

# Comment le resserrement de l'emprise de Xi Jinping sur la Chine et la rivalité des superpuissances redessinent le paysage géopolitique

Par Angelo Katsoras

## Table des matières

Introduction .....	1
Le déclin du secteur privé en Chine .....	1
Pourquoi la Chine est-elle intervenue contre certaines parties du secteur de la TI? .....	2
Augmentation du contrôle par l'étude obligatoire des pensées du président Xi .....	2
Les sociétés d'État établissent de plus en plus de milices.....	2
Des espions étrangers partout .....	3
La sécurité nationale s'étend à la critique de l'économie chinoise.....	4
Les sociétés occidentales sont souvent en concurrence avec l'État chinois .....	4
Pour contourner les droits de douane américains, la Chine passe par des pays intermédiaires .....	5
Le Canada et l'UE vont probablement aussi augmenter les droits de douane.....	5
Conclusion.....	6

## Introduction

Depuis son entrée en fonction en 2012, le président Xi Jinping a resserré l'emprise du Parti communiste sur la société chinoise en étendant le contrôle de l'État sur l'économie et en renforçant l'appareil sécuritaire. Cette campagne à deux axes a contribué à la détérioration des relations avec les États-Unis et l'Occident, chacun accusant l'autre de fausser le jeu de la concurrence pour les entreprises étrangères sur ses marchés.

Résultat, l'Occident (États-Unis en tête) et la Chine ont accéléré les efforts pour désaccoupler partiellement leurs chaînes d'approvisionnement dans des domaines clés.

## Le déclin du secteur privé en Chine

L'un des principaux objectifs du président Xi est de limiter l'influence du secteur privé. Il le met en œuvre en partie en forçant un nombre croissant de fusions entre des sociétés publiques et privées. Selon Fitch Ratings, de 2019 à 2021, chaque année, en moyenne 50 entreprises d'État ont acquis une participation de contrôle dans des sociétés privées cotées en bourse, contre moins de 10 en 2017.<sup>1</sup>

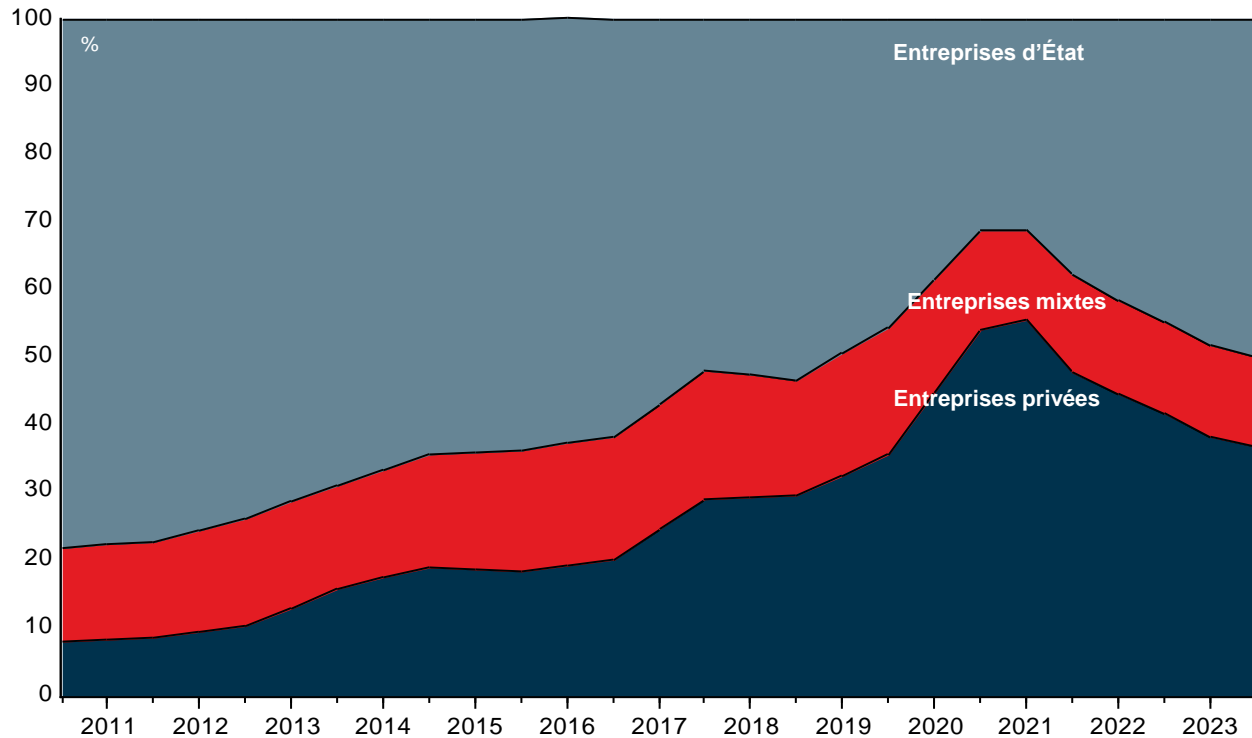
En conséquence, la part de la capitalisation boursière totale des entreprises privées parmi les 100 plus grandes sociétés cotées de la Chine a chuté d'un point culminant à la mi-2021 de 55% à 37% à la fin de 2023.<sup>2</sup> On entend par sociétés privées les entreprises dont moins de 10% appartiennent à l'État, alors que celles avec un contrôle gouvernemental de 10% à 50% font partie de la catégorie des entreprises mixtes.

