

Le Canada devrait-il adopter le modèle norvégien pour sa transition vers l'énergie verte?

Par Angelo Katsoras et Baltej Sidhu (analyste ESG)

Le Canada, tout comme la Norvège, est un grand producteur de pétrole et de gaz naturel et engage des efforts importants pour assurer la transition de son économie vers un avenir plus vert.

Cependant, contrairement au Canada, la Norvège est parvenue à un large consensus dans sa classe politique et, plus généralement, au sein de sa population, pour appliquer un modèle qui vise à accroître la production de certains combustibles fossiles afin de financer la transition vers une énergie plus propre.

Après analyse du modèle norvégien, nous pensons que le Canada devrait s'inspirer de ce pays et tenter de se rallier le soutien politique et social nécessaire pour développer une stratégie semblable. Cependant, il ne faut pas négliger de prendre en compte les caractéristiques particulières de l'économie canadienne pour mettre en œuvre une telle stratégie, surtout en ce qui a trait aux secteurs de l'exploitation minière et de l'agriculture. Si leur empreinte carbone est relativement importante, ces secteurs sont vitaux à la fois pour la transition mondiale vers une énergie verte et pour la sécurité alimentaire.

Norvège, le paradoxe énergétique

En bien des aspects, la Norvège a fait des progrès substantiels pour évoluer vers une économie plus verte. Elle tire environ 95% de sa production électrique de l'énergie hydraulique, le reste provenant d'autres énergies renouvelables.

La Norvège est aussi un chef de file mondial dans la transition vers les véhicules électriques (VÉ). En 2022, 20% de son parc automobile et 80% des nouveaux véhicules vendus étaient des VÉ.¹ La Norvège exige que tous les véhicules neufs vendus soient à émission zéro d'ici 2025.

Pour réduire davantage les gaz à effet de serre (GES), la Norvège a commencé à remplacer l'essence et le carburant diesel par l'électricité pour alimenter sa production industrielle et d'hydrocarbures.

Enfin, la Norvège s'est fixé l'objectif ambitieux de réduire ses propres émissions de GES de 55% par rapport à son niveau de 1990 d'ici 2030. L'objectif ultime étant une réduction de 90% à 95% par rapport au niveau de 1990.

En même temps, la Norvège est l'un des plus grands exportateurs de pétrole et de gaz naturel

La Norvège est le septième producteur de gaz naturel au monde, couvrant 3% de la demande mondiale de gaz.² Elle fournit également environ 2% du pétrole consommé dans le monde, produisant environ 2 millions de barils par jour. Depuis le début de la guerre en Ukraine, la Norvège a supplanté la Russie comme principale source d'approvisionnement en gaz de l'Europe, dont elle comble un tiers des besoins. Environ 90% de sa production de pétrole et de gaz sont envoyés à l'étranger. Le pétrole et le gaz représentent plus de la moitié de la valeur des exportations du pays.³

En janvier, le gouvernement a offert aux sociétés énergétiques 92 blocs d'exploration extracôtiers, un record, ce qui représente une hausse substantielle par rapport aux 28 de 2022.⁴ On estime que cet investissement est nécessaire pour contrebalancer la baisse de la production de champs plus anciens.

En 2021, l'Union européenne a critiqué la Norvège qui avait refusé de soutenir sa demande d'un moratoire sur l'extraction de combustibles fossiles dans l'Arctique. Aujourd'hui, l'UE est dépendante du gaz de cette région.

En 2022, la Norvège a tiré environ US\$161 milliards (soit environ 33% de son PIB) de la production de pétrole et de gaz, une hausse de 150% par rapport à 2021.⁵

¹ « This chart shows how Norway is racing ahead on EVs », World Economic Forum, 6 janvier 2023

² « Norway 2022: executive summary », International Energy Agency

³ « Exports of oil and gas », Norwegian Petroleum 2023

⁴ « Norway plans to offer record number of Arctic oil, gas exploration blocks », Reuters, 24 janvier 2023

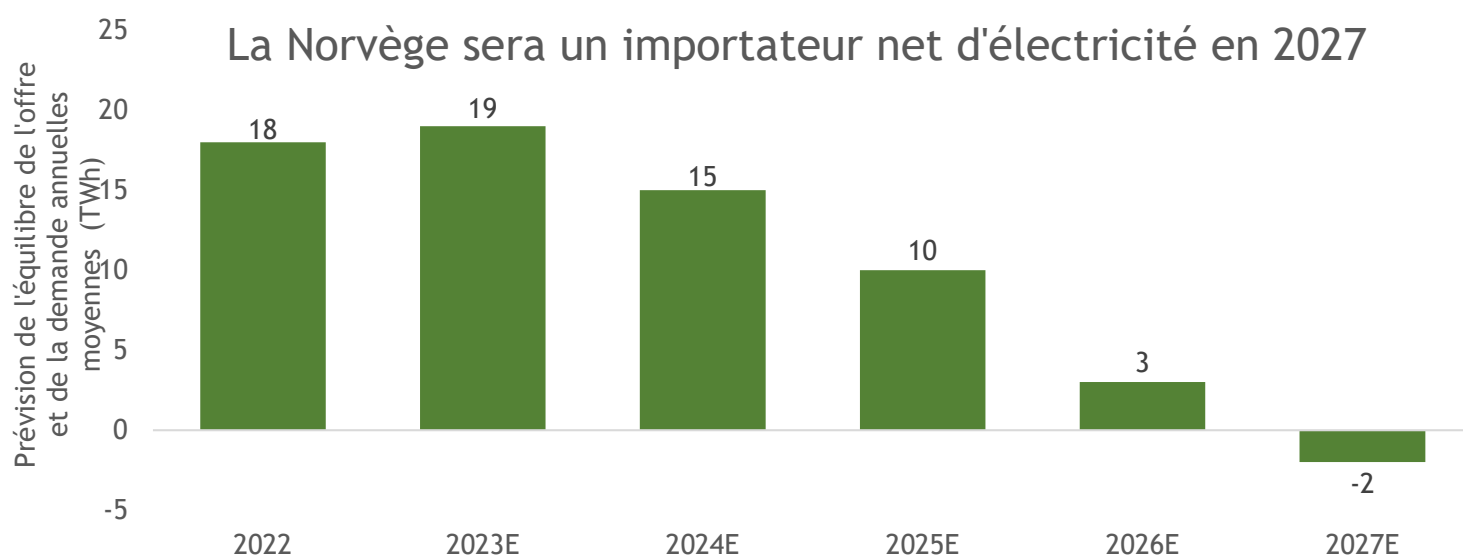
⁵ « Welcome to a new era of petrodollar power », *The Economist*, 9 avril 2023

