

## Sommaire

Par Stéfane Marion / Matthieu Arseneau

- L'essor des marchés boursiers continue d'être soutenu par une forte croissance des bénéfices. Les bénéfices par action (BPA) des douze derniers mois de l'indice MSCI Monde sont déjà de retour à leurs niveaux d'avant la pandémie 18 mois à peine après le début de la récession de 2020.
- Alors que la forte demande et les chaînes d'approvisionnement mondiales sous tension font monter les prix des intrants, les usines ont pu augmenter les prix de vente. Nous avons expliqué le mois dernier que cette situation allait probablement durer jusqu'au deuxième semestre de 2021 alors que les entreprises ont du mal à regarnir leurs stocks épuisés.
- À ce stade-ci, il semble que les conditions soient encore en place pour que les opérations boursières misant sur la reflation continuent. Mais, malgré la forte croissance, l'augmentation de l'inflation et l'engagement des banques centrales à maintenir la détente plus longtemps, la courbe des rendements obligataires s'est aplatie ces dernières semaines et les taux d'intérêt à long terme ont baissé.
- Les paris sur la reflation sont-ils déjà compromis et est-il temps de se montrer plus défensif puisque l'essentiel des bonnes nouvelles est déjà pris en compte dans les cours des actions? Nous ne le pensons pas, mais il y a quelques éléments qu'il faudra surveiller au cours des prochaines semaines à mesure que ce cycle économique très particulier continuera de se dérouler.
- Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci – surpondération des actions et sous-pondération des titres à revenu fixe. Malgré la récente augmentation de l'inflation, nous continuons de penser que la Réserve fédérale se sent à l'aise de maintenir des taux d'intérêt réels négatifs afin de promouvoir l'investissement des entreprises et la création d'emplois à temps plein. Notre scénario présume que l'inflation commencera à refluer vers 3% d'ici la fin de l'année et que la situation de la pandémie ne s'aggraverait pas.

## Les paris sur la reflation ne sont pas encore caducs

Après quelques jours de tumulte à la suite de la réunion du FOMC de juin, les places boursières mondiales ont épongé leurs pertes avant de terminer le mois à un nouveau sommet record (graphique).

### Monde : Un nouveau record en juin

Indice MSCI Monde (tous pays)



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI Monde TP était en hausse de 12,5% depuis le début de l'année, entraîné par l'Amérique du Nord et l'Europe (tableau). Les marchés émergents, où la campagne de vaccination contre la COVID tarde alors que le nouveau variant Delta se propage, ont, la plupart, eu du mal à soutenir le rythme de l'indice mondial. Seul l'indice MÉ EMOA (+13,3% depuis le début de l'année) fait exception, grâce à ses composantes européennes.

### Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	2.0	6.6	12.5
MSCI Monde	2.2	7.1	13.3
MSCI États-Unis	2.7	8.5	14.1
MSCI Canada	2.3	7.9	16.0
MSCI Europe	1.5	5.4	12.8
MSCI Pacifique sans le Japon	0.4	4.9	9.9
MSCI Japon	1.1	0.0	7.9
MSCI MÉ	0.5	3.2	7.0
MSCI MÉ EMOA	0.5	4.3	13.3
MSCI MÉ Amérique latine	-0.5	5.0	4.7
MSCI MÉ Asie	0.7	2.9	6.3

30/6/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'essor des marchés boursiers continue d'être soutenu par une forte croissance des bénéfices. Les bénéfices par action (BPA) des douze derniers mois de l'indice MSCI Monde sont déjà de retour à leurs niveaux d'avant la pandémie 18 mois à peine après le début de la récession de 2020. Mais surtout, la révision à la hausse des prévisions de bénéfices continue et on s'attend à ce que ceux-ci se situent à 20% au-dessus de leur niveau d'avant la pandémie à pareille époque, l'an prochain. On remarquera qu'il a fallu près d'une décennie pour réaliser un rétablissement de cette ampleur après la récession de 2008-2009 (graphique).

