

Les enjeux des négociations commerciales avec les États-Unis

Par Angelo Katsoras

Introduction

Ce rapport examine les grandes lignes de ce que sera la nouvelle relation commerciale du Canada avec les États-Unis, en s'attardant en particulier sur les secteurs de l'aluminium, de l'acier, de l'automobile, de l'agriculture et de la défense.

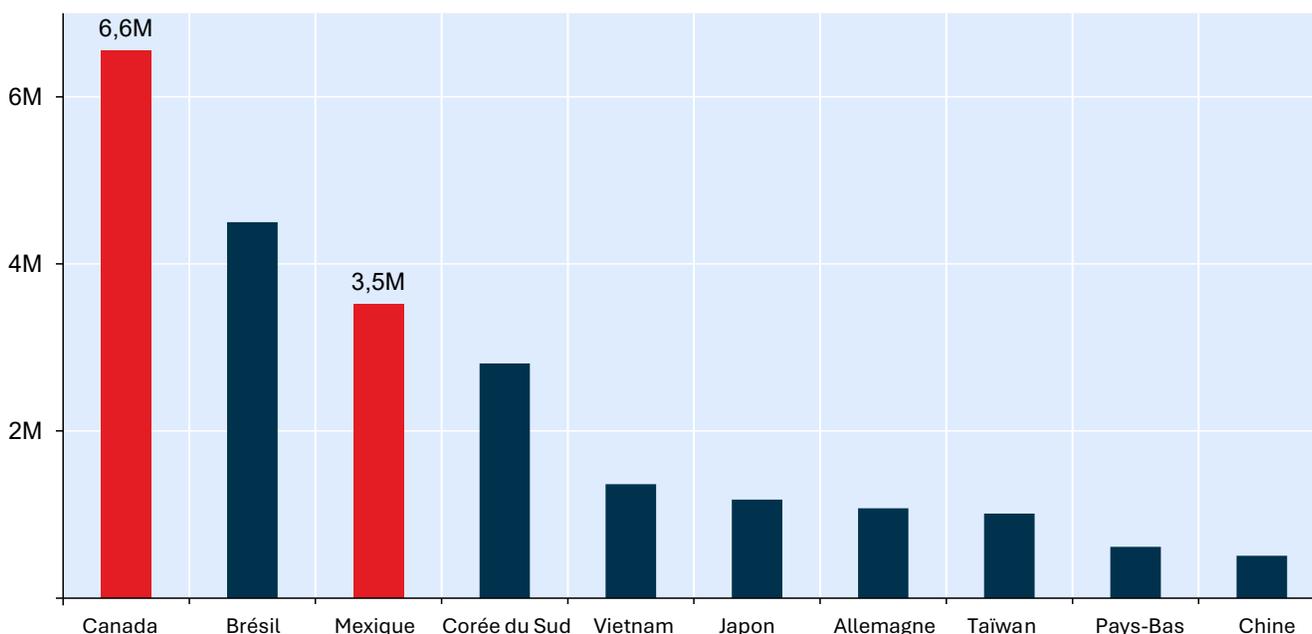
Quel avenir pour les secteurs de l'acier et de l'aluminium du Canada?

L'administration Trump justifie ses droits de douane sur les importations d'acier et d'aluminium canadiens – récemment portés de 25 % à 50 % – par la nécessité d'augmenter la production américaine dans des industries clés et de réduire le déficit commercial.

En 2024, environ 25 % de l'acier utilisé aux États-Unis était principalement importé des pays ci-dessous.

Près de 40 % des importations d'acier aux États-Unis provenaient du Mexique et du Canada l'an dernier

Importations américaines de produits sidérurgiques (tonnes nettes), 2024



BNC Économie et Stratégie (données de l'American Iron and Steel Institute et du U.S. Census Bureau)

