

Ottawa veut Rendre le Canada Investissable de Nouveau (RCIN)

Sommaire

- Comme si le contexte géopolitique n'était pas assez compliqué, la perspective d'un conflit armé prolongé entre Israël et l'Iran ravive les craintes d'un choc pour les approvisionnements en pétrole mondiaux. En même temps, le protectionnisme continue d'assombrir les perspectives de profits. La suspension de 90 jours des droits de douane expire le 9 juillet et, à moins qu'un nouvel accord soit conclu, l'administration américaine devrait imposer des taux de droits de douane unilatéraux à des partenaires commerciaux clés. Les pressions propices à la stagflation continuent d'être un risque pour la plupart des marchés boursiers du monde.
- L'indice S&P 500 a rebondi ces dernières semaines, mais reste en dessous de son sommet record de février 2025. Bien que le taux effectif des droits de douane ait baissé par rapport à son sommet du « jour de la libération », le 5 avril, où il dépassait les 30 %, il est encore supérieur à 14 % – niveau qui continue de comprimer les marges bénéficiaires et ajoute des tensions inflationnistes. En même temps, les taux des obligations gouvernementales à long terme restent élevés face à des préoccupations budgétaires persistantes, engendrant une force négative s'opposant à la valorisation des actions – particulièrement alors que la prime de risque des actions est maintenant virtuellement inexistante.
- Malgré une conjoncture économique terne, le marché boursier canadien a fait montre d'une résilience remarquable. L'indice S&P/TSX est en hausse de 6,4 % depuis le début du 2T et a atteint un nouveau record en juin. L'indice prend de l'élan alors que le dernier discours du Trône à Ottawa marque un décrochage net de l'approche de l'ère Trudeau – plaçant le Canada en bonne posture pour mieux attirer des capitaux privés. À notre avis, la stratégie RCIN justifie une réduction de la décote de valorisation de l'indice S&P/TSX par rapport à l'indice S&P 500.
- Ce mois-ci, nous réduisons modestement notre sous-pondération des actions en élaguant le compartiment des titres à revenu fixe et en surpondérant les actions canadiennes. Cet ajustement reflète l'anticipation croissante d'une évolution plus favorable des relations commerciales canado-américaines, comme l'a signalé le président Trump pendant le sommet du G7 en Alberta. Cela dit, notre attitude globale à l'égard des placements reste défensive en attendant plus de clarté à la fois dans les tensions commerciales et dans les conflits géopolitiques.

Monde : Un rallye malgré les risques

Les actions mondiales ont en grande partie fait fi de la vague de pessimisme déclenchée en avril par l'annonce de droits de douane généralisés de la Maison-Blanche frappant la quasi-totalité des grands partenaires commerciaux. Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI Monde (Tous pays) a pratiquement annulé toutes les pertes subies depuis février (graphique).

Monde : Les actions mondiales rebondissent

MSCI Monde (Tous pays), en date du 13 juin



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Jusqu'à au T2, l'indice boursier mondial de référence est en hausse de 5,8 % et toutes les grandes régions affichent une croissance positive (tableau).

Monde : Toutes les régions affichent des gains jusque-là au T2

Pourcentage de rendement des cours de l'indice MSCI Monde (TP)

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	0,9	5,8	3,1
MSCI Monde	0,7	5,9	2,7
MSCI États-Unis	1,1	6,8	1,7
MSCI Canada	0,9	6,1	6,8
MSCI Europe	-0,3	2,1	7,8
MSCI Pacifique sans le Japon	1,5	8,0	6,8
MSCI Japon	-1,9	3,6	-2,0
MSCI MÉ	2,4	4,8	7,0
MSCI MÉ EMOA	-0,1	0,4	6,4
MSCI MÉ Amérique latine	0,2	5,9	12,4
MSCI MÉ Asie	3,0	5,4	6,7

