



Comment les relations entre la Chine et les États-Unis continuent de se détériorer

par Angelo Katsoras

Introduction

Pour la Chine comme pour les États-Unis, la pointe de tensions causée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et la visite de la présidente de la Chambre des représentants à Taiwan a ravivé le sentiment d'urgence de devenir moins dépendants l'un de l'autre dans certains secteurs clés.

Cela complique de plus en plus les choses pour les sociétés qui doivent s'y retrouver dans le dédale de règles contradictoires, où le respect de la réglementation américaine pourrait entraîner une violation de la loi chinoise, et inversement. Cela signe une fois de plus la fin d'une époque où les sociétés appartenant à des secteurs stratégiques pouvaient concentrer l'essentiel de leur production dans des régions du monde où les coûts étaient les plus bas sans avoir à tenir compte des lignes de faille géopolitiques.

Les États-Unis ciblent la Chine avec des sanctions plus sévères

Restrictions potentielles d'investissements sortants

Alors que le gouvernement américain sélectionne les investissements étrangers dans les sociétés américaines qui pourraient porter atteinte à la sécurité nationale, il n'a pratiquement aucune mesure en place pour surveiller les investissements américains dans des pays considérés comme rivaux, comme la Chine. Cela pourrait changer prochainement. Un projet de loi intitulé *National Critical Capabilities Defense Act* déposé récemment pourrait mettre en place des règlements interdisant les investissements américains à l'étranger s'il est établi que cela minerait la sécurité nationale.¹

Le projet a été déposé plusieurs fois devant le Congrès et n'a jusque-là pas été près d'être adopté. Cependant, nous pensons qu'il existe maintenant un soutien suffisant des deux partis pour lui faire prendre force de loi d'ici un ou deux ans.

Si démocrates et républicains s'opposent sur la plupart des sujets, l'adoption d'une ligne plus ferme à l'égard de la Chine trouve un appui solide dans les deux camps. La réaction de Pékin à la visite de Nancy Pelosi à Taiwan renforcera encore ce sentiment et, par conséquent, l'adhésion à cette législation.

Efforts continus pour interdire à la Chine l'accès à des technologies clés

En 2018, les États-Unis ont réussi à convaincre le gouvernement néerlandais d'interdire à ASML, dont le siège est aux Pays-Bas, de vendre ses machines les plus évoluées à la Chine. La société est le premier fabricant au monde de systèmes de lithographie pour les semi-conducteurs. Maintenant, les États-Unis font pression pour que cette interdiction inclue une plus vaste gamme d'équipements de fabrication de puces informatiques moins avancées d'ASML.²

Depuis la fin de 2020, les États-Unis interdisent aux sociétés américaines de vendre sans permission à la Semiconductor Manufacturing International Corporation de la Chine tout équipement qui pourrait être utilisé pour fabriquer des semi-conducteurs de 10 nanomètres (nm) ou moins. Plus ce chiffre est petit, plus la puce est avancée. Cette interdiction a récemment été élargie pour couvrir tout ce qui est plus avancé que 14 nm.³

Retrait en masse de sociétés chinoises des bourses américaines

En vertu de la loi intitulée *Holding Foreign Companies Accountable Act* adoptée en 2020, les sociétés étrangères inscrites à la cote à Wall Street doivent permettre aux autorités de réglementation américaines d'examiner leurs livres. Les sociétés qui ne se conformeront pas à cette exigence pendant trois années de suite à partir de décembre 2020 seront désinscrites de la bourse. La Chine est le seul grand pays qui refuse de se soumettre à cette règle, invoquant des questions de sécurité nationale.