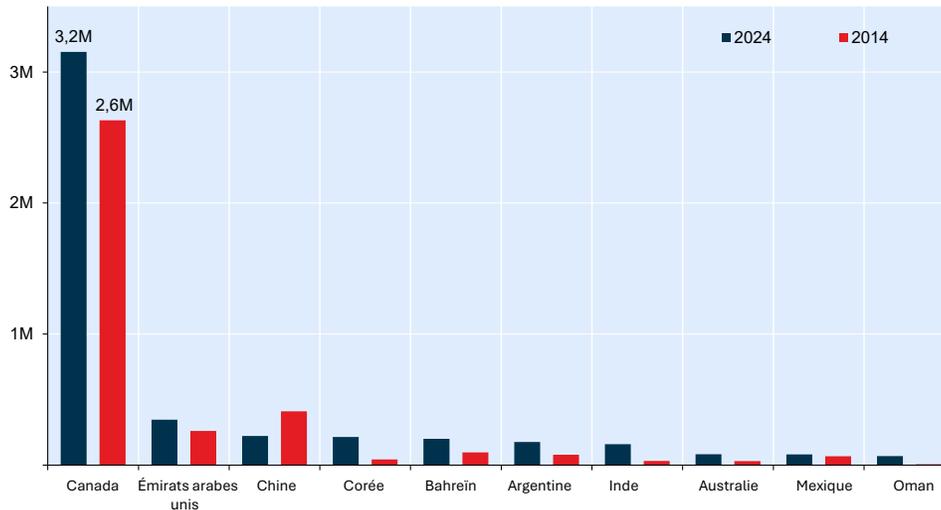
Les États-Unis dépendent même davantage des importations d'aluminium. Au tournant du siècle, le pays avait 23 usines d'aluminium de première fusion actives. Aujourd'hui, il n'en reste que quatre.¹ Environ la moitié de l'aluminium consommé est importé. Le Canada a, à lui seul, fourni 3,2 millions de tonnes l'an dernier – plus de deux fois plus que les neuf sociétés suivantes combinées.² Alors qu'aucune nouvelle usine d'électrolyse n'a été construite aux États-Unis en 45 ans, deux projets sont en cours de planification.

¹ « Why tariffs are unlikely to bring back U.S. aluminum production », *Globe & Mail*, 6 mai 2025

² « The top sources of U.S. steel and aluminum imports », Reuters, 4 juin 2025

Les importations américaines d'aluminium du Canada écrasent celles de tous les autres partenaires commerciaux

Importations de produits d'aluminium pour consommation intérieure (tonnes métriques)



BNC Économie et Stratégie (données du département américain du Commerce)

La très grande quantité d'énergie que nécessite la fabrication d'aluminium est un obstacle majeur à l'expansion des capacités de sa production. Selon l'U.S. Aluminum Association, pour obtenir une tonne d'aluminium, il faut 14 821 kilowatts-heures d'électricité. Pour mettre les choses en perspective, une usine d'électrolyse moderne d'une capacité annuelle de 750 000 tonnes consomme autant d'électricité qu'une ville de la taille de Boston. Aux États-Unis, cela met les usines d'aluminium en concurrence directe avec les sociétés technologiques et leurs centres de données énergivores pour l'accès à une électricité abordable.³

L'administration Trump a dépeint son soutien aux industries de l'acier et de l'aluminium non seulement comme un moyen de création d'emplois aux États-Unis, mais aussi comme une question de sécurité nationale. Un rapport de la U.S. Navy souvent cité pour souligner l'importance de la revitalisation de la production industrielle américaine relevait que la capacité des chantiers navals de la Chine était 230 fois plus grande que celle des États-Unis.⁴

Mise à part l'augmentation des coûts d'intrants pour les grands utilisateurs d'aluminium aux États-Unis, un autre facteur qui pourrait contribuer à alléger les droits de douane américains sur le secteur est l'effort de l'Aluminum Association pour exonérer les exportations canadiennes de ces taxes. « Nous exhortons l'administration à adopter une approche adaptée, qui réserve les droits de douane élevés à de mauvais acteurs – comme la Chine – qui inondent le marché, et qui prévoit des exemptions pour des partenaires ayant fait leurs preuves – comme le Canada. »⁵

Cela fait écho à une déclaration du président du syndicat United Steelworkers (USW) en février dernier. « L'USW appelle depuis longtemps de ses vœux une réforme systématique de notre système commercial inopérant, mais s'en prendre à des alliés clés comme le Canada n'est pas la bonne manière d'avancer. Le Canada a fait tant et plus ses preuves comme notre partenaire commercial le plus solide en ce qui concerne la sécurité nationale, et nos économies sont profondément intégrées. »⁶ Cela pourrait offrir une lueur d'espoir d'un allègement des droits de douane futurs pour la sidérurgie canadienne également.

