



**Kevin Hebner, Ph. D.**  
Directeur général et  
stratège en placements  
mondiaux, TD Epoch

# Guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine : À quoi s'attendre en 2026?

- Les tensions resteront élevées jusqu'en 2035, mais devraient être moins prononcées l'an prochain. Toute faiblesse du marché attribuable à la crainte d'une escalade de la guerre commerciale représente une occasion d'achat sur les marchés.
- Les présidents Xi Jinping et Donald Trump devraient se rencontrer deux ou trois fois en 2026. Les négociations porteront sur des questions techniques ciblées et un accord officiel devrait être signé. Ces rencontres seraient particulièrement favorables aux actions chinoises, que certains considèrent comme impropres à l'investissement.
- L'aboutissement sera un découplage sélectif qui permettra d'éliminer les goulots d'étranglement dans le secteur des terres rares, des batteries, des drones, des navires, des produits pharmaceutiques, etc. Le commerce bilatéral devrait diminuer de plus de 50 % d'ici 2030, à mesure que toutes les activités ayant des répercussions sur la sécurité nationale seront rapatriées. Une telle réindustrialisation, qui réinvente l'économie américaine, représente entre 5 % et 10 % du PIB américain.
- La Chine redouble d'efforts pour dominer les secteurs d'avenir, accélérer les exportations à valeur ajoutée plus élevée, atteindre l'indépendance technologique et parvenir à une véritable autosuffisance. Le pays aspire notamment à intégrer l'IA à 90 % du secteur manufacturier d'ici 2030.
- Les États-Unis ne peuvent pas arrêter la Chine; cette époque est révolue. Toutefois, ce que les États-Unis mettent en œuvre pour améliorer leurs propres capacités en 2026 et par la suite aura beaucoup plus d'importance que tout ce qu'ils entreprennent avec la Chine. Une réindustrialisation réussie nécessite trois changements urgents : travailler plus étroitement avec ses alliés, attirer des immigrants qualifiés et renforcer la capacité de l'État. Chacun de ces aspects représente un véritable défi pour Donald Trump et la droite populiste.
- Les spécialistes doutent de la capacité des États-Unis à se réindustrialiser. Nous sommes plus optimistes que ce consensus, compte tenu des progrès déjà réalisés depuis 2021 et du fait qu'il n'y a tout simplement pas de plan B. Cependant, combien de temps faudra-t-il pour inverser trois décennies de délocalisation? Pour la plupart des secteurs, trois à cinq ans sont nécessaires pour qu'un élan significatif s'installe et commence à enrayer

le problème. Dans presque tous les cas, le principal goulot d'étranglement ne vient pas du capital, des dépenses en immobilisations, des infrastructures ni de la réglementation, mais de la main-d'œuvre qualifiée.

- L'amélioration de la collaboration avec les alliés représente une occasion pour le Canada de remettre à plat ses relations, car la liste de bénéfices bilatéraux est longue. Un accord commercial avec les États-Unis ferait grimper le dollar canadien de 5 % à 10 %. Selon notre point de vue non consensuel, les deux économies vont devenir de plus en plus intégrées au cours de la prochaine décennie.
- Conséquences pour les investisseurs : veuillez consulter la conclusion de ce document.

## La relation entre les États-Unis et la Chine sera moins erratique et volatile l'an prochain

La portée des négociations s'est considérablement resserrée, les deux pays s'employant à réduire les goulots d'étranglement et les vulnérabilités, et leurs présidents devraient se rencontrer à plusieurs reprises en 2026. Toutefois, des enjeux incontournables demeurent et témoignent de la nature complexe d'une rivalité entre grandes puissances et d'une transition chaotique vers un monde bipolaire. De plus, la méfiance mutuelle est tenace; erreurs de jugement et malentendus seront inévitables à l'avenir.

Bien que le commerce fasse partie intégrante de cette dynamique, il n'est qu'une des composantes de la lutte pour la domination économique, la suprématie technologique et le leadership en matière de défense. Même si l'essor de la Chine a été formidable à bien des égards, il a également entraîné des perturbations extrêmes et a bouleversé l'ordre économique mondial.

## Quel sera le nouvel ordre mondial?

La dernière transition, il y a plus d'un siècle, s'est déroulée sans heurts si l'on ne tient pas compte du point de vue historique, car le Royaume-Uni et les États-Unis possédaient des structures politico-économiques apparentées. Cette fois-ci, toutefois, les systèmes n'ont absolument rien en commun<sup>1</sup>. Tous les présidents depuis Bill Clinton ont tenté de faire en sorte que la structure chinoise soit plus ouverte, plus libérale et plus démocratique. Toutefois, ces politiques se sont soldées par des échecs retentissants, ce qui a brisé les rêves de convergence, qui sont depuis peu définitivement hors de portée. Le nouvel ordre est caractérisé par la divergence plutôt que par la convergence.

La situation a finalement culminé le mois dernier, lorsque Donald Trump a été forcé de renoncer aux exigences structurelles qui étaient au cœur des négociations entre les États-Unis et la Chine depuis des décennies. Au cours des cycles précédents, la stratégie de Beijing reposait sur les retards, l'obscurcissement et les vagues promesses qu'elle n'avait jamais eu

l'intention de tenir (comme l'accord de phase 1 au début de 2020). Cette fois, cependant, Beijing est résolument passée d'une posture défensive à une posture offensive, et a réussi à utiliser son quasi-monopole des éléments des terres rares comme une arme économique.

Bien que le déséquilibre bilatéral soit entièrement structurel, le revirement magistral de Beijing a forcé les États-Unis à mettre de côté leurs exigences de convergence. Par conséquent, les négociations portent désormais sur des enjeux techniques ciblés, comme le soya, les frais portuaires et les précurseurs du fentanyl<sup>2</sup>. La rencontre du 30 octobre entre les présidents Xi Jinping et Donald Trump a également démontré que, malgré leurs profondes divergences idéologiques et stratégiques, ils préfèrent tous deux le rapprochement et la détente maîtrisée.

## Dans cette guerre commerciale, ils n'ont fait que poser les armes

Nous nous attendons à des affrontements commerciaux réguliers, car chaque pays va mettre la détermination de l'autre à l'épreuve. Les différends sont insolubles et le niveau de méfiance mutuelle est tel qu'il ne peut être exagéré. Ainsi, des crises peuvent éclater rapidement sans signe avant-coureur. Toutefois, les États-Unis et la Chine sont confrontés à d'importantes difficultés nationales et ont donc une forte préférence pour la stabilité. Par conséquent, la plupart des problèmes seront probablement résolus rapidement, ce qui permettra un retour rapide à la trêve fragile.

Nous nous attendons à une stabilité relative également parce que les deux pays ont utilisé leur interdépendance économique comme arme. Les États-Unis ont mis en place des contrôles des exportations de semi-conducteurs de pointe et invoqué des sanctions pour restreindre l'accès au système financier mondial basé sur le dollar américain. Beijing a été très bon élève et a transformé les contrôles des exportations de minéraux critiques en un instrument de politique économique de base. Les deux pays possèdent des armes puissantes qui, de manière quelque

<sup>1</sup> Il y a eu seize exemples précédents d'une montée de pouvoir cherchant à renverser le titulaire hégémonique, et douze de ces transitions se sont révélées problématiques. Voir « Can America and China Escape Thucydides's Trap?—A Critical Examination of Historical Patterns Leading to War Between Great Powers », 2018, par Graham Allison, de l'université de Harvard.