6/13/2025

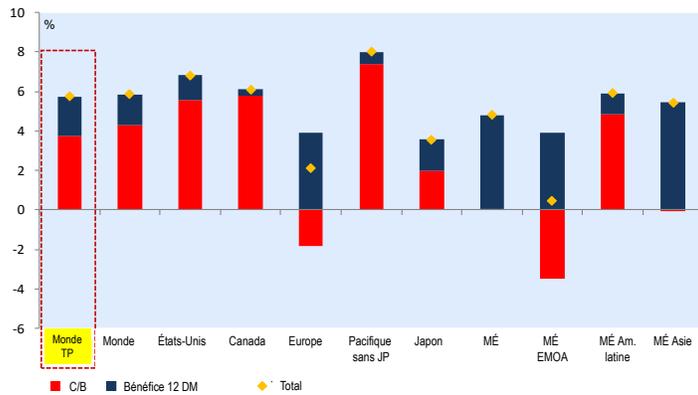
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Environ les deux tiers des gains de l'indice MSCI Monde (TP) jusque-là au T2 sont dus à une expansion des ratios de valorisation plutôt qu'à la hausse des bénéfices. En fait, seuls l'Europe et quelques marchés émergents – notamment les MÉ Asie et les MÉ EMOA – ont affiché

des gains boursiers qui n'étaient pas motivés principalement par une augmentation des valorisations (graphique).

MSCI Monde (TP) : L'expansion du ratio C/B source de la reprise du T2

Répartition des rendements par marché boursier (depuis le début du trimestre)



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Sur le front des bénéfices, les prévisions de croissance du BPA restent positives; on s'attend toujours à ce que l'indice MSCI Monde (TP) gagne 10 % au cours des 12 prochains mois. Cependant, la révision à la baisse des indications prospectives continue et le rythme actuel des rétrogradations est le plus fort depuis 2023 (graphique).

Monde : La révision à la baisse des prévisions de bénéfice persiste

Variation sur 3 mois du ratio C/B à 12 mois de l'indice MSCI Monde (TP)

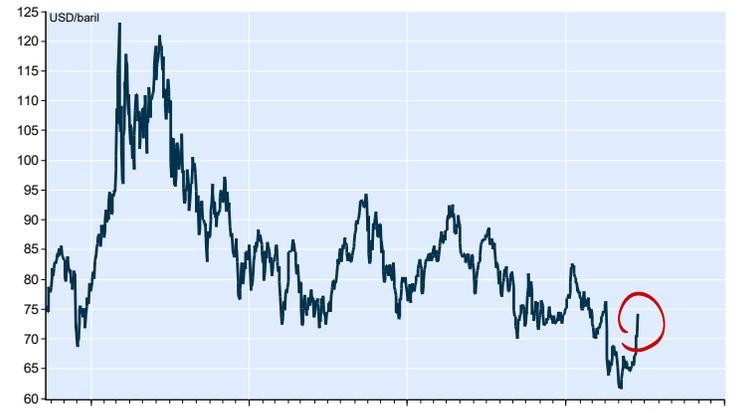


BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La vaise-hésitation des menaces de droits de douane de Washington alimentera probablement la volatilité des bénéfices au cours des prochains mois, à mesure que les entreprises ajustent leurs stocks et composent avec un environnement économique de plus en plus incertain. La suspension de 90 jours arrivera à sa fin le 9 juillet, et, à moins d'un nouvel accord, l'administration américaine devrait imposer des droits de douane unilatéraux à des partenaires commerciaux clés. Cela pourrait déclencher des mesures de rétorsion – comme de nouvelles restrictions chinoises des exportations critiques, par exemple les aimants industriels – augmentant la pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. Pendant ce temps, les risques croissants qu'un conflit prolongé entre Israël et l'Iran ravivent les craintes d'un choc pour les approvisionnements en pétrole mondiaux. Sur cette toile de fond, les pressions propices à la stagflation restent un risque non négligeable pour la plupart des marchés boursiers du monde.

Monde : Le prix du brut grimpe sur fond de tensions au Moyen-Orient

Prix du Brent



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

S&P 500 : Quel niveau est trop élevé pour le ratio C/B?