L'accord des États-Unis avec le Royaume-Uni peut-il être un modèle ?

Le fait que les États-Unis aient exempté les secteurs de l'aluminium et de l'acier du Royaume-Uni, beaucoup plus petits, des droits de douane laisse penser qu'un accord sur la question pourrait être possible. Cela pourrait déboucher pour le Canada sur un résultat similaire à celui négocié par l'administration Biden avec l'Union européenne : un quota défini d'importations libres de droits de douane et des droits appliqués aux quantités dépassant les niveaux d'importation moyens de 2015-2017.⁷

Sur le front géopolitique, l'allègement des droits de douane pour l'acier et les automobiles du Royaume-Uni a été accordé à la condition que celui-ci « s'efforce de satisfaire rapidement les exigences américaines » concernant la sécurité des chaînes d'approvisionnement et la « propriété des installations de production pertinentes ». En termes simples, seuls les biens qui répondent aux normes de sécurité et de contenu américaines pourront bénéficier d'une exonération des droits.⁸ La Chine est la principale cible de cette disposition. Le Canada subira des pressions similaires pour qu'il mette en œuvre des moyens de sauvegarde contre l'entrée de marchandises chinoises dans la zone commerciale nord-américaine par le biais de pays tiers tentant de contourner les barrières douanières.

³ « US aluminium smelters vie with Big Tech for scarce power », Reuters, 22 mai 2025

⁴ « Unpacking China's Naval Buildup », CSIS, 5 juin 2024

⁵ « The Trump administration just doubled the tariffs on steel and aluminum imports », CNN, 4 juin 2025

⁶ « USW International President David McCall calls on Trump to reconsider tariffs on Canada », United Steel Workers, 1^{er} février 2025

⁷ « Biden and Europe remove Trump's steel and aluminum tariffs, but it's not free trade », Peterson Institute for International Economics, novembre 2021

⁸ « China criticises UK trade deal with US », Financial Times, 13 mai 2025

D'ailleurs, les droits de douane de M. Trump ont fait ressortir des tensions de longue date entre les sidérurgistes canadiens et les consommateurs. Les producteurs et syndicats canadiens appellent à utiliser davantage d'acier canadien, arguant que les importations subventionnées sapent les prix. Ce à quoi Chris Gardner, chef de la direction de la Independent Contractors and Business Association of B.C., a répondu en disant que « le défi, c'est qu'il coûte vraiment moins cher d'acheter des barres pour béton armé sur les marchés étrangers qu'après des aciéries du Canada central ». ⁹ Cela souligne l'équilibre à trouver entre la volonté de soutenir la production intérieure et des prix plus élevés d'ici.

Le secteur automobile du Canada aux prises avec des problèmes à court et à long termes

Après avoir d'abord imposé des droits de douane de 25 % sur les importations automobiles, le président Trump a suspendu une partie de cette taxe en raison de préoccupations économiques. Par exemple, les pièces utilisées dans des véhicules fabriqués au Canada sont libres de droits si elles sont conformes à la réglementation de l'ACEUM. Une autre exemption dispense les constructeurs automobiles américains des droits de douane supplémentaires sur l'acier et l'aluminium. À mesure que les élections de mi-mandat approcheront et que les manufacturiers continueront de mettre en garde contre l'impact des droits de douane sur leurs entreprises, de nouveaux allègements pourraient être concédés, mais un retour à l'exemption totale reste improbable.