### Monde : Les BPA plus élevés qu'avant la pandémie et en hausse

Bénéfice des 12 derniers mois de l'indice MSCI Monde TP et prévision à 12 mois

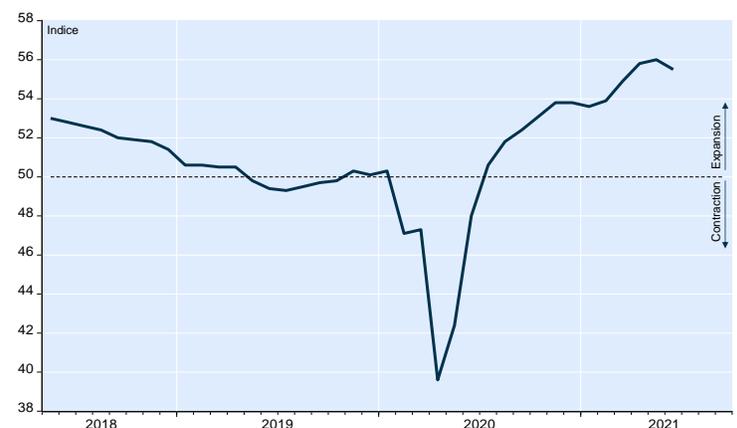


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ces attentes semblent réalistes puisque l'élan économique mondial reste fort et que le pouvoir d'influence sur les prix augmente. L'indice PMI JP Morgan/Markit de la fabrication mondiale a fléchi. Il est passé du record des 11 dernières années de 56,0 en mai au niveau toujours élevé de 55,5 en juin, marquant un douzième mois de suite de croissance pour les usines du monde.

### Monde : La fabrication poursuit une expansion rapide

Indice PMI de JPMorgan/Markit de la fabrication mondiale. Dernière observation : juin 2021



FBN Économie et Stratégie (Source : Markit par Refinitiv)

Alors que la forte demande et les chaînes d'approvisionnement mondiales sous tension font monter les prix des intrants, les usines ont pu augmenter les prix de vente. Nous avons expliqué le mois dernier que cette situation allait probablement durer jusqu'au deuxième semestre de 2021 alors que les entreprises ont du mal à regarnir leurs stocks épuisés (graphique). Ce contexte devrait permettre aux sociétés de rester en mesure de maintenir ou de rehausser leurs indications prospectives sur le respect ou le dépassement de leurs estimations de profit.

### États-Unis : La nécessité de reconstituer les stocks

Ratio stocks/ventes des détaillants américains



Au cours du dernier mois, 59% des plus de 2,400 sociétés de l'indice MSCI Monde TP ont révisé leurs prévisions à la hausse (contre une moyenne historique de 49%) et ces révisions étaient largement répandues entre les diverses régions (tableau).

### MSCI : Variation des bénéfices prévisionnels à 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (% de hausse)	
	Var. 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Var. 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion 1 mois	Moyenne historique 10 ans
MSCI Monde TP	6.4	-0.6	0.8	-0.6	59%	43%
MSCI Monde	6.5	-0.6	0.8	-0.6	62%	45%
MSCI États-Unis	6.9	-0.3	0.5	-0.3	65%	48%
MSCI Canada	7.6	-0.7	1.8	-0.7	55%	43%
MSCI Europe	5.8	-1.0	0.9	-1.0	64%	40%
MSCI Pacifique sans Jp	5.9	-0.5	1.8	-0.5	50%	41%
MSCI Japon	5.3	-0.3	1.7	-0.3	60%	49%
MSCI MÉ	5.6	-0.6	0.7	-0.6	55%	40%
MSCI MÉ EMOA	7.7	-0.5	2.3	-0.5	67%	43%
MSCI MÉ Amérique lat.	16.2	-1.0	0.5	-1.0	58%	40%
MSCI MÉ Asie	3.7	-0.5	0.4	-0.5	53%	40%

