latine**

L'importance géopolitique de l'Amérique latine augmente parce que la région est riche en minéraux critiques dont ont besoin les pays qui effectuent une transition vers l'énergie verte. Le Chili, le Pérou et le Mexique représentent près de 40% de la production mondiale estimative de cuivre. Plus de 25% de la production estimée de lithium du monde proviennent du Chili et de l'Argentine alors que le Pérou, le Mexique et la Bolivie représentent ensemble environ 19% de la production estimée de zinc (voir

<sup>11</sup> « Peru communities to allow Las Bambas mine restart after 51-day shutdown », Reuters, 10 juin 2022

<sup>12</sup> « Protests sweeping Peru strand tourists and close copper mines », *Financial Times*, 22 avril 2022

<sup>13</sup> « Peruvian president faces investigation in corruption case », Associated Press, 17 juin 2022

<sup>14</sup> « Mexico Takes Aim at Private Companies, Threatening Decades of Economic Growth », *Wall Street Journal*, 12 juin 2022

<sup>15</sup> « Mexico nationalizes lithium mining », Mining.com, 21 avril 2022

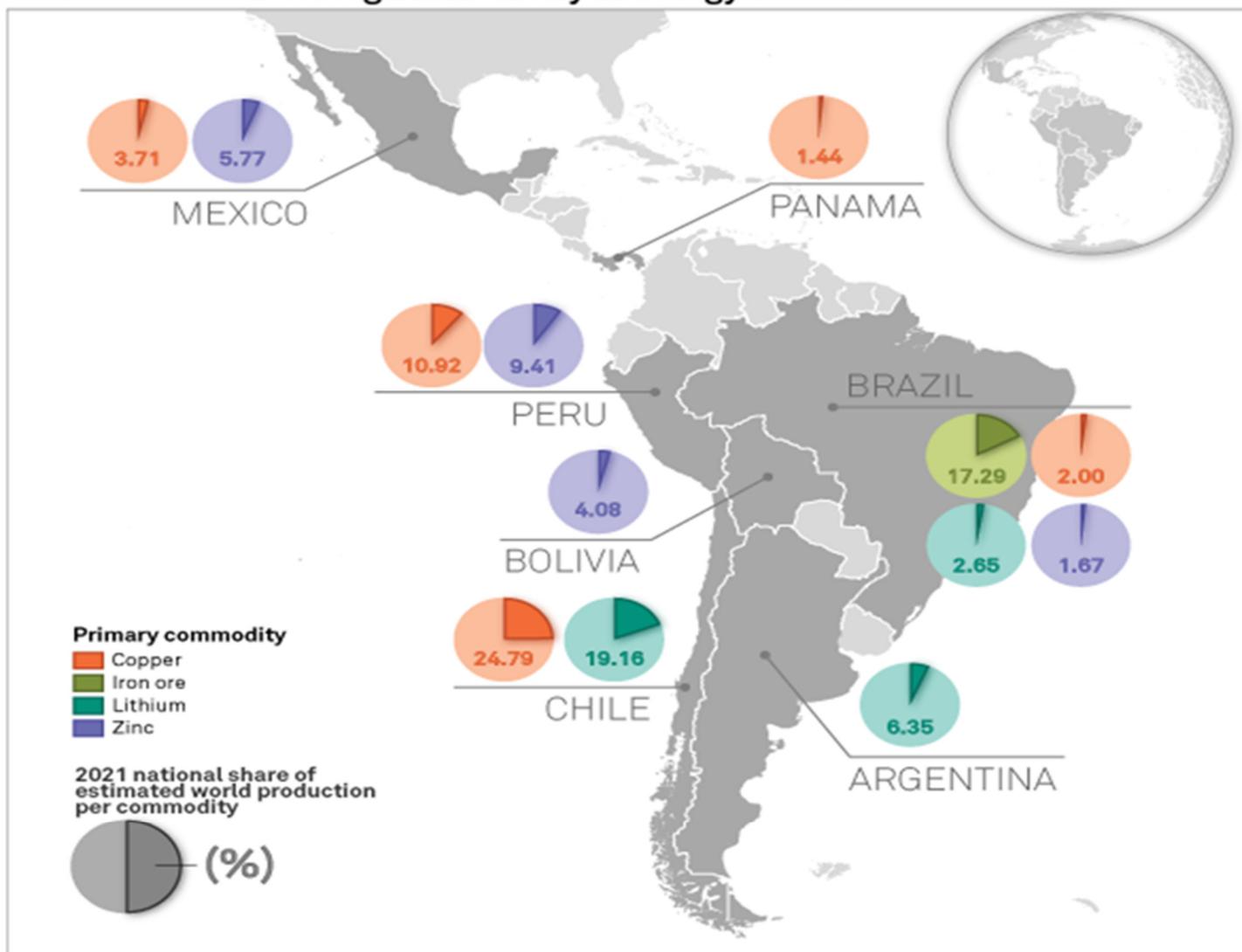
<sup>16</sup> « AMLO's Lithium Grab and War on Green Energy Will Hurt North America », Council on Foreign Relations, 9 mai 2022