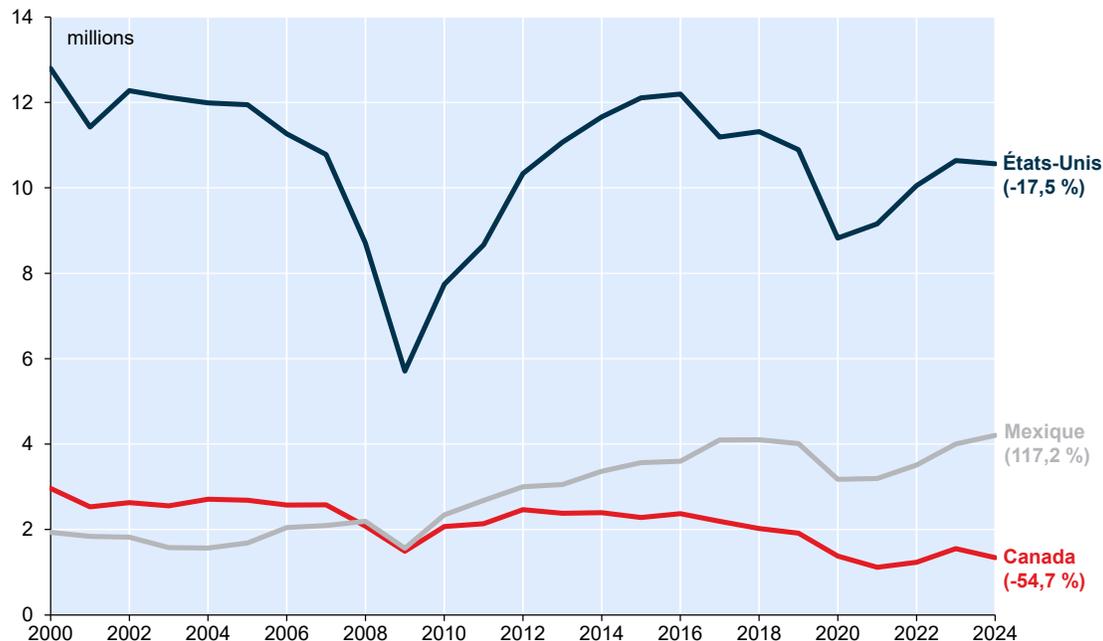
Une forte hausse des droits de douane sur les pièces automobiles non conformes, particulièrement celles liées à la Chine, sera un enjeu déterminant dans les prochaines négociations de l'ACEUM. Bien que l'ACEUM ait augmenté le contenu nord-américain obligatoire de 62 % à 75 %, les droits de douane de 2,5 % ont été largement inefficaces pour assurer le respect de cette règle.

Le récent accord commercial entre les États-Unis et le Royaume-Uni pourrait laisser entrevoir d'autres réductions des droits de douane. L'accord permet l'entrée aux États-Unis d'un maximum de 100 000 véhicules construits au R.-U – environ le nombre moyen de véhicules exportés annuellement – à un taux réduit de 27,5 % à 10 %. Les exportations au-delà de ce seuil seront soumises au taux plein de 25 %. ¹⁰ Cela soulève une question cruciale : le secteur de l'automobile du Canada peut-il rester concurrentiel avec des droits de douane, disons de 10 %, appliqués au-dessus d'un certain seuil d'exportation ?

Bien que des changements de production à grande échelle soient peu probables à court terme, le Canada risque de perdre des investissements futurs dans l'automobile si la question des droits de douane n'est pas clarifiée. Ce souci a été amplifié par le déclin du secteur à long terme. De 2000 à 2023, la production au Canada a chuté de près de 3 millions à 1,5 million de véhicules – une baisse beaucoup plus abrupte qu'aux États-Unis. En revanche, la production automobile du Mexique a fait un bond pendant cette période. ¹¹

Production de véhicules automobiles en Amérique du Nord

Nombre de véhicules et pourcentage de variation entre 2000 et 2024



BNC Économie et Stratégie (données de l'International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

⁹ « Now starring Donald Trump in 'Steel, autos and Spider-Man: The Tariff War' », *Financial Post*, 7 mai 2025

¹⁰ « Trump's UK-US trade deal: what is Britain getting and what is it giving away? », *The Telegraph*, 8 mai 2025

¹¹ « Donald Trump's attack on Canada's auto sector will still leave many casualties », *Globe & Mail*, 28 mars 2025

La fixation de D. Trump sur l'agriculture

L'importance de l'agriculture dans les discussions entre les États-Unis et le Royaume-Uni laisse penser que ce secteur sera un sujet central dans les négociations commerciales entre le Canada et son voisin. Certains commentateurs ont parlé d'un troc de vaches contre des voitures : des importations de voitures vers les États-Unis sont désormais possibles à un taux plus faible en échange d'exportations accrues de produits agricoles américains vers le Royaume-Uni.