¹ « White House wants transparency on American investment in China », *Washington Post*, 13 juillet 2022

² « To Slow China's Semiconductor Sector, the U.S. Eyes More Export Bans », *Stratfor*, 11 juillet 2022

³ « U.S. Pushes Expansion of China Chip Ban, Key Suppliers Say », *Bloomberg*, 29 juillet 2022

Si les États-Unis et la Chine ne parviennent pas à négocier un compromis, environ 260 sociétés chinoises pourraient être retirées de la cote aux États-Unis.⁴ La récente montée des tensions entre les deux pays au sujet de l'Ukraine et plus récemment de Taïwan compliquera d'autant la recherche d'un accord.

Du côté chinois, les autorités forcent déjà certaines sociétés qui traitent des informations sensibles à arrêter tout échange commercial avec les États-Unis par crainte que leurs données puissent être exposées à des puissances étrangères. Le retrait de Didi Global de la Bourse de New York en décembre en est un exemple.

Ce différend a déjà pratiquement fermé la porte à toute nouvelle introduction en bourse aux États-Unis par des sociétés chinoises. Seulement cinq entreprises chinoises ont lancé un premier appel public à l'épargne aux États-Unis depuis juillet 2021.⁵ En prévision de leur retrait de la cote aux États-Unis, beaucoup de sociétés chinoises ont cherché à s'inscrire en bourse à Hong Kong.

Législation centrée sur les droits de la personne

Depuis juin, les États-Unis interdisent les importations de produits de la région chinoise du Xinjiang à moins que les sociétés puissent prouver qu'elles n'ont pas fait appel à du travail forcé. Il ne sera pas facile de se passer de cette région. En 2020, le Xinjiang représentait 20% des approvisionnements en coton du monde, 9% de l'aluminium et 45% du polysilicium, un ingrédient clé des panneaux solaires.⁶ Cette règle pourrait, entre autres, compliquer les projets américains d'augmenter nettement l'adoption de l'énergie solaire pendant les prochaines années. L'Agence internationale de l'énergie estime que la part de la Chine à toutes les étapes clés de la fabrication de panneaux solaires dépasse 80%.⁷

La Chine nie l'existence du travail forcé au Xinjiang et a essayé d'atténuer ces sanctions en adoptant une loi anti-sanctions étrangères, qui interdit aux sociétés de mettre en application des sanctions américaines ou d'autres sanctions d'inspiration étrangère.

Le décret-loi de Joe Biden sur les véhicules électriques se heurte à des contraintes de temps

Le président Joe Biden a émis un décret-loi exigeant que d'ici 2030 la moitié des nouvelles automobiles vendues soient électriques. Cet objectif ambitieux laisse cependant à l'industrie peu de temps pour monter une production nationale, ce qui pourrait obliger les États-Unis à rester dépendants de la technologie et des chaînes d'approvisionnement chinoises pendant des années.

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 du monde et 50% à 70% du lithium et du cobalt.⁸ Elle fabrique par ailleurs 80% des piles pour les batteries lithium-ion.⁹

Ainsi, les États-Unis et l'Europe sont coincés entre l'arbre et l'écorce. D'une part, les longs délais nécessaires pour bâtir une infrastructure énergétique et minière signifient que plus ils feront d'efforts pour atteindre les objectifs environnementaux, plus il est probable que les États-Unis et l'Europe augmentent leur dépendance à l'égard des chaînes d'approvisionnement de la Chine. Par ailleurs, si l'Occident décide d'opérer une transition plus lente pour donner le temps à leurs chaînes d'approvisionnement d'atteindre une masse critique, il manquera, et de beaucoup, ses objectifs environnementaux.

