

Sommaire

Par Stéfane Marion / Matthieu Arseneau

- Les actions mondiales ont été malmenées par une volatilité accrue depuis le début de l'année. Après l'apaisement des inquiétudes liées à la vague Omicron, une convergence de facteurs a assombri les perspectives pour les bénéficiaires des sociétés. L'inflation persistante, les attentes d'une intervention musclée des banques centrales et les craintes d'un conflit armé en Ukraine occupent désormais les esprits de tous les investisseurs. L'indice MSCI Monde (tous pays) affiche maintenant une baisse d'un peu plus de 5%, l'essentiel de sa contraction étant le fait des États-Unis et de l'Europe.
- Le taux des obligations du Trésor américain de 10 ans a dépassé 2% pour la première fois depuis 2019. Nos stratégies en titres à revenu fixe s'attendent à ce que ce taux se stabilise en dessous de 2.5% au cours des prochains trimestres, soit moins de 50 points de base (pb) de plus que le niveau actuel. Même si la totalité de la hausse s'entendait en taux d'intérêt réels, les TIPS de 10 ans resteraient à un niveau proche de zéro, ce qui n'est guère susceptible de déclencher un cycle baissier.
- La Fed aime se référer à la courbe des taux, définie comme la différence entre le taux de l'obligation du Trésor américain de 10 ans et celui du bon du Trésor de 3 mois. La pente de la courbe, soit l'écart entre les deux taux, est actuellement d'environ 155 pb, ce qui reste relativement élevé d'un point de vue historique à ce stade du cycle économique.
- L'économie mondiale conserve assez d'élan pour faire croître les bénéficiaires des entreprises. Globalement, les analystes ont relevé leurs prévisions de bénéfice par action pour l'année à venir pour 52% des entreprises, ce qui reste nettement supérieur à la moyenne de 45% de la dernière décennie. La diffusion des révisions à la hausse des bénéficiaires dépasse elle aussi les moyennes historiques sur dix ans dans toutes les grandes régions du monde.
- L'indice S&P/TSX continue de faire preuve de résilience. L'indice de référence canadien est en hausse de 1.5% depuis le début de l'année, notamment grâce aux secteurs de l'énergie (+17.6%), des banques (+9%) et des matériaux (+4.7%). Nous restons optimistes pour ces secteurs compte tenu des faibles valorisations des actions qui les composent, avec des ratios C/B prévisionnels inférieurs à 13.
- Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci : nous continuons de sous-pondérer les titres à revenu fixe et de surpondérer les actions, avec une préférence pour les actions de valeur comparativement aux actions de croissance, étant donné que nous nous attendons à une augmentation des taux d'intérêt à long terme.

Monde : Inflation et menaces de guerre

Les actions mondiales ont été malmenées par une volatilité accrue depuis le début de l'année. Après l'apaisement des inquiétudes liées à la vague Omicron, une convergence de facteurs a assombri les perspectives pour les bénéfices des sociétés. L'inflation persistante, les attentes d'une intervention musclée des banques centrales et les craintes d'un conflit armé en Ukraine occupent désormais les esprits de tous les investisseurs. L'indice MSCI Monde (tous pays) est maintenant en baisse d'un peu plus de 5%, l'essentiel de la contraction étant le fait des États-Unis et de l'Europe (tableau). Le Canada et les marchés émergents continuent d'enregistrer des rendements positifs.

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	-0.5	-5.1	-5.1
MSCI Monde	-0.9	-5.9	-5.9
MSCI États-Unis	-2.1	-7.7	-7.7
MSCI Canada	2.1	1.8	1.8
MSCI Europe	0.5	-2.6	-2.6
MSCI Pacifique sans le Japon	4.4	0.6	0.6
MSCI Japon	3.3	-1.9	-1.9
MSCI MÉ	2.4	0.5	0.5
MSCI MÉ EMOA	1.0	3.4	3.4
MSCI MÉ Amérique latine	2.6	6.7	6.7
MSCI MÉ Asie	2.7	-0.5	-0.5

