

Vers une inévitable taxe carbone aux frontières?

Par Angelo Katsoras

Le soutien croissant à un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (plus communément appelé taxe carbone aux frontières) dans l'Union européenne et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, pourrait remodeler l'économie mondiale et l'échiquier géopolitique.

L'argumentaire qui sous-tend ce soutien à la taxe carbone aux frontières (TCF) est que les pays qui imposent des réglementations strictes face aux changements climatiques s'exposent depuis longtemps au risque de voir leurs investissements migrer vers des régions aux restrictions moins contraignantes (la fameuse « fuite de carbone »). Taxer les importations de pays aux normes environnementales plus faibles protégerait les entreprises nationales qui engagent des coûts en se conformant sur le territoire national à des réglementations toujours plus strictes sur les changements climatiques.

Les récents commentaires de Justin Trudeau selon lesquels le Canada et les États-Unis pourraient conjointement « tenir compte des profils d'émissions des concurrents industriels de par le monde »¹ donnent à croire que le Canada pense qu'une TCF continentale est nécessaire.

Mais ce genre de taxe ne va pas sans complications. Pour commencer, les pays en développement pourraient avancer qu'ils sont injustement pénalisés. Ensuite, il serait très ardu, tant d'un point de vue technique que politique, de savoir quelle quantité de carbone se trouve dans chaque produit et quelles importations de tel ou tel pays il faut cibler.

Malgré ces difficultés, on fait valoir que les pays industrialisés devraient faire appliquer la TCF afin de limiter le risque d'un contrecoup politique lié au fait que les réglementations en matière de changements climatiques pourraient rendre les entreprises nationales moins concurrentielles vis-à-vis de nombre de leurs concurrentes étrangères.

Ce rapport analyse :

- Les mesures prises par l'UE pour adopter une TCF
- Les chances qu'une telle taxe soit appliquée aux États-Unis
- Dans quelles circonstances le Canada pourrait adopter une telle mesure
- Les difficultés liées à la gestion pratique de la TCF
- Les risques d'une montée des tensions dans les relations commerciales avec les pays en développement et la Chine

L'UE devrait être la première grande région à faire appliquer une TCF

La Commission européenne prévoit de présenter une proposition de TCF en juin. Si celle-ci est adoptée, elle prendrait effet d'ici 2023 et viserait dans un premier temps les importations de secteurs à forte intensité de carbone tels que ceux qui produisent du ciment, de l'aluminium, de l'acier et des produits chimiques.

Ces importations seraient probablement nécessaires pour participer au système européen d'échange de quotas d'émissions, qui permet aux entreprises qui dépassent leur limite d'émissions de gaz à effet de serre d'acheter des permis d'émission à d'autres sociétés. Le prix facturé serait fixé par le marché du carbone de l'Union européenne.

Il semble que l'adoption d'une TCF recueille un soutien de plus en plus large auprès des politiciens et des entreprises européens.

- **Le vice-président exécutif de la Commission européenne, Frans Timmermans**, se faisait le porte-parole de nombreux parlementaires de l'UE en déclarant : « C'est une question de survie pour notre industrie. Si les autres n'empruntent pas la même direction, nous devons protéger l'Union européenne contre la concurrence déloyale et contre le risque de fuite de carbone. »²
- **Le premier ministre britannique, Boris Johnson**, a exprimé son soutien public à la taxation des produits provenant de pays dont les réglementations sur le climat sont moins contraignantes. Malgré le Brexit, le Royaume-Uni s'alignerait probablement étroitement sur toute TCF adoptée par l'UE.