<sup>1</sup> « China's State-Owned Entities Boost Investments in Private Companies », Fitch Ratings, 3 juillet 2022

<sup>2</sup> « Share of China's top companies in the private sector continued to steadily decline in 2023 », Peterson Institute for International Economics, 18 janvier 2024

## La part du privé baisse parmi les 100 premières sociétés cotées en Chine

Pourcentage de la capitalisation boursière au 31 décembre 2023



FBN Économie et Stratégie (données du [Peterson Institute for International Economics](#))

## Pourquoi la Chine est-elle intervenue contre certaines parties du secteur de la TI?

À partir de 2020, les autorités chinoises ont infligé de lourdes amendes et imposé une réglementation stricte aux géants du commerce électronique comme Alibaba et Tencent. Le gouvernement a invoqué des motifs de sécurité des données et des pratiques anticoncurrentielles à l'appui de sa répression sévère, mais nous croyons qu'un autre motif crucial était d'empêcher l'émergence de centres de pouvoir qui pourraient un jour remettre en question le contrôle absolu du Parti communiste. En termes simples, les autorités chinoises ne veulent à aucun prix que des entreprises du pays acquièrent un niveau d'influence qui se rapprocherait le moins de celui de leurs semblables en Occident. Le Parti communiste est aussi fortement opposé à ce que ces sociétés aient accès à plus de données sur les citoyens chinois que n'en a en fait l'État.

## Augmentation du contrôle par l'étude obligatoire des pensées du président Xi

Les opinions et réflexions du président Xi sur les questions politiques, sociales et économiques exprimées dans ses écrits et ses discours sont connues sous le nom de Pensée Xi Jinping. En 2018, ses vues ont été officiellement intégrées dans la constitution du pays.

Jusqu'à récemment, seuls les membres du Parti communiste et les représentants de l'État étaient tenus d'étudier la Pensée Xi Jinping. Cette étude est maintenant aussi obligatoire pour le personnel des entreprises d'État et privées. Cela comprend l'envoi de cadres supérieurs dans des centres d'apprentissage externes.<sup>3</sup>

La Pensée Xi Jinping fait aussi partie du programme d'enseignement du système d'éducation (du primaire à l'université) depuis 2021.

## Les sociétés d'État établissent de plus en plus de milices

Autre indication de la concentration accrue de Pékin sur la sécurité nationale : les entreprises d'État ont reçu ordre de former des unités militaires de réserve composées de leurs propres effectifs. Un article du *Financial Times* a révélé que des douzaines de ces entreprises ont établi de telles milices au deuxième semestre de 2023.<sup>4</sup> Ces unités servent de forces de réserve pour l'armée chinoise, prêtes à être déployées pour des tâches dans divers domaines, allant des catastrophes naturelles aux troubles civils.