30/6/2021

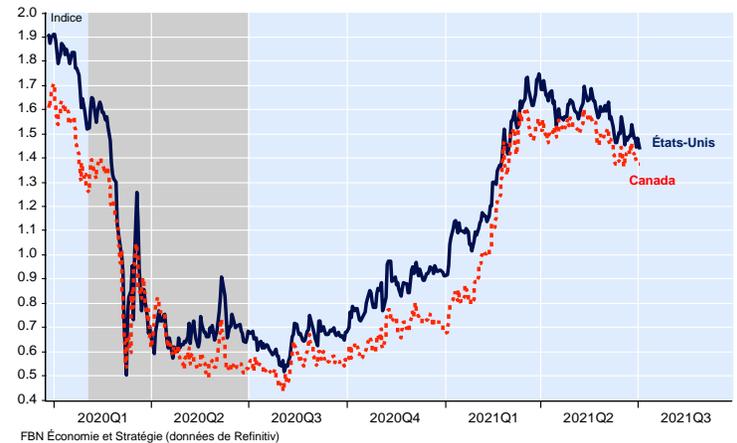
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

À ce stade-ci, il semble que les conditions soient encore en place pour que les opérations boursières misant sur la

reflation continuent. Mais, malgré la forte croissance, l'augmentation de l'inflation et l'engagement des banques centrales à maintenir la détente plus longtemps, la courbe des rendements obligataires s'est aplatie ces dernières semaines et les taux d'intérêt à long terme ont baissé (graphique). Les paris sur la reflation sont-ils déjà compromis et est-il temps de se montrer plus défensif puisque l'essentiel des bonnes nouvelles est déjà pris en compte dans les cours des actions? Nous ne le pensons pas, mais il y a quelques éléments qu'il faudra surveiller au cours des prochaines semaines à mesure que ce cycle économique très particulier continuera de se dérouler.

### Amérique du Nord : Les taux d'intérêt à long terme ont baissé

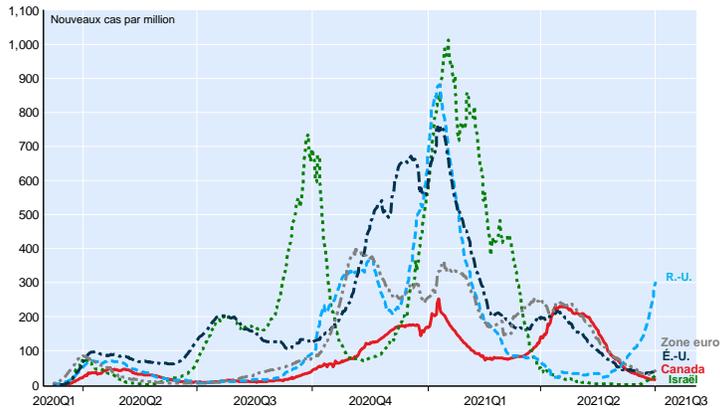
Taux des obligations du Trésor de 10 ans : États-Unis et Canada



Deux facteurs importants semblent avoir effarouché le marché obligataire. Premièrement, sur le front de la pandémie, l'inquiétude monte au sujet de la propagation du variant Delta qui pourrait sérieusement remettre en question la croissance économique au cours des prochains mois. L'augmentation du nombre de nouveaux cas est nette dans des pays tels que le Royaume-Uni et Israël, où plus de 50% de la population ont déjà été vaccinés deux fois (graphique).

