

Sommaire

Par Stéfane Marion / Matthieu Arseneau / Alexandra Ducharme

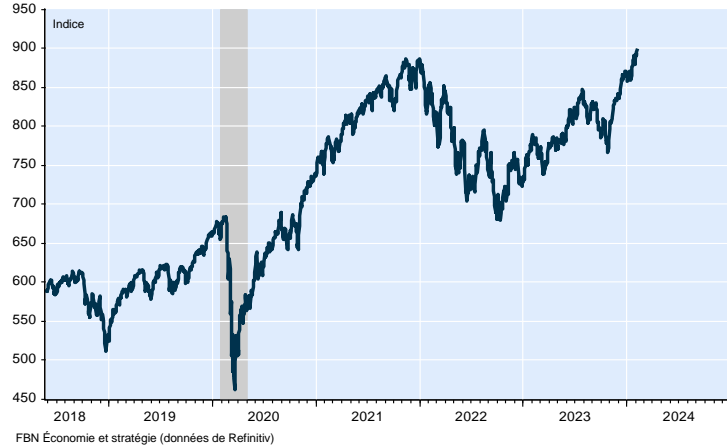
- Après avoir terminé l'année 2023 sur une note très positive, les actions mondiales continuent de se redresser en ce début d'année, le MSCI Monde (tous pays) atteignant un nouveau record le 9 février. Toutefois, l'essor de 2024 n'est pas généralisé. Alors que le Japon et les É.U. continuent de propulser les actions mondiales vers de nouveaux sommets, l'Europe et le Canada affichent une très faible croissance, et les marchés émergents un rendement négatif.
- La surperformance de l'indice de référence É.U. par rapport à ses homologues mondiaux s'explique par l'optimisme des marchés, qui pensent que la Fed est en passe d'atteindre son objectif d'inflation sans causer de dommages excessifs à l'économie. Selon les prévisions consensuelles, le pire de la baisse des bénéfices est déjà derrière nous. Nous continuons de penser que ce point de vue est agressif, car les prévisions de croissance du PIB non américain pour 2024 continuent d'être révisées à la baisse, ce qui ne peut pas être une bonne nouvelle pour les multinationales américaines qui composent le S&P 500. Sur le plan national également, il y a des raisons d'être sceptique quant aux perspectives de bénéfices pour 2024. En effet, les inquiétudes concernant la chute de la valeur de l'immobilier commercial ont refait surface après qu'une banque régionale américaine a récemment été contrainte de déprécier la valeur de certains actifs.
- Tout bien considéré, nous continuons de penser que la hausse des actions mondiales déclenchée en novembre dernier par l'espoir d'une baisse des taux au début de 2024 est exagérée. Nous pensons toujours que la croissance économique et la rentabilité des entreprises surprendront à la baisse dans les mois à venir. Les délais de transmission de la politique monétaire sont peut-être légèrement plus longs que les moyennes historiques, mais ils n'ont pas disparu. Plus la Fed attend pour baisser ses taux, plus elle risque de déclencher un épisode de désendettement, qui a caractérisé tous les cycles économiques depuis les années 1960 lorsque la politique monétaire a été ramenée à des niveaux restrictifs. Nous maintenons notre allocation d'actifs défensive, avec une sous-pondération des actions et une surpondération des titres à revenu fixe et des liquidités.

Monde : L'ascension continue

Après avoir terminé 2023 en force, les actions mondiales poursuivent leur ascension en ce début d'année, l'indice MSCI Monde (tous pays) inscrivant un nouveau record le 9 février (graphique).

Monde : Les actions atteignent un nouveau record

Indice MSCI Monde (TP)



Cependant, la hausse de 2024 n'est pas généralisée. Alors que le Japon (+9%) et les États-Unis (+5.5%) continuent de hisser l'indice vers de nouveaux sommets, l'Europe (+1.3%) et le Canada (+0.5%) affichent une croissance bien plus discrète, tandis que les marchés émergents sont en repli (-1.4%) (tableau).