¹ « Biden-Trudeau climate plan may target polluting trade rivals », Bloomberg, 24 février 2021

² « EU sees carbon border levy as 'matter of survival' for industry », Reuters, 18 janvier 2021

- **Patrick Pouyanné**, chef de la direction de **Total**, grande entreprise française du secteur pétrolier et gazier, a déclaré que fixer un prix carbone sur les produits d'importation était « une extension tout à fait logique de la politique de prix sur le carbone de l'UE » et une mesure nécessaire pour garantir que les mêmes règles valent tant pour les entreprises européennes que pour leurs concurrentes étrangères.³
- Le sidérurgiste européen **ArcelorMittal** s'est prononcé lui aussi en faveur de la TCF. Son soutien est dû sans aucun doute au fait que les estimations ont montré qu'il lui en coûterait entre 15 et 40 milliards d'euros pour se conformer à l'objectif de l'UE d'atteindre la carboneutralité d'ici 2050.⁴

Pour que la taxe sur l'environnement prenne force de loi, elle doit être présentée par la Commission européenne, qui a seule autorité pour proposer des lois dans l'Union européenne, puis être approuvée par le Parlement européen et le Conseil européen (qui représente les chefs d'État ou de gouvernement des 27 pays membres de l'UE).

Le 9 mars, le Parlement européen a adopté une résolution symbolique soutenant la taxe carbone aux frontières sur les importations. Celle-ci mentionne que, si l'UE a fortement réduit ses émissions de gaz à effet de serre sur son territoire, les émissions contenues dans les produits qu'elle importe continuent d'augmenter.⁵ Le vote a recueilli 444 voix pour et 70 contre, avec 181 abstentions.⁶

Les États-Unis s'orientent doucement vers une TCF

Les États-Unis sont bien moins avancés que l'UE dans le processus réglementaire, mais les documents de campagne de Joe Biden précisait que : « L'administration Biden imposera des frais d'ajustement carbone ou des quotas sur les produits intensifs en carbone provenant de pays qui ne remplissent pas leurs obligations en termes de protection du climat et de l'environnement, et ce, afin de garantir que les travailleurs américains et leurs employeurs ne souffrent pas d'une concurrence déloyale et que d'autres pays soient encouragés à renforcer leurs normes pour lutter contre les changements climatiques. »⁷

Joe Biden a deux options pour faire adopter cette mesure :

- **L'accord du Congrès** : Le clivage entre les partis n'a jamais été aussi marqué à Washington, mais un projet de TCF pourrait réconcilier les deux partis dans une certaine mesure, car il permettrait de répercuter une partie des coûts liés à la décarbonation des entreprises américaines sur les entreprises étrangères.
- **Décret** : L'usage que faisait Donald Trump des lois de sécurité nationale (Section 232 du *Trade Expansion Act*) pour imposer des droits de douane en émettant des décrets a, de l'avis de certains analystes, créé un précédent qui permettrait à Joe Biden de faire de même pour la TCF.

Ce projet de taxe recueille au moins un certain soutien auprès des secteurs à forte intensité de carbone.

- « Nous pensons assurément que cette question [d'une TCF américaine] mérite d'être étudiée », a récemment confié Kevin Dempsey, président de l'**American Iron and Steel Institute**.⁸
- L'**American Petroleum Institute**, principal groupe de pression de l'industrie pétrolière et gazière, serait sur le point de se prononcer en faveur d'une taxe carbone. Les fuites ne donnent pas de détails, mais il n'est pas inconcevable qu'il soutiendrait également une TCF qui couvrirait aussi les importations de pétrole et de gaz de pays appliquant des réglementations plus souples en matière de lutte contre les changements climatiques.

D'un point de vue politique, il devrait devenir de plus en plus difficile pour les États-Unis (tout comme pour l'UE) d'imposer à leurs entreprises des réglementations pour lutter contre les changements climatiques sans faire appliquer des taxes compensatoires sur certaines importations pour éviter la concurrence déloyale.

Les États-Unis pourraient choisir de fixer un prix national sur les émissions de carbone ou opter pour un processus plus compliqué consistant à tenter d'évaluer combien les importateurs auraient dû payer pour se conformer aux nombreuses réglementations environnementales américaines.