### Monde : Évolution de la pandémie

Nouveaux cas quotidiens par million d'habitants et par régions, moyenne mobile de 7 jours

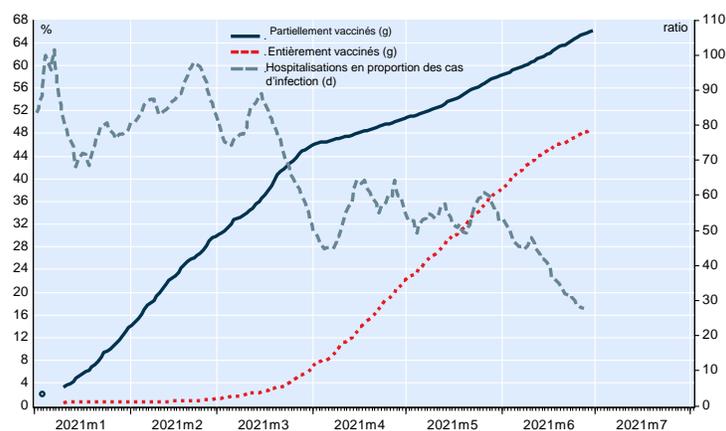


FBN Économie et Stratégie (données de Johns Hopkins CSSE)

Malgré cela, le nombre de décès n'a pas augmenté et la pression sur le réseau de la santé – mesuré par le ratio des nouvelles hospitalisations aux nouveaux cas – est le plus bas depuis le début de la campagne de vaccination (graphique). Dans la mesure où les vaccins sont efficaces pour empêcher ce ratio d'augmenter à un niveau qui exercerait une pression excessive sur le système de santé, la reprise économique se poursuivra. Alors que la lutte contre la COVID continue, les prochaines semaines seront importantes pour indiquer si une victoire contre la pandémie est imminente.

### Royaume-Uni : Vaccination et hospitalisations pour cause de COVID-19

Proportion de la population vaccinée et hospitalisations par rapport au nombre de cas\*



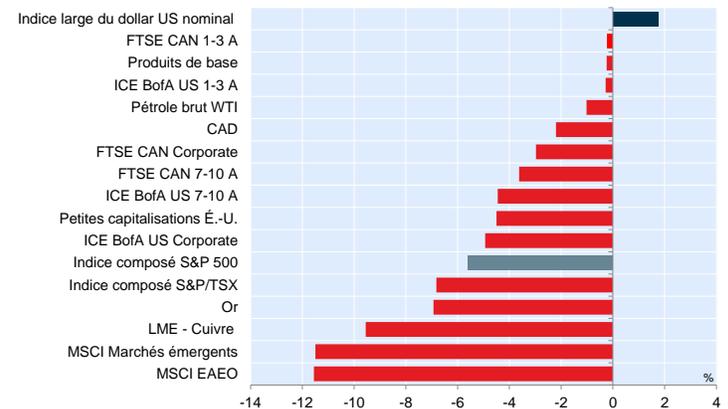
\*par 1,000 cas confirmés 10 jours plus tôt, moyenne mobile de 7 jours  
FBN Économie et Stratégie ([Healthcare in the UK](#) | [Coronavirus in the UK](#) (data.gov.uk), <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>)

La Réserve fédérale américaine est une autre source de préoccupations pour les marchés. La banque centrale des États-Unis a surpris les investisseurs après la réunion du FOMC le 16 juin où le président Powell a dit que la réunion était une

réunion pour « parler de parler de » la réduction à terme de l'assouplissement quantitatif.<sup>1</sup> Sa déclaration était certes justifiée dans le contexte actuel de la croissance et de l'inflation des États-Unis, mais certains investisseurs ont voulu voir l'annonce du déclenchement potentiel d'une phase de désendettement similaire à l'épisode qui pendant un mois de panique en 2013 s'était soldé par une forte baisse des actifs à risque qui a été exacerbée par la hausse du dollar américain et la montée des taux obligataires (graphique). Nous ne nous attendons cette fois-ci pas à une chute induite par une crise d'angoisse devant un éventuel arrêt progressif des achats massifs.