Le gouvernement avance que toute réduction de la production de pétrole et de gaz entraînerait un remplacement par des exportations de pays dont l’empreinte carbone est bien plus grande. Il souligne également que, contrairement à nombre d’autres grands exportateurs de pétrole et de gaz, la Norvège est une démocratie qui respecte profondément les droits de l’homme.

Toutefois, la Norvège peine à atteindre ses objectifs d’énergie verte. Différentes études, dont certaines commandées par le gouvernement, estiment que le pays ne devrait réduire ses émissions de GES que d’environ 25% d’ici 2030, loin de son objectif de 55%.⁶

Des obstacles sur le front de l’électricité

Le projet de la Norvège de remplacer progressivement les combustibles fossiles par l’électricité pour alimenter sa production industrielle et sa production pétrolière et gazière, risque de faire basculer le pays du statut d’exportateur net d’électricité à importateur net d’ici 2027, selon la société nationale d’exploitation du réseau électrique.⁷ Bien que la Norvège espère développer de façon significative ses capacités de production d’énergie éolienne extracôtière d’ici 2040, elle n’a encore délivré aucun permis à cet effet. Parallèlement, les projets éoliens terrestres suscitent une opposition dans tout le pays.⁸



Source : FBN, « In big power producer Norway, plans for greener industry meet resistance », Reuters, 3 mars 2023

Les exportations énergétiques permettent à la Norvège de financer massivement sa transition vers l’énergie verte

Les subventions dont bénéficient les acquéreurs de véhicules électriques ne sont qu’un exemple. La Norvège impose de lourds droits à l’importation et d’importantes taxes à l’immatriculation des véhicules, ce qui rend ces achats bien plus chers que dans la plupart des autres pays. En levant ces droits et taxes pour les VÉ, la Norvège subventionne de fait ces achats dans une mesure inaccessible à de nombreux autres pays. En outre, les propriétaires de VÉ en Norvège bénéficient de places de stationnement gratuites, de péages réduits sur les routes régionales et de stations de charge moins chères.⁹

Les subventions liées à l’achat d’un VÉ ont été estimées à US\$25,000 par véhicule en 2022.¹⁰ En outre, les taxes sur l’essence sont parmi les plus élevées au monde, tandis que les taxes sur l’électricité sont très faibles.

À compter de cette année, cependant, le gouvernement supprime progressivement certaines aides financières. Parmi celles-ci, l’exemption de TVA de 25% sur les VÉ neufs ne s’applique plus qu’à la première tranche de 500,000 couronnes norvégiennes (soit environ US\$47,000) du prix d’achat.¹¹ Le gouvernement espère que cela n’affectera pas excessivement la demande de VÉ, car leur adoption a atteint une masse critique.

⁶ « Norway’s embrace of the petrostate paradox sets example for Canada’s ‘just transition’ promise », *The Globe and Mail*, 17 février 2023

⁷ « In big power producer Norway, plans for greener industry meet resistance », Reuters, 3 mars 2023

⁸ « Norway energy commission urges haste in power expansion », Reuters, 1^{er} février 2023

⁹ « This chart shows how Norway is racing ahead on EVs », World Economic Forum, 6 janvier 2023

¹⁰ « Bjorn Lomborg: The muddled reality of electric cars », *Financial Post*, 1^{er} décembre 2022

¹¹ « Norwegian EV policy », Norsk, 2023

Par comparaison, le gouvernement fédéral canadien offre jusqu'à \$5,000 en remboursements d'impôt pour l'achat d'un VÉ. Pour être admissible, le prix au détail du constructeur ne doit pas dépasser \$55,000 par véhicule de tourisme et \$60,000 pour les familiales, les camionnettes et les minifourgonnettes. Les provinces offrent elles aussi des incitatifs. Ceux-ci fluctuent entre \$4,000 par véhicule en Colombie-Britannique et \$7,000 au Québec.¹²

Le fonds souverain de Norvège

Les revenus tirés de l'exploitation pétrolière et gazière ont également permis au fonds souverain de Norvège d'atteindre US\$1,300 milliards, un montant extraordinaire pour un pays de seulement 5 millions d'habitants. Le gouvernement ponctionne les revenus annuels du fonds pour financer environ 20% du budget de l'État.¹³

Des leçons pour le Canada

La Norvège et le Canada ont beaucoup en commun. Les deux pays ont un réseau électrique largement vert et sont de grands producteurs de combustibles fossiles. Le Canada est le quatrième producteur mondial de pétrole (4.6 millions b/j) et le sixième de gaz naturel.¹⁴ L'hydroélectricité, le nucléaire et l'éolien représentent respectivement 61%, 12% et 6% de son électricité. En 2021, le pétrole et le gaz naturel comptaient pour environ 20% des exportations canadiennes.