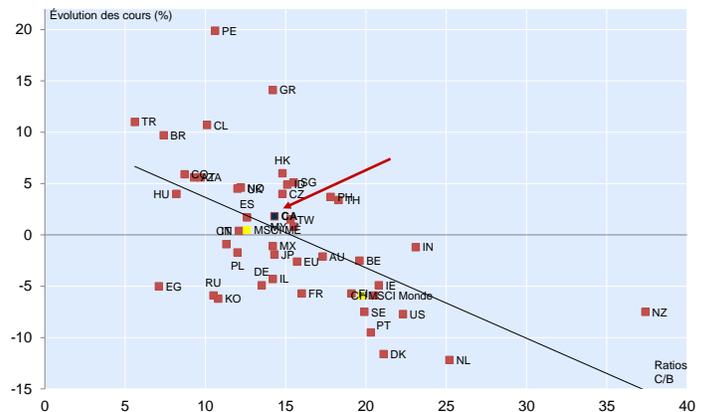
11/2/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les indices les moins performants par pays depuis le début de 2022 sont généralement ceux dont les ratios C/B prévisionnels sont les plus élevés (graphique). La résilience des indices MSCI Canada (voir la flèche) et MSCI Marchés émergents concorde généralement avec la préférence des investisseurs pour les actions dont le ratio C/B est inférieur à 15.

Monde : Rendements et valorisations des actions en 2022

Rendements 2022 des indices MSCI des pays en monnaies locales* et ratios C/B prévisionnels 2021**



* En date du 11 février 2022 ; ** ratios C/B prévisionnels sur 12 mois en date du 31 décembre 2021
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ce style d'investissement, qui donne la préférence aux actions de valeur plutôt qu'à celles de croissance, devrait garder le vent en poupe au cours des prochains mois.

États-Unis : Le style Valeur peut encore dépasser le style Croissance

Ratio des actions de valeur aux actions de croissance de l'indice S&P 500

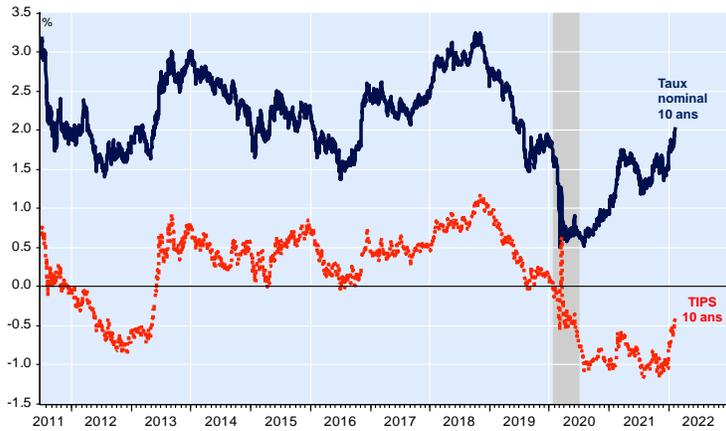


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

En effet, les actions de croissance sont plus vulnérables dans un contexte de hausse des taux obligataires. Ces derniers jours, le taux de l'obligation du Trésor américain de 10 ans a dépassé 2% pour la première fois depuis 2019. Nos stratèges en titres à revenu fixe s'attendent à ce que les taux se stabilisent en dessous de 2.5% au cours des prochains trimestres, soit moins de 50 points de base de plus que le niveau actuel (voir **ici**). Même si la totalité de la hausse s'entendait en taux réels, les TIPS de 10 ans resteraient à un niveau proche de zéro, ce qui n'est guère susceptible d'engendrer un cycle baissier (graphique).

Retour des taux nominaux, mais pas réels, au niveau pré-pandémique

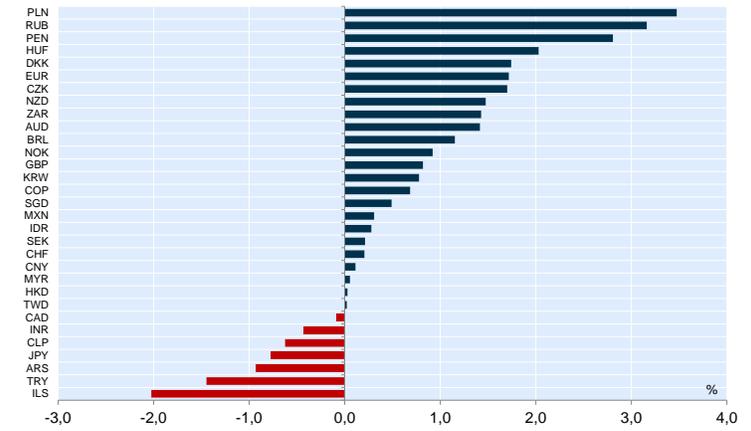
États-Unis : Taux des obligations du Trésor de 10 ans et des TIPS de 10 ans