La Chine intensifie les efforts pour devenir autonome dans des technologies clés

La Chine a récemment ordonné aux organismes du gouvernement central et sociétés d'État de remplacer les ordinateurs personnels de marque étrangère par des appareils chinois dans les deux ans. Plus de 50 millions d'ordinateurs pourraient être remplacés.¹⁰ On a aussi appris qu'elle exigera la même chose pour les imprimantes et photocopieurs.¹¹

Exemption des semi-conducteurs

⁴ « China plans three-tier data strategy to avoid U.S. delistings », *Financial Times*, 24 juillet 2022

⁵ « Nearly 150 U.S.-traded Chinese companies at risk of delisting », *Nikkei Asian Review*, 14 juin 2022

⁶ « U.S. Aims to Expand Export Bans on China Over Security and Human Rights », *New York Times*, 5 juillet 2022

⁷ « Solar PV Global Supply Chains », Agence internationale de l'énergie, 22 juillet 2022

⁸ « The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions », Agence internationale de l'énergie, mai 2021

⁹ « Red Flags for Forced Labor Found in China's Car Battery Supply Chain », *New York Times*, 20 juin 2022

¹⁰ « Made-in-China PC Rule Won't Advance Nation's Tech Prowess », *Bloomberg*, 10 mai 2022

¹¹ « President Xi Jinping in 2018 oversaw the launch of "China Standards 2035", a long-term strategy for developing tech standards », *Nikkei Asian Review*, 6 juillet 2022

Ces mandats ne s'étendent pas pour le moment aux semi-conducteurs, parce que, malgré des années d'efforts, la Chine reste dépendante de fournisseurs étrangers pour les puces les plus avancées et le matériel pour les produire.

Les efforts pour briser cette dépendance comprennent l'investissement de \$150 milliards dans la production de puces entre 2015 et 2030 et la tentative de recruter des spécialistes des semi-conducteurs basés à Taïwan, le premier producteur mondial, et de loin, de puces avancées (plus de 90% du marché). Le gouvernement taïwanais estime que de 2014 à 2019, plus de 3,000 travailleurs du secteur des semi-conducteurs – 7% de l'effectif de Taïwan – ont déménagé en Chine. Taïwan a réagi à ce recrutement en adoptant une loi en mai qui criminalise l'espionnage économique et nécessite l'autorisation du gouvernement pour les employés de sociétés qui travaillent dans le secteur technologie national de base pour partir en Chine.¹² Taïwan interdit aussi à ses sociétés de fabriquer des semi-conducteurs avancés en Chine.¹³

Il est cependant important de noter que la Chine détient une grosse part de marché de la production de semi-conducteurs plus bas de gamme, comme ceux de 28 nm utilisés communément dans l'automobile et d'autres appareils électroniques. On estime que la Chine représentera 25% de la capacité mondiale de fabrication de puces 28 nm en 2025, contre 15% en 2021.¹⁴ Mais la Chine reste très dépendante de la technologie américaine et européenne pour produire ces puces.

Avec les tensions, les sociétés occidentales ont plus de difficultés à travailler en Chine

Tesla en est un exemple. En mai 2021, ses voitures étaient bannies de certaines bases militaires et cités résidentielles de la Chine. Plus récemment, il leur a été interdit de pénétrer dans la région côtière chinoise de Beidaihe, le lieu de la rencontre annuelle des dirigeants du Parti communiste entourée du plus grand secret, pendant deux mois à partir de juillet.

La raison généralement invoquée de ces interdictions est que les capteurs et les caméras de ces véhicules pourraient être utilisés pour espionner les dirigeants chinois pour les États-Unis. Tesla, pour sa part, a affirmé qu'elle se conforme aux règles interdisant le transfert de données dans les voitures. D'autres analystes estiment que ces restrictions font en fait partie d'un plan à long terme pour désavantager Tesla en faveur de champions chinois.

Les liens d'Elon Musk avec le complexe spatial militaro-industriel des États-Unis par sa société SpaceX et sa décision de donner à l'Ukraine accès à son réseau de satellites internet Starlink a aussi éveillé les soupçons de la Chine.

Tout cela se produit à un moment où ses activités en Chine causent un malaise à Washington. Le sénateur Marco Rubio, le républicain le plus haut placé du comité sénatorial sur le renseignement, a déposé en décembre un projet de loi qui interdirait à la National Aeronautics and Space Administration et à d'autres organismes américains d'accorder des contrats à des sociétés ayant des sous-traitants ou fournisseurs liés à la Chine.¹⁵

Les tensions entre les grandes puissances forceront-elles certaines sociétés à se scinder en deux ?

