



## Sommaire

Par Stéphane Marion, Matthieu Arseneau et Alexandra Ducharme

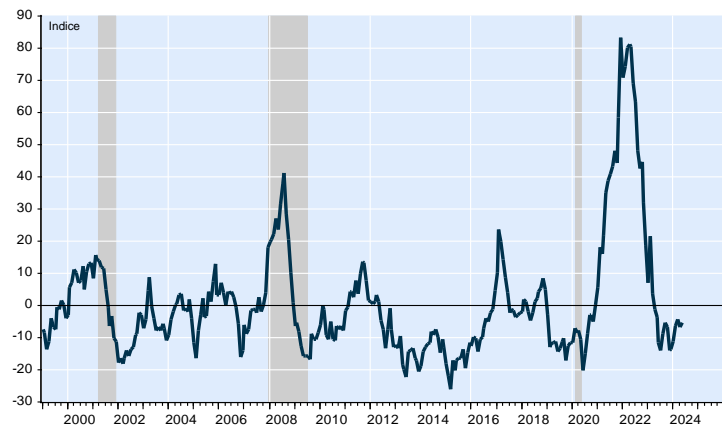
- Le mois de juin a commencé sur une note positive pour les actions mondiales, dans le prolongement d'un bon mois de mai. La reprise actuelle du marché boursier demeure trop optimiste à notre avis. Alors que les banques centrales ont commencé à pivoter, elles ont prévenu qu'elles continueraient de le faire de manière graduelle.
- L'économie américaine a commencé à décevoir par rapport aux prévisions des économistes qui faisaient consensus. Malgré une augmentation de l'emploi de 272,000 postes en mai, il est important de noter que l'emploi à temps plein a chuté en mai pour la cinquième fois en six mois. Alors que les dépenses de consommation faiblissent, les prévisions de bénéfice des sociétés seront probablement révisées à la baisse au cours des prochains mois.
- L'indice S&P/TSX continue de piétiner jusque-là au deuxième trimestre, ce qui a été exacerbé par le manque d'intérêt des investisseurs étrangers. Selon les données les plus récentes, les investisseurs étrangers se sont délestés de \$37 milliards d'actions canadiennes au cours des 12 derniers mois, tendance qui est en place depuis le début de 2023 et qu'on observe normalement en période de récession.
- Malgré l'amorce de la détente monétaire dans certaines parties du monde, nous nous attendons à ce que la politique monétaire demeure restrictive dans un avenir prévisible, situation qui induira probablement des tensions sur les marchés financiers. Nous maintenons notre répartition des actifs défensive.

## Monde : Le cycle de détente propulsera-t-il les actions ?

Les pressions des prix continuent de diminuer aux quatre coins du monde. Depuis maintenant 14 mois, les indicateurs mondiaux de l'inflation ont été inférieurs au consensus des économistes, alimentant l'optimisme de voir les banques centrales des économies du G7 entamer de manière imminente un cycle de détente de la politique monétaire (graphique).

### Monde : L'inflation ralentit

Indice Citi mondial des surprises de l'inflation



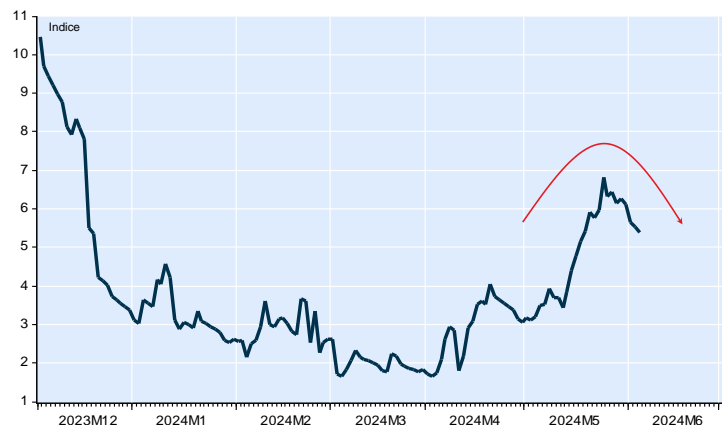
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les décisions de certaines banques centrales des économies avancées d'amorcer des réductions des taux directeurs ont poussé l'enthousiasme un peu plus haut. Ainsi, reconnaissant l'amélioration rapide de la conjoncture des prix, la Banque nationale suisse a réduit les taux d'intérêt en mars, suivie peu après par la Riksbank de Suède. Dans la première semaine de juin, la Banque du Canada et la Banque centrale européenne ont également décidé de baisser leurs taux d'intérêt.