En effet, la courbe des taux reflète déjà en grande partie les mesures de resserrement de la politique monétaire. Après la publication du rapport sur l'IPC de décembre, qui a situé l'inflation d'ensemble à 7.5%, son niveau le plus élevé en 40 ans, le marché obligataire a augmenté ses projections de hausses de taux d'intérêt par la Fed, tablant sur plus de six hausses d'un quart de point en 2022. On pourrait penser qu'une grande partie du repli des marchés des obligations à long terme, du crédit et des actions a déjà eu lieu, surtout si la normalisation de la politique monétaire s'avère plus faible que celle anticipée par les marchés. Cependant, alors que l'indice S&P 500 continue de se remettre d'une contraction de 10% en janvier, il nous a été demandé d'évaluer la probabilité d'un marché baissier aux États-Unis, c'est-à-dire d'une chute d'au moins 20%. Il est clair qu'un conflit armé en Ukraine pourrait déclencher un tel scénario au cours des prochaines semaines, tout comme une aggravation de la pandémie ou d'autres événements géopolitiques. Si la situation reste très tendue en Ukraine, les monnaies de plusieurs pays européens ont gagné du terrain par rapport au dollar américain depuis le début de l'année, le zloty polonais et le rouble russe livrant des performances impressionnantes. Les marchés de change semblent donc anticiper une désescalade des tensions géopolitiques.

USD : Une vigueur limitée jusque-là en 2022

Rendements au comptant des grandes monnaies par rapport à l'USD, en 2022 jusqu'au 10 février



Pour pouvoir justifier une opinion plus positive pour les marchés de change dans le contexte de la crise ukrainienne, il faudrait un effondrement des prix de l'énergie. Le baril de pétrole brut de Brent a dépassé US\$90 la semaine dernière et culmine à son plus haut niveau depuis 2014 (graphique). Un apaisement des tensions géopolitiques pourrait faire beaucoup pour dégonfler les prix du pétrole et alléger les tensions inflationnistes mondiales.

Monde : Les prix du pétrole au plus haut depuis 2014

Prix du baril de Brent

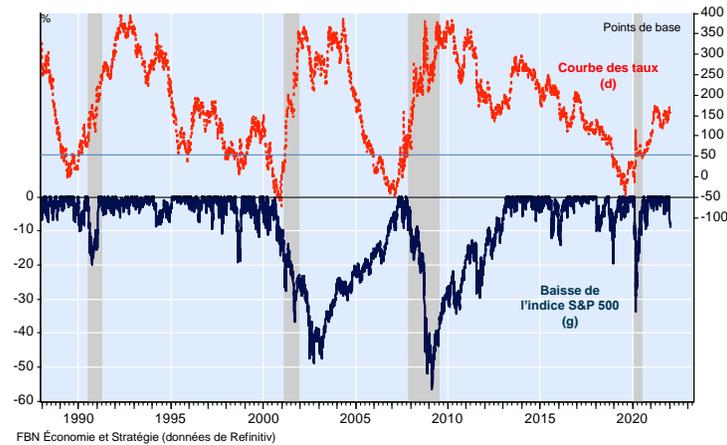


Mais qu'en est-il de la politique monétaire? Les futures hausses de taux d'intérêt représentent-elles une menace pour les perspectives de bénéfices et les marchés boursiers? À la longue, oui, mais cette heure n'a pas encore sonné. Une des façons d'évaluer le danger imminent pour les actions consiste à examiner la courbe des taux. La Fed aime se référer à la courbe des taux, c'est-à-dire à l'écart entre le taux de l'obligation du Trésor de 10 ans et celui du bon du Trésor de 3 mois. Cet écart est actuellement de 155 pb, ce qui reste relativement élevé d'un point de vue historique. Nos recherches montrent que, tant que l'écart est supérieur à 100 pb pendant la phase de maturité du cycle

économique – dans laquelle nous sommes actuellement –, les marchés boursiers tendent à monter malgré une plus grande volatilité. Soulignons que le marché n'a jamais été baissier quand l'écart était supérieur à 50 pb (graphique).