La Banque industrielle et commerciale de Chine, le plus grand prêteur du pays, a été la première grande institution financière à établir une milice. La photo ci-dessous montre une cérémonie tenue dans une de ses succursales pour inaugurer la nouvelle unité de réserve de l'armée.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> « China state companies step up study of 'Xi Thought' in hard times », *Nikkei Asia Review*, 3 septembre 2023

<sup>4</sup> « Chinese companies revive Mao Zedong-era militias », *Financial Times*, 19 février 2024

<sup>5</sup> « ICBC Qinghai Sets up People's Armed Forces Department », *Caixian Global*, 26 avril 2024



Source : « ICBC Qinghai Sets up People's Armed Forces Department », Caixan Global, 26 avril 2024

## Des espions étrangers partout

Autre mesure reliée à la sécurité, le gouvernement utilise de grands panneaux d'affichage dans les rues des villes et les médias sociaux pour inciter la population à prendre garde aux espions étrangers. Le ministère de la Sécurité de l'État a aussi lancé récemment une bande dessinée intitulée « Groupe d'enquête spécial Shenyin ». Dans son premier numéro publié le 7 janvier, elle décrit l'arrestation et l'interrogation d'un homme blond soupçonné d'avoir enfreint la législation antiespionnage du pays.<sup>6</sup>



Source : « A comical effort by China's intelligence agency », *The Economist*, 11 janvier 2024

En 2023, le gouvernement chinois a élargi sa législation du contre-espionnage pour inclure le concept de « secrets du travail », un terme utilisé pour désigner des renseignements secrets non liés à l'État qui pourraient avoir des conséquences négatives s'ils fuyaient.<sup>7</sup> Cette loi, comme d'autres lois sur la sécurité, est assez vague pour s'appliquer à tout ce que le gouvernement considère comme une menace pour la sécurité nationale.

De plus, elle est adoptée alors que les milieux d'affaires étrangers sont déjà en alerte après une série de descentes de la police l'an dernier sur des sociétés de vérification diligente et de conseil, dont Mintz Group, Bain & Company et Capvision. Beaucoup d'investisseurs étrangers croient que le seul fait de recueillir des informations sur le marché pourrait être criminalisé.

Cette crainte a été soulignée par des informations selon lesquelles des inspecteurs de la qualité travaillant dans le secteur pharmaceutique ont refusé de se déplacer en Chine de peur de se faire arrêter pour espionnage. « Un grand nombre » d'inspecteurs d'Allemagne refusent tout voyage en Chine par crainte d'une arrestation, selon l'association allemande des fabricants de médicaments.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> « A comical effort by China's intelligence agency », *The Economist*, 11 janvier 2024

<sup>7</sup> « China expands scope of "State Secrets" law in security push », 28 février 2024

<sup>8</sup> « Pharma groups warn of supply crunch over China spying law », *Financial Times*, 21 avril 2024

## La sécurité nationale s'étend à la critique de l'économie chinoise

En voici quelques exemples :

- En août 2023, la plateforme immobilière chinoise Beike a publié des excuses après la publication d'un rapport indiquant que 12% des appartements résidentiels achevés dans les 28 plus grandes villes de la Chine étaient inoccupés. Comme punition pour cette « indiscretion », Beike s'est vu interdire de publier des prix de transactions passées.<sup>9</sup>
- En décembre, Liu Jipeng, doyen de l'Université des Sciences politiques et de droit de la Chine à Pékin, a évoqué les difficultés que rencontrent les investisseurs en raison de la prévalence d'institutions non éthiques. Son compte dans un média social, qui avait plus de 700,000 abonnés, a par la suite été interdit.<sup>10</sup>
- Weibo, la principale plateforme de microblogage de la Chine, a récemment mis ses utilisateurs en garde contre la publication de contenu négatif au sujet de l'économie.<sup>11</sup>

En fait, même avant ses interventions contre des nouvelles économiques négatives, la Chine publiait de moins en moins de données reliées à l'économie.