³ « EU carbon border levy shaping up as 'notional ETS' », EURACTIV.com, 25 janvier 2021

⁴ « Green steel: the race to clean up one of the world's dirtiest industries », *Financial Times*, 15 février 2021

⁵ « European parliament backs a carbon border adjustment mechanism », Pinsent Masons, 15 mars 2021

⁶ « MEPs: Put a carbon price on certain EU imports to raise global climate ambition », Parlement européen, 10 mars 2021

⁷ « The Biden plan for a clean energy revolution and environmental justice », 2020 (Plateforme de campagne)

⁸ « Biden could seek carbon taxes with same strategy Trump used for steel, aluminum », S&P, 11 décembre 2020

Y aura-t-il une alliance entre l'UE et les États-Unis pour l'application d'une TCF?

Pour le moment, John Kerry, l'envoyé spécial des États-Unis pour le climat, ne s'est pas dit favorable à suivre l'exemple de l'Union européenne ni à développer un mécanisme de prix sur les émissions de carbone. Il semble plutôt d'avis que les États-Unis devraient tracer leur propre route. « Il serait dommage, en définitive, de faire appliquer deux réglementations différentes en Europe et aux États-Unis », a déclaré le ministre français des Finances, Bruno Le Maire.⁹

Malgré ces divergences, nous maintenons qu'il serait bien plus facile pour l'UE et les États-Unis d'arriver à un compromis que de trouver chacun un accord avec les grands pays en développement.

Le Canada emboîtera le pas aux États-Unis

Si les États-Unis devaient adopter une TCF, le scénario le plus probable serait que le Canada lui emboîte immédiatement le pas. Non seulement cela permettrait de mettre les entreprises canadiennes sur un pied d'égalité avec les régions dont les normes environnementales sont plus souples, mais cela réduirait aussi le risque d'exposer le Canada aux sanctions américaines liées aux réglementations sur le climat.

Un récent communiqué de presse du gouvernement canadien donnait à penser que l'imposition d'une taxe carbone était imminente : « Le gouvernement du Canada s'engage à s'assurer que la transition du Canada vers une économie faible en carbone est atteinte de façon équitable et prévisible pour les entreprises et afin d'appuyer la concurrence internationale du Canada. Pour y arriver, le gouvernement examine le potentiel des ajustements carbone aux frontières et discutera de cette question avec les partenaires internationaux. »¹⁰

Autre indice qui porte à croire que le Canada compte imposer une TCF : la récente publication de réglementations à l'étude pour créer un marché intérieur national d'échange de crédits liés aux émissions de carbone. Les entreprises de régions aux normes climatiques insuffisantes qui exportent vers le Canada pourraient un jour être contraintes d'adhérer à ce marché.

Comment réagiraient les partenaires commerciaux du Canada?

L'une des principales difficultés auxquelles serait confronté le Canada en adoptant une TCF serait la réaction potentielle de certains de ses partenaires commerciaux. Ainsi, le Canada a récemment signé le partenariat transpacifique. Comment certains pays en développement signataires de ce traité commercial réagiraient-ils à l'annonce que le Canada s'apprête à imposer une taxe carbone sur leurs exportations?

Le diable est dans les détails : il ne serait pas facile d'appliquer une TCF

La tâche la plus ardue serait de tenter de calculer les émissions de gaz à effet de serre de différents produits d'importation et de leurs chaînes d'approvisionnement. Un récent article de *Forbes* démontrait la complexité de cet exercice : « Imaginez la difficulté de calculer le contenu carbone d'un véhicule fabriqué à l'étranger. Celui-ci contient des composants produits par plusieurs fournisseurs employant toutes sortes de méthodes de fabrication différentes et provenant potentiellement d'un nombre incalculable de pays sources. »¹¹ Il existe donc un risque que de nombreuses entreprises prétendent que les empreintes carbone associées à leurs produits sont inexactes.

En outre, s'il n'est pas adéquatement conçu, le système de commerce international s'en trouverait alourdi d'une charge administrative considérable.

Pour toutes ces raisons, nous pensons qu'il serait préférable de commencer par des secteurs à forte intensité de carbone et aux chaînes d'approvisionnement plus simples tels que l'énergie, l'acier et les produits chimiques, pour étendre ensuite le champ du système à des secteurs plus complexes une fois le système bien rodé.