Le système de gestion de l'offre du Canada, qui impose des droits de douane pouvant atteindre 300 % sur les produits laitiers, la volaille et les œufs une fois les quotas dépassés, sera sans doute un sujet de discussion clé. En vertu de l'ACEUM, négocié en 2018, le Canada a donné accès aux États-Unis à environ 3,6 % de son marché de produits laitiers en vertu de nouveaux quotas régis par des droits de douane, ainsi qu'un accès illimité aux marchés de la volaille et des œufs. Bien que ces droits de douane ne s'appliquent qu'aux exportations américaines dépassant les seuils fixés, ce qui ne s'est jamais produit encore à ce jour, Trump continue de prioriser le démantèlement du système de gestion de l'offre.¹² Il faut se rappeler que, lors des négociations de 2018, cet effort avait reçu un fort soutien bipartisan aux États-Unis, ce qui signifie que le Canada pourrait être forcé de faire de nouvelles concessions à ce chapitre.

Comment la vision de D. Trump de la défense affectera le Canada

Aux yeux de l'administration Trump, ses alliés doivent accroître leurs dépenses de défense s'ils veulent avoir en partage les avantages du dispositif de sécurité des États-Unis et conserver leur accès au marché américain.

Bien que Donald Trump ait amplifié ces demandes, la frustration des Américains face à la réticence de leurs alliés à accroître leurs dépenses de défense ne date pas d'hier. Lors d'une allocution devant les dirigeants de l'OTAN en 2011, l'ancien secrétaire à la Défense Robert Gates exprimait des craintes semblables et mettait en garde contre les conséquences futures si les alliés ne tenaient pas compte de ce conseil :

« La dure réalité est qu'il y aura au Congrès des États-Unis – et dans le corps politique américain au sens large – un intérêt et une patience toujours moindres pour dépenser des fonds de plus en plus précieux au profit de nations qui semblent peu disposées à consacrer les ressources nécessaires ou à procéder aux changements qui s'imposent pour devenir des partenaires sérieux et compétents pour assurer leur propre défense. »

Le Canada a longtemps dérogé à la règle de l'OTAN qui impose de consacrer 2 % du PIB aux dépenses de défense, cette proportion n'atteignant que 1,37 % en 2024. Cependant, le premier ministre Mark Carney a récemment annoncé que le Canada atteindra la cible de 2 % d'ici la fin de cet exercice, soit cinq ans avant la date fixée. Pour remettre les choses dans leur contexte, l'année dernière, le directeur parlementaire du budget estimait que les dépenses de défense pour 2024-2025 totaliseraient 41 milliards \$. Il faudrait donc dépenser 20 milliards \$ de plus pour atteindre le seuil de 2 %.

Alors que le Canada atteint enfin tout juste l'objectif de dépenses de défense de l'OTAN de 2 %, Mark Rutte, secrétaire général de l'OTAN, hausse la barre en proposant de monter à 3,5 % du PIB au cours des sept prochaines années¹³, au moment même où le gouvernement canadien fait face à plusieurs priorités budgétaires concomitantes, notamment des promesses de baisses d'impôts, des investissements en infrastructures et la nécessité de s'assurer le soutien d'autres partis pour faire adopter le budget dans un parlement minoritaire. Tout cela alors que le pays est au bord d'un ralentissement économique potentiel.

En outre, compte tenu du fait que les dépassements de coûts sont monnaie courante dans l'armée, le Canada risque d'obtenir moins en valeur qu'il ne l'espère des dépenses de défense supplémentaires. Pour ne citer qu'un exemple, la Stratégie nationale de construction navale, lancée en 2010, est devenue une coûteuse débâcle. Le programme de frégates devrait coûter à lui seul \$85 milliards – plus du triple de l'estimation initiale – et le premier vaisseau n'est pas attendu avant 2035.¹⁴

La menace libérale du F-35 n'est-elle qu'une tactique de négociation?