<sup>2</sup> Le fentanyl a tué plus de 300 000 Américains depuis 2020 et est la principale cause de décès chez les personnes de 18 à 44 ans. Beijing a la capacité de réduire considérablement les exportations, mais assouplit souvent les contrôles pour mettre la pression sur Washington. Voir « Calibrating co-operation. America and China share a dangerous addiction. Fentanyl is hard to kick. Particularly as a source of leverage », The Economist, novembre 2025.

peu contre-intuitive, assurent un certain degré de stabilité (comme pendant la Guerre froide, où la perspective d'une destruction mutuelle assurée faisait obstacle à l'emploi des armes).

Ce serait extrêmement déstabilisant si les États-Unis avaient toutes les cartes en main et possédaient la supériorité dans l'escalade. Dans ce cas, les États-Unis seraient tentés d'imposer des droits de douane permanents considérables, de forcer une dévaluation colossale du dollar américain par rapport au yuan chinois et de révoquer le statut de nation la plus favorisée de la Chine. Ces décisions causeraient un choc énorme à l'économie mondiale, mais il est peu probable qu'elles soient mises en œuvre, car a) la Chine a mis en place ses propres goulots d'étranglement robustes et coercitifs pour compenser les forces des États-Unis et b) la tolérance à la douleur est extrêmement asymétrique. L'expression « Trump se dégonfle toujours » (ou « TACO » pour « Trump Always Chickens Out ») caractérise réellement les négociations, et favorise fortement la Chine.

### **L'aboutissement sera un découplage sélectif, avec une poursuite simultanée de la supériorité dans l'escalade et de l'élimination des goulots d'étranglement**

Comme les deux pays mettent l'accent sur l'autosuffisance, la Chine se dissocie des États-Unis beaucoup plus rapidement que les États-Unis de la Chine, nous estimons que le commerce bilatéral devrait diminuer pour atteindre moins de la moitié du niveau d'avant 2017. Autrement dit, à compter de 2030, les échanges commerciaux ne se feront que dans des secteurs qui n'ont aucune incidence sur la sécurité nationale (comme le soya, le textile, les chaussures, les jouets, les appareils électroménagers et les semi-conducteurs à nœud mature). Bien que ce découplage partiel réduise l'efficacité économique et entraîne une hausse des prix, il pourrait également réduire la vulnérabilité des deux économies et encourager une relation plus stable entre les États-Unis et la Chine.

Enfin, la dernière raison pour laquelle nous nous attendons à moins d'étincelles l'an prochain entre les deux présidents est la probabilité qu'ils se rencontrent deux ou trois fois en personne (rappelons que leur entrevue du mois dernier était la première en plus de six ans). Donald Trump a accepté de se rendre en Chine en avril, et Xi Jinping s'est engagé à effectuer une visite réciproque « le moment venu ». Il devrait au moins assister au sommet du G20 à Miami, qui se tiendra les 14 et 15 décembre<sup>3</sup>. De plus, le sommet de l'APEC de 2026 aura lieu en novembre prochain à Shenzhen, en Chine, même si Donald Trump n'a pas encore confirmé sa présence. Un calendrier aussi chargé d'événements en grande pompe offre aux deux dirigeants des

occasions de régler leurs désaccords et d'annoncer des avancées diplomatiques.

Indépendamment des rencontres bilatérales, ce que les États-Unis feront pour améliorer leurs propres capacités en 2026 aura beaucoup plus d'importance que tout ce qu'ils feront avec la Chine. Les principaux objectifs économiques de Donald Trump sont de réindustrialiser et de rééquilibrer l'économie américaine, ce qui nécessite forcément trois changements de cap urgents : travailler plus étroitement avec les alliés (p. ex. sur les semi-conducteurs, les terres rares, la construction navale et la défense), attirer des immigrants qualifiés (même les visas temporaires sont un anathème pour le slogan « Make America Great Again » (MAGA), mais le manque de talents expérimentés est le principal obstacle auquel chaque secteur est confronté lors de la relocalisation, et on pourrait également proposer des programmes de formation à ces immigrants) et améliorer la capacité de l'État (la droite populiste se méfie profondément de l'élite bureaucratique, mais la politique industrielle ne peut pas être efficace sans une équipe talentueuse). La plupart des commentateurs sont extrêmement sceptiques quant à la capacité de Donald Trump à gérer une telle volte-face, mais ce dernier se comporte déjà de manière plus avenante avec ses alliés asiatiques et est devenu ardent partisan d'une politique industrielle active.

Ci-après, nous discutons brièvement des principaux points à retenir de la rencontre du mois dernier en Corée du Sud, puis nous définissons les goulots d'étranglement et l'interdépendance utilisée comme arme économique. Nous expliquons ensuite les différences structurelles essentielles entre les deux pays et pourquoi l'augmentation massive des exportations chinoises représente une menace beaucoup plus importante pour la stabilité mondiale que les droits de douane de Donald Trump. Par la suite, nous montrons que ce que les États-Unis mettent en œuvre pour améliorer leurs propres capacités en 2026 aura beaucoup plus d'importance que ce qu'ils entreprennent avec la Chine. En particulier, nous examinons ce que les États-Unis doivent faire pour réussir à réindustrialiser et à réinventer leur structure économique. Il faut notamment se demander si les États-Unis, qui ont prospéré grâce à leur ouverture et à leur innovation, peuvent maintenant réussir grâce aux droits de douane et à la planification centralisée. Enfin, nous terminons en abordant les conséquences pour les investisseurs.

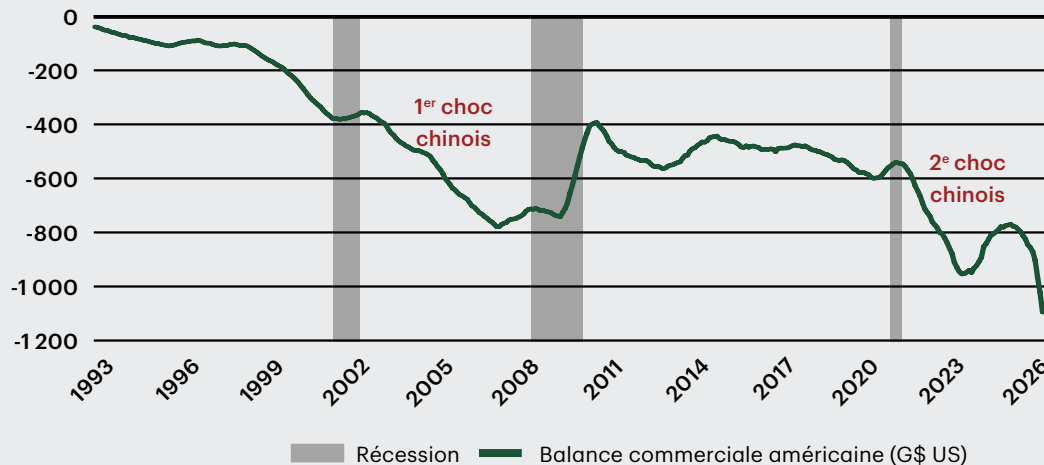
## **Le temps et la situation jouent en faveur de la Chine.**

– Président Xi Jinping, janvier 2021

<sup>3</sup> Des négociations sont en cours pour que le président Xi Jinping se rende aux États-Unis. Ce serait sa deuxième visite officielle dans ce pays (la première a eu lieu il y a plus de dix ans, en septembre 2015).