⁹ « John Kerry warns EU against carbon border tax », *Financial Times*, 12 mars 2021

¹⁰ « Un environnement sain et une économie saine », Gouvernement du Canada, 21 décembre 2020

¹¹ « Carbon Tax Border Adjustments: Good Politics, Bad for Consumers », *Forbes*, 26 juillet 2020

Le partage du fardeau de la décarbonation sera source de tensions croissantes entre les pays développés et les pays en développement

Une taxe carbone aux frontières appliquée par l'UE et/ou les États-Unis viserait probablement et en premier lieu les pays en développement, qui pourraient riposter en appliquant des droits de douane.

Les pays plus pauvres avanceront qu'ils contribuent dans une moindre mesure aux émissions de gaz à effet de serre par habitant que les pays riches industrialisés (voir graphique ci-dessous) et que, par conséquent, ils devraient avoir à atteindre des objectifs bien moins ambitieux et recevoir une compensation financière pour les accompagner dans leurs efforts. Il a en outre été souligné que les baisses des émissions des pays développés provenaient en grande partie du fait que beaucoup ont délocalisé leurs émissions (production des usines) dans des pays émergents.

2018 rankings by per capita emissions

Rank	Country	CO ₂ emissions (total)
1	Saudi Arabia	18.48T
2	Kazakhstan	17.60T
3	Australia	16.92T
4	United States	16.56T
5	Canada	15.32T
6	South Korea	12.89T
7	Russian Federation	11.74T
8	Japan	9.13T
9	Germany	9.12T
10	Poland	9.08T
11	Islamic Republic of Iran	8.82T
12	South Africa	8.12T
13	China	7.05T
14	United Kingdom	5.62T
15	Italy	5.56T
16	Turkey	5.21T
17	France	5.19T
18	Mexico	3.77T
19	Indonesia	2.30T
20	Brazil	2.19T
21	India	1.96T

All emissions from 2018. Fuel combustion only. T = Metric tons

Source : Union of Concerned Scientists, 2020

La Chine est-elle la principale cible d'une éventuelle TCF?

Beaucoup de pays développés avancent que la Chine devrait faire bien plus pour contrôler ses émissions de gaz à effet de serre. Selon eux, elle a dépassé les États-Unis au rang de premier émetteur de carbone dans le monde au milieu des années 2000. Elle compte désormais pour 28% des émissions mondiales, comparativement à 15% pour les États-Unis, environ 10% pour l'UE et 7% pour l'Inde.¹² La Chine émet même plus de gaz à effet de serre que certains pays européens par habitant.¹³ Environ 69% de la hausse mondiale des émissions de carbone sur la dernière décennie est le fait de la Chine, le deuxième pays au classement, loin derrière, étant l'Inde, avec 20%.¹⁴

L'UE a déjà prévenu la Chine qu'elle pourrait être visée par un dispositif d'ajustement carbone aux frontières, tandis que le Bureau du représentant américain au Commerce a déclaré récemment dans son rapport annuel sur la politique qu'il envisageait d'adopter une TCF pour réduire les gaz à effet de serre et pour s'assurer que la Chine respecte ses obligations commerciales.¹⁵