États-Unis : La courbe des taux ne présage pas un marché baissier

Baisse de l'indice S&P 500 depuis le pic et courbe des taux (obligations 10 ans – bons 3 mois, du Trésor)



À ce stade, il est important de se souvenir que l'économie mondiale est assez dynamique pour continuer à faire croître les bénéfices (graphique).

Monde : La fabrication a poursuivi son expansion à un rythme sain

Indice PMI de la fabrication mondiale JPMorgan/Markit. Dernière observation : janvier 2022



Globalement, les analystes ont relevé leurs prévisions de bénéfice par action pour l'année à venir pour 52% des entreprises, ce qui se situe nettement supérieur à la moyenne de 45% de la dernière décennie. La diffusion des révisions à la hausse des bénéfices dépasse elle aussi les moyennes historiques sur dix ans dans toutes les grandes régions du monde (graphique).

MSCI : Variation des bénéfices prévisionnels à 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (% de hausse)	
	Variation 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Variation 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion 1 mois	Moyenne historique 10 ans
MSCI Monde (TP)	2.2	-0.4	1.0	-0.4	52%	45%
MSCI Monde	2.5	-0.4	1.0	-0.4	54%	46%
MSCI États-Unis	2.5	-0.2	0.9	-0.2	53%	49%
MSCI Canada	2.8	-0.6	0.9	-0.6	48%	44%
MSCI Europe	2.8	-0.8	1.5	-0.8	56%	42%
MSCI Pacifique sans Jp	0.3	-0.5	1.0	-0.5	47%	42%
MSCI Japon	3.2	-0.1	0.4	-0.1	55%	50%
MSCI MÉ	0.6	-0.5	0.8	-0.5	49%	41%
MSCI MÉ EMOA	5.7	-0.4	2.3	-0.4	65%	44%
MSCI MÉ Am. latine	-0.3	-0.8	0.7	-0.8	52%	41%
MSCI MÉ Asie	-0.4	-0.4	0.5	-0.4	46%	41%

11/2/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'indice S&P/TSX résilient

L'indice S&P/TSX continue de faire preuve de résilience. L'indice de référence canadien est en hausse de 1.5% depuis le début de l'année, grâce aux secteurs de l'énergie (+17.6%), des banques (+9%) et des matériaux (+4.7%) – tableau.

Indice S&P/TSX composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	2.1	1.5	1.5
MATÉRIAUX	8.3	4.7	4.7
SANTÉ	7.1	-2.7	-2.7
ÉNERGIE	4.5	17.6	17.6
SERVICES FINANCIERS	3.1	6.8	6.8
BANQUES	3.0	9.0	9.0
CONSOMMATION DE BASE	2.6	-0.1	-0.1
TÉLÉCOMS	1.9	3.6	3.6
INDUSTRIE	0.0	-2.8	-2.8
IMMOBILIER	-0.2	-6.2	-6.2
SERVICES PUBLICS	-0.4	-2.7	-2.7
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	-2.2	-4.2	-4.2
TI	-7.7	-26.5	-26.5

12/2/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ces secteurs sont aussi ceux qui ont enregistré les plus importantes révisions à la hausse de leurs bénéfices prévisionnels au cours des trois derniers mois (tableau).