## Figure 1 : Le déficit commercial des États-Unis dépasse 1 000 milliards de dollars, un déséquilibre considérable et insoutenable

Tour de passe-passe : la victoire retentissante de la Chine le mois dernier a forcé une réorientation des négociations, le déséquilibre structurel catastrophique laissant place à des enjeux bureaucratiques plus ciblés, comme les frais portuaires et les contrôles des exportations de terres rares.



Source : Bloomberg Finance L.P.

### Xi Jinping sort gagnant de la rencontre du 30 octobre

La rencontre du mois dernier entre les deux présidents était la première depuis le sommet du G20 de juin 2019 à Osaka. De l'avis général, c'est Xi Jinping qui a triomphé, tandis que Donald Trump s'est couché, témoignant de la supériorité affirmée de la Chine et des fanfaronnades vides de sens des États-Unis. Cette évaluation semble équitable, car la Chine a désormais plus d'assurance, et est bien préparée et moins dépendante des États-Unis qu'à l'époque du premier mandat de Donald Trump.

Beijing a habilement utilisé son quasi-monopole des éléments des terres rares comme arme économique. Cet argument a forcé Donald Trump à renoncer aux exigences structurelles qui se trouvaient au cœur des négociations bilatérales depuis cinq mandats présidentiels (**figure 1**). Ainsi, les négociations porteront dorénavant sur des questions techniques ciblées, ce qui est avantageux pour la Chine. Les États-Unis ont enfin reconnu que s'attendre à ce que la Chine modifie son modèle économique et politique est manifestement irréaliste.

Un changement structurel et au moins une convergence partielle sont considérés comme essentiels, car le déséquilibre externe des États-Unis est de nature structurelle : la Chine investit trop, consomme trop peu et exporte l'excédent, soutenue par des subventions massives de l'État et un dollar américain surévalué de 35 % par rapport au yuan<sup>4</sup>. Comme le souligne Brad Setser, du Council on Foreign Relations, le libre-échange n'a pas libéralisé le système politique chinois. De plus, les politiques chinoises dépendent encore plus de la demande externe, l'économie de la Chine est davantage axée sur les exportations et sa position dominante est davantage associée à sa politique industrielle qu'au début de la guerre commerciale.

Le mois dernier, les États-Unis ont appris, plutôt à leurs dépens et tardivement, qu'ils n'ont tout simplement pas les moyens de contraindre la Chine à changer la structure de son économie et de ses politiques industrielles. Plutôt que les goulots d'étranglement économiques à resserrer, le facteur le plus important était l'asymétrie de la tolérance à la douleur. Xi Jinping estime que la société chinoise tolère énormément la douleur, que la souffrance rend plus fort et que « les intérêts du parti passent toujours en premier ». Le point de vue de Donald Trump n'aurait pas pu être plus différent.

<sup>4</sup> Voir notre article intitulé « [The Dollar is Our Currency, but It's Your Problem: Rebalancing Requires a Much Weaker USD](#) », août 2025

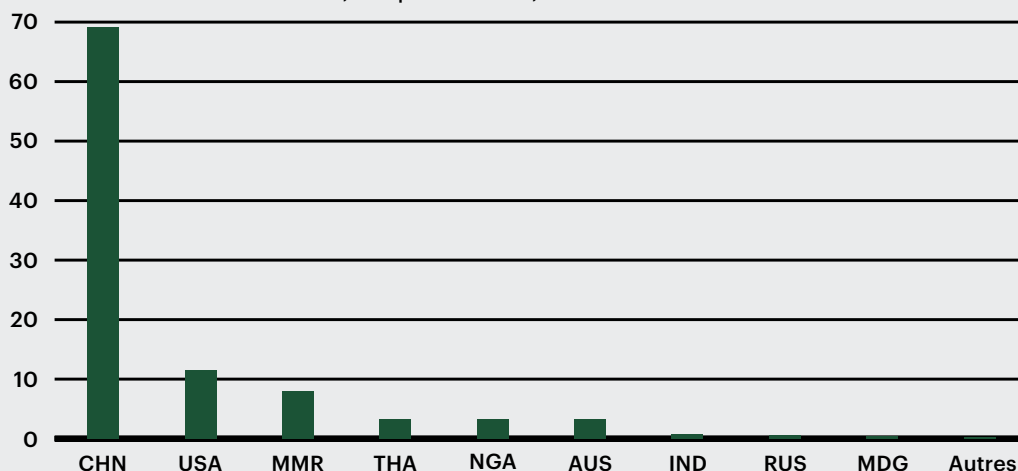


**Figure 2 : Production de terres rares en 2024 (part mondiale, en %).**

**La part de la Chine est encore plus élevée pour les produits raffinés (90 %) et les aimants (93 %).**

La domination de la Chine sur les terres rares n'est pas arrivée du jour au lendemain, mais s'est construite sur plus de 30 ans.

Il faudra entre trois et cinq ans aux États-Unis pour réaliser des progrès importants dans le secteur minier et, en particulier, dans le secteur de la transformation.



Source : U.S. Geological Survey.

### **Les goulots d'étranglement et l'interdépendance comme arme économique : les deux pays ont beaucoup de cartes à jouer, mais la véritable asymétrie réside dans leur tolérance à la douleur**

Quelles sont les meilleures armes à l'ère de la guerre économique, et qui possède la supériorité dans l'escalade<sup>5</sup>? Les deux pays détiennent des armes puissantes, mais ni l'un ni l'autre n'est en position dominante. Toutefois, bien que les États-Unis les considèrent comme des leviers économiques, la Chine les considère à juste titre comme des instruments politiques et non économiques. Cette vision leur permet d'exploiter l'immense asymétrie de la tolérance à la douleur, car les échanges commerciaux reposent toujours sur l'idée que « Trump se dégonfle toujours », le fameux « TACO Trade » qui caractérise réellement les négociations et favorise fortement la Chine.

### **Le Moyen-Orient a du pétrole et la Chine a des terres rares.**

– Deng Xiaoping, 1992

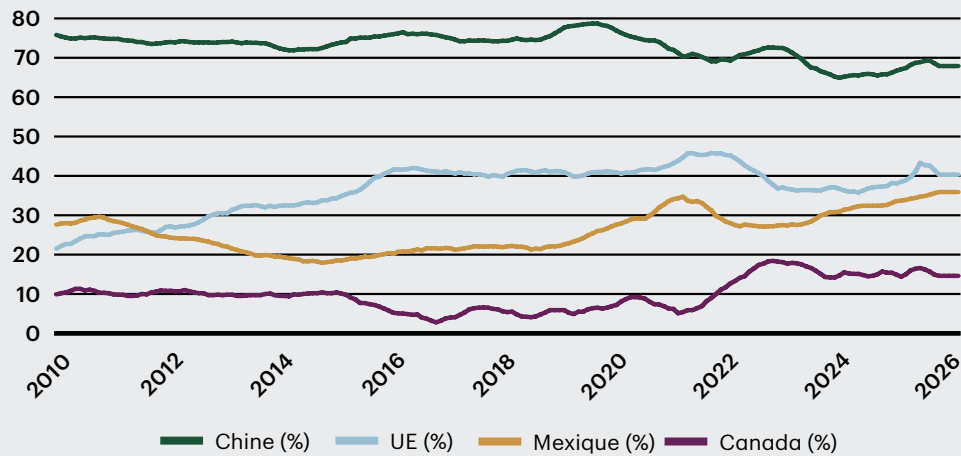
Par quels goulots d'étranglement la Chine exerce-t-elle une pression sur les États-Unis? L'atout de Beijing est son quasi-monopole dans le domaine des éléments des terres rares, qui s'est développé au cours des trois dernières décennies (**figure 2**). Toutefois, ce n'est que la pointe de l'iceberg. En ce qui concerne les industries d'avenir, d'après le consensus général, la Chine domine la production mondiale de véhicules électriques (VE) (avec une part de 80 %), de drones (également 80 %) et de robots industriels (55 %). Il en va de même pour ce qui alimente ces appareils en énergie, notamment les batteries (80 %) et les panneaux solaires (85 %), pour les industries en amont comme l'aluminium (60 %) et l'acier (55 %), ainsi que pour les systèmes de transport, notamment la grande vitesse ferroviaire (65 %) et les navires (60 %). De plus, la Chine contrôle environ 80 % du marché mondial des principes actifs génériques et domine l'offre mondiale d'antibiotiques. En tant qu'unique superpuissance manufacturière, puisque le monde dépend indûment de ses exportations, la Chine a habilement formé une abondance de goulots d'étranglement qu'elle peut resserrer à sa guise.