MSCI Monde TP : Les États-Unis et le Japon mènent la charge

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde Tous pays	2.7	3.9	3.9
MSCI Monde	2.7	4.5	4.5
MSCI États-Unis	3.8	5.3	5.3
MSCI Canada	0.2	0.5	0.5
MSCI Europe	0.0	1.3	1.3
MSCI Pacifique s. Japon	0.1	-1.1	-1.1
MSCI Japon	0.5	9.0	9.0
MSCI MÉ	2.2	-1.4	-1.4
MSCI MÉ EMOA	1.0	0.7	0.7
MSCI MÉ Amérique latine	0.3	-2.8	-2.8
MSCI MÉ Asie	2.6	-1.6	-1.6

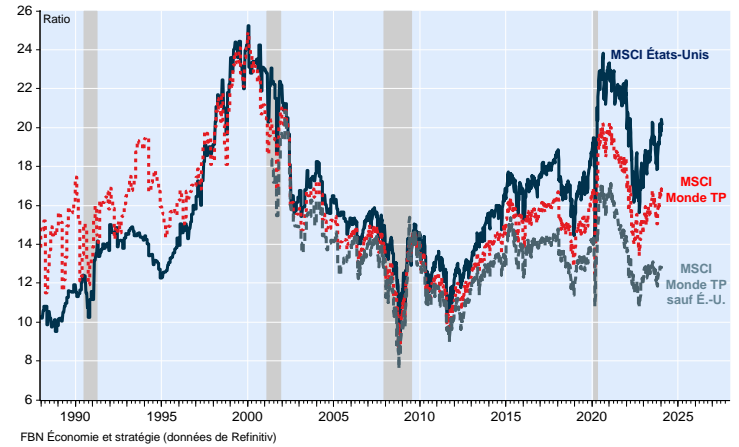
2/9/2024

FBN Économie et stratégie (données de Refinitiv)

Alors que moins de la moitié de la hausse de l'indice MSCI Monde (Tous pays) est due à l'expansion des ratios C/B, cette proportion dépasse largement 50% aux États-Unis, ce qui explique pourquoi l'indice MSCI États-Unis se situe à plus de 20 fois les bénéfices prévisionnels, à une prime presque record par rapport au reste du monde (graphique).

Monde : Les actions américaines à une prime quasi record

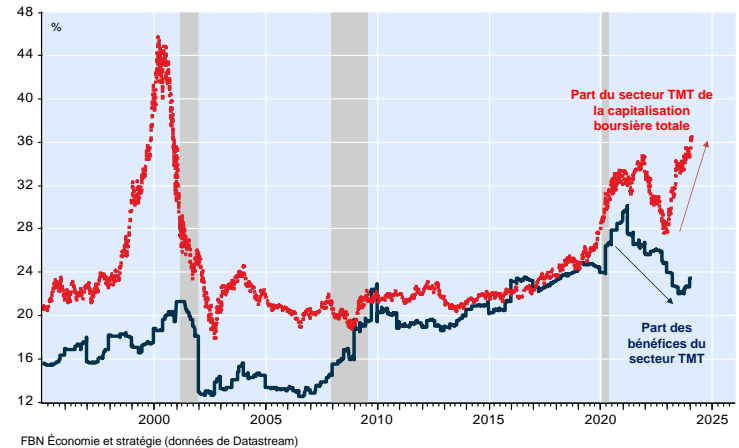
Ratio C/B prévisionnel des indices MSCI Monde (TP) et MSCI États-Unis



Cet écart est en grande partie dû au secteur de la technologie, dont les sociétés affichent généralement des ratios C/B supérieurs et dont la proportion dans la capitalisation boursière totale des actions américaines atteint un niveau inégalé depuis deux décennies de 36%, loin devant leur proportion de 24% des bénéfices totaux (graphique).

É.-U. : Hausse des valorisations des TMT malgré le recul des bénéfices

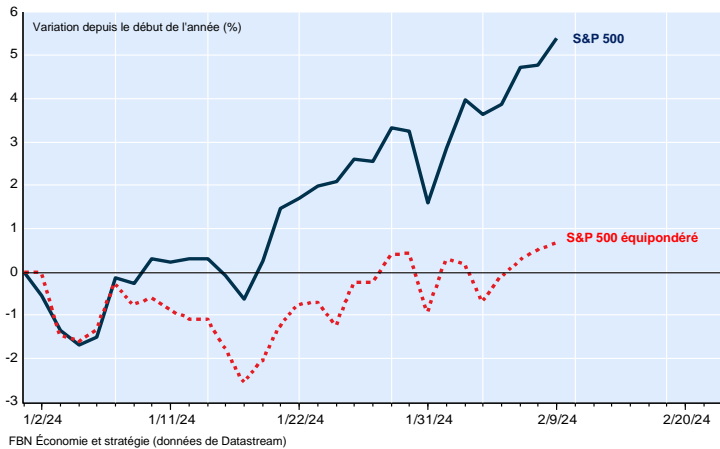
Part du secteur TMT dans la capitalisation boursière totale et bénéfice de l'indice américain (le 9 février)