Selon nous, le gouvernement canadien devrait emboîter le pas à la Norvège et faire du soutien à la production de pétrole et de gaz une priorité en utilisant les normes environnementales les plus élevées afin de financer la transition vers l'énergie verte qui s'étalera sur des décennies.

Comme en Norvège, cela permettrait à l'industrie pétrolière et gazière du Canada de remplacer en partie le pétrole et le gaz produit par des pays qui pratiquent un faible contrôle ou aucun contrôle réglementaire des normes environnementales ou dont le bilan en termes de respect des droits de l'homme est désastreux. La Norvège se distingue aussi en réduisant les émissions lorsqu'elle vend du pétrole et du gaz naturel à des pays qui auraient autrement utilisé des sources plus polluantes de combustibles fossiles telles que le charbon.¹⁵ Le Canada devrait l'imiter. **IHS Markit estime que, si seulement 20% des centrales électriques au charbon d'Asie étaient converties au gaz naturel, les émissions mondiales seraient réduites dans une mesure qui dépasse les émissions annuelles du Canada.**¹⁶

Le Canada figure parmi les producteurs de gaz naturel aux plus faibles émissions au monde. Cela s'explique par la situation géographique de ses réserves, ses installations relativement modernes et efficaces et la forte baisse de ses émissions de méthane, dont l'Environmental Protection Agency américaine estime qu'elles sont 25 fois plus puissantes que le dioxyde de carbone pour piéger la chaleur dans l'atmosphère.¹⁷ La principale source de méthane dans le secteur de l'énergie provient de fuites et rejets intentionnels de gaz naturel de l'équipement et des infrastructures utilisés dans la production, le transport et la distribution de combustibles fossiles (ce qu'on appelle communément dans le secteur le torchage et dégazage).

Le graphique ci-dessous présente la quantité de gaz naturel qui a été volontairement rejeté et brûlé (ce qu'on appelle le torchage) par les plus grands producteurs de gaz par rapport à leur part de la production mondiale de gaz. Cela comprend le gaz naturel brûlé aussi lors de la production de pétrole dans ces pays. Le volume de gaz brûlé à l'échelle mondiale équivaut à 75% à 80% de la production de gaz naturel au Canada. Depuis 2015, la production de gaz naturel au Canada a crû de 14%, tandis que les volumes brûlés ont diminué de 50%.¹⁸ La Banque mondiale estimait en 2022 que le gaz brûlé représentait 12% des émissions de gaz à effet de serre du secteur mondial de l'énergie.¹⁹

¹² « Does buying an electric vehicle make financial sense? » CTV, 28 février 2023

¹³ « With Russia's Exit, Norway Becomes Europe's Energy Champion », *New York Times*, 6 avril 2023

¹⁴ « Canada's Oil and Natural Gas Production », Association canadienne des producteurs pétroliers, 2023

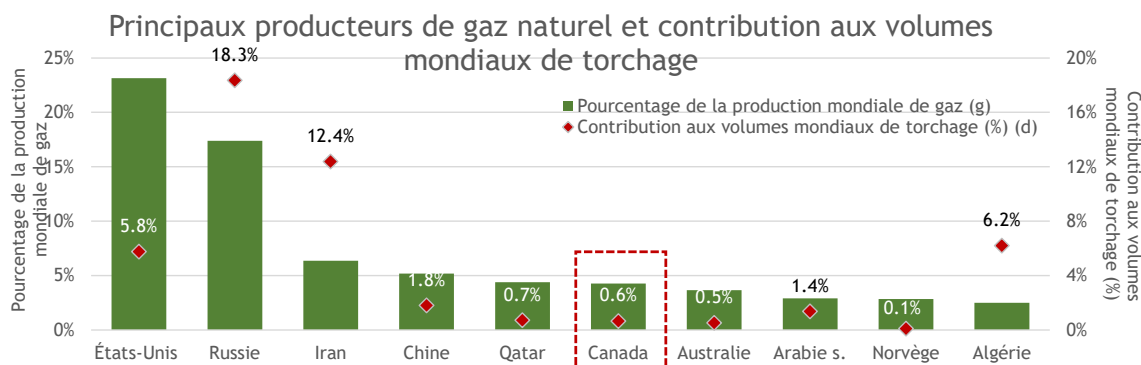
¹⁵ « Norway model shows 'Just Transition' is bad policy », *Edmonton Sun*, 15 janvier 2023

¹⁶ « Why the world needs more Canadian natural gas », *Financial Post*, 23 avril 2023

¹⁷ « Importance of Methane », The United States Environmental Protection Agency, juin 2022

¹⁸ « Marketable Natural Gas Production, Canada Energy Regulator, 6 avril 2023 & Global Gas Flaring Reduction Partnership », La Banque mondiale, 2022

¹⁹ « Financing Solutions to Reduce Natural Gas Flaring and Methane Emissions », La Banque mondiale, 28 mars 2022



Note : Les chiffres représentent les contributions respectives aux volumes mondiaux de brûlage à la torche

Source : FBN, Régie de l'énergie du Canada, BP Statistical Review 2022, Global Gas Flaring Reduction Partnership et Banque Mondiale 2022

Compte tenu du paysage géopolitique mondial actuel, les dirigeants occidentaux doivent aussi analyser le risque que la production de pétrole soit de plus en plus concentrée dans les pays de l'OPEP+. Pendant la période de transition visant à délaisser le pétrole, il pourrait être avantageux d'accroître la dépendance aux pays alliés tels que la Norvège et le Canada.