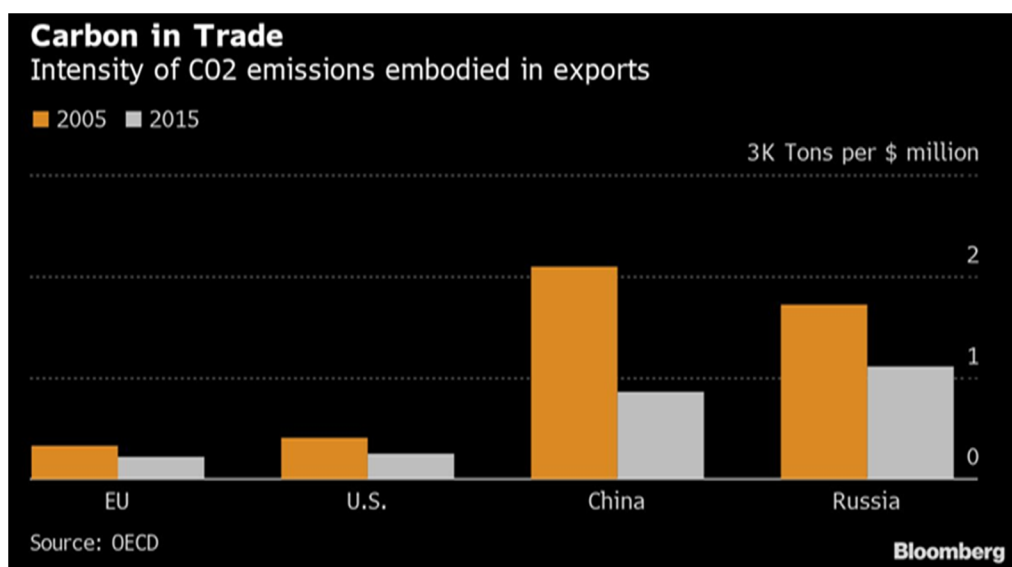
La Chine a répondu en exprimant ses inquiétudes de voir la TCF nuire à la lutte mondiale contre le changement climatique.¹⁶ En effet, le récent engagement de la Chine à atteindre la carboneutralité d'ici 2060 est considéré par certains analystes comme une tentative d'échapper à ces droits de douane.

En outre, si cette taxe était adoptée, la Chine répondrait probablement que ses émissions par habitant restent nettement inférieures à celles de plusieurs pays, dont les États-Unis.

Avec la Chine, des occasions à court terme et des défis à long terme

À court terme, plus l'UE et les États-Unis évolueront vers les énergies propres, plus ils seront dépendants des importations chinoises. La Chine produit plus de 70% des panneaux photovoltaïques au monde, la moitié des véhicules électriques et un tiers de l'énergie éolienne. Elle est aussi le premier producteur mondial de batteries et contrôle dans une mesure importante les matières premières utilisées dans les chaînes d'approvisionnement des énergies propres telles que le cobalt et des minéraux de terres rares.¹⁷

Cependant, l'objectif à long terme de la TCF pour les États-Unis et l'UE est de rapatrier une partie de cette production sur leurs territoires. Le fait que les exportations chinoises consomment relativement plus de carbone les rend plus vulnérables à une taxe environnementale. Cet écart en intensité de carbone s'explique en partie par la consommation de charbon. En 2019, le charbon représentait 65% de la production électrique chinoise, contre seulement 25% pour les États-Unis¹⁸ et 14.6% pour l'Union européenne.



Source : « Carbon Border Tax Emerges in the EU as Weapon to Protect Green Deal », Bloomberg, 30 septembre 2020

¹² Union of Concerned Scientists, 2020

¹³ « China, not America, will decide the fate of the planet », *Financial Times*, 27 janvier 2020

¹⁴ « This Week May Turn the Tide on Two Centuries of Emissions », 15 mars 2021 & Carbon Border Project

¹⁵ « Biden administration to consider carbon border tax as part of trade agenda: USTR », Reuters, 1^{er} mars 2021

¹⁶ « China says CO2 border tax will damage global climate change fight », Reuters, 26 novembre 2019