Le poids du secteur de la TI est tel que les gains des actions américaines seraient inférieurs à un pour cent en 2024 sur une base équi pondérée (graphique).

S&P 500: Divergence entre l'indice composite et l'indice équilibré

Variation depuis le début de l'année (%) des indices de prix S&P 500 et S&P 500 équilibré



S&P 500 : Vague d'optimisme à l'idée d'un atterrissage en douceur

Taux de l'obligation du Trésor de 10 ans et S&P 500 (9 février)



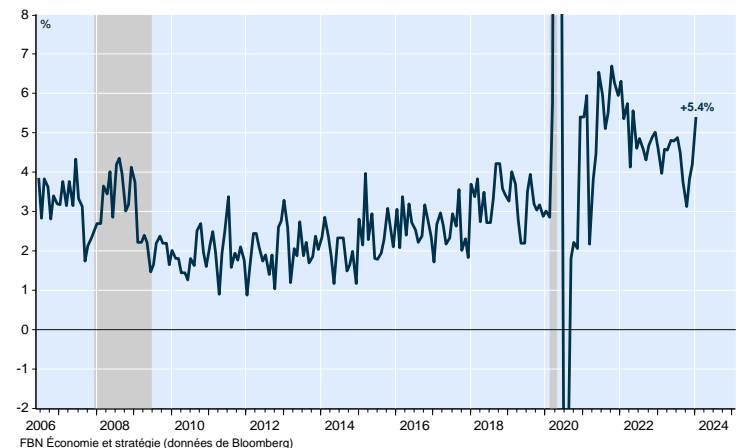
S&P 500 : La tendance se poursuivra-t-elle?

C'est l'optimisme que suscite un éventuel atterrissage en douceur de l'économie américaine qui explique la performance supérieure de l'indice de référence américain par rapport à ses équivalents du reste du monde. Les estimations préliminaires montrent que le PIB a crû à un rythme annualisé impressionnant de 3.3% au dernier trimestre de 2023, avec des gains solides dans la consommation des ménages, alimentés par la poursuite de la création d'emplois. Ce signe de la résilience de l'économie américaine malgré une politique monétaire restrictive, combiné à un certain ralentissement récent de l'inflation, a nourri l'espoir sur les marchés que la Fed soit en voie d'atteindre son taux d'inflation cible sans causer de dommages indus à l'économie. Ces anticipations impliquent des baisses de taux au début de 2024, ce qui a fait baisser le rendement du Trésor à 10 ans de 100 points de base et propulsé le S&P 500 à un nouveau record. (graphique).

Mais il ne s'agit que d'attentes, et la réalité peut parfois être toute autre. La Réserve fédérale elle-même a tenté de tempérer cet optimisme lors de sa réunion de fixation des taux de janvier, quand le président Jerome Powell a indiqué qu'il était peu probable que le Comité atteigne un degré de certitude suffisant pour réduire les taux d'intérêt à sa réunion de mars. Ensuite, il faudra que l'inflation ralentisse bien davantage pour que la Fed envisage même d'assouplir sa politique au premier semestre de 2024. Et c'est loin d'être une certitude, compte tenu du taux de chômage très faible (3.7%) et de l'inflation des salaires, qui affiche un rythme annualisé de 5.4% sur les trois derniers mois (graphique).

É.-U. : Hausse des salaires incompatible avec la cible de la Fed

Salaires horaires moyens, gain sur trois mois annualisé



L'indice S&P 500 pourrait donc pâtir en cas de mauvaises surprises sur le front de l'inflation, car la reprise de 2024 est alimentée par les secteurs des télécommunications et de la TI, qui sont particulièrement vulnérables à une hausse du taux de l'obligation du Trésor de 10 ans (graphique).