Le Canada s'est fixé pour objectif de réduire ses émissions de 40% à 45% par rapport aux niveaux de 2005 d'ici 2030. Comme la Norvège, cependant, le pays semble mal parti pour atteindre son objectif.

Enfin, le Canada fait aussi face à des défis dans la construction de ses infrastructures électriques d'énergie verte. Le Conference Board du Canada estime qu'il en coûterait plus de \$1,700 milliards au pays pour produire l'électricité propre nécessaire pour atteindre ses objectifs d'énergie propre de 2050. Même le Québec, dont la réputation de puissance hydroélectrique n'est plus à faire, devra probablement faire croître sa capacité de production annuelle de 50% pour atteindre ses objectifs à l'horizon 2050.²⁰ Pour atteindre ses objectifs climatiques, le Canada devra faire deux choses en particulier. D'abord, il doit alléger son processus d'émission de permis. L'approbation d'infrastructures électriques est actuellement soumise à 90 réglementations différentes rien qu'à l'échelon fédéral.²¹ Ensuite, il devra obtenir l'adhésion du public à de grands projets. Nous en reparlons dans le paragraphe qui suit.

Le secteur minier canadien peut lui aussi prendre une part active dans la révolution verte

Le Canada se distingue de la Norvège en cela qu'il possède des réserves bien plus importantes de minéraux, notamment du cobalt, du nickel et d'autres produits de base de valeur. Le Canada est donc bien placé pour jouer un rôle majeur dans la réponse à la demande mondiale de minéraux essentiels à la transition vers l'énergie verte. L'exploitation minière joue déjà un rôle crucial dans l'économie canadienne, représentant 14% des exportations totales en 2021.²²

Cependant, pour que le Canada puisse endosser ce rôle, il sera nécessaire que les projets miniers et liés à l'énergie verte soient mis en service bien plus rapidement qu'ils ne le sont actuellement.

Déverser des milliards de subventions dans l'industrie n'aura que peu d'effets si le processus de validation des projets reste si long. Il faudra donc changer la réglementation, mais aussi les mentalités.

Faire évoluer l'opinion publique nécessiterait le soutien de dirigeants aux niveaux fédéral, provincial et municipal, ainsi que de personnalités influentes dans le monde des affaires, le secteur de l'environnement et les communautés autochtones, afin qu'elles cautionnent publiquement cette stratégie. Soulignons également que l'exploitation minière au Canada répond à des normes environnementales bien plus que strictes que dans la plupart des autres régions du monde. Un avantage net pour l'environnement.

Le graphique ci-dessous présente le rôle critique de nombre de minéraux dans la transition vers une énergie plus verte. Leur importance a été soulignée récemment par le chef de la direction de Siemens Energy, grand producteur d'éoliennes :

« N'oublions jamais que les énergies renouvelables telles que l'éolien nécessitent environ 10 fois plus de matériaux que les technologies conventionnelles. »²³

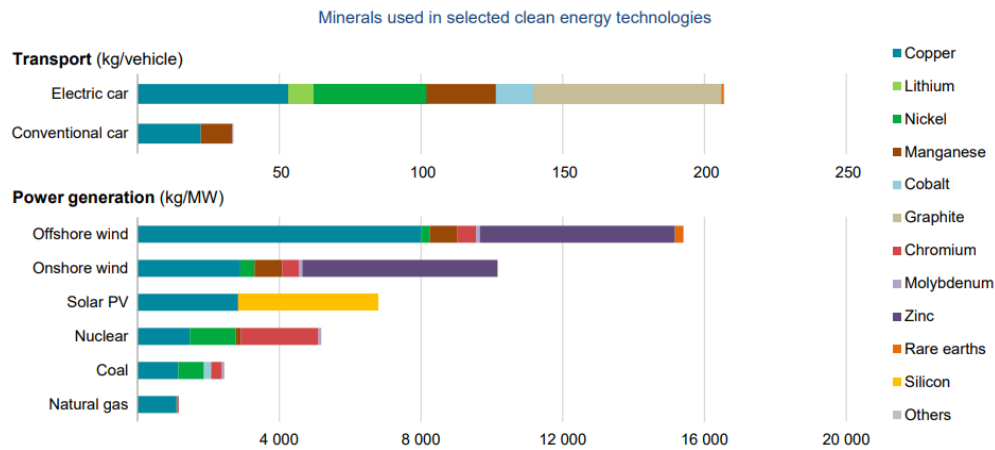
²⁰ « Quebec faces big electricity shortfall after wooing U.S. to buy cheap hydro power », Bloomberg, 27 avril 2023

²¹ « Five things to know about Canada's electricity overhaul as budget spurs clean tech », La Presse canadienne, 30 mars 2023

²² « Natural resources comprise more than half of Canada's exports compared to 1% for 'clean tech' », Institut Fraser, 28 décembre 2022

²³ « The energy transition will fail unless industry fixes wind power issues, Siemens Energy CEO says », CNBC, 17 novembre 2022

The rapid deployment of clean energy technologies as part of energy transitions implies a significant increase in demand for minerals