### États-Unis : Évolution des catégories d'actif en 2013 (taper tantrum)

Rendement du 21 mai 2013 au 24 juin 2013 (rendements totaux)



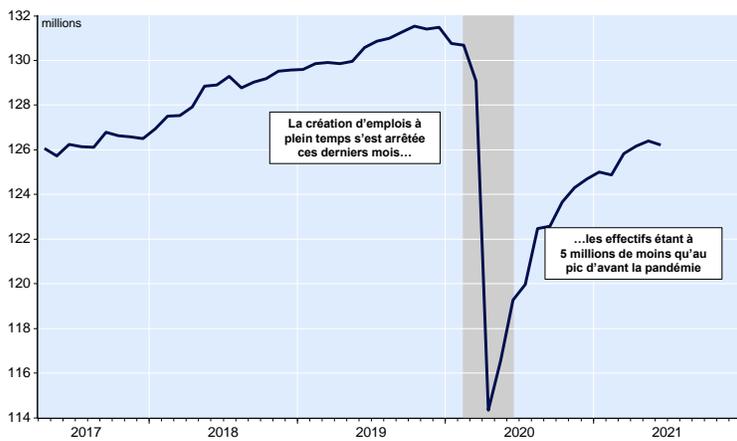
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

D'une part, la Fed a désamorcé beaucoup plus rapidement la menace d'une modification importante de la politique monétaire cette fois-ci, évitant une augmentation des taux des obligations du Trésor à plus longue échéance et des TIPS. Comme l'explique notre plus récente édition du *Mensuel obligataire*, la réduction progressive de l'assouplissement quantitatif pourrait commencer plus tard cette année, mais il est peu probable que des augmentations du taux directeur aient lieu avant 2023 à cause de la lenteur de la reprise du marché du travail. En juin, les emplois à plein temps n'avaient virtuellement pas augmenté depuis trois mois et stagnaient à 5 millions en dessous du niveau d'avant la pandémie (graphique). Tout était donc en place pour que la Fed se montre très patiente.

<sup>1</sup> Se reporter au [Point de mire Fed](#) du 16 juin pour plus de détails.

### États-Unis : La création d'emplois à plein temps en panne

Personnes déclarant travailler à plein temps dans l'enquête auprès des ménages



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Et étant donné le contexte actuel de l'inflation, dont nous ne prévoyons pas de diminution rapide, cela impliquerait une période prolongée de taux d'intérêt réels nets négatifs. Par conséquent, nous ne nous attendons pas à ce que les TIPS passent subitement en positif comme en 2013 et érodent la valorisation du marché boursier.

### États-Unis : L'évolution des taux réels est déterminante

Taux des TIPS de 10 ans



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

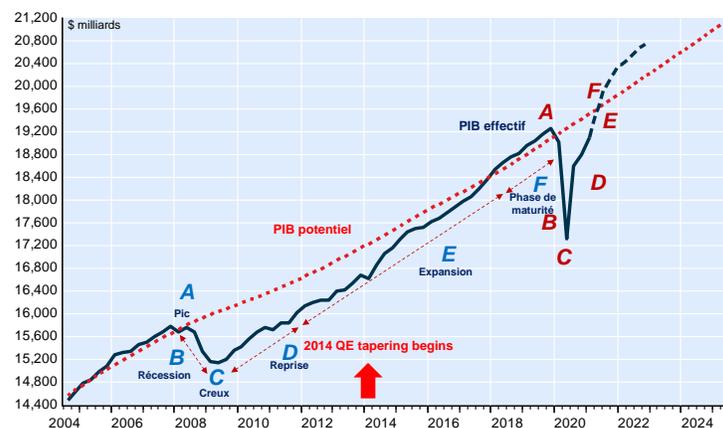
## Où en sommes-nous dans ce cycle?

La position dans le cycle est déterminante pour établir la durabilité des opérations boursières misant sur la reflation. L'anatomie du cycle économique est schématisée dans le graphique ci-dessous : (A) Pic économique → (B) Récession → (C) Creux → (D) Reprise → (E) Expansion → (F) Maturité de l'expansion (où le PIB dépasse le potentiel estimé). Ce qu'il est essentiel de garder à l'esprit, c'est que la durée de ces phases peut varier d'un cycle économique à l'autre. Par exemple, il a fallu une décennie entière après la récession de 2008-2009

avant que l'économie atteigne la phase de maturité (lettre F), une période normalement associée à une inflation stable ou en accélération. Cette fois-ci, nous estimons que nous entrerons dans la phase de maturité du cycle économique moins de deux ans après le début de la récession provoquée par la pandémie. C'est rapide.