Bien que la Chine ait la main sur un nombre impressionnant de goulots d'étranglement, les États-Unis ne sont pas en reste. Ses armes les plus puissantes sont les semi-conducteurs et le matériel pour semi-conducteurs

<sup>5</sup> Voir « Chokepoints: American Power in the Age of Economic Warfare », 2025, par E. Fishman (université de Columbia), « Underground Empire: How America Weaponized the World Economy », 2023, par H. Farrell (université Johns-Hopkins) et al, « The Economic Weapon: The Rise of Sanctions as a Tool of Modern War », 2022, par N. Mulder (université Cornell) et « Paper Soldiers: How the Weaponization of the Dollar Changed the World Order », 2024, par S. Mohsin.

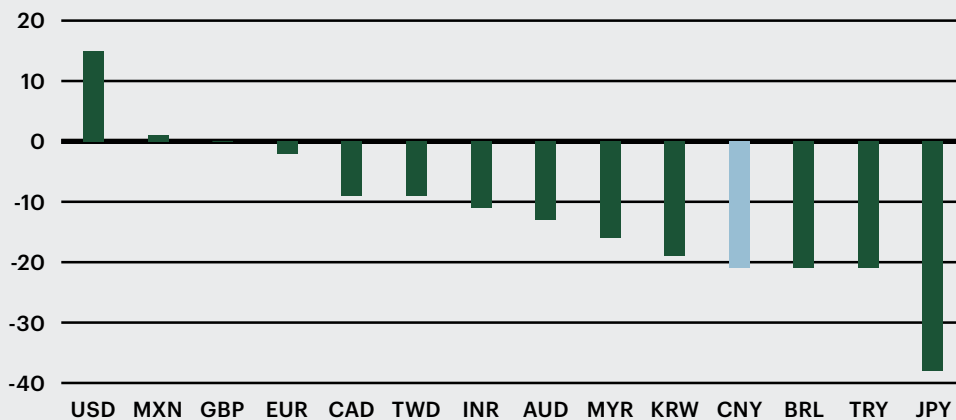
### Figure 3 : Droits de douane (%) nécessaires pour équilibrer le commerce bilatéral

L'U.S. Trade Representative estime qu'un tarif douanier de 68 % est nécessaire pour équilibrer les échanges commerciaux avec la Chine (ce qui témoigne d'obstacles structurels majeurs), soit environ deux fois le taux imposé au Mexique et cinq fois celui imposé au Canada.



Source : Bloomberg Finance L.P. et U.S. Trade Representative (USTR)

### Figure 4 : Le yuan chinois vaut 35 % de moins que le dollar américain, ce qui témoigne de l'intervention massive de Beijing



Source : Fonds monétaire international, Banque mondiale, Bloomberg Finance L.P.

Remarque : le tableau présente une moyenne de cinq mesures d'évaluation différentes, y compris le taux de change effectif réel et la parité des pouvoirs d'achat.

de pointe, ainsi que le système financier mondial basé sur le dollar américain et l'accès aux consommateurs américains. Les États-Unis ont parfois utilisé l'accès aux visas pour les étudiants et dirigeants chinois comme arme économique, et sont également bien en avance dans les secteurs de l'aérospatiale et des moteurs d'avions. La Chine est parvenue à éliminer des goulots d'étranglement dans de nombreux secteurs, mais a lutté pendant des décennies pour s'approprier l'aérospatiale et les semi-conducteurs. Le pays n'atteindra pas l'autosuffisance l'an prochain, mais devrait y arriver d'ici 2035.

### Quelles réformes les États-Unis pourraient-ils imposer s'ils avaient toutes les cartes en main?

La Chine a mieux joué que les États-Unis le mois dernier, mais que se serait-il passé si Beijing n'avait eu aucun atout et était hautement exposée à des goulots d'étranglement? Dans cette situation contrefactuelle, les États-Unis auraient pu imposer des mesures pénibles et la Chine n'aurait pas été en position de riposter. Les États-Unis auraient pu être tentés d'imposer des droits de douane permanents de 68 % (**figure 3**), de forcer

une dévaluation du dollar américain par rapport au yuan chinois de 35 % (**figure 4**) ou de révoquer le statut de nation la plus favorisée de la Chine, entre autres réformes structurelles.

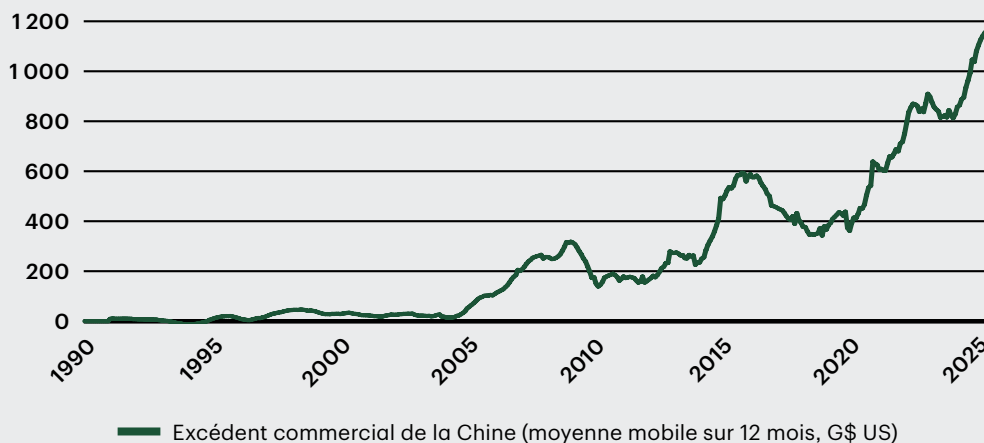
De telles politiques constitueraient un choc énorme pour la Chine (et l'économie mondiale en général) et seraient extrêmement déstabilisantes. C'est pourquoi Beijing s'est autant efforcée, aussi intentionnellement et pendant des décennies, d'atteindre l'autosuffisance technologique et de créer ses propres goulots d'étranglement. Nous devrions peut-être nous réjouir du fait qu'aucun des deux pays ne possède actuellement la supériorité dans l'escalade, car des capacités équilibrées de causer du tort assurent un degré de stabilité appréciable. Il y a vingt ans, les États-Unis avaient toutes les cartes en main, mais n'en ont pas profité, car ils croyaient, à tort, à la convergence et aux marchés libres. Conséquence malheureuse de ces rêves brisés, les déséquilibres structurels ont atteint des niveaux indéniablement insoutenables et constituent une véritable urgence économique. Cette situation a forcé les États-Unis à repenser fondamentalement le modèle économique qui fonctionnait si bien depuis des décennies.