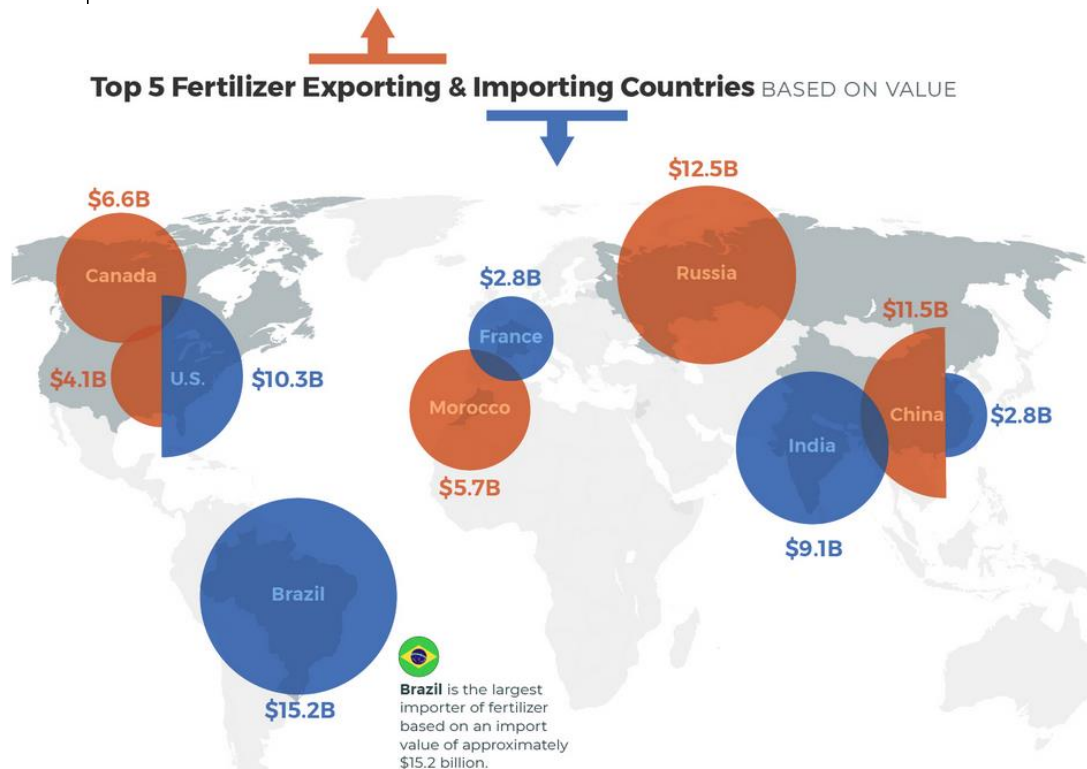


Source : "The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions," Agence internationale de l'énergie, World Energy Outlook Special Report, mai 2021

L'agriculture canadienne joue un rôle important dans la sécurité alimentaire mondiale

Autre facteur qui différencie les deux pays : le secteur agricole a bien plus de poids au Canada. En 2021, le Canada était le cinquième exportateur mondial de produits agricoles, alors que la Norvège n'apparaissait même pas parmi les 20 premiers.

Une donnée révélatrice de l'importance du Canada dans ce secteur est sa position en tant que troisième plus grand exportateur d'engrais au monde.²⁴ Ce classement tient aussi compte du fait que le Canada est le premier exportateur de potasse, utilisé principalement dans les engrais (environ 95%) pour accroître le rendement des cultures. En 2021, le Canada représentait 38% des exportations mondiales de potasse.²⁵



Source : « The Fertilizer Market: 4 Things Investors Need to Know in 2023 », Visual Capitalist, 2 mai 2023

²⁴ « Le gouvernement du Canada investit plus de 1,6 million de dollars dans une nouvelle technologie pour des engrais à haut rendement », Gouvernement du Canada, 4 juillet 2022

²⁵ « Faits sur la potasse », Gouvernement du Canada, 31 octobre 2022

Compte tenu de la position dominante de la Russie dans ce secteur, le rôle du Canada en tant que fournisseur mondial clé d'engrais et d'intrants connexes est devenu plus essentiel pour assurer la sécurité alimentaire.

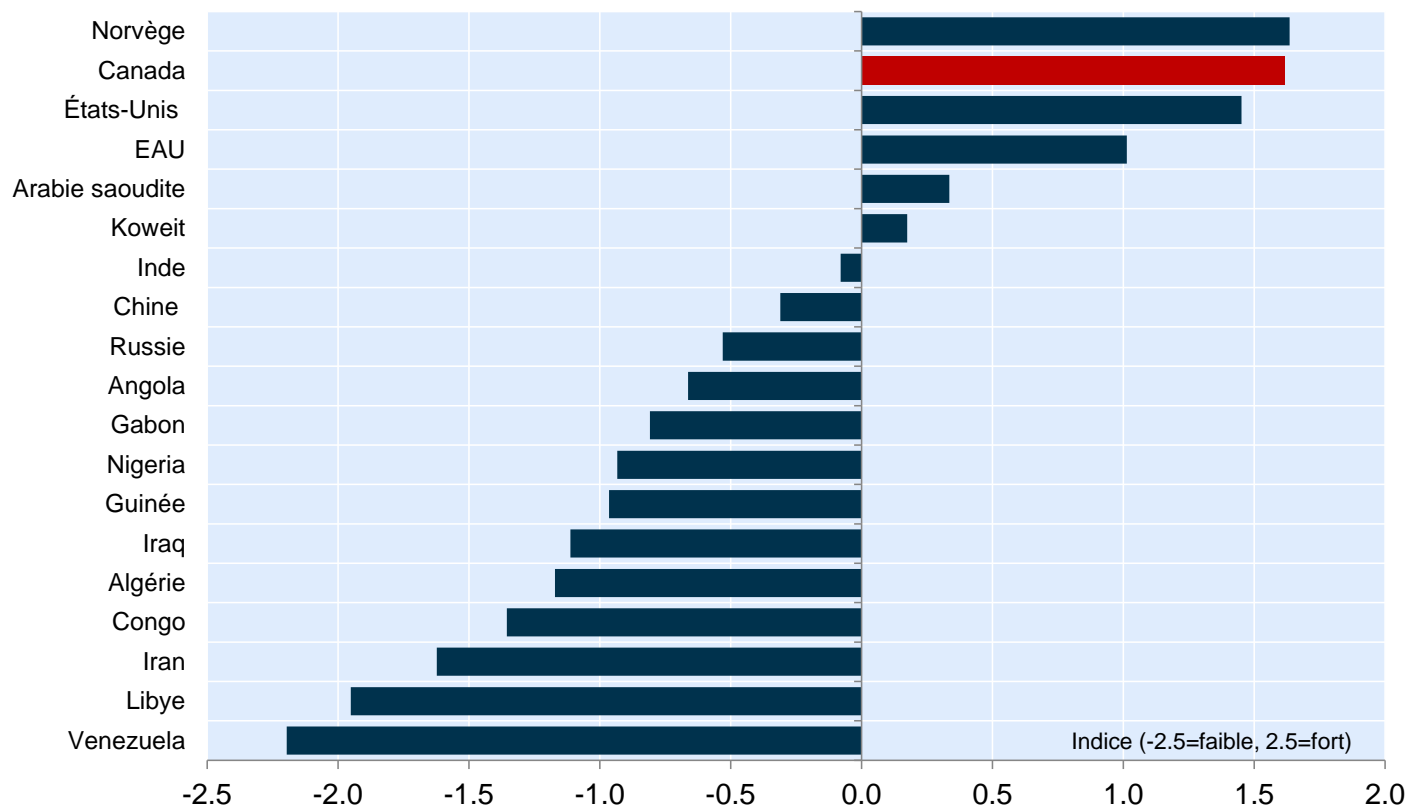
Il importe aussi de ne pas négliger la gouvernance (G) dans l'équation ESG