En réponse aux nouvelles menaces de droits de douane de M. Trump, le premier ministre Carney a annoncé avant l'élection fédérale d'avril que le Canada réexaminerait sa commande de 88 avions de chasse F-35. Le pays n'est légalement obligé d'acheter que les 16 premiers appareils.

Le Canada avait d'abord sélectionné le F-35 en 2010, avant de réexaminer sa décision. Après un processus d'achat qui aura duré 13 ans, le F-35 a de nouveau été choisi en 2023.¹⁵ Choisir aujourd'hui un avion de chasse qui ne serait pas américain entraînerait d'importants retards, ferait monter les coûts et se solderait par l'exploitation de deux flottes distinctes. Compte tenu de ces contraintes, le réexamen annoncé est largement vu comme une tactique de négociation qui se terminera par l'achat par le Canada de plus de F-35 et d'autres équipements militaires américains en échange de concessions commerciales.

La taxe sur les services numériques du Canada dans le collimateur de l'administration Trump

Le vaste projet de loi finances adopté par la Chambre des représentants et actuellement débattu au Sénat américain – que le président Trump qualifie de « grand et beau projet de loi » – pourrait engendrer une hausse des impôts pour les sociétés et les caisses de retraite canadiennes ayant des activités aux États-Unis. Il cible les pays qui imposent des taxes jugées injustes pour les entreprises des États-Unis. La taxe sur les services numériques du Canada est souvent pointée du doigt par l'administration Trump. Si cette attitude de l'administration américaine est peut-

¹² « As Carney prepares to engage with Trump, fate of CUSMA hangs in the balance », *Financial Post*, 2 mai 2025

¹³ « NATO chief seeks defence spending at 5% of GDP by 2032 », *AFP*, 9 mai 2025

¹⁴ « Canada vs. Italy: Guess which is better at military procurement? » *Globe & Mail*, 6 juin 2025

¹⁵ « Trimming F-35 order could antagonize Trump as security and trade talks get under way », *Globe & Mail*, 1^{er} mai 2025