Une des premières grandes sociétés occidentales qui pourraient être forcées de répondre à cette question est HSBC. Ayant son siège social à Londres, HSBC réalise l'essentiel de son profit en Chine et à Hong Kong, ce qui la rend particulièrement vulnérable à l'escalade de la rivalité géopolitique entre les superpuissances.

En 2020, les États-Unis ont critiqué la banque pour avoir coopéré avec les autorités de Hong Kong en bloquant les comptes de militants politiques. Cette même année, la Chine s'en est prise à HSBC pour son rôle dans la fourniture de documents qui ont facilité l'arrestation à Vancouver de la directrice financière de Huawei, Meng Wanzhou, accusée par les États-Unis d'essayer de contourner les sanctions contre l'Iran.

Récemment, Ma Mingzhe, président du conseil de Ping An, la plus grande société d'assurance de la Chine, a demandé à HSBC de scinder ses activités asiatiques et occidentales. Ping An détient 9.2% des actions de HSBC. Entre autres raisons invoquées figuraient les faibles rendements pour les investisseurs.¹⁶

Cette position avait probablement été approuvée préalablement par les autorités chinoises. Rapatrier le contrôle des activités asiatiques de la banque répond à l'intention de la Chine de devenir plus autonome dans des secteurs clés.¹⁷ **Plus les tensions**

¹² « Taiwan is worried about the security of its chip industry », *The Economist*, 26 mai 2022

¹³ « Semiconductors: U.S. subsidy vote more about fate of Chinese chipmakers », *Financial Times*, 19 juillet 2022

¹⁴ « China Chase Chip-Factory Dominance- and global clout », *Wall Street Journal*, 24 juillet 2022

¹⁵ « Elon Musk's Business Ties to China Create Unease in Washington », *Wall Street Journal*, 20 mars 2022

¹⁶ « Breaking up HSBC », *South China Morning Post*, 9 juillet 2022

¹⁷ « Peter Ma: China's shy insurance tycoon bursts into the limelight », *Financial Times*, 6 mai 2022

montent entre l'Occident et la Chine, plus il deviendra difficile pour les sociétés de secteurs clés de composer avec ce fossé politique.

Contrôle de plus en plus étroit du secteur privé et des personnes en Chine

La Chine estime que cette époque de tensions géopolitiques accrues nécessite un contrôle plus étroit des entreprises et des administrations. Voici quelques exemples de ce que les autorités chinoises ont fait à cet égard au cours des dernières années :