Aux États-Unis, l'indice Bloomberg FedSpeak qui suit le sentiment émanant des communications de la Fed a pris une tonalité de moins en moins faucon ces dernières semaines, rassurant les marchés sur le fait que la banque centrale américaine suivra rapidement la même voie que ses pairs (graphique).

### États-Unis : Dans sa communication, la Fed se montre moins faucon

Indice Bloomberg FedSpeak (au-dessus de 0 = faucon)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le mois de juin a donc commencé sur une note positive pour les actions mondiales, dans le prolongement d'un bon mois de mai. Étant donné la performance plus difficile d'avril, cela s'est traduit par une croissance modeste depuis le début du trimestre. Les augmentations

les plus prononcées ont été constatées dans les pays émergents d'Asie, en Europe et aux États-Unis, alors que les actions canadiennes ont fait du surplace pendant cette période (tableau).

### Indice composé MSCI : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (tous pays)	1.3	1.7	11.0
MSCI Monde	1.2	1.5	11.4
MSCI États-Unis	1.4	1.6	11.8
MSCI Canada	-0.3	0.0	6.0
MSCI Europe	1.2	2.2	10.0
MSCI Pacifique sauf Japon	1.4	1.4	2.0
MSCI Japon	-0.3	-0.2	18.0
MSCI MÉ	2.2	3.6	7.8
MSCI MÉ EMOA	0.5	-3.2	-1.3
MSCI MÉ Amérique latine	0.0	-4.7	-7.6
MSCI MÉ Asie	2.7	5.7	11.2

6/6/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La reprise actuelle du marché boursier demeure trop optimiste à notre avis. Alors que les banques centrales commencent à pivoter, elles ont prévenu qu'elles continueraient de le faire d'une manière prudente. La Banque du Canada a insisté pour dire que ses baisses de taux futures seraient « graduelles », alors que la BCE a persisté dans l'idée de suivre une approche tributaire des données. À nos yeux, cela indique que l'économie mondiale continuera d'évoluer dans un cadre de politique monétaire restrictive dans un avenir prévisible. Cela pourrait être compliqué pour les bénéficiaires des sociétés et, donc, le marché boursier. Dans un autre cas de figure, si les banques centrales réduisaient les taux plus vite qu'elles ne le laissent entendre actuellement, cela signifierait nécessairement que l'économie se détériore plus vite que prévu dans leur scénario de base. Là encore, ce ne serait pas une bonne nouvelle pour le marché boursier étant donné les prévisions de croissance ambitieuses des bénéficiaires. Nous continuons de penser que les attentes de croissance du BPA à deux chiffres au cours de l'année à venir pour l'indice MSCI Monde (tous pays) sont trop optimistes, puisque les cours actuels sont très dépendants d'une bonne performance de l'économie américaine dans les prochains mois. Comme nous l'avons expliqué le mois dernier, l'économie américaine semble être en sursis, alors que tant les consommateurs que l'administration publique augmentent leurs dettes pour financer les dépenses (tableau).