L'indice S&P 500 a dépassé l'indice boursier mondial de référence avec une hausse de 6,8 % jusque-là au T2. Cependant, l'ampleur du marché reste peu reluisante : cinq des dix grands secteurs ont affiché soit des baisses (énergie, santé, immobilier) soit une stagnation (services financiers et consommation de base) – Tableau.

S&P 500 : La reprise du T2 repose sur un leadership étroit

Rendement des cours (en %)

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	1,1	6,5	1,6
ÉNERGIE	8,0	-6,5	2,2
TI	2,9	15,8	1,0
SANTÉ	2,5	-7,0	-1,4
TÉLÉCOMS	2,3	12,9	5,6
MATÉRIAUX	0,9	1,4	3,8
INDUSTRIE	-0,2	8,5	8,0
IMMOBILIER	-0,5	-0,7	1,9
CONSOM. DISC.	-0,6	8,4	-6,7
SERVICES PUBLICS	-0,8	2,5	6,8
FINANCES	-2,0	0,0	3,1
CONSOM. DE BASE	-2,7	0,0	4,6

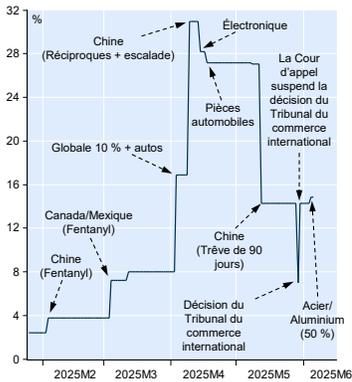
6/13/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'incertitude engendrée par la question des droits de douane continue de saper le moral, minant la confiance des entreprises. Malgré de récents signes de désescalade, on s'attend toujours à ce que la taxe moyenne sur les importations américaines augmente fortement en 2025 – gonflant le coût des intrants des usines et menaçant les marges des entreprises (graphique).

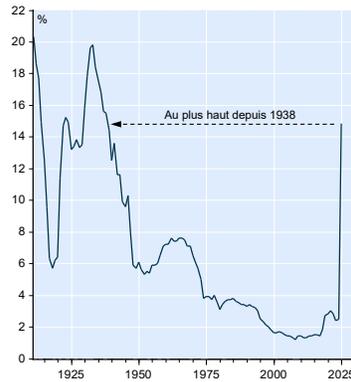
É.-U. : Les droits de douane restent élevés même après la désescalade

Droits de douane moyens sur toutes les importations depuis le début de la présidence Trump



BNC Économie et Stratégie (données de la Tax Foundation et calculs BNC)

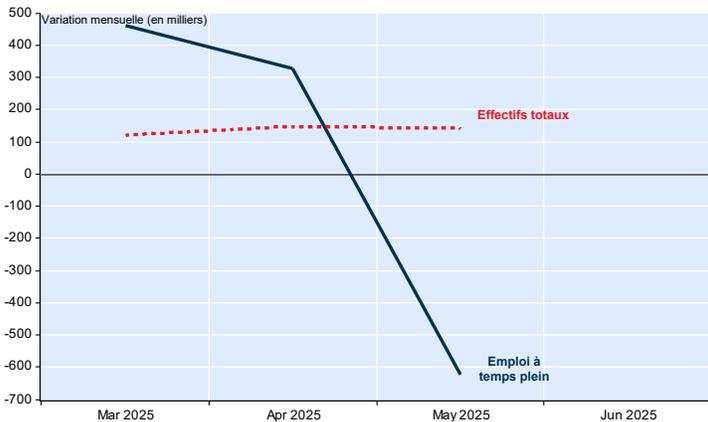
Droits de douane moyens sur toutes les importations, données annuelles



Face à une incertitude accrue, les entreprises hésitent à s'engager à embaucher à temps plein – préférant les contrats souples ou l'emploi temporaire. Une poursuite de la diminution de l'emploi à temps plein freinerait les dépenses des consommateurs et l'économie en général (graphique).