Source : « China's GDP blackout isn't fooling anyone », *Financial Times*, 21 octobre 2022

## Les sociétés occidentales sont souvent en concurrence avec l'État chinois

L'augmentation de l'intervention du gouvernement s'est aussi soldée par l'injection de plus de fonds publics dans des secteurs clés comme ceux des véhicules électriques (VÉ) et des panneaux solaires. Cela a exacerbé la surcapacité de production du pays. Un article à la fin de 2023 dans le *New York Times* soulignait l'ampleur du problème : « La Chine a déjà construit assez d'usines de panneaux solaires pour couvrir les besoins du monde entier. Elle a construit assez d'usines automobiles pour fabriquer toutes les voitures vendues en Chine, en Europe et aux États-Unis. »<sup>12</sup>

Interrogé à propos du problème de surcapacité lors de son voyage en Europe au début de mai, le président Xi a répondu que « le prétendu problème de surcapacité de la Chine n'existe pas ».

L'important soutien financier du gouvernement aux entreprises dans les industries mentionnées précédemment place souvent les sociétés étrangères en concurrence directe non seulement avec les entreprises chinoises, mais essentiellement avec le Parti communiste lui-même. En 2023, on a appris que 22% des sociétés industrielles de la Chine travaillent à perte.<sup>13</sup> Sans le soutien crucial de l'État, beaucoup auraient déjà été forcées de fermer les portes.

<sup>9</sup> « Sliding Beijing home prices spur alarm in China's property sector », *Financial Times*, 20 décembre 2023

<sup>10</sup> « China's Censorship Dragnet Targets Critics of the Economy », *New York Times*, 31 janvier 2024

<sup>11</sup> « China asks bloggers to stop badmouthing the economy », *Financial Review*, 15 décembre 2023

<sup>12</sup> « More Semiconductors, Less Housing: China's New Economic Plan », *New York Times*, 6 novembre 2023

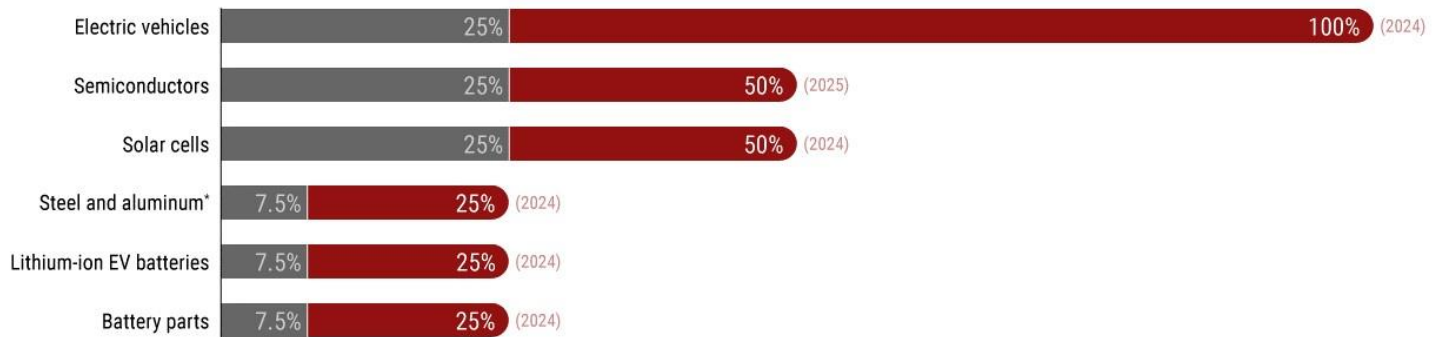
<sup>13</sup> « The mind-bending new rules for doing business in China », *The Economist*, 3 avril 2024



En 2019, le Center for Strategic and International Studies révélait que les subventions de la Chine à divers secteurs s'élevaient à \$250 milliards, presque trois fois les \$84 milliards distribués aux États-Unis. En pourcentage du PIB, les subventions de la Chine représentaient plus de quatre fois celles accordées aux États-Unis (1.73% contre 0.39%).<sup>14</sup>

Les États-Unis, qui veulent éviter une répétition de ce qui s'était passé au début des années 2000 où un afflux de produits bon marché a provoqué la fermeture de nombreuses usines, ont initialement réagi en injectant massivement des fonds dans des secteurs clés. Plus récemment, ils ont considérablement augmenté les droits de douane, comme l'illustre le graphique ci-dessous.