### États-Unis : Sa situation évolue plus vite cette fois-ci

PIB réel effectif comparativement au PIB réel potentiel\*



\* Calculé par le Congressional Budget Office (CBO)  
FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de St-Louis, projections FBN)

L'économie américaine a connu huit phases de maturité depuis la fin des années 1950 avec une durée médiane de 29 mois (tableau). À la fois la plus courte (16 mois) et la plus longue (79 mois) des phases de maturité de l'histoire moderne des États-Unis se sont produites dans les années 1960.

### États-Unis : Quelle est la durée des phases de maturité?

Perspective historique des cycles économiques des États-Unis

Début de la récession	Creux du marché boursier	Début de l'expansion	Fin de l'expansion	Début de la phase de maturité	Fin de la phase de maturité	Durée (mois) de l'expansion	Durée (mois) de la phase de maturité	
09-01-1957		10-01-1958	12-31-1958	01-01-1959	04-30-1960	3.0	16.2	
05-01-1960		04-01-1961	06-30-1963	07-01-1963	12-31-1969	27.3	79.2	
01-01-1970	05-16-1970	01-01-1971	03-31-1972	04-01-1972	11-30-1973	15.2	20.3	
12-01-1973	10-03-1974	10-01-1975	06-30-1977	07-01-1977	01-31-1980	21.3	31.5	
02-01-1980	08-12-1982	04-01-1983	12-31-1988	01-01-1989	07-31-1990	70.0	19.2	
08-01-1990	10-11-1990	10-01-1991	09-30-1996	10-01-1996	03-31-2001	60.9	54.7	
04-01-2001	09-21-2001	01-01-2002	12-31-2004	01-01-2005	12-31-2007	36.5	36.5	
01-01-2008	03-09-2009	04-01-2011	12-31-2017	01-01-2018	02-28-2020	82.2	26.3	
03-01-2020	03-23-2020							
						Moyenne	39.6	35.5
						Médiane	31.9	28.9

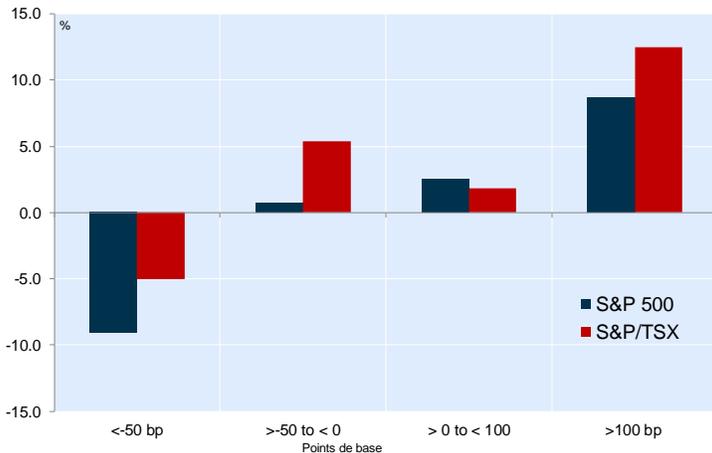
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv et NBER)

C'est important pour les marchés boursiers en ce sens que la phase de maturité du cycle économique tend à offrir de bons rendements pour les indices boursiers. C'est-à-dire, tant que les banques centrales peuvent éviter une politique monétaire restrictive et un aplatissement indu de la courbe des taux. Comme le graphique ci-dessous l'illustre, le rendement moyen

sur 6 mois des actions américaines pendant la phase de maturité est de 8.7% quand la courbe des taux a une inclinaison de plus de 1% - ou 100 points de base.<sup>2</sup> Pour les actions canadiennes, la performance excède même 12% (graphique). Les rendements deviennent plus difficiles une fois que la courbe des taux s'aplatit à moins de 0.5% et carrément désastreux quand la courbe s'inverse.