### Indice MSCI composé : Évolution du BPA

	2023	2024	2025	2026	Prévisionnel 12 mois
MSCI Monde (tous pays)	-0.1	9.9	13.1	10.9	11.4
MSCI Monde	1.1	8.2	12.7	10.8	10.3
MSCI États-Unis	2.7	10.6	14.5	12.2	12.5
MSCI Canada	-8.7	4.3	11.9	9.2	7.7
MSCI Europe	-3.8	4.2	10.3	8.8	6.9
MSCI Pacifique sauf Japon	-5.6	4.5	5.2	5.2	5.5
MSCI Japon	NA	17.1	5.9	9.4	6.3
MSCI MÉ	-7.2	21.3	15.4	11.5	18.8
MSCI MÉ EMOA	1.6	7.1	14.9	9.4	12.5
MSCI MÉ Amérique latine	-24.2	6.5	7.6	9.8	7.0
MSCI MÉ Asie	-5.1	27.3	16.8	12.2	22.1

6/6/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## S&P 500 : L'économie poursuivra-t-elle sur sa lancée ?

L'indice S&P500 continue de bien évoluer jusque-là au T2, étant en hausse de 1.9%. Cependant, cette amélioration n'est pas généralisée, puisqu'elle n'est entraînée que par les secteurs de la TI, des télécommunications, des services publics et de la consommation de base (tableau).

### Indice composé S&P 500 : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	1.4	1.9	12.2
TI	3.6	7.7	21.2
TÉLÉCOMS	2.6	6.9	23.5
CONSOM. DISC.	2.0	-2.3	2.4
SANTÉ	1.8	-1.3	7.0
CONSOM. DE BASE	1.1	2.3	9.3
IMMOBILIER	0.8	-2.5	-4.5
FINANCES	-0.8	-2.2	9.5
MATÉRIAUX	-1.0	-2.7	5.5
INDUSTRIE	-1.1	-3.3	6.9
SERVICES PUBLICS	-2.9	7.0	10.9
ÉNERGIE	-3.0	-4.8	7.3

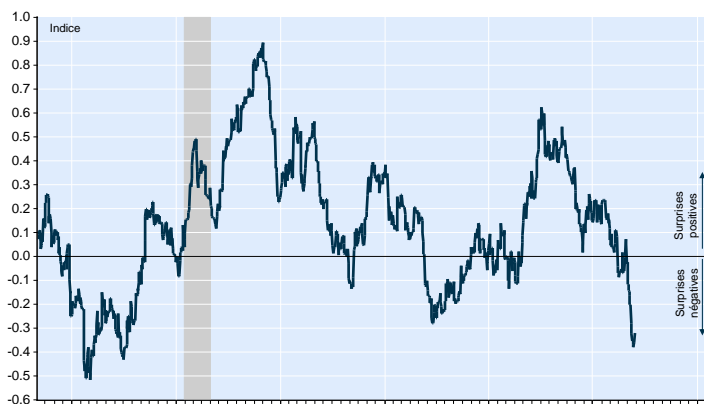
6/6/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette mauvaise diffusion reflète la réalité d'une économie américaine qui a commencé à décevoir comparativement aux prévisions des économistes qui font consensus, l'indice Bloomberg des surprises économiques étant à son niveau le plus négatif depuis 2019 (graphique).

### États-Unis : Les données économiques sont décevantes dernièrement

Indice Bloomberg des surprises économiques

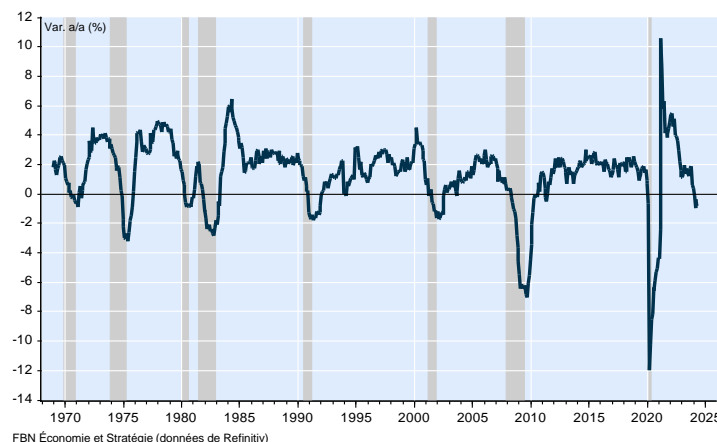


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le ralentissement de l'activité économique a un impact négatif sur les marchés du travail. Malgré une augmentation de 272,000 postes en mai, il est important de noter que l'emploi à plein temps a chuté en mai une cinquième fois en six mois. Cela porte la baisse annuelle à un peu moins de 1%, la plus forte enregistrée à ce jour en dehors d'une récession (graphique).