La gouvernance, ainsi que la Banque mondiale la définit, englobe les nombreuses traditions et institutions qui permettent aux dirigeants d'un pays d'exercer l'autorité. La façon dont les gouvernements sont choisis, comment ils sont surveillés et remplacés sont des éléments clés. Parmi les autres facteurs importants pour évaluer la qualité de la gouvernance, on trouve la capacité des dirigeants d'un pays à formuler et mettre en œuvre des politiques saines ainsi que le respect qu'ont les citoyens pour les institutions du pays.

Dans un monde où les tensions politiques exigent des entreprises qu'elles développent des chaînes d'approvisionnement dans des régions stables et sûres, l'importance des marqueurs d'une bonne gouvernance ne peut que continuer de croître. Une gouvernance efficace jouera également un rôle de plus en plus important pour aider les investisseurs et les organismes de réglementation à évaluer l'exactitude des données d'un pays dans différents secteurs allant de l'empreinte carbone aux indicateurs économiques. Les pays réputés pour leur bonne gouvernance tels que le Canada et la Norvège en profiteront.

Canada : ESG ne signifie rien si on ignore le « G » (la gouvernance)

Indice de qualité de la réglementation des pays de l'OPEP, du Canada, de la Norvège, des États-Unis, de la Chine et de l'Inde (2021)



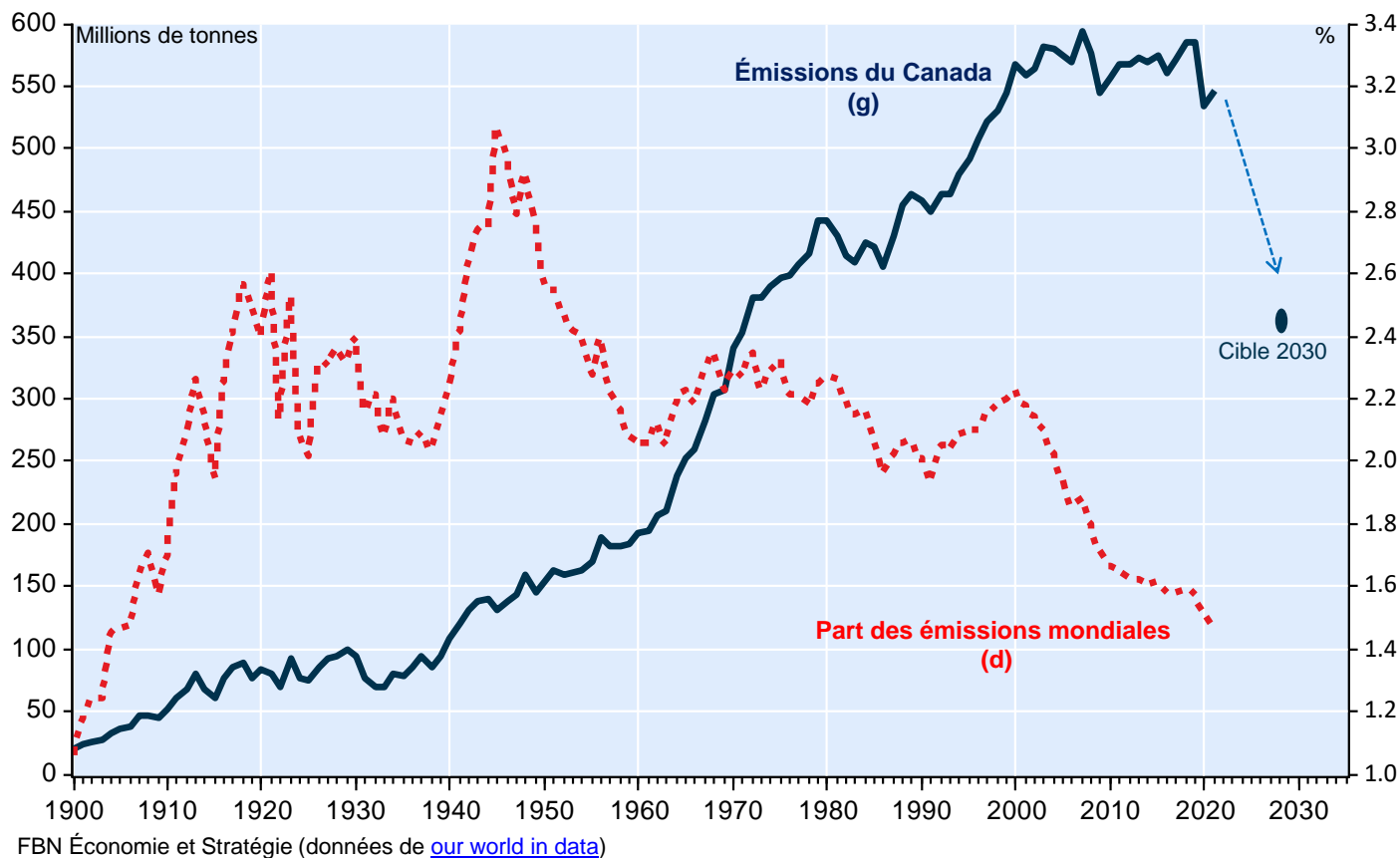
FBN Économie et Stratégie (données de la [Banque mondiale](#))