<sup>17</sup> « Approval Tracker: Mexico's President AMLO », Americas Society Council of the Americas, 15 juin 2022

le tableau ci-dessous).<sup>18</sup> L'importance de ces approvisionnements est renforcée par les difficultés qu'éprouvent de nombreux pays à augmenter leur production intérieure de minéraux en raison de la résistance politique.

L'importance stratégique de l'Amérique latine pourrait conduire à une plus grande concurrence entre les puissances mondiales – États-Unis, Chine, Japon et Union européenne – pour l'accès à ces minéraux. En termes commerciaux, les États-Unis ont déjà perdu du terrain par rapport à la Chine dans une région considérée comme leur arrière-cour. À l'exclusion du Mexique qui est étroitement intégré avec son voisin du Nord, le total des flux commerciaux entre l'Amérique latine et la Chine a atteint près de \$247 milliards l'an dernier, comparativement à seulement \$174 milliards avec les États-Unis.<sup>19</sup>

### Latin America's mining sector is key to energy transition



As of May 25, 2021.  
 Map credit: Ciaralou Agpalo Palicpic  
 Source: S&P Global Market Intelligence

**S&P Global**  
 Market Intelligence

Source : « Turmoil casts doubt on Latin America's mining of energy-transition minerals », S&P Global, 28 juin 2021

<sup>18</sup> « Turmoil casts doubt on Latin America's mining of energy-transition minerals », S&P Global, 28 juin 2021

<sup>19</sup> « Under Biden, China has widened trade lead in much of Latin America », Reuters, 8 juin 2022

## Conclusion

L'instabilité politique, la hausse des taux d'intérêt et l'incertitude entourant la réglementation sont des raisons qui pourraient pousser des sociétés minières à retarder des projets d'investissement dans une production nouvelle au Chili, au Pérou et au Mexique.

Quel que soit le climat politique, nous prévoyons que les tendances de la demande à long terme de matières premières telles que le cuivre finiront par entraîner l'ouverture de nouvelles mines. Ce qui sera différent, c'est que le processus de décision suivi par les sociétés minières pour approuver une nouvelle production sera beaucoup plus long que ce n'aurait été le cas dans un autre contexte politique.

Bloomberg Intelligence a estimé qu'il faut en moyenne 14 ans pour faire passer un projet d'extraction de cuivre de la phase de découverte initiale à celle de la production. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime qu'il faut plus de 16 ans. (Lire « Le défi monumental des objectifs climatiques » pour une analyse plus détaillée des délais d'attente)

La demande à long terme projetée de matières premières telles que le cuivre et le lithium attire l'attention sur ce risque. Goldman Sachs a estimé qu'un véhicule électrique contient 5 fois plus de cuivre (60 à 83 kg) qu'une voiture à combustion interne et qu'une turbine d'éolienne de 3 mégawatts en contient 4.7 tonnes.<sup>20</sup> Selon l'AIE, pour atteindre les objectifs climatiques fixés par l'accord de Paris, il faudra au moins 40 fois plus de lithium en 2040 qu'en 2021.<sup>21</sup>

Sur le front politique, si les dirigeants de gauche du Chili, du Pérou et du Mexique ne répondent pas aux attentes, certains de ces pays pourraient rebasculer à droite aux prochaines élections. Les présidents du Pérou et du Chili ont déjà vu leur taux d'approbation chuter fortement sous l'effet d'une perception croissante du public qu'ils ne réussissent pas à tenir leurs promesses de campagne. Les investisseurs étrangers, particulièrement ceux dans le secteur minier, pourraient être forcés de composer avec des contextes réglementaires radicalement différents d'un gouvernement au suivant.

Enfin, alors que les craintes d'un ralentissement économique pèsent actuellement sur les prix des matières premières, des retards pourraient encore allonger les délais très longs nécessaires pour arriver à la mise en marche d'une mine. À plus long terme, cela pourrait se traduire par des conditions d'approvisionnement plus étriquées et des hausses de prix.

<sup>20</sup> « Copper boom: how clean energy is driving a commodities supercycle », *Financial Times*, 7 juin 2021

<sup>21</sup> « The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions », Agence internationale de l'énergie, May 2021

## 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.