### Phase mature: Rendements dépendant de la courbe des taux

Courbe des taux américaine et performance du S&P 500 et du S&P/TSX dans les 6 mois subséquents



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous notons aussi que les secteurs TI, Immobilier, Énergie et Finance ont tendance à dépasser le marché dans son ensemble quand la pente de la courbe demeure au-dessus de 100 points de base (tableau).

### États-Unis: Rendements des actions selon la pente des taux

Pente des taux (10 ans – 3 ans) durant la phase mature et rendements des actions dans les 6 mois suivants

	<-50 pb	>-50 to <0	>0 to <100	>100 pb
<b>Total</b>	<b>-9.1</b>	<b>0.7</b>	<b>2.5</b>	<b>8.7</b>
Technologie de l'information	-16.7	-1.2	4.5	13.1
Immobilier	-14.7	6.2	-2.4	12.1
Santé	-11.5	2.0	4.3	10.1
Assurance	-13.9	0.3	3.8	9.9
Énergie	-1.7	5.6	3.5	9.7
Finance	-13.5	0.0	1.1	9.2
Consommation discrétionnaire	-9.9	-1.5	1.2	7.1
Banques	-12.2	0.5	-2.7	7.0
Industrie	-7.3	1.7	2.6	7.0
Services de télécommunication	-4.6	1.2	4.7	6.9
Services publics	-12.6	1.8	6.7	6.5
Consommation de base	-12.2	1.5	4.2	5.9
Matériaux	-2.7	8.1	2.0	1.0
Métaux et minerais	1.3	13.2	5.7	-1.5
Or	7.5	14.4	5.4	-5.2

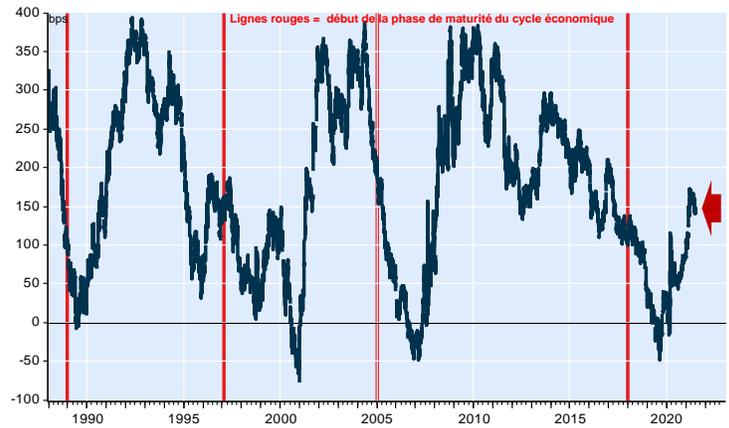
FBN Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

Au moment d'écrire ces lignes, la courbe des taux est encore relativement abrupte, c.-à-d. tout juste sous les 150 points de

base. Ce niveau est comparable à celui observé au début des quatre phases de maturité précédentes (graphique).

### États-Unis : La courbe des taux n'est pas inhabituellement plate

Écart entre le taux des obligations du Trésor de 10 ans et les bons du Trésor de 3 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci – surpondération des actions et sous-pondération des titres à revenu fixe. Malgré la récente augmentation de l'inflation, nous continuons de penser que la Réserve fédérale se sent à l'aise de maintenir des taux d'intérêt réels négatifs afin de promouvoir l'investissement des entreprises et la création d'emplois à temps plein. Notre scénario présume que l'inflation commencera à refluer vers 3% d'ici la fin de l'année et que la situation de la pandémie ne s'aggravera pas. Si nous voyons juste, les opérations de bourse tablant sur la reflation devraient trouver un deuxième souffle alors que le dollar américain se dépréciera de nouveau.