## Tariff Increases on Chinese Imports, May 14, 2024



\* certain steel and aluminum products under Section 301

Source: The White House

© 2024 Geopolitical Futures ®

Si ces droits éliminent tout espoir des constructeurs de VÉ chinois de pénétrer le marché américain, ils augmentent aussi les coûts pour les constructeurs automobiles des États-Unis qui comptent sur des pièces chinoises. Par exemple, le modèle le moins cher de Tesla, le Model 3 standard, est fabriqué en Californie avec des batteries d'origine chinoise. Et cela ne tient pas compte de l'impact financier des représailles chinoises.

Cette situation place les États-Unis et une grande partie de l'Occident dans une situation difficile. D'une part, la réduction de la dépendance des chaînes d'approvisionnement pour l'énergie verte de la Chine augmentera les coûts et les délais pour atteindre les objectifs de décarbonation. D'autre part, agir pour atteindre ces objectifs rapidement entraîne une dépendance exagérée d'un rival géopolitique clé.

## Pour contourner les droits de douane américains, la Chine passe par des pays intermédiaires

Les États-Unis seront forcés d'imposer de nouveaux droits de douane pour bloquer l'entrée indirecte de produits chinois par l'intermédiaire d'autres pays. Cet enjeu a été souligné dans une lettre récente au Commissaire au commerce des États-Unis du House Select Committee on the Chinese Communist Party : « Les États-Unis doivent aussi être prêts à affronter les vagues prochaines de véhicules [chinois] qui seront exportés par d'autres partenaires commerciaux, comme le Mexique, alors que les constructeurs [chinois] cherchent à établir stratégiquement des activités en dehors de la Chine. »<sup>15</sup>

Cette situation entraîne un jeu du chat et de la souris. La Chine cherche à circonvier les restrictions à l'exportation en redirigeant ses marchandises par des pays intermédiaires (où elle entreprend souvent une production d'assemblage final mineure), alors que les États-Unis et certains autres pays occidentaux réagissent avec de nouveaux droits de douane pour empêcher ces exportations détournées de pénétrer leurs marchés. Cela finit par ajouter des étapes et de la complexité aux chaînes d'approvisionnement sans nécessairement en améliorer la résilience.

## Le Canada et l'UE vont probablement aussi augmenter les droits de douane

Comme le Canada a des droits de douane extrêmement bas sur les VÉ chinois (environ 6%), il pourrait voir dévier une plus grande partie de ces véhicules vers lui.<sup>16</sup> Cela pourrait réduire le rendement que les divers paliers de gouvernement attendent des milliards de dollars qu'ils ont promis à des fabricants étrangers de voitures et de batteries pour qu'ils viennent s'établir au Canada. Par conséquent, le Canada sera probablement forcé d'augmenter les droits de douane sur ces VÉ. De la même manière, il est probable que l'Union européenne hausse ses droits de douane de 10% sur les VÉ fabriqués en Chine, qui y représentent déjà un quart du marché (ce qui comprend des marques occidentales fabriquées en Chine).<sup>17</sup>

Certains analystes ont estimé que la Chine pourrait réduire les tensions commerciales en émulant la stratégie de construction d'usines du Japon dans les années 1980. Il est cependant important de noter que, contrairement au Japon, la Chine est considérée comme un rival géopolitique. Cela crée un environnement plus hostile pour les sociétés chinoises aux États-Unis.