### États-Unis : L'emploi à plein temps en contraction

Emploi à plein temps

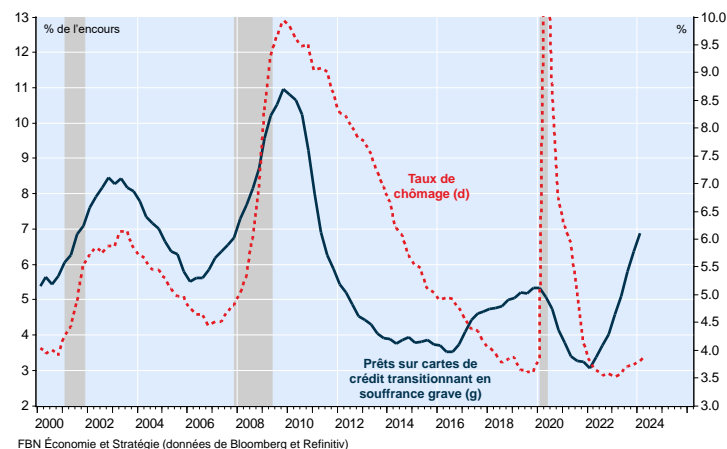


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Alors que les entreprises se rabattent sur le travail à temps partiel pour préserver leurs marges de profit, le pouvoir d'achat des ménages s'érode, entraînant une augmentation des cas de défaillance dans les banques commerciales sur les prêts automobiles et dettes des cartes de crédit. À 7%, le pourcentage de prêts sur cartes de crédit transitionnant en souffrance grave est le plus élevé depuis une génération comparativement au taux de chômage actuel qui se situe tout juste sous les 4% (graphique).

### Hausse des défaillances sur crédit malgré un taux de chômage bas

Pourcentage de prêts sur carte de crédit transitionnant en souffrance grave (90+ jours) et taux de chômage



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et Refinitiv)

À mesure que les dépenses de consommation fléchissent, les attentes concernant les bénéfices des entreprises seront probablement révisées à la baisse au cours des prochains mois, alors que les analystes s'attendent à ce que le bénéfice par action dépasse 10% dans six des 11 principaux secteurs au cours des douze prochains mois (tableau).

## Indice composé S&P 500 : Prévisions de BPA des analystes

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2023	2024	2025	12 D mois	12 P mois	2024	2025	12 P mois
S&P 500	217	240	274	228	256	11	14	12
ÉNERGIE	58	55	61	57	58	-5	10	1
MATÉRIAUX	27	27	31	27	29	-1	16	6
INDUSTRIE	45	47	54	45	50	5	15	11
CONSOM. DISC.	50	57	66	53	61	13	15	14
CONSOM. DE BASE	38	39	42	39	41	5	8	6
SANTÉ	76	83	98	79	89	9	18	13
FINANCES	40	44	48	42	46	9	10	9
TI	108	128	153	119	142	19	19	20
TÉLÉCOMS	12	15	17	14	16	22	13	18
SERVICES PUBLICS	18	20	22	19	21	13	8	11
IMMOBILIER	7	7	7	7	7	1	6	3

6/6/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'incapacité d'atteindre les prévisions de bénéfice pourrait avoir un impact sur le marché boursier, puisque l'indice S&P 500 atteint 20.9 fois les bénéfices prévisionnels, tous les 11 grands secteurs sauf ceux de l'énergie et des finances se négociant au-dessus de la moyenne des 30 dernières années de 16 fois le bénéfice prévisionnel pour l'indice S&P 500 (tableau).