NBF Asset Allocation		
	Benchmark (%)	NBF Recommendation (%)
		Change (pp)
<b>Equities</b>		
Canadian Equities	20	23
U.S. Equities	20	18
Foreign Equities (EAFE)	5	4
Emerging markets	5	9
<b>Fixed Income</b>	45	42
<b>Cash</b>	5	4
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

NBF Economics and Strategy

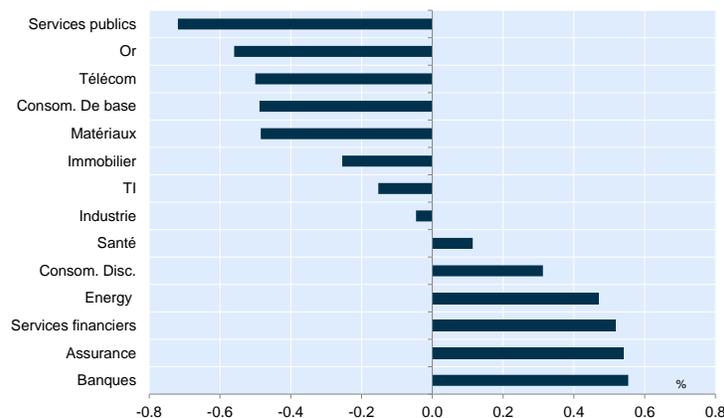
<sup>2</sup> La courbe des taux représente l'écart entre le taux des obligations du Trésor de 10 ans et celui des obligations du Trésor de 3 mois.

## Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de préférer les valeurs cycliques alors que nous sommes sur le point d'aborder la phase de maturité du cycle économique, avec une courbe des taux restant relativement abrupte avec un potentiel à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme (graphe).

### Canada: Corrélation entre les secteurs boursiers et le taux 10 ans

Corrélation entre la performance relative sur 6 mois par secteurs et la croissance du taux 10 ans, 2011-2021



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

### Prévisions FBN Canada

	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>7/5/2021</b>	<b>T4-2021 (est.)</b>
S&P/TSX	20 281	20 600
<b>Hypothèses</b>		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	955	1250
Dividendes	525	687
Ratio C/B passé	21.2	16.5
Obligations 10 ans	1.40	1.75

\* Avant éléments extraordinaires selon Thomson

### Prévisions FBN États-Unis

	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>7/5/2021</b>	<b>T4-2021 (est.)</b>
S&P 500	4 352	4 300
<b>Hypothèses</b>		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	164	190
Dividendes	59	68
Ratio C/B passé	26.5	22.6
Obligations 10 ans	1.43	1.85

\* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.



## Rotation sectorielle fondamentale FBN - juillet 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
<b>Énergie</b>	<b>Surpondérer</b>	<b>13.1%</b>
<b>Matériaux</b>	<b>Surpondérer</b>	<b>11.7%</b>
Produits chimiques	Équipondérer	1.6%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.5%
Or	Surpondérer	6.6%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.5%
<b>Industrie</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>11.4%</b>
Biens d'équipement	Surpondérer	2.1%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.0%
Transports	Équipondérer	6.2%
<b>Consommation discrétionnaire</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>3.8%</b>
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.2%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.6%
Services aux consommateurs	Équipondérer	0.9%
Distribution	Équipondérer	1.1%
<b>Biens de consommation de base</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>3.6%</b>
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	2.8%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.7%
<b>Santé</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>1.3%</b>
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	1.2%
<b>Finance</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>31.3%</b>
Banques	Équipondérer	21.4%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.2%
Assurance	Équipondérer	5.7%
<b>Technologies de l'information</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>11.2%</b>
Télécommunications	Équipondérer	4.9%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.5%
Immobilier	Sous-pondérer	3.2%

\* 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

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Daren King

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

#### David Djavidi

*Économiste stagiaire*  
david.djavidi@bnc.ca

#### Paul-André Pinsonnault

*Économiste principal*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

#### Alexandra Ducharme

*Économiste stagiaire*  
alexandra.ducharme@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.