S&P TSX : Variation des bénéfices prévisionnels à 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (% de hausse)	
	Dernières données	Moyenne 10 ans	Dernières données	Moyenne 10 ans	Dernières données	Moyenne 10 ans
S&P TSX	2.3	-2.2	0.9	-0.7	47%	43%
ÉNERGIE	6.7	-5.2	1.7	-2.9	71%	41%
MATÉRIAUX	3.5	-5.0	3.3	-1.7	34%	41%
INDUSTRIE	-3.2	-2.6	-1.8	-0.8	31%	43%
CONS. DISC.	-2.6	-1.5	-0.5	-0.6	31%	46%
CONS. DE BASE	0.4	-0.4	0.2	-0.1	56%	45%
SANTÉ	-6.0	-6.2	-3.0	-2.4	14%	40%
FINANCES	2.2	0.1	0.4	0.0	57%	50%
BANQUES	2.9	0.2	0.0	0.1	71%	51%
TI	3.9	-1.5	1.0	-0.5	60%	47%
TÉLÉCOMS	-1.3	-1.2	-1.0	-0.4	29%	41%
SERV. PUBLICS	-2.3	-1.8	0.4	-0.5	44%	42%
IMMOBILIER	2.8	s.o.	6.5	s.o.	81%	s.o.

11/2/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous restons optimistes pour ces secteurs compte tenu de leurs faibles valorisations et de leurs ratios C/B prévisionnels inférieurs à 13 (graphique).

S&P/TSX : Ratio cours/bénéfice à 12 mois

	11/2/2022	Il y a 1 an	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans
S&P/TSX	14.8	17.2	15.1	15.4
ÉNERGIE	12.0	20.0	34.3	39.9
MATÉRIAUX	12.7	14.2	18.1	17.9
INDUSTRIE	25.7	27.2	18.3	21.4
CONS. DISC.	14.2	15.9	14.0	14.3
CONS. DE BASE	16.9	15.5	16.7	16.9
SANTÉ	17.4	40.5	16.1	19.7
FINANCES	12.0	11.6	11.4	11.1
BANQUES	12.0	11.4	10.9	10.8
TI	42.3	68.5	28.6	38.4
TÉLÉCOMS	19.5	17.2	15.9	16.7
SERVICES PUBLICS	23.6	25.6	20.2	21.3
IMMOBILIER	14.3	NA	NA	NA

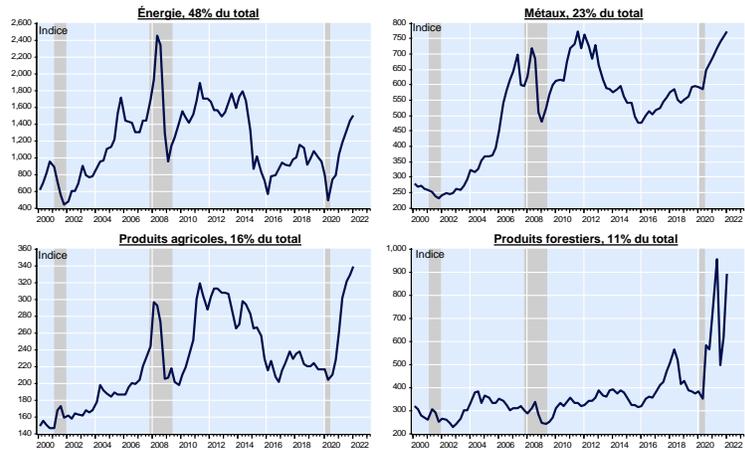
11/2/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Alors que la reconstitution des stocks pousse la production du secteur de la fabrication vers des records cette année, les prix des produits de base devraient rester élevés. Au début de 2022, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a inscrit un pic inégalé depuis plusieurs années pour les prix de vente des produits énergétiques canadiens et de nouveaux records pour les métaux et les produits agricoles. Le secteur forestier a lui aussi enregistré un vigoureux rebond (graphique).

Canada : Bonne tenue des prix des produits de base en 2022

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada en USD (moyennes trimestrielles)



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Pour le secteur bancaire, l'écart entre le taux de l'obligation du Trésor de 5 ans et celui du bon du Trésor de 3 mois n'avait plus été aussi important depuis plus de dix ans (graphique), ce qui devrait contribuer à la rentabilité du secteur si la croissance de l'emploi reprend au cours des prochains mois après un ralentissement dû à la COVID en janvier.