## Indice composé S&P 500 : Valorisation (PE)

	6/6/2024	Il y a 1 an	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans
S&P 500	20.9	18.5	18.0	19.3
ÉNERGIE	11.9	10.5	23.9	22.7
MATÉRIAUX	19.9	16.7	17.0	17.6
INDUSTRIE	20.6	18.0	18.0	19.6
CONSOM. DISC.	23.9	24.9	23.0	26.9
CONSOM. DE BASE	20.4	19.3	19.5	20.1
SANTÉ	19.1	16.7	16.2	16.5
FINANCES	15.0	13.0	13.3	13.4
TI	28.9	25.6	20.4	23.9
TÉLÉCOMS	19.1	16.9	16.0	18.6
SERVICES PUBLICS	17.0	17.2	17.6	18.4
IMMOBILIER	35.0	35.8	n.d.	n.d.

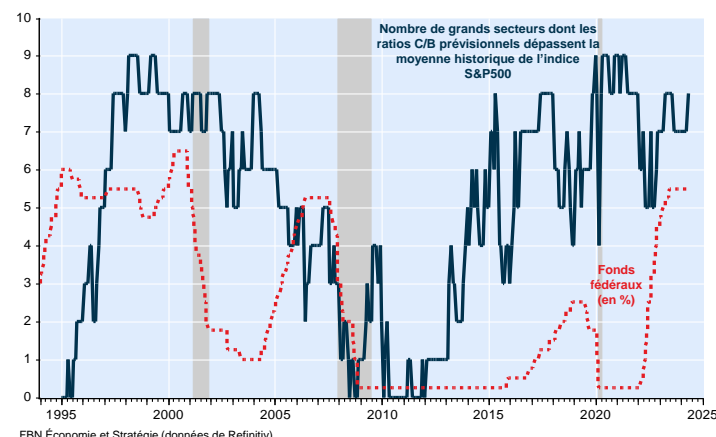
6/6/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette dispersion est très inhabituelle étant donné la nature restrictive de la politique monétaire. En fait, nous n'avons pas vu autant de secteurs dont les ratios C/B dépassaient le ratio C/B historique de l'indice S&P 500 alors que le taux directeur de la Fed est de 5.5% depuis la fin des années 1990 (graphique).

## S&P 500 : Une diffusion inhabituellement forte

Nombre de secteurs dont le ratio C/B prévisionnel dépasse le ratio C/B historique du S&P 500 (1994-2024)



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## S&P/TSX : Enfin une baisse des taux

L'indice S&P/TSX continue de piétiner au deuxième trimestre. Six des onze grands secteurs affichent des baisses, ceux de la santé (-20.2%) et de la technologie (-9.9%) étant le plus durement affectés (tableau).

## Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

	du mois	Depuis le début	
		du trimestre	de l'année
S&P TSX	-0.2	0.3	6.1
TI	2.0	-9.9	-5.6
SERVICES PUBLICS	1.8	3.7	1.3
IMMOBILIER	1.8	-5.3	-4.5
CONSOM. DE BASE	1.7	5.2	9.0
INDUSTRIE	1.2	-3.3	7.2
TÉLÉCOMS	0.8	2.0	-8.2
CONSOM. DISC.	0.6	-0.3	3.6
SANTÉ	0.0	-20.2	-6.1
MATÉRIAUX	-0.3	12.0	18.0
FINANCES	-0.6	-0.7	3.6
BANQUES	-0.6	-1.8	0.3
ÉNERGIE	-2.8	1.5	13.4