<sup>14</sup> « Finding a way to manage China's protectionism in procurement », *Japan Times*, 16 mars 2023

<sup>15</sup> U.S. House Select Committee on the Chinese Communist Party, 7 novembre 2023

<sup>16</sup> « Joe Biden's new China tariffs put Canada in a bind on electric vehicles », *Globe & Mail*, 16 mai 2024

<sup>17</sup> « Biden outdoes Trump with ultra-high China tariffs », *The Economist*, 14 mai 2024

En ce qui concerne les pays non occidentaux, les perspectives de la Chine sont contrastées. Elle pourrait bien réussir à construire davantage d'usines dans ces régions, mais le transfert de la production à l'étranger implique des coûts d'exploitation plus élevés comparativement à la production intérieure. De plus, d'autres pays adoptent les pratiques de l'occident en restreignant certaines importations en provenance de la Chine. Par exemple, l'Inde a récemment interdit l'utilisation de panneaux solaires fabriqués en Chine dans des projets subventionnés par l'État.

## Conclusion

La marche de la Chine vers un plus grand contrôle de l'État sur son économie et son insistance de plus en plus grande sur la sécurité nationale, ainsi que la détérioration des relations avec les États-Unis et des pays occidentaux, ont intensifié les efforts de toutes les parties pour restructurer les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Cependant, la reconfiguration de ces chaînes pour des raisons géopolitiques, plutôt que par souci d'une plus grande efficacité, implique que des chaînes d'approvisionnement plus petites seront créées dans des régions aux coûts plus élevés. Par conséquent, ce qui sera gagné en termes de sécurité nationale sera perdu en termes d'efficacité et d'économies d'échelle.

Il est aussi important de noter qu'il a fallu des décennies aux chaînes d'approvisionnement en Chine pour se perfectionner. Les transférer dans d'autres régions implique la formation de travailleurs, la reconstruction de chaînes d'approvisionnement locales et le règlement des questions de qualité. Voilà quelques-unes des difficultés auxquelles achoppent les efforts américains pour rapatrier la fabrication de panneaux solaires de la Chine, qui contrôle plus de 80% du processus de production mondial à chaque étape. Cette difficulté s'étend aussi au secteur de l'affinage du lithium, dans lequel la Chine contrôle plus de 70% de la capacité mondiale. Selon l'Oxford Institute for Energy Studies, il coûte trois à quatre fois plus cher de construire une usine d'affinage de lithium en dehors de la Chine.<sup>18</sup>

Cela oblige impérativement les investisseurs à évaluer la capacité des sociétés en question d'augmenter les prix suffisamment pour compenser la hausse des coûts de production. Si ces sociétés n'ont pas la latitude nécessaire pour ajuster les prix, l'attention devrait se porter sur leur capacité de faire pression pour obtenir l'appui des gouvernements sous forme de tarifs douaniers ou de subventions.

Plus les tensions entre les États-Unis et la Chine augmenteront, plus il sera difficile pour les sociétés de secteurs clés de faire face à ce clivage politique, puisque le respect de la réglementation américaine pourrait entraîner une infraction à la loi chinoise et vice versa.

Par conséquent, malgré les efforts des sociétés pour créer des chaînes d'approvisionnement séparées afin d'éviter les sanctions, beaucoup de sociétés américaines et chinoises très dépendantes du marché de l'autre pays dans des secteurs réputés stratégiques perdront immanquablement des parts de marché à long terme. Le secteur des semi-conducteurs en est un bon exemple : La Chine augmente sa capacité dans ce secteur tandis que les États-Unis interdisent la vente de toute technologie avancée liée aux semi-conducteurs à la Chine.

Enfin, les initiatives de la Chine pour prendre davantage le contrôle de l'économie et de la société en général peuvent aussi être vues comme un défi à l'orthodoxie intégrée de longue date par l'Occident selon laquelle un pays ne peut pas devenir riche sans d'abord devenir démocratique et réduire le contrôle de l'État sur l'éducation et l'économie. Un camp voit la démocratie et le libre marché comme essentiels à la prospérité, alors que l'autre considère le parti unique et le contrôle de l'État comme déterminants pour la croissance économique.

<sup>18</sup> « Lithium price volatility: where next for the Market? », The Oxford Institute for Energy Studies, février 2024



**Inscrivez-vous à nos publications : [FBN.EconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:FBN.EconomieetStrategie@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 vendeurs ou acheteurs 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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.