Replacer la part des émissions de gaz à effet de serre du Canada dans son contexte

Si le Canada semble loin d'atteindre ses objectifs pour 2030 (en 2021, nous n'avons réduit nos GES que de 8.4% par rapport aux niveaux de 2005), c'est aussi parce que les émissions mondiales de GES ont bondi à un niveau record en 2021 en raison d'une utilisation plus intensive du charbon. En revanche, à 1.47%, la part du Canada dans les émissions mondiales est au plus bas depuis 1906.

Canada : Part des émissions mondiales de CO₂ au plus bas depuis 1906

Émissions annuelles de CO₂ du Canada et part des émissions mondiales totales



FBN Économie et Stratégie (données de [our world in data](https://ourworldindata.org/))

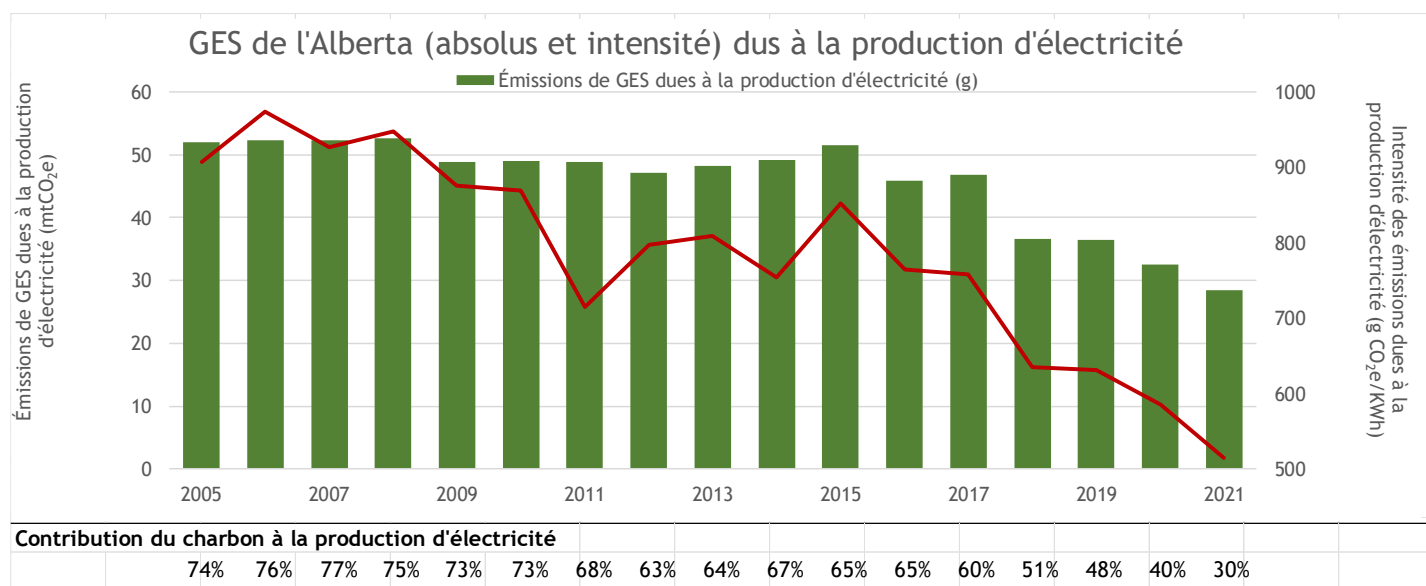
Cette part minuscule dans les émissions mondiales signifie que, si le Canada cessait totalement sa production de sables bitumineux, ses émissions diminueraient d'environ 13%. Mais, dans le contexte des émissions mondiales, ce changement n'équivaldrait même pas à une erreur d'arrondi.²⁶

Cela donne à croire que la contribution la plus notable du Canada à la réduction des émissions mondiales se traduirait par une aide aux pays émergents pour les assister dans leur transition vers une énergie plus propre, notamment en offrant des solutions de rechange à l'utilisation de charbon. Comme nous l'avons déjà souligné, on estime que la conversion d'environ 20% des centrales électriques du charbon au gaz naturel en Asie entraînerait une réduction des émissions mondiales dans une mesure qui dépasse les émissions annuelles du Canada.