## **L'augmentation massive des exportations chinoises représente une menace beaucoup plus importante pour la stabilité mondiale que les droits de douane de Donald Trump : les déséquilibres sont de nature structurelle et requièrent des solutions structurelles**

Le président Xi Jinping n'a aucun intérêt à réformer l'économie politique chinoise, à réduire les déséquilibres bilatéraux, ni à envisager une quelconque convergence. En fait, il redouble d'efforts pour mettre en œuvre une stratégie qui finira certainement mal, car la surcapacité structurelle de la Chine représente une menace beaucoup plus importante pour l'économie mondiale que ne la seconde administration de Donald Trump. En fait, l'économie chinoise est maintenant encore plus déséquilibrée et dépendante des exportations qu'elle ne l'était lorsque Donald Trump a été élu pour la première fois en 2016 (**figure 5**)<sup>6</sup>. Les pays qui s'engagent tombent dans le piège de la Chine et deviennent dépendants de la Chine par commodité et par manque de clairvoyance, mais se rendent rapidement compte que Beijing ne croit qu'au commerce unidirectionnel<sup>7</sup>.

**Figure 5 : L'excédent commercial de la Chine (1 200 milliards de dollars) est structurel et non cyclique. Vers l'infini et plus loin encore!**

Cette situation est insoutenable et représente une grave menace pour la stabilité financière mondiale.



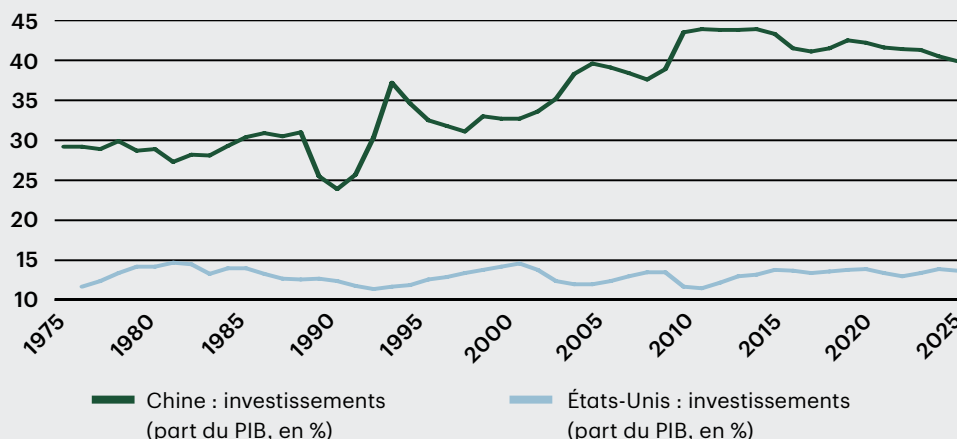
Source : Bloomberg Finance L.P.

<sup>6</sup> De nombreux commentateurs n'apprécient pas les critiques acérées de Donald Trump à l'égard de l'organisation internationale. Toutefois, dans le cas du FMI, c'est un véritable tir contre son propre camp. Cette organisation n'a qu'une seule mission, à savoir remédier aux déséquilibres structurels insoutenables, et elle a lamentablement échoué. <https://www.cfr.org/blog/chinas-massive-surplus-everywhere-yet-imf-still-has-trouble-seeing-it-clearly>

<sup>7</sup> Pour une étude de cas sur le secteur de l'automobile, voir <https://newsletter.dunneinsights.com/p/the-great-china-joint-venture-boomerang>

**Figure 6 : La part du PIB consacrée aux investissements (%) est bien trop élevée en Chine (40 %), ce qui la force à produire largement plus que la demande intérieure.**

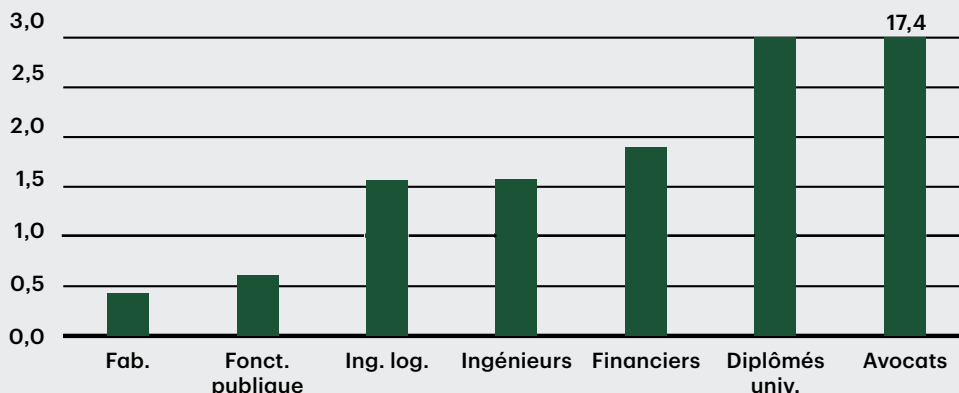
Cette situation n'est ni saine ni durable : la production excédentaire est exportée, ce qui entraîne des déséquilibres et une désindustrialisation aux États-Unis, dans l'Union européenne et, de plus en plus, dans d'autres pays émergents.



Source : Bloomberg Finance L.P.

**Figure 7 : Composition de la main-d'œuvre américaine par rapport à celle de la Chine**

Les États-Unis comptent proportionnellement moins de travailleurs dans les secteurs manufacturier et public, mais plus d'ingénieurs, de financiers, de diplômés d'universités et d'avocats (17 fois plus tout de même).



Source : Bloomberg Finance L.P. et National Statistics. Ing. log. : ingénieurs en logiciels

La version chinoise du mercantilisme moderne implique une monnaie largement sous-évaluée et d'énormes subventions industrielles<sup>8</sup>. Pour encourager les exportations et décourager les importations, elle maintient également la demande intérieure à un niveau intentionnellement faible. La consommation ne représente que 40 % du PIB, ce qui est nettement inférieur à la moyenne de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (60 %), ainsi qu'à celle d'autres grands marchés émergents,

comme l'Inde (61 %) et le Brésil (64 %)<sup>9</sup>. Le revers de cette restriction de la consommation est la part considérable des placements (**figure 6**). Il en résulte une surcapacité dans plusieurs secteurs, la production excédentaire étant, à dessein, exportée. Une conséquence inévitable de cette situation est la désindustrialisation, non seulement des États-Unis, mais aussi de l'Allemagne, du Canada et d'une grande partie du reste du monde.

<sup>8</sup> Les subventions industrielles représentent environ 5 % du PIB. Elles ciblent principalement le secteur manufacturier, qui représente 25 % du PIB. De plus, les subventions sont axées sur certains segments du secteur manufacturier, pour lesquels elles représentent souvent entre 20 % et 40 % de valeur ajoutée. Si l'on ajoute à cela un facteur de change favorable de 35 %, on comprend à quel point Beijing a fait pencher la balance. Avec un tel soutien économique, même George Costanza pourrait réaliser un profit.