É.-U. : Les entreprises embauchent, mais pas à temps plein

Effectifs salariés et emploi à temps plein

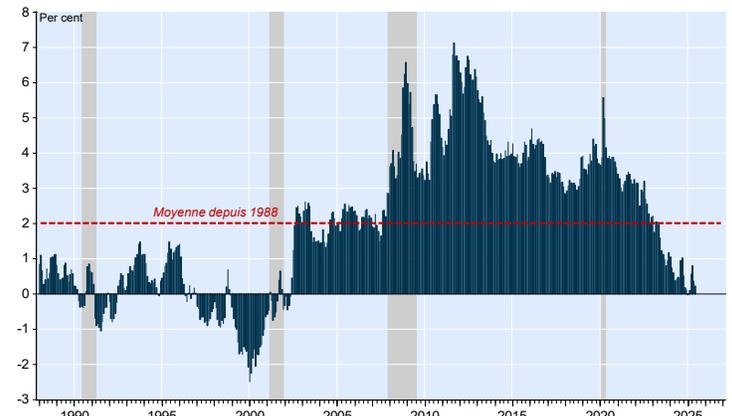


BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Tandis que les perspectives de croissance perdent leur éclat se préparent des déficits budgétaires plus importants et un abaissement limité des taux d'intérêt à long terme, alors que les investisseurs exigent des primes de terme plus fortes pour prêter à l'Oncle Sam. Malgré une baisse de 21 pb du taux des obligations du Trésor de 2 ans depuis la victoire électorale de D. Trump en novembre, le taux à 30 ans a grimpé de 47 pb – soulignant les préoccupations persistantes au sujet de la durabilité de la situation budgétaire. En même temps, l'expansion des ratios de valorisation en marge d'un rendement à 10 ans résilient a éliminé la prime de risque sur les actions américaines (graphique).

S&P 500 : La prime de risque des actions a pratiquement disparu

Rendement du bénéfice moins rendement de l'obligation du Trésor de 10 ans

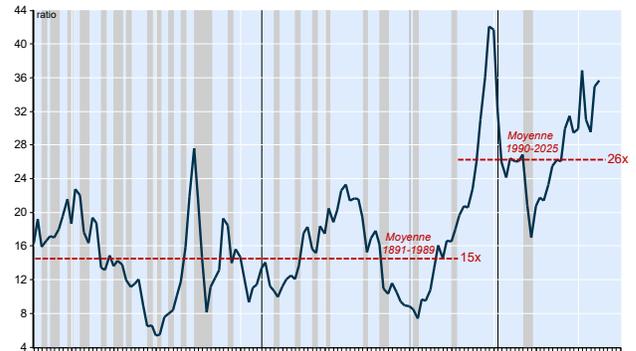


BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Alors que Washington a clairement l'intention de rapatrier la fabrication en sol américain – potentiellement au détriment des afflux de capitaux étrangers –, la question qui se pose naturellement est de savoir quel est le juste ratio C/B du marché boursier américain? À titre de rappel, l'indice S&P 500 s'est négocié à un ratio C/B moyen de 15 fois les bénéfices entre 1891 et 1989. Après la chute du mur de Berlin en 1989, alors que les États-Unis émergeaient comme la puissance militaire dominante du monde et embrassaient la mondialisation, les capitaux étrangers ont afflué sur les marchés américains aidant à hisser le ratio C/B moyen à 26 (graphique).

É.-U. : L'investissement étranger a nourri l'exceptionnalisme américain après 1989

Ratio C/B des 12 derniers mois de l'indice S&P 500



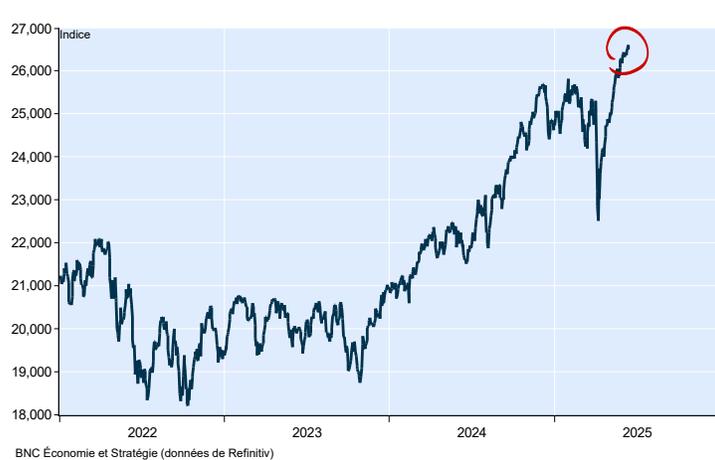
BNC Économie et Stratégie (données de Shiller)