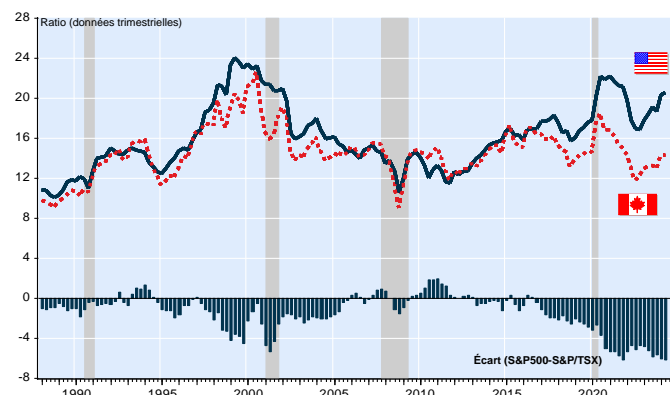
6/6/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Du fait de cette piètre performance, l'indice boursier canadien se négocie une fois de plus à une décote historique de 6.2 points par rapport à l'indice S&P 500 depuis le début du deuxième trimestre de 2024 sur la base du ratio base C/B prévisionnel (graphique).

## Canada : Le marché boursier près d'un écart historique avec les É.-U.

Ratio C/B prévisionnel pour les indices S&P 500 et S&P/TSX

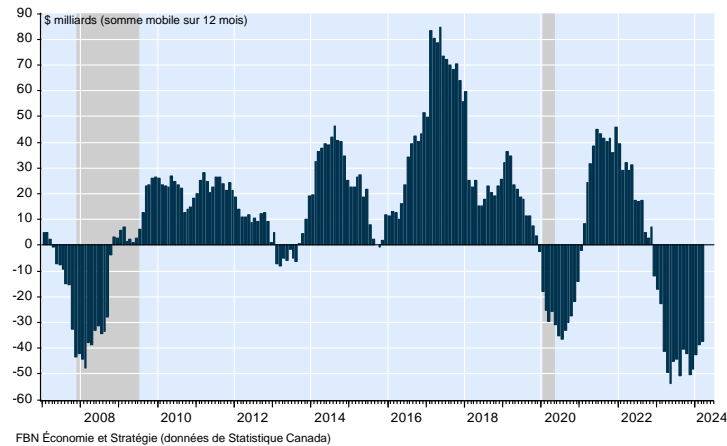


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette décote a été exacerbée par le manque d'intérêt des investisseurs étrangers. Selon les données les plus récentes, les investisseurs étrangers se sont délestés de \$37 milliards d'actions canadiennes au cours des 12 derniers mois, tendance qui est en place depuis le début de 2023 et qu'on observe normalement en période de récession (graphique).

## Canada : Les investisseurs étrangers se retirent

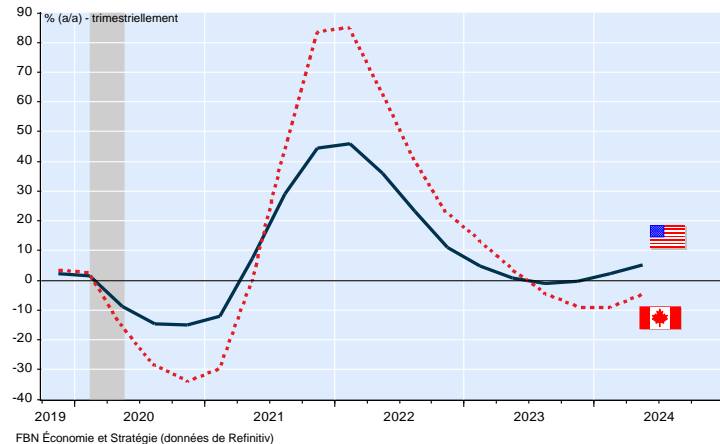
Achats nets d'actions canadiennes



Ce manque d'intérêt, même s'il reflète assurément une certaine confusion liée aux politiques gouvernementales sur la transition énergétique et l'imposition des sociétés, est aussi dû à un contexte cyclique moins favorable, avec une politique monétaire restrictive qui continue de peser sur le bénéfice des entreprises (graphique).