<sup>9</sup> Voir <https://www.noahpinion.blog/p/chinas-people-are-on-a-treadmill>



Nous pouvons structurer cette discussion en opposant le Grand producteur et le Grand consommateur. La Chine est une économie axée sur l'ingénierie et la production, qui excelle en construction, tandis que les États-Unis sont une économie axée sur les métiers du juridique et la consommation qui excelle en obstruction<sup>10</sup>. La structure de la main-d'œuvre en témoigne (**figure 7**). La Chine compte 780 millions de travailleurs (contre 170 millions aux États-Unis), dont 137 millions dans le secteur manufacturier (contre 13 millions aux États-Unis), mais seulement 500 000 avocats (contre 1,9 million aux États-Unis).

### **Priorités économiques de la Chine : secteurs d'avenir, croissance axée sur les exportations, autosuffisance**

La Chine n'est pas devenue une superpuissance manufacturière mondiale simplement en raison de son avantage comparatif théorique et des forces favorables du marché. Cette montée en puissance est en réalité le résultat de politiques industrielles intentionnelles, conçues et mises en œuvre sur plusieurs décennies. À titre d'exemple, le 13<sup>e</sup> plan quinquennal, communément appelé « Chine 2025 », a été publié en 2015. Son objectif était que la Chine domine les secteurs d'avenir (p. ex. les batteries, l'énergie solaire, les véhicules électriques, la robotique, les drones et la biotechnologie), et il a produit des résultats spectaculaires. Le 14<sup>e</sup> plan quinquennal, intitulé « Double circulation », a été publié en 2020 et mettait l'accent sur l'indépendance technologique et une solide autosuffisance, ainsi que sur les exportations à valeur ajoutée plus élevée. Il a également été d'une redoutable efficacité.

Une version préliminaire du 15<sup>e</sup> plan quinquennal a été publiée le mois dernier, et la version finale sera publiée en mars 2026. Par rapport aux deux plans précédents, il passe à la vitesse supérieure en accordant la priorité à la sécurité nationale et à l'autosuffisance (en éliminant les « obstacles »), dans le but d'atteindre l'indépendance technologique, en particulier dans les secteurs des semi-conducteurs et de l'IA physique. La Chine cible des secteurs comme les semi-conducteurs, les robots, les véhicules autonomes, les véhicules électriques, les drones et l'informatique quantique<sup>11</sup>. L'un de ses objectifs consiste à intégrer l'IA à 90 % de la fabrication d'ici 2030 (en revanche, dans le domaine de l'IA, les États-Unis mettent l'accent sur les modèles fondamentaux, les robots conversationnels et l'intelligence artificielle générale).

### **Ce que les États-Unis mettent en œuvre pour améliorer leurs propres capacités en 2026 aura beaucoup plus d'importance que ce qu'ils entreprennent avec la Chine**

Les États-Unis ne peuvent pas arrêter la Chine; cette époque est révolue. Leur objectif principal doit donc être

de se réinventer. Des décennies d'hypermondialisation et d'orthodoxie du marché libre, à commencer par le mandat présidentiel de Ronald Reagan, ont entraîné des déséquilibres massifs, une désindustrialisation et une augmentation des inégalités. Cette interprétation était hérétique il y a dix ans, lorsque le Consensus de Washington prévalait toujours, mais elle est devenue une conviction bipartisanne fermement et durablement soutenue. Elle va d'ailleurs continuer de régir la politique économique américaine, peu importe qui sera le prochain occupant de la Maison-Blanche.

Pendant des décennies, la méfiance exagérée à l'égard du gouvernement a entraîné l'importation passive de la politique industrielle de la Chine, ce qui a été particulièrement favorable à Beijing. Toutefois, cette situation était clairement allée trop loin et on essaie maintenant de faire marche arrière. Les États-Unis mettent actuellement en œuvre la politique industrielle la plus audacieuse de leur histoire (près de 250 ans), hormis celle de la Seconde Guerre mondiale. Cette situation est incontestablement ironique, compte tenu de la lutte acharnée qu'a menée Donald Trump contre le « big government », à savoir la puissance du gouvernement fédéral, et de ses politiques visant à réduire la capacité de l'État.

### **Donald Trump a parfaitement réussi à renverser l'ancien ordre. A-t-il le tempérament et la capacité nécessaires pour en établir un nouveau?**

En particulier, la réindustrialisation et le rééquilibrage nécessitent trois transformations urgentes. La première transformation consiste à s'associer avec un grand nombre d'alliés qui sont essentiels à des secteurs comme les semi-conducteurs, les terres rares, l'énergie nucléaire, la construction navale et la défense. Cette collaboration est primordiale pour égaler l'envergure et la portée de la Chine, car aucun pays ne peut tout faire seul. Malgré un scepticisme généralisé, découlant surtout de l'intense intimidation subie, Donald Trump se comporte déjà plus aimablement avec un certain nombre d'alliés, en particulier en Asie.

**La Chine peut compter sur un vivier de talents de 1,3 milliard de personnes, mais les États-Unis peuvent s'appuyer sur un bassin de 7 milliards de personnes.**

**– Lee Kuan Yew,  
premier ministre de Singapour  
de 1959 à 1990**

<sup>10</sup> Voir « Breakneck: China's Quest to Engineer the Future », 2025, par Dan Wang. Selon l'auteur, les deux pays doivent apprendre l'un de l'autre et se rapprocher du centre. La Chine doit produire moins et consommer plus, et les États-Unis faire l'inverse.

<sup>11</sup> À titre d'exemple, la Chine devrait produire plus de 15 millions de VE cette année, la production ayant augmenté de 33 % sur 12 mois et les exportations, de 90 % sur 12 mois. Cette situation perturbe particulièrement l'Allemagne.

La deuxième transformation consiste à augmenter le nombre de travailleurs qualifiés, car il s'agit du principal goulot d'étranglement de presque tous les secteurs en cours de réindustrialisation (en comparaison, fournir le capital, les fonds pour les dépenses en immobilisations, les infrastructures et le cadre réglementaire est simple). Il s'agit déjà d'une priorité de l'administration<sup>12</sup>. Toutefois, après trois décennies de délocalisation, la pénurie de compétences est extrêmement forte, et le pays manque également cruellement de personnel capable de former les travailleurs et de superviser les programmes d'apprentissage. Par conséquent, il va falloir attirer de la main-d'œuvre expérimentée de l'étranger. Pour tempérer les objections des partisans du mouvement MAGA, des visas limités pourraient leur être octroyés (disons de trois à cinq ans) et les obliger à former des travailleurs locaux. Les États-Unis ne doivent pas perdre leur meilleur atout face à Beijing : l'accès aux talents, y compris ceux venant de Chine.

La troisième transformation consiste à renforcer la capacité de l'État. Toute politique est difficile à mettre en œuvre, surtout compte tenu de l'ampleur et de la portée des ambitions de Donald Trump en matière de politique industrielle. Un budget et une bureaucratie importants seront nécessaires. Le problème, c'est que Donald Trump et la droite populiste sont extrêmement méfiants à l'égard de l'élite, à savoir les bureaucrates non élus et qui n'ont pas de comptes à rendre<sup>13</sup>. Toutefois, la politique industrielle ne peut tout simplement pas fonctionner sans un vivier de candidats aussi nombreux que talentueux.