Cette hausse de la demande des investisseurs des quatre coins du monde a contribué à conférer aux actions américaines une part disproportionnée de l'indice MSCI Monde (TP), les États-Unis ayant fini par occuper la proportion époustouflante de 63 % de l'indice boursier mondial de référence. À l'avenir, le virage vers le rapatriement des activités industrielles par le biais du protectionnisme pourrait entraîner un affaiblissement de la productivité et de la rentabilité (effet direct des tarifs douaniers et des mesures de rétorsion ou de boycott de la part des partenaires commerciaux). Cela laisse entendre que le ratio cours/bénéfice (PE) d'équilibre pour le S&P 500 sera vraisemblablement inférieur à la moyenne observée entre 1990 et 2025 dans le cadre du nouvel ordre mondial. De combien? La question reste entière.

S&P/TSX : La stratégie RCIN fait battre des records à l'indice

Malgré une demande intérieure léthargique, un marché du travail mou et une incertitude record entourant la politique commerciale, l'indice S&P/TSX a bondi à un nouveau record en juin (graphique).

Canada : L'indice S&P/TSX atteint un nouveau record en juin



L'indice de référence canadien est déjà en hausse de 6,4 % au T2. Ce qui est impressionnant – et qui contraste avec l'indice S&P 500 – c'est que les gains étaient généralisés, tous les grands secteurs sauf celui de la santé affichant des rendements positifs (tableau).

S&P/TSX : Les gains sont généralisés au T2

Rendement des cours (en %)

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	1,3	6,4	7,2
ÉNERGIE	5,7	3,1	4,6
MATÉRIAUX	5,7	10,0	31,9
SANTÉ	4,2	-2,2	-11,5
CONSOM. DISC.	2,4	12,3	11,5
TÉLÉCOMS	0,8	0,4	0,5
IMMOBILIER	0,7	3,5	0,9
SERVICES PUBLICS	0,2	4,0	7,9
BANQUES	0,0	9,2	5,3
FINANCES	-0,4	7,1	4,7
CONSOM. DE BASE	-0,8	5,8	4,9
INDUSTRIE	-1,4	6,2	3,8
TI	-2,2	6,5	-1,5

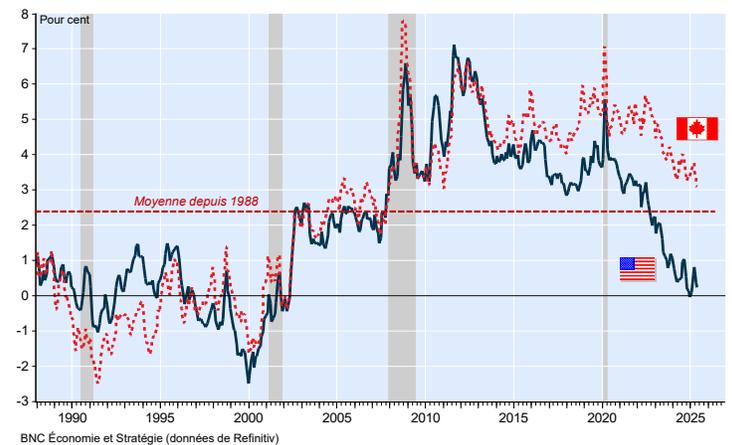
6/13/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Malgré ce gain, l'indice S&P/TSX offre encore une prime de risque supérieure à sa moyenne historique (graphique).