Indice S&P 500 composé : évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	3.7	5.4	5.4
TÉLÉCOMS	6.7	11.9	11.9
CONSUM. DISC.	6.0	2.3	2.3
TI	6.0	10.2	10.2
INDUSTRIE	3.6	2.6	2.6
SANTÉ	2.6	5.5	5.5
MATÉRIAUX	1.1	-2.9	-2.9
IMMOBILIER	0.8	-4.0	-4.0
FINANCIERS	0.7	3.6	3.6
CONSUM. DE BASE	0.4	1.7	1.7
ÉNERGIE	-0.1	-0.7	-0.7
SERVICES PUBLICS	-2.0	-5.0	-5.0

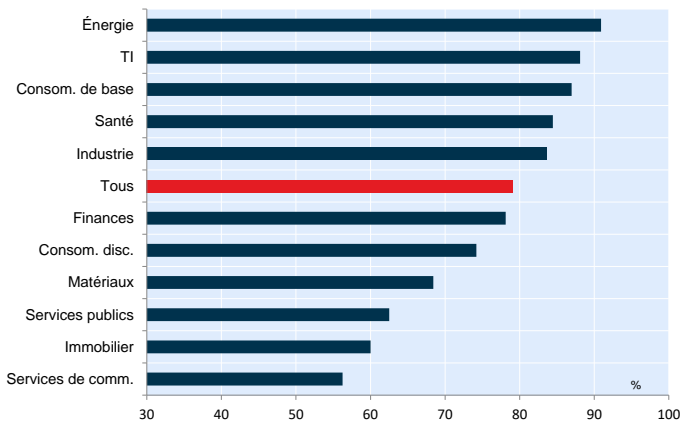
2/9/2024

FBN Économie et stratégie (données de Refinitiv)

Certes, l'évolution de l'indice S&P 500 ne dépend pas que de l'expansion des ratios C/B. La vigueur de l'économie américaine se reflète aussi dans les résultats des sociétés. Au moment d'écrire ces lignes, environ 78% des sociétés ayant publié leurs résultats pour le quatrième trimestre de 2023 ont dépassé les attentes des analystes, les écarts positifs les plus importants étant observés dans les secteurs de l'énergie, de la santé, de la TI, de la consommation de base et des valeurs industrielles (graphique).

S&P500 : Surprise positive des résultats des entreprise au T4

% de sociétés affichant des bénéfices supérieurs aux prévisions (12 février, 335/500 rapports publiés)

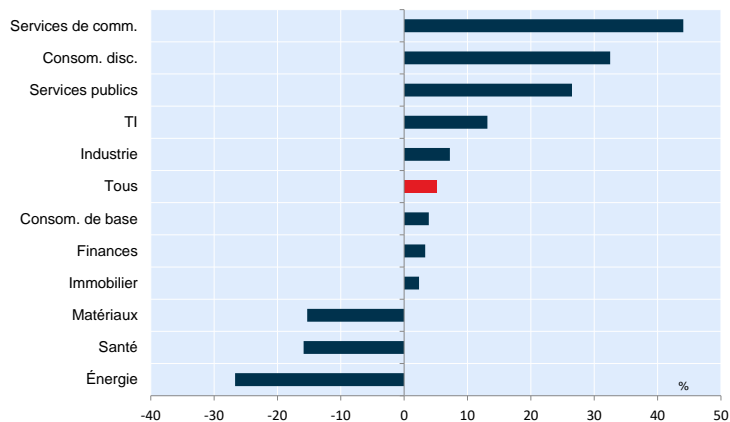


FBN Économie et stratégie (données de Bloomberg)

Cela s'est traduit par une croissance globale des bénéfices de 5.1%, les services de communication et de la consommation discrétionnaire s'en sortant le mieux, tandis que l'énergie et la santé ont enregistré des baisses (en ayant toutefois dépassé les attentes).

S&P500 : Degrés de surprise variable au T4

Degrés de surprise moyen des résultats (12 février, 335/500 rapports publiés)



FBN Économie et stratégie (données de Bloomberg)

D'après les attentes consensuelles des analystes, le pire des pertes en termes de bénéfices est déjà derrière nous, et les BPA sont en voie de croître d'un peu moins de 10% au cours des douze prochains mois, avec des gains honorables, voire relativement robustes dans toutes les grandes régions (graphique).