### Les spécialistes doutent fortement de la capacité des États-Unis à se réindustrialiser

Ce scepticisme témoigne en grande partie d'une opinion sur Donald Trump. Sa principale réalisation au cours des dix dernières années est d'avoir convaincu les États-Unis que la Chine est un adversaire existentiel, puis d'avoir détruit l'ancien ordre économique mondial. Même s'il a été la personne appropriée pour démanteler l'ancien ordre, est-il capable de bâtir un nouvel ordre économique plus durable? Cette préoccupation est valable, car son mode de fonctionnement pour mettre en œuvre ses politiques est transactionnel et basé sur l'improvisation, et non sur l'intention et la stratégie. De plus, Donald Trump préfère agir de façon unilatérale plutôt que d'engager des actions collectives (avec des alliés ou même le Congrès).

Quoi qu'il en soit, nous sommes convaincus que les États-Unis peuvent se réindustrialiser<sup>14</sup>, mais combien de temps faudra-t-il pour inverser trente ans de désindustrialisation? Pour la plupart des secteurs, trois à cinq ans sont nécessaires pour que des progrès significatifs soient visibles et pour enrayer le problème.

Il convient également de souligner que l'objectif n'est pas une relocalisation complète et un découplage complet. D'après les tendances qui se dégagent des données du gouvernement américain, le commerce bilatéral devrait diminuer de plus de 50 % d'ici 2030, à mesure que toutes les activités ayant des répercussions sur la sécurité nationale seront rapatriées. Une telle réindustrialisation, qui réinvente l'économie américaine, représente entre 5 % et 10 % du PIB américain.

### Les États-Unis ont prospéré grâce à leur ouverture et à leur innovation : peuvent-ils maintenant réussir grâce aux droits de douane et à la planification centralisée?

Dans les décennies qui ont suivi la campagne de Ronald Reagan en 1980, qui vantait les vertus des marchés libres, il n'y a eu que deux exemples notables de politique industrielle aux États-Unis : l'Opération Warp Speed (2020), qui a accéléré le développement et le déploiement des vaccins contre la COVID-19, et la CHIPS and Science Act (2022), qui visait à redynamiser la fabrication de semi-conducteurs aux États-Unis. Toutefois, en 2025, les États-Unis ont opéré un virage discret, mais décisif, vers le capitalisme d'État.

Deux exemples illustrent l'intervention croissante du gouvernement fédéral dans les entreprises américaines. En juillet, le département de la Défense a investi 400 millions de dollars pour acquérir une participation de 15 % (entièrement convertie) dans MP Materials (le plus important producteur de terres rares aux États-Unis). Deuxièmement, en août, le gouvernement a investi 8,9 milliards de dollars (principalement issus de la CHIPS and Science Act) pour acquérir une participation de 9,9 % dans Intel. Beaucoup de choses se sont passées au cours des six derniers mois, il existe de nombreux autres exemples de la profonde transformation des relations entre le gouvernement américain et les entreprises américaines.

Washington abandonne sa position traditionnelle favorable au marché libre pour donner une importance croissante aux objectifs de sécurité nationale dans les secteurs qui constituent des goulots d'étranglement comme les terres rares (**figure 2**). Les États-Unis étaient conscients de cette vulnérabilité depuis au moins 2010, lorsque la Chine a imposé un embargo de deux mois sur les exportations de terres rares vers le Japon. Pourtant, un responsable au sein de l'administration de Donald Trump aurait déclaré : « Nous sommes restés là à regarder le problème pendant des décennies. » Les mesures prises par les administrations précédentes ont été contrecarrées par des préoccupations environnementales, une réticence à s'engager dans une politique industrielle et une vision naïve selon laquelle le marché réglerait le problème. Tout le monde convient maintenant qu'il s'agissait d'une erreur de politique majeure.

<sup>12</sup> <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/04/fact-sheet-president-donald-j-trump-modernizes-american-workforce-programs-for-the-high-paying-skilled-trade-jobs-of-the-future/> et <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/OPA/newsreleases/2025/08/Americas-Talent-Strategy-Building-the-Workforce-for-the-Golden-Age.pdf>

<sup>13</sup> Par exemple, Donald Trump prévoit réduire la taille de la NSA et d'autres organismes de renseignement de 8 % par année au cours des cinq prochaines années. Ces mesures réduiraient le nombre d'emplois au sein de la NSA à environ 21 000, soit moins de 30 % du sommet atteint en 1989, à la fin de la Guerre froide. C'est pourquoi Dan Wang se demande si « les États-Unis sombrent dans l'autoritarisme sans les avantages ». <https://www.economist.com/by-invitation/2025/10/21/donald-trump-is-copying-the-wrong-things-from-china-writes-dan-wang>

<sup>14</sup> À titre d'exemple, les dépenses de construction d'installations de fabrication aux États-Unis ont triplé depuis 2021. L'augmentation pour les usines de semi-conducteurs est encore plus impressionnante; les dépenses ont été multipliées par 12. Les dépenses liées aux centres de données ont également augmenté rapidement; elles ont été multipliées par 20 au cours de la dernière décennie. Oui, les États-Unis peuvent certainement se réindustrialiser, du moins dans certains secteurs.

## Conséquences pour les investisseurs

1. **Position vendeur en dollars américains** : les États-Unis ne peuvent pas se réindustrialiser si le billet vert ne se déprécie pas fortement. Nous nous attendons à ce que le billet vert se déprécie de 15 % à 20 % au cours des trois prochaines années<sup>4</sup>. Les investisseurs non américains devraient envisager de couvrir leurs actifs libellés en dollars américains.
2. **Position acheteur en dollars canadiens** : appréciation de 5 % à 10 % en 2026, le principal catalyseur étant un accord commercial limité. Les États-Unis doivent améliorer leur collaboration avec leurs alliés, et cela représente une occasion pour le Canada de remettre à plat ses relations. La liste de bénéfices bilatéraux potentiels est longue (notamment concernant les terres rares, l'aluminium, les brise-glaces, la défense de l'Arctique et l'IA). Selon notre point de vue non consensuel, les deux économies vont devenir de plus en plus intégrées au cours de la prochaine décennie.
3. **Mettre l'accent sur les technologies de qualité** : l'IA est le domaine clé dans lequel la course pour la suprématie opposant les États-Unis à la Chine va se dérouler. Il n'y a que deux superpuissances de l'IA, mais la chaîne d'approvisionnement s'étend également à de nombreux autres pays. Pour nous, les sociétés « de qualité » sont celles qui produisent des flux de trésorerie disponibles durables, et qui affichent des marges élevées et un rendement du capital investi (RCI) supérieur au coût moyen pondéré du capital.
4. **Chaîne d'approvisionnement industrielle américaine** : la réindustrialisation est favorable pour certaines sociétés des secteurs des produits industriels et des matériaux, dont bon nombre stagnent depuis des années et se négocient à des ratios attrayants.
5. **Diversification au-delà des États-Unis** : nous restons optimistes à l'égard des actions américaines, mais un trop grand nombre d'investisseurs détiennent des portefeuilles trop concentrés. Le dollar américain est surévalué, et tôt ou tard, il y aura un cycle baissier des dépenses en immobilisations liées à l'IA centré sur les États-Unis, et la prime d'évaluation américaine ne semble souvent pas justifiée par les paramètres fondamentaux. Chercher des chefs de file mondiaux à l'extérieur des États-Unis qui répondent à notre définition de la qualité.
6. **La Chine est investissable** : en particulier les chefs de file mondiaux comme les principales sociétés de véhicules électriques et de batteries (mais pas celles pour lesquelles la mission publique domine). Les actions chinoises recevront un coup de pouce si un accord commercial plus large est signé en 2026. Toutefois, la Chine a trop investi dans la capacité industrielle, ce qui détruira la valeur ( $RCI < CRAGP$ ), de sorte que le marché global devrait inscrire des rendements inférieurs.
7. **Capitalisme d'État américain = pire répartition du capital** : les sociétés qui ont une mission publique dominante présentent une efficacité marginale du capital plus faible, ce qui implique des marges réduites et un RCI moindre. Toutefois, en tant que chefs de file nationaux, leur risque de crédit est souvent minimal, ce qui justifie un faible écart de taux.
8. **Les infrastructures sont dans un cycle haussier à long terme** : la réindustrialisation nécessite des investissements massifs dans les ports, les oléoducs et l'électricité, ainsi que dans les infrastructures de transport et de fabrication. Les gouvernements font face à des problèmes budgétaires; ces investissements seront donc principalement financés par des investisseurs privés.
9. **Asymétrie de la tolérance à la douleur (« TACO Trade »)** : Donald Trump a une tolérance à la douleur extrêmement faible, surtout à l'approche des élections de mi-mandat de 2026. Toute faiblesse du marché découlant de craintes commerciales représente une occasion d'achat sur les marchés.



Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD exerce ses activités au Canada et TD Epoch, aux États-Unis. Ces deux entités sont des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Les renseignements aux présentes ont été fournis par GPTD/TD Epoch à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Les produits de GPTD et de TD Epoch sont également offerts par l'intermédiaire d'un réseau de distributeurs affiliés et non affiliés. Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec nos partenaires de distribution. Le présent document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans le présent document concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Les titres mentionnés peuvent constituer ou non un placement actuel d'une stratégie. Toute référence à une société donnée indiquée aux présentes ne constitue pas une recommandation d'acheter, de vendre ou de conserver des titres d'une telle société, ni une recommandation d'investir directement dans une telle société. Le présent document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces attentes et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier. © Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.

Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés.

Les renseignements aux présentes sont fournis à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun.

Le présent document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci.

Toute discussion ou opinion générale contenue dans ce document concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer.

Le présent document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces attentes et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier.

Aucune stratégie de placement ni aucune technique de gestion des risques ne peut garantir les rendements ni éliminer le risque dans quelque contexte de marché que ce soit. Toutes les caractéristiques, lignes directrices, contraintes ou autres informations fournies dans le présent document sont représentatives de la stratégie de placement et sont fournies à titre indicatif seulement. Elles sont susceptibles de changer en tout temps et peuvent différer d'un compte à l'autre. Chaque compte de client est géré individuellement; les placements réels varient d'un client à l'autre et rien ne garantit que le compte d'un client donné présentera les mêmes caractéristiques que celles décrites aux présentes. Toute information sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification sectorielle est historique et n'est pas garante des rendements futurs ou de la composition future du portefeuille, lesquels sont susceptibles de varier. Les placements du portefeuille sont représentatifs de la stratégie, peuvent changer en tout temps et ne constituent pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre en particulier. Les titres mentionnés et décrits dans le présent document ne sont pas représentatifs de l'ensemble des titres achetés, vendus ou recommandés pour le portefeuille. Par conséquent, on ne peut présumer qu'un placement dans les titres ou les secteurs concernés a été ou sera avantageux.

Les titres mentionnés peuvent constituer ou non un placement actuel d'une stratégie. Toute référence à une société donnée indiquée aux présentes ne constitue pas une recommandation d'acheter, de vendre ou de conserver des titres d'une telle société, ni une recommandation d'investir directement dans une telle société. Toutes les projections, cibles ou estimations contenues dans cette présentation sont des énoncés prospectifs fondés sur nos recherches, analyses et hypothèses internes. Rien ne garantit que ces projections, cibles ou estimations se réaliseront et les résultats réels peuvent en différer substantiellement. Des renseignements supplémentaires sur nos hypothèses sont disponibles sur demande. Des événements qui n'ont pas été pris en compte dans la formulation de ces projections, cibles ou estimations peuvent se produire et modifier sensiblement les rendements ou la performance.

**Pour les territoires à l'extérieur du Canada et des États-Unis :** Ces renseignements ne doivent être utilisés que dans des territoires où leur distribution ou leur disponibilité sont conformes aux lois ou aux règlements locaux. Les produits de Gestion de Placements TD Inc. et de Epoch Investment Partners, Inc. sont également offerts par l'intermédiaire d'un réseau de distributeurs affiliés et non affiliés. Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec nos partenaires de distribution.

**Australie :** Epoch Investment Partners, Inc. (ARBN : 636409320) est titulaire d'un permis de services financiers australien (numéro 5308587) et est constituée au Delaware, aux États-Unis (la responsabilité de ses membres est limitée). Dans la mesure où des énoncés contenus dans le présent document constituent des conseils sur des produits financiers, ces énoncés sont émis par Epoch Investment Partners, Inc. Les renseignements aux présentes ne sont destinés qu'aux clients des Services bancaires de gros et aux investisseurs au sens de la Corporations Act de 2001.

**Japon :** Pour les résidents japonais, veuillez noter que si vous avez reçu ce document d'une entité de La Banque Toronto-Dominion établie à l'extérieur du Japon, il est fourni aux institutions financières qualifiées uniquement en vertu d'une exemption pertinente à la Financial Instruments and Exchange Act.

Si vous avez reçu ce document de TD Securities (Japan) Co., Ltd., il n'est fourni qu'aux investisseurs institutionnels. TD Securities (Japan) Co., Ltd. est régie par l'Agence japonaise des services financiers et distribue ce document au Japon en tant qu'opérateur d'instruments financiers de type 1 et de type 2 (Financial Instruments Business Operator) enregistré auprès du Kanto Local Finance Bureau sous le numéro d'enregistrement Kinsho 2992, et membre de la Japan Securities Dealers Association.

**Afrique du Sud :** Epoch Investment Partners, Inc. est un fournisseur de services financiers autorisé (licence numéro 46621) auprès de la Financial Sector Conduct Authority. Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

**Nouvelle-Zélande :** Le présent document n'est pas une offre de produits financiers devant être divulgués en vertu de la Financial Markets Conduct Act de 2013 (Nouvelle-Zélande). Le présent document ne s'adresse qu'aux investisseurs en gros au sens du paragraphe 3(2) de l'annexe 1 de la Loi, et toute offre de produits financiers ne sera faite qu'aux investisseurs en gros. GPTD, TD Epoch, Solutions de placement mondiales TD et La Banque Toronto-Dominion ne sont pas des banques agréées en Nouvelle-Zélande.

**Informations supplémentaires :** Le 10 septembre 2025, la Chicago Mercantile Exchange (« CME ») a tiré des conclusions impliquant La Banque Toronto-Dominion (la « TD ») en lien avec une opération effectuée sur le Chicago Board of Trade (« CBOT ») en juin 2023. La CME a déterminé que l'opération avait été exécutée afin de transférer une position de contrats à terme entre des comptes dont le propriétaire véritable est le même, en violation des règles 534 et 538.C du CBOT. Sans admettre ni nier les violations ou les faits constatés, la TD a accepté que la CME saisisse ses conclusions et a payé une amende de 25 000 \$. Aucun des comportements concernant cette affaire n'impliquait Epoch Investment Partners, Inc. ou ses employés. Vous trouverez une copie des conclusions de la CME ici : <https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/notices/disciplinary/2025/09/cbot-24-1744-bc-toronto-dominion-bank-nda-posting.pdf>

Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD exerce ses activités au Canada et TD Epoch exerce ses activités aux États-Unis. Les deux entités sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.