S&P/TSX : La prime de risque encore supérieure à la moyenne passée

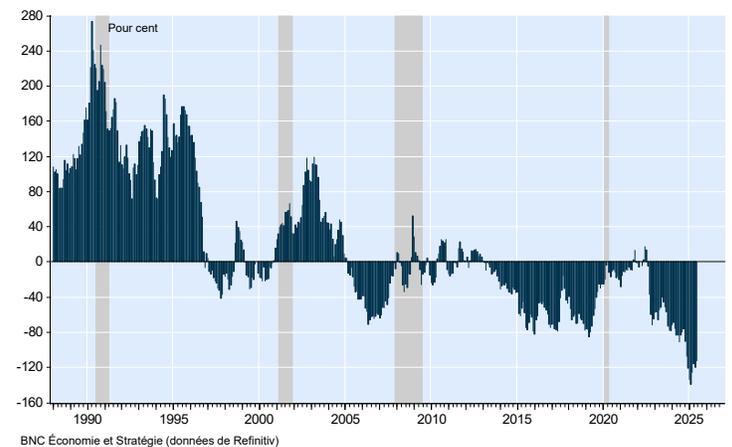
Rendement des bénéfices moins le rendement de l'obligation du Trésor de 10 ans : S&P 500 comp. S&P/TSX



La prime de risque élevée du Canada est en partie soutenue par le rendement de l'obligation du Canada de 10 ans qui reste à plus de 100 points de base en dessous de son équivalent américain (graphique).

Canada : Les taux d'intérêt sont bien inférieurs à ceux des É.-U.

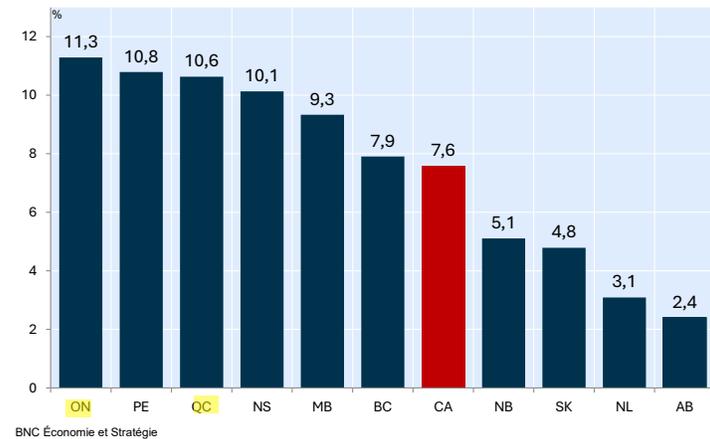
Rendement de l'obligation du Trésor de 10 ans : Canada mois É.-U.



Cet écart reflète des perspectives de croissance intérieure plus faibles, des pressions inflationnistes plus molles et l'attente d'une politique monétaire plus accommodante de la Banque du Canada par rapport à celle de la Réserve fédérale américaine. Les perspectives de croissance plus faible découlent de la récente décision de Washington d'augmenter les droits de douane sur les exportations canadiennes d'acier et d'aluminium qui a fait monter le taux effectif des droits de douane pour l'Ontario et le Québec au-dessus de 10 % (graphique).

Canada : L'exposition aux droits de douane varie selon les provinces

Taux effectif des droits de douane américains pour le Canada et les provinces



Par conséquent, alors que la croissance restera probablement faible au deuxième semestre de 2025, les perspectives pour l'économie – et l'indice S&P/TSX – ne sont pas totalement sombres. D'une part, la reprise du conflit armé entre Israël et l'Iran a déjà provoqué un rebond des prix du pétrole, apportant un soutien aux actions canadiennes. D'autre part, le président Trump a fait savoir au sommet du G7 en Alberta qu'il est disposé à résoudre les tensions commerciales avec le Canada dans les 30 prochains jours. Mais surtout, nous croyons que l'indice S&P/TSX sera avantageusement structuré par le récent discours du Trône à Ottawa, qui marque un pivotement transformateur vers une réindustrialisation. L'engagement du gouvernement à valoriser le secteur des ressources naturelles, simplifier la réglementation et réviser les achats militaires représente une rupture décisive avec le cadre de référence politique de l'ère Trudeau (tableau).