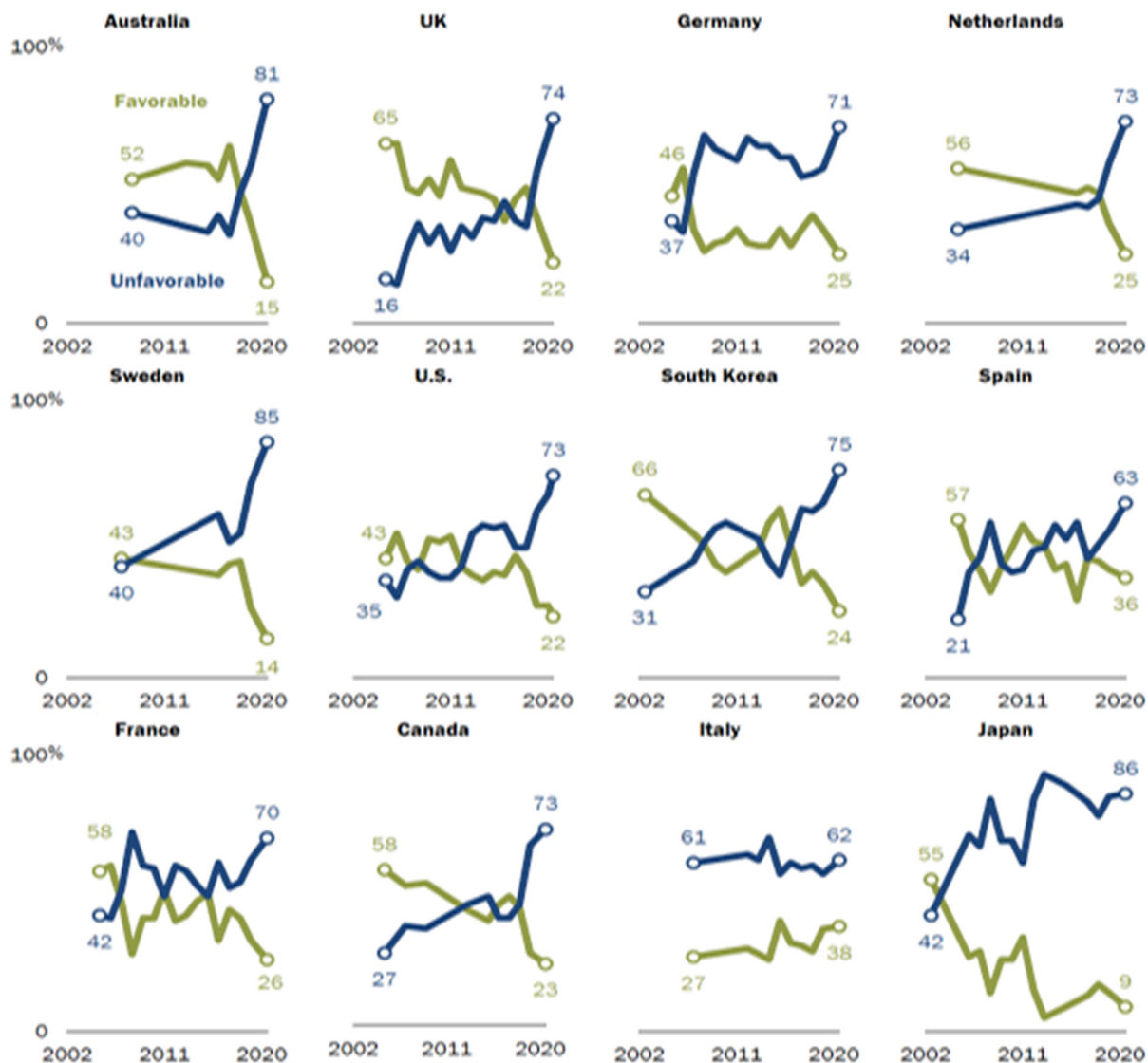
¹⁷ « How the race for renewable energy is reshaping global politics », *Financial Times*, 4 février 2021

¹⁸ Source : Wood Mackenzie

La perception de plus en plus négative que les citoyens de nombreux pays développés ont de la Chine fait croître encore les risques qu'elle finisse par écoper de la TCF.

Increasingly negative evaluations of China across advanced economies

% who have a(n) ___ view of China



Note: Belgium and Denmark not surveyed prior to 2020. In Italy, 2020 data from telephone surveys; prior data from face-to-face surveys.

Those who did not answer are not shown.

Source: Summer 2020 Global Attitudes survey, Q8b.