S&P/TSX : Les banques profiteront d'une courbe des taux plus pentue

Écart entre le taux des obligations du Trésor de 5 ans et les bons du Trésor de 3 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci : nous continuons de sous-pondérer les titres à revenu fixe et de surpondérer les actions, avec une préférence pour les actions de valeur comparativement aux actions de croissance, étant donné que nous nous attendons à une augmentation des taux d'intérêt à long terme. Nous prévoyons la fin du programme d'assouplissement quantitatif et une hausse du taux de financement à un jour au cours des prochaines semaines, mais nous ne pensons pas que la politique monétaire deviendra

restrictive dans un avenir proche. Géographiquement, nous continuons de surpondérer le Canada, où nous entrevoyons un solide potentiel de croissance des bénéfiques et d'appréciation du huard.

Rendement des catégories d'actifs en période d'inflation

Rendements totaux annualisés réels quand l'inflation dépasse 4% (incluant le début des récessions)

	Périodes					Moyenne	Autres périodes
	1972M12-1974M12	1976M12-1980M03	1986M12-1990M10	2002M06-2005M09	2006M10-2008M07		
Cuivre	-6.7	2.5	12.6	32.9	-0.6	8.1	9.7
Lingot d'or	49.5	41.5	-6.2	10.8	11.0	21.3	-2.2
Indice des obligations du Trésor 10 ans rendement total	-8.3	-11.6	1.0	0.7	3.5	-2.9	5.9
Indice S&P 500	-27.9	-5.0	3.0	7.8	-7.7	-5.9	11.4
Indice S&P/TSX	-18.6	16.8	-3.1	13.9	2.6	2.3	6.4
Indice large USD nominal	-12.6	-9.8	-1.4	-6.3	-9.8	-8.0	0.7
Prix des maisons, États-Unis	-1.6	1.3	-0.4	11.0	-16.9	-1.3	1.7
Prix des maisons, Canada	11.6	-2.2	2.5	4.9	3.2	4.0	5.8
Pétrole brut léger	66.4	27.5	10.5	26.3	42.4	34.6	-6.6
Indice CRB composé	11.5	-2.5	-1.4	4.5	8.8	4.2	0.3

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous maintenons une légère surpondération des liquidités ce mois-ci en raison du contexte géopolitique.

Répartition des actifs FBN

	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	25	
Actions américaines	20	18	
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	5	
Marché obligataire	45	42	
Liquidités	5	7	
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de préférer les secteurs cycliques comme ceux de l'énergie, des matériaux et des biens d'équipement – des secteurs qui ont historiquement bien tiré leur épingle du jeu en début de phase de resserrement monétaire, quand la courbe des taux reste supérieure à des niveaux qui dénotent habituellement un important ralentissement économique.

Prévisions FBN Canada

	<i>Actuel</i>	<i>Cible</i>
Niveau de l'indice	2/11/2022	T4-2022 (est.)
S&P/TSX	21 549	22 700
Hypothèses		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	1356	1500
Dividendes	552	610
Ratio C/B passé	15.9	15.1
Obligations 10 ans	1.87	2.15

* Avant éléments extraordinaires selon Thomson
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Prévisions FBN États-Unis

	<i>Actuel</i>	<i>Cible</i>
Niveau de l'indice	2/11/2022	T4-2022 (est.)
S&P 500	4 419	4 800
Hypothèses		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	208	225
Dividendes	60	65
Ratio C/B passé	21.3	21.3
Obligations 10 ans	1.95	2.30

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale FBN - février 2022

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	15.2%
Matériaux	Surpondérer	11.9%
Produits chimiques	Équipondérer	1.9%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.8%
Or	Surpondérer	6.1%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.6%
Industrie	Équipondérer	11.5%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.1%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	2.8%
Transports	Équipondérer	6.6%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	3.4%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.0%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.5%
Services aux consommateurs	Équipondérer	0.8%
Distribution	Équipondérer	1.1%
Biens de consommation de base	Équipondérer	3.7%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	3.1%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.5%
Santé	Équipondérer	0.7%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.6%
Finance	Équipondérer	33.8%
Banques	Équipondérer	23.3%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.5%
Assurance	Équipondérer	6.0%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	7.7%
Télécommunications	Équipondérer	4.8%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.4%
Immobilier	Sous-pondérer	2.9%

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

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Alpa Atha

Économiste, Revenu fixe
alpa.atha@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), 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. FNB 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 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 SCF 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 la FBN.