Canada : Le discours du Trône clôt l'ère Trudeau

Trudeau 2021 et Carney 2025 : Comparaison des orientations politiques des discours du Trône

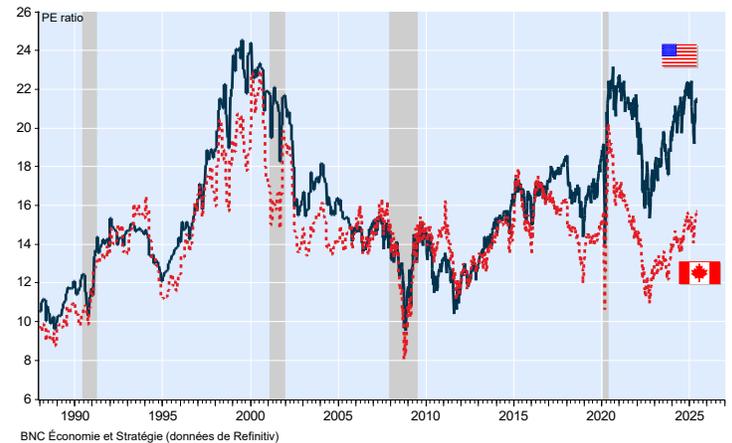
Orientation politique	Discours du Trône Trudeau 2021	Discours du Trône Carney 2025
Vision économique	Inclusive, reprise post-pandémique centrée sur une croissance propre et l'aide sociale	Économie transformatrice en tête du G7, avec un marché national unifié et une dominance énergétique
Réforme de la réglementation	Pas de grands changements; accent mis sur le climat et l'équité dans la réglementation	Nouveau Bureau de gestion des grands projets pour réduire les délais d'approbation à 2 ans; « un projet, une évaluation »
Stratégie énergétique	Plafonnement des émissions pour le pétrole et le gaz; investissement dans la technologie propre et l'électricité carbonneutre	Expansion de l'énergie à la fois classique et propre; devenir une superpuissance énergétique mondiale
Logement et abordabilité	Accent mis sur la garde d'enfants et l'aide aux locataires; lancement du Fonds pour accélérer la construction de logements	Doubler la construction de logements; exemption de TPS; société d'État – Maisons Canada
Participation des Autochtones	Concentration sur la réconciliation; pas de grandes initiatives de propriété économique	Doublage du programme de garanties de prêts pour les Autochtones à 10 G\$; faciliter la participation comme propriétaires dans de grands projets
Politique commerciale	Ouverture du commerce sur le monde et croissance fondée sur l'immigration	Réduction de la dépendance à l'égard des États-Unis; création de coalitions avec des démocraties partageant les mêmes valeurs
Politique budgétaire	Soutien ciblé pendant la pandémie; réduction graduelle des dépenses	Plafonnement de la croissance des dépenses à moins de 2%; équilibre du budget de fonctionnement dans les 3 ans
Marché intérieur	Pas de mention directe d'entraves intérieures au commerce et à la mobilité	Retrait des barrières commerciales intérieures fédérales pour le Jour du Canada; 200 G\$ de gains de productivité visés
Innovation et politique industrielle	Innovation climatique, fabrication selon des technologies propres et véhicules zéro émission	Stratégie industrielle massive pour stimuler le commerce, la science et un leadership mondial de l'innovation
Politique d'immigration	Augmentation de l'immigration; aide à la réunification des familles; leadership dans l'accueil des réfugiés	Plafonnement des travailleurs temporaires et étudiants étrangers à <5 % de la population d'ici 2027; restauration de la confiance et de l'équilibre

BNC Économie et Stratégie

Nous interprétons le discours du Trône comme l'engagement d'Ottawa à Rendre le Canada Investissable de Nouveau (RCIN). Après des années de négociation à décote par rapport aux États-Unis – à la fois au niveau de l'indice et dans la plupart des secteurs –, l'initiative RCIN vise à repositionner le Canada comme une destination plus intéressante pour le capital privé canadien et étranger. À notre avis, cela justifie un rétrécissement de l'écart de valorisation de l'indice S&P/TSX par rapport à l'indice S&P 500 (graphique).