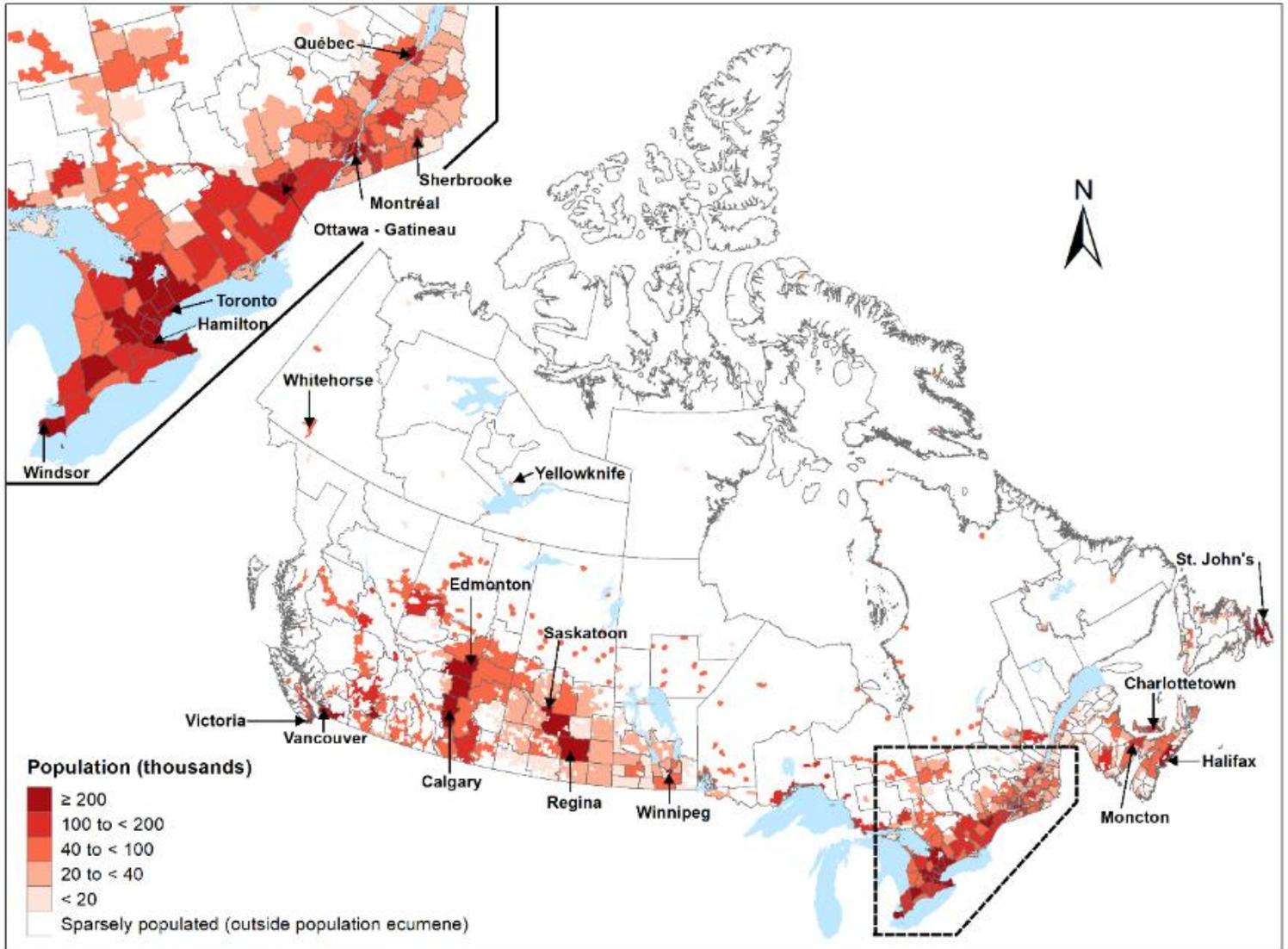
être plus une tactique de négociation qu'une véritable politique – puisque sa mise en application contredirait l'objectif du président d'attirer des investissements aux États-Unis –, le Canada péchera sans doute par excès de prudence et révoquera sa taxe.

Les contraintes de la géographie

Le Canada devrait poursuivre la diversification de ses exportations, mais les obstacles à surmonter sont importants. Ils ont été soulignés récemment par Philip Cross, ex-économiste en chef de Statistique Canada : « L'essentiel du commerce international se fait au sein de trois blocs régionaux – l'Asie du Sud-est, l'Europe et l'Amérique du Nord. La proximité géographique est cruciale, et une grande partie du commerce international représente le mouvement de produits entre des sociétés appartenant à une même chaîne d'approvisionnement. »¹⁶

Dans notre cas, le plus grand marché mondial est à notre porte. De plus, selon Statistique Canada, « [e]n 2021, deux Canadiens sur trois (66 %) vivaient à moins de 100 kilomètres de la frontière méridionale entre le Canada et les États-Unis. »¹⁷

Population distribution as of July 1, 2022, by census division, Canada



Source: Statistics Canada, Centre for Demography.

¹⁶ « Canada Can Beat Trump's Tariffs by Waiting Them Out », *Wall Street Journal*, 19 mars 2025

¹⁷ « Le Canada et les États-Unis : une relation unique, en chiffres », Statistique Canada, mars 2023

De plus en plus de pays suivent le mouvement du rapatriement de leurs chaînes d'approvisionnement

L'autre défi que doit relever le Canada alors qu'il diversifie son commerce international est la tendance mondiale des pays à rapatrier leurs chaînes d'approvisionnement. En voici quelques exemples.