"Unfavorable Views of China Reach Historic Highs in Many Countries"

PEW RESEARCH CENTER

Étude de cas : industries de l'aluminium et de l'acier

Pour certains secteurs, la TCF pourrait modifier la position concurrentielle de certains pays. Par exemple, en 2019, Morgan Stanley a estimé qu'une taxe hypothétique de \$40 par tonne d'émissions rendrait l'aluminium britannique moins cher que l'aluminium chinois.¹⁹

L'introduction d'une taxe carbone sur l'acier pourrait avoir un effet similaire. La Chine dégage environ deux tonnes de CO₂ pour chaque tonne d'acier qu'elle produit, contre près d'une tonne pour l'Europe et les États-Unis.²⁰

¹⁹ « From China to India, exporters brace for Biden carbon policy », *Nikkei Asia Review*, 1^{er} novembre 2020

²⁰ « Europe leads the way in the 'greening' of steel output », *Financial Times*, 10 novembre 2020, et « How an EU Carbon Border Tax Could Jolt World Trade », Boston Consulting Group, 30 juin 2020

Conclusion

Malgré les lourdes difficultés techniques et politiques que cela implique, nous pensons que beaucoup de pays développés concluront qu'il est nécessaire d'adopter une TCF pour les raisons suivantes :

- Pour renforcer le soutien politique à des réglementations plus strictes sur le climat à long terme, il faut s'assurer que les investissements ne se déplacent pas à l'étranger, vers des régions aux normes environnementales moins contraignantes. Si cette migration s'intensifie, les risques d'un contrecoup politique croîtront, et avec eux ceux d'une dilution ou même d'un abandon des réglementations environnementales.
- L'application de programmes environnementaux reposant sur des investissements financiers coûteux à l'heure où de nombreux gouvernements et particuliers font déjà face à des dettes importantes nécessite de nouvelles sources de revenus. Dans ces circonstances, une nouvelle taxe carbone qui vise des entreprises étrangères serait politiquement plus facile à appliquer qu'une hausse des impôts sur le territoire national.
- L'Europe, avec son plan ambitieux pour le climat et sa structure de coûts généralement plus chère, en particulier concernant les taxes et l'énergie, sera la première région à adopter une taxe carbone aux frontières afin de préserver la position concurrentielle de ses entreprises.
- L'UE et plus tard les États-Unis finiront par développer séparément leur propre politique de TCF et, après une montée des tensions entre les deux régions, des efforts seront engagés pour aligner progressivement les deux programmes.
- D'autres grandes économies développées telles que le Canada finiront par harmoniser leurs politiques environnementales avec celles des États-Unis et de l'UE pour échapper aux droits de douane et pour s'assurer que les recettes liées à la taxe carbone finissent dans les caisses de leurs gouvernements.
- Exiger de certaines entreprises qu'elles achètent des crédits de carbone sera la solution prisée par la plupart des pays qui décident d'imposer une taxe sur les importations de régions aux réglementations sur le climat réputées laxistes.

Les lignes de fracture géopolitiques de la TCF

Une taxe carbone d'ajustement aux frontières appliquée par l'UE et/ou les États-Unis viserait en définitive principalement les pays en développement. Ceux-ci pourraient riposter en imposant soit des droits de douane ou en développant leurs propres régimes d'échange de droits d'émission de carbone. **Même si la plupart des pays choisissent cette dernière option, il y aurait probablement des différends sur la façon dont chacun mesure la pollution. La question de l'exonération de la taxe pour certains pays en développement se poserait probablement aussi.**

La Chine, en particulier, serait réticente à s'aligner sur les normes occidentales relatives à l'évaluation de l'empreinte carbone, arguant que son propre modèle est supérieur. **Comme cela s'est produit avec les normes sur la 5G, Internet et les GPS, différentes réglementations environnementales pourraient émerger dans certaines régions du monde.**

Enfin, nous pensons qu'une taxe sur le carbone aux frontières bouleversera les chaînes d'approvisionnement mondiales dans un avenir pas si lointain en faisant monter les coûts de production, entre autres effets.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Camille Baillargeon

Économiste stagiaire
camille.baillargeon@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 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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.