- Depuis 2018, les sociétés étrangères participant à des coentreprises avec des sociétés d'État chinoises sont tenues d'avoir une cellule du Parti communiste chinois dans leur entreprise. Cette règle serait prochainement élargie aux gestionnaires de fonds étrangers.¹⁸ HSBC a récemment été la première banque étrangère à installer un comité du Parti communiste chinois dans sa filiale qui est une banque d'investissement, HSBC Qianhai Securities. Cela pourrait exercer une pression sur les autres banques étrangères pour qu'elles en fassent autant. Les cellules du Parti communiste sont essentiellement un moyen par lequel des représentants du parti peuvent superviser et éventuellement tenter d'influencer les activités d'une société.
- On a appris en mars qu'une directive du Parti communiste a été émise pour interdire aux cadres supérieurs de détenir des biens à l'étranger ou des participations dans des entités étrangères, y compris par l'entremise de leurs conjoints et enfants. (On ne sait pas clairement si cela ne se rapporte qu'aux achats futurs ou s'étend aux portefeuilles déjà établis.) Les raisons en sont notamment la crainte que les positions internationales des cadres supérieurs puissent être ciblées si les tensions continuaient d'augmenter avec l'Occident.¹⁹
- Il devient apparemment plus difficile pour les Chinois de déménager à l'étranger. Une des raisons invoquées serait notamment la volonté d'enrayer les sorties de capitaux. Cela pourrait signifier que les contrôles stricts des voyageurs sortants mis en place à cause de la pandémie pourraient ne pas être annulés de si tôt.²⁰
- Alors que les motifs du durcissement de la réglementation du secteur de la TI invoqués en 2021 sont notamment le risque que des données sensibles tombent entre les mains de gouvernements étrangers et les pratiques anticoncurrentielles, nous pensons qu'une autre raison serait la volonté d'empêcher l'émergence de centres de pouvoir qui pourraient un jour remettre en question le contrôle complet exercé par le Parti communiste. Les sociétés de TI sont particulièrement visées parce que leurs plateformes leur donnent accès à d'énormes bases de données. Cette opinion a été influencée par ce qui s'est produit en Russie après l'effondrement de l'Union soviétique et des événements récents aux États-Unis. L'effondrement de l'URSS a été suivi par la montée en puissance des oligarques russes qui, pendant un temps, avaient plus de pouvoirs que l'État. Les décisions de Twitter et de Facebook de bannir Donald Trump de leurs plateformes ont aussi retenu l'attention de Pékin. La Chine veut éviter tout scénario qui permettrait à ses sociétés d'avoir le moindre semblant d'influence de cette ampleur.

Les mesures prises par la Chine pour exercer un plus grand contrôle sur les entreprises et la société en général peuvent aussi être perçues comme une contestation de l'orthodoxie occidentale établie de longue date voulant qu'un pays ne puisse pas s'enrichir sans devenir d'abord démocratique et relâcher le contrôle de l'État sur l'éducation et les entreprises. En termes simples, un côté voit la démocratie et le marché libre comme essentiels à la prospérité, tandis que l'autre considère que le régime de parti unique et le contrôle gouvernemental sont essentiels pour engendrer la croissance économique.

La Chine envahira-t-elle Taïwan?

Malgré la récente pointe de tension provoquée par la visite de la présidente de la Chambre des représentants, Nancy Pelosi, à Taïwan, nous ne pensons pas qu'une invasion soit imminente. Cependant, la Chine continuera de faire pression sur Taïwan par une combinaison de manœuvres militaires sans précédent, de sanctions économiques et d'embargos commerciaux. Les deux grandes puissances sont conscientes de ce que même un éclatement mineur d'hostilités entre eux deux ébranlerait l'économie mondiale et les marchés financiers. Par exemple, on peut imaginer l'impact qu'aurait sur la Chine, les États-Unis et l'économie mondiale l'interruption de la fourniture de puces informatiques avancées par Taïwan.

Malgré ces conséquences potentielles, nous estimons que le risque d'une invasion sera beaucoup plus grand dans plusieurs années, particulièrement si la Chine conclut qu'une réunification pacifique n'est pas possible. Le risque serait encore accru si la Chine acquérait la capacité de produire en masse ses propres puces avancées. Le président Xi, qui obtiendra un troisième

¹⁸ « Chinese Communist Cells in Western Firms? », *Wall Street Journal*, 11 juillet 2022

¹⁹ « China Insists Party Elites Shed Overseas Assets, Eyeing Western Sanctions on Russia », *Wall Street Journal*, 19 mai 2022

²⁰ « It's getting harder and harder to leave China, even as record numbers head for the exits », *Globe and Mail*, 21 juillet 2022

mandat de cinq ans en novembre, veut résoudre la question du statut de l'île tant qu'il est au pouvoir. Une des stratégies que la Chine pourrait employer en premier serait un blocus aérien et naval autour de Taïwan dans l'espoir que cela conduise l'île à se rendre sans qu'une invasion terrestre risquée soit nécessaire.