S&P/TSX : L'initiative RCIN réduira l'écart de valorisation

Ratio C/B sur les 12 prochains mois : indice S&P 500 comparativement à l'indice S&P/TSX



Répartition des actifs

Ce mois-ci, nous réduisons modestement notre sous-pondération des actions en élarguant le compartiment des titres à revenu fixe et en surpondérant les actions canadiennes. Cet ajustement reflète l'anticipation croissante d'une évolution plus favorable des relations commerciales canado-américaines, comme l'a signalé le président Trump pendant le sommet du G7 en Alberta. Cela dit, notre attitude globale à l'égard des placements reste défensive en attendant plus de clarté à la fois dans les tensions commerciales et dans les conflits géopolitiques.

	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	21	+3
Actions américaines	20	15	
Actions étrangères (EAE0)	5	3	
Marchés émergents	5	3	
Marché obligataire	45	50	-3
Liquidités	5	8	
Total	100	100	

BNC Économie et Stratégie

Rotation sectorielle

Nous avons ajusté notre répartition entre les secteurs ce mois-ci en réponse à l'évolution rapide de la conjoncture. Étant donné la persistance des pressions favorables à une stagflation, nous prévoyons une baisse limitée des taux d'intérêt à l'extrémité éloignée de la courbe des rendements. Par conséquent, nous réduisons notre exposition aux secteurs des services publics et des services de communication de la surpondération à une pondération neutre. Dans le cas des services de communication, les perspectives démographiques faibles ont aussi contribué à la rétrogradation, ce qui nous a conduits à réduire le secteur de la consommation de base de la surpondération à la sous-pondération également. Inversement, nous révisons à la hausse les secteurs de l'énergie et des valeurs industrielles – reflétant l'engagement renouvelé d'Ottawa à la mise en valeur des ressources naturelles et à la réindustrialisation. La pondération de l'énergie était auparavant neutre, et les valeurs industrielles étaient sous-pondérées.

Prévisions de marché

Prévisions Canada			
	Actuel	Cible	
Niveau de l'indice	6/16/2025	T4 2025	
S&P/TSX	26 569	25 800	
Hypothèses		T4 2025	
Niveau: Bénéfices	1517	1550	
Dividendes	732	748	
Ratio C/B passé	17.5	16.6	

* Avant éléments extraordinaires selon Thomson
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Prévisions États-Unis			
	Actuel	Cible	
Niveau de l'indice	6/16/2025	T4 2025	
S&P 500	6033	5700	
Hypothèses		T4 2025	
Niveau: Bénéfices	250	249	
Dividendes	76	76	
Ratio C/B passé	24.2	22.9	

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale – juin 2025

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Sur-pondérer	16.5%
Équipements et services pour l'énergie	Sur-pondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Sur-pondérer	16.3%
Matériaux	Équipondérer	14.0%
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.2%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	12.1%
Or	Sur-pondérer	9.5%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.3%
Industrie	Sur-pondérer	12.2%
Biens d'équipement	Sur-pondérer	3.3%
Services aux entreprises	Équipondérer	3.6%
Transports	Sur-pondérer	5.4%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.4%
Automobiles et composants automobiles	Équipondérer	0.4%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.3%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.8%
Distribution	Sous-pondérer	1.9%
Biens de consommation de base	Sous-pondérer	3.8%
Distribution alimentaire et pharmacie	Sous-pondérer	3.5%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sous-pondérer	0.3%
Santé	Équipondérer	0.2%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.1%
Finance	Équipondérer	32.5%
Banques	Équipondérer	20.1%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.6%
Assurance	Équipondérer	7.8%
Technologies de l'information	Équipondérer	9.5%
Télécommunications	Équipondérer	2.2%
Services aux collectivités	Équipondérer	3.8%
Immobilier	Sous-pondérer	1.8%

* Métaux et minerais excluant la sous-industrie de l'Or.



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de FBN.