## S&P/TSX : Les bénéficiaires plus affectés de ce côté-ci de la frontière

BPA des 12 derniers mois des indices S&P 500 et S&P/TSX



Heureusement, contrairement à la Réserve fédérale, la Banque du Canada (BdC) est en mesure de procéder à un certain allègement des taux d'intérêt. Le 5 juin, la BdC a été la première des banques centrales du G7 à assouplir sa politique dans ce cycle avec une réduction du taux directeur de 25 points de base. Citant de nets progrès de l'inflation fondamentale, en plus de la croissance inférieure au potentiel actuelle et d'un rééquilibrage du marché du travail, son communiqué de presse note que « la politique monétaire n'avait plus besoin d'être aussi restrictive ». Le gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, a aussi dit qu'il est raisonnable de s'attendre à de nouvelles baisses à mesure que l'inflation continue de ralentir. Alors qu'il reste à voir quel degré de détente sera accordé, il reste qu'une politique monétaire moins restrictive devrait aider à atténuer l'impact négatif des hausses de taux antérieures sur l'économie canadienne. Pendant ce temps, alors qu'il reste de la marge pour une augmentation du différentiel de taux entre les États-Unis et le Canada, nous nous attendons à ce que le dollar canadien se déprécie davantage, ce qui devrait avantager les sociétés exportatrices.<sup>1</sup>

## Répartition des actifs

Malgré l'amorce de la détente monétaire dans certaines parties du monde, nous nous attendons à ce que la politique monétaire reste restrictive dans un avenir prévisible, ce qui entraînera probablement des tensions sur les marchés financiers. Nous maintenons notre répartition d'actifs défensive, avec une sous-pondération des actions et des titres à revenu fixe et une surpondération des liquidités (tableau).

Répartition des actifs FBN			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
<b>Marché boursier</b>			
Actions canadiennes	20	18	
Actions américaines	20	16	
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	3	
<b>Marché obligataire</b>	45	51	
<b>Liquidités</b>	5	9	
<b>Total</b>	100	100	

FBN Économie et Stratégie

## Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle demeure inchangée ce mois-ci, avec une préférence pour les secteurs de l'or, de la consommation de base, des services de communication et des services publics.

<sup>1</sup> Voir notre édition la plus récente de [Devises](#) pour plus de détails.

## Prévisions de marché NBF

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>6/7/2024</b>	<b>T2 2025</b>
S&P/TSX	22 007	20 300
<b>Hypothèses</b>		<b>T2 2025</b>
Niveau: Bénéfices	1428	1380
Dividendes	688	665
Ratio C/B passé	15.4	14.7

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>6/7/2024</b>	<b>T2 2025</b>
S&P 500	5347	4800
<b>Hypothèses</b>		<b>T2 2025</b>
Niveau: Bénéfices	228	215
Dividendes	72	68
Ratio C/B passé	23.5	22.3

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

### Rotation sectorielle fondamentale FBN - Juin 2024

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
<b>Énergie</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>18.1%</b>
Équipements et services pour l'énergie	Équipondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Équipondérer	17.9%
<b>Matériaux</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>12.0%</b>
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.4%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	9.9%
Or	Sur-pondérer	6.7%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.4%
<b>Industrie</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>13.9%</b>
Biens d'équipement	Équipondérer	2.9%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.8%
Transports	Sous-pondérer	7.2%
<b>Consommation discrétionnaire</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>3.5%</b>
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.6%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.4%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	1.0%
Distribution	Équipondérer	1.5%
<b>Biens de consommation de base</b>	<b>Sur-pondérer</b>	<b>4.3%</b>
Distribution alimentaire et pharmacie	Sur-pondérer	3.7%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sur-pondérer	0.6%
<b>Santé</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>0.3%</b>
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.1%
<b>Finance</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>30.9%</b>
Banques	Équipondérer	19.5%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.1%
Assurance	Équipondérer	7.2%
<b>Technologies de l'information</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>7.8%</b>
Télécommunications	Sur-pondérer	3.3%
Services aux collectivités	Sur-pondérer	3.9%
Immobilier	Sous-pondérer	2.0%

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



**Inscrivez-vous à nos publications : [FBN.EconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:FBN.EconomieetStrategie@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 vendeurs ou acheteurs 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 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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.