- Union européenne : Plan industriel du pacte vert et autonomie stratégique européenne
- Chine : Fabriqué en Chine 2025 et Normes chinoises 2035
- Inde : Fabrication en Inde et *Atmanirbhar Bharat* (Inde autonome)
- Brésil : *Nova Indústria Brasil* (Industrie nouvelle du Brésil)
- États-Unis : *Inflation Reduction Act* et droits de douane Trump

Ainsi, même si l'UE n'atteint pas son objectif de produire 90 % de ses batteries pour véhicules électriques en son sein d'ici 2030, il restera très difficile d'exporter des VÉ avec des composantes de batteries de fabrication canadienne vers l'Europe.¹⁸

Conclusion

Dans une conjoncture très difficile pour le Canada, la suspension ou l'annulation par le président Trump de bon nombre de ses droits de douane représentait une petite dose de bonnes nouvelles. Par exemple, après avoir imposé une taxe de 25 % sur tous les produits canadiens, il a rapidement accordé une exemption pour la plupart de ceux qui sont conformes aux règles d'origine de l'ACEUM. (Les exemptions notables restent celles des automobiles, de l'acier et de l'aluminium.) Cela permet à la vaste majorité des exportations canadiennes d'entrer aux États-Unis libres de droits.¹⁹ D'autres suspensions ou annulations pourraient suivre à mesure que montent les craintes pour l'économie et qu'approchent les élections de mi-mandat, les républicains essayant de conserver leur faible majorité au Congrès.

Dans l'examen de la longévité de bon nombre des droits de douane de M. Trump, il est important de noter que, si le président a remporté une victoire solide à l'élection de 2024, ce n'était pas un raz-de-marée. Il n'a obtenu que 49,8 % des suffrages, à peine 1,5 point de pourcentage de plus que la candidate démocrate.

Il y a des chances que les administrations américaines futures, républicaines ou démocrates, adoptent une approche moins protectionniste à l'égard du Canada, pourvu que le Canada s'aligne sur les positions des États-Unis en matière de droits de douane et de priorités géopolitiques. Cependant, un retour au degré de libre-échange des dernières décennies est peu probable. Bien que l'engouement de Donald Trump pour les droits de douane soit sans précédent, le soutien aux mesures protectionnistes a pris de l'ampleur dans les deux partis, particulièrement à l'égard de la Chine. Le président Biden avait maintenu un grand nombre de droits de douane de D. Trump, alors son prédécesseur, et les avait étendus dans des secteurs clés. Sa loi intitulée *Inflation Reduction Act* a injecté des centaines de milliards de dollars de subventions dans des secteurs préférentiels, obligeant le Canada et d'autres pays à augmenter leurs propres subventions pour rester concurrentiels.

De plus, une fois que des droits de douane sont en place, les industries qui en profitent font souvent pression pour en maintenir un certain nombre en place. On peut citer l'exemple de la taxe de 25 % sur les camions européens imposée en 1964 et qui est toujours en vigueur.

Enfin, les liens économiques et politiques profonds du Canada avec les États-Unis laissent peu de place à des différences de politique majeures dans des domaines tels que le commerce, la défense et la réglementation. Tout comme les petits pays voisins de la Chine ou les États membres plus petits de l'Union européenne qui s'alignent sur les pouvoirs régionaux dominants, le Canada emboîte souvent le pas à Washington. Par exemple, sous Joe Biden, le Canada a répliqué les décisions américaines en imposant des droits de douane de 100 % sur les véhicules électriques chinois et une taxe de 25 % sur l'acier et l'aluminium en provenance de la Chine. L'élimination de ces droits compromettrait gravement l'accès au marché américain. Cette tendance se maintiendra probablement en cette époque de montée du protectionnisme, de rapatriement des chaînes d'approvisionnement et d'intensification des rivalités mondiales.

Conclusion : Le premier ministre Carney doit convaincre le président Trump que le Canada est un maillon essentiel dans la chaîne d'approvisionnement des États-Unis alors que le pays rebâtit sa base industrielle, confronté à la hausse des coûts de l'énergie et à des défis logistiques.

¹⁸ « Europe's battery makers seek a different growth path after Northvolt's collapse », *Financial Times*, 28 avril 2025

¹⁹ « Canada's economy in flux as Trump starts cutting tariff deals », *Globe & Mail*, 16 mai 2025



Abonnez-vous à nos publications : BNCEconomieetStrategie@bnc.ca – Pour nous joindre : 514 879-2529

Général : Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada : FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

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

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

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK : En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que 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 FBN.