En cas d'éclatement d'hostilités, les États-Unis se trouveraient dans une position quasiment intenable. D'une part, il serait très coûteux de défendre Taïwan militairement. C'est particulièrement le cas au vu de l'augmentation de la puissance militaire chinoise et de sa capacité de concentrer ses forces près de chez elle alors que les forces américaines sont éparpillées dans le monde entier. Taïwan se trouve à environ 80 milles de la Chine continentale comparativement à 8,000 milles depuis les États-Unis. D'autre part, décider de ne pas défendre Taïwan entraînerait une immense perte de prestige géopolitique et d'autres pays, en particulier dans la région asiatique, y réfléchiraient à deux fois avant de baser leur sécurité sur une alliance avec les États-Unis.

Conclusion

Les tensions entre la Chine et les États-Unis sont motivées par une combinaison de facteurs, dont la rivalité entre les grandes puissances, des modèles économiques et de gouvernement radicalement différents, une réglementation financière conflictuelle et, surtout, un manque de confiance mutuelle.

D'une part, les États-Unis soupçonnent que l'objectif de la Chine est de subtiliser la technologie américaine et de devenir la première puissance mondiale. D'autre part, la Chine estime que les États-Unis cherchent non seulement à obtenir davantage accès au marché chinois, mais aussi à freiner l'ascension de la Chine comme puissance mondiale.

La guerre en Ukraine et les tensions entourant Taïwan ont encore accru la méfiance entre les deux puissances et ont accéléré les plans des deux pour devenir moins dépendantes l'une de l'autre dans certains secteurs clés.

C'est dans ce contexte que les États-Unis cherchent à restreindre les investissements possibles de leurs entreprises en Chine, en intensifiant les efforts pour refuser à la Chine l'accès à des technologies clés et en forçant potentiellement la plupart des sociétés chinoises à se retirer des bourses américaines. Les États-Unis imitent aussi la Chine et soutiennent directement leurs secteurs clés. La récente adoption de la loi sur l'informatique intitulée *Chips and Science Act*, de US\$280 milliards comprenant \$52 milliards pour la production de semi-conducteurs sur le territoire national, en est un exemple. Ce projet de loi comprend aussi une règle affirmant que les sociétés qui reçoivent du financement ne peuvent pas faire de nouveaux investissements dans des usines de fabrication de semi-conducteurs avancés en Chine ou dans d'autres pays soulevant des préoccupations pendant 10 ans.

Quant à la Chine, en plus du renforcement de son emprise sur les chaînes d'approvisionnement pour l'énergie verte, elle cherche à augmenter son autonomie par les mesures suivantes : mandats pour produire plus de matériel informatique dans ses frontières, efforts massifs pour réduire l'écart dans le secteur des puces avancées et exercice d'un plus grand contrôle sur les sociétés implantées en Chine, étrangères ou chinoises.

Pour évoluer dans le contexte de ces tensions politiques, les sociétés baseront de plus en plus la production et les chaînes d'approvisionnement près des points de consommation. Cela signifie, entre autres qu'elles auront des bases de données, des systèmes informatiques et des centres de recherche séparés. Dans certaines situations, certaines sociétés pourraient même être forcées de vendre certaines de leurs activités, contraintes de choisir entre la Chine et les États-Unis.

Enfin, il ressort de tout cela qu'il est presque inévitable que les sociétés américaines et chinoises très dépendantes de leurs marchés mutuels dans des secteurs réputés stratégiques perdent des parts de marché à long terme. Par exemple, les intentions de la Chine de développer ses capacités dans le secteur des semi-conducteurs, combinées aux restrictions américaines des ventes à la Chine, impliquent que les sociétés de semi-conducteurs américaines perdront très probablement du terrain en Chine à moyen et long terme. Cela comprend les sociétés qui conçoivent des logiciels et le matériel nécessaire pour fabriquer des semi-conducteurs. La réorganisation probable de ces chaînes d'approvisionnement réduira les économies d'échelles et augmentera les coûts d'exploitation.

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 SFC 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.