Mais il ne s'agit pas de dire que le *statu quo* est une option viable pour le Canada. Le pays a nettement progressé vers ses objectifs climatiques et doit continuer sur cette voie. Les émissions dans les secteurs de l'électricité et du chauffage ont déjà diminué de 31% entre 2015 et 2021, principalement grâce à la réduction de l'utilisation du charbon. L'Alberta, en particulier, a enregistré une forte baisse de 45% des émissions de ces secteurs sur la même période.²⁷

²⁶ Inventaire officiel canadien des gaz à effet de serre, Environnement et Changement climatique Canada, 14 avril 2023 & Greenhouse Gas Emissions, Our World In Data, 4 mai 2023

²⁷ « Canada's Official Greenhouse Gas Inventory, Environment and Climate Change Canada », 14 avril 2023



Conclusion

Tout comme la Norvège, le Canada est bien placé pour se démarquer d'un point de vue économique et environnemental si ses ressources énergétiques existantes peuvent être exploitées pour financer la transition vers une énergie verte. Entre autres choses, cela nécessitera du gouvernement fédéral et des provinces qu'ils consacrent une part importante de leur poids politique à la réalisation de ce programme. Autre composante cruciale : aider les pays émergents dans la transition vers des sources d'énergie plus propres. Le modèle norvégien pourrait être une source d'inspiration.

Cependant, pour évaluer pleinement la performance environnementale du Canada, il est essentiel de prendre en compte les secteurs importants de l'exploitation minière et de l'agriculture, qui jouent un rôle crucial dans la transition mondiale vers une énergie verte et assurent la sécurité alimentaire. Si ces secteurs contribuent à l'augmentation de l'empreinte carbone du pays, leur impact environnemental doit être évalué en le comparant à celui de secteurs semblables dans d'autres pays pour se faire une meilleure idée de la performance environnementale du Canada.

Enfin, les solides atouts de gouvernance du Canada ne doivent pas être négligés dans l'évaluation de ses performances ESG. Une note élevée renforce la confiance dans la crédibilité des données et pratiques ESG du Canada et révèle également une capacité robuste des institutions d'améliorer continuellement leurs pratiques de développement durable.

Information réglementaires

INFORMATION À FOURNIR

Notations et leur signification : NOTATION PRIMAIRE DES TITRES : FBN dispose d'un système de notation à trois niveaux qui concerne l'ensemble des titres suivis par l'analyste en question. Voici une brève description de chacun de ces niveaux : Rendement supérieur – Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyse au cours des douze mois; Rendement moyen – Le titre devrait dégager un rendement semblable à celui des titres du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent; Rendement inférieur – Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivi du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent. NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En révision

– Notre analyste a retiré sa notation en raison du manque d'information et il demeure en attente de plus amples renseignements et/ou de précisions; Accepter l'offre – Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer leurs titres en réponse à une offre précise visant la société; Restriction – Compte tenu des opérations bancaires d'investissement continues ou en raison d'autres circonstances, la politique et/ou les règlements de FBN ou la législation interdisent à notre analyste de procéder à la notation des titres d'une société. NOTATION DU SECTEUR : FBN dispose d'un système de pondération des secteurs qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie au moyen de sa stratégie de rotation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs industriels de la façon suivante : Surpondérer, Équ pondérer et Sous-pondérer, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent. NOTATION DU RISQUE : À partir du 30 juin 2020, la Financière Banque Nationale élimine ses appréciations Inférieur à la moyenne, Moyen et Supérieur à la moyenne. Nous continuons d'utiliser la notation Spéculatif qui reflète un risque financier et/ou opérationnel élevé.

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), courtier en valeurs mobilières canadien, courtier membre de l'OCRCVM et 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 et ils peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni l'auteur 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 de l'auteur 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 une vérification diligente 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'une interdiction ou d'une restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit, dans quelque territoire que ce soit.

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

Analystes de recherche

Les analystes de recherche qui ont préparé ces rapports attestent que leurs rapports respectifs reflètent fidèlement leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le Service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et négociation de titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, le Financement des sociétés. Comme les revenus provenant de ces activités varient, les fonds pour la rémunération de la recherche varient aussi. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

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 interviennent souvent comme conseillers financiers, prêteurs, placeurs pour compte ou preneurs fermes ou prestataires de services de négociation connexes 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 associés 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 propres de FBN et de ses sociétés affiliées.

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences des lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placements, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placements. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution à des 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 ne fait aucune déclaration quant à l'adéquation de la caractérisation des investissements à des fins juridiques, réglementaires ou fiscales, ni quant à la capacité d'un investisseur en particulier d'investir dans ou de négocier les placements dans le contexte des restrictions juridiques applicables.

Si les titres sont offerts par un émetteur d'un territoire étranger, ou si le titre est structuré dans le cadre d'un instrument étranger à vocation spécifique, ou si vous achetez des titres qui sont émis par un émetteur étranger, votre investissement et la détention des titres peuvent être assujettis aux lois et aux règlements de plusieurs territoires de compétence. Il peut y avoir des différences entre les régimes juridiques et de réglementation des différents territoires qui peuvent avoir une incidence importante sur les risques juridiques et réglementaires affectant le secteur des placements et / ou l'investissement.

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 du secteur détail, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients du secteur détail 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.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) au 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 d'Amérique, National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI) inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis et de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). NBCFI agit conformément à une entente 15a-6 avec ses sociétés affiliées canadiennes, FBN et la Banque Nationale du Canada.

Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication.

Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour tout renseignement supplémentaire concernant ce rapport, les résidents des États-Unis devraient s'adresser à leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents de Hong Kong

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 été approuvé, examiné ou 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 de 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) ni 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, le consentement préalable et écrit de la FBN.

Politique de diffusion

[Veuillez cliquer sur ce lien pour accéder à la Politique de diffusion des études financières de FBN.](#)