MSCI Monde TP : Prévision d'un rebond mondial des bénéfices

Bénéfices par action (réalisé et attendu)

	2023	2024	2025	2026	Prévision 12 mois
MSCI Monde Tous pays	0.2	8.8	12.4	11.0	9.6
MSCI Monde	0.9	7.6	11.9	10.6	8.6
MSCI États-Unis	2.2	9.6	13.6	11.9	10.7
MSCI Canada	-8.7	5.1	13.3	9.3	4.8
MSCI Europe	-2.7	3.7	9.4	8.8	4.7
MSCI Pacifique s. Japon	-3.2	3.6	4.3	5.9	4.2
MSCI Japon	3.7	11.7	7.6	8.6	7.9
MSCI MÉ	-3.9	16.4	15.2	13.5	16.5
MSCI MÉ EMOA	3.1	6.0	12.2	11.3	8.4
MSCI MÉ Amérique latine	-20.4	5.5	5.6	10.1	5.9
MSCI MÉ Asie	-1.5	20.7	17.3	14.5	20.2

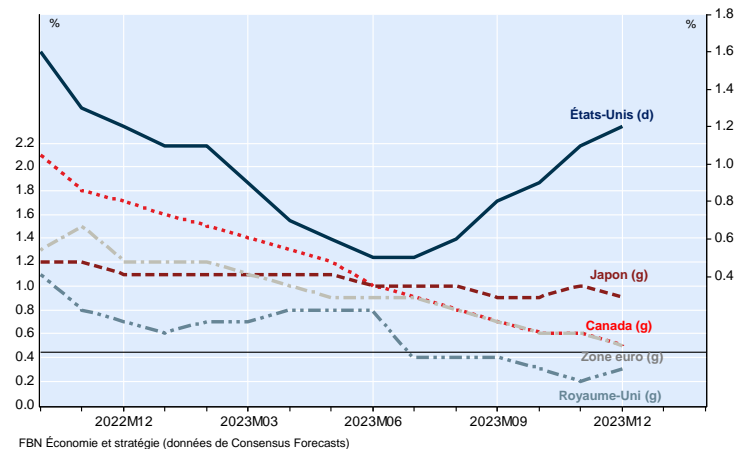
2/9/2024

FBN Économie et stratégie (données de Refinitiv)

Nous continuons de considérer que ces prévisions sont trop optimistes, car les attentes de croissance des PIB hors États-Unis continuent d'être revues à la baisse, ce qui n'augure rien de bon pour les multinationales américaines qui font partie de l'indice S&P 500 (voir graphique).

Mondes : Révisions positives des prévisions du PIB limitées aux É.-U.

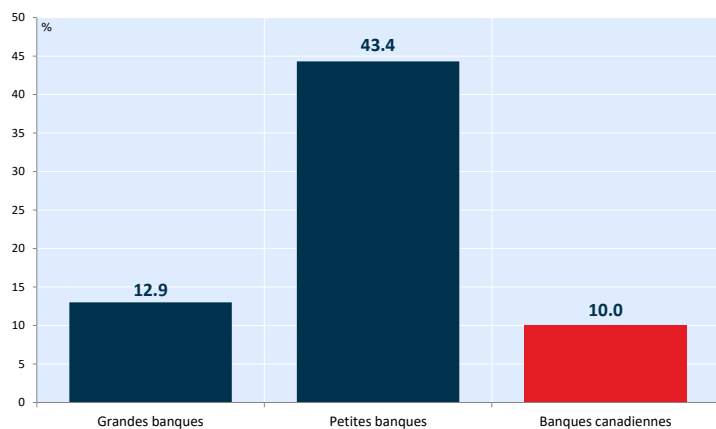
Consensus sur la croissance du PIB réel pour 2024 dans les pays du G7



Du côté de l'économie intérieure, il y a aussi de quoi se montrer sceptique devant les prévisions de bénéfices de 2024. En effet, les craintes que suscite la perte de valeur de l'immobilier commercial ont ressurgi après qu'une banque régionale américaine a récemment été contrainte de déprécier la valeur de certains actifs. Rappelons que l'immobilier commercial compte pour plus de 40% des portefeuilles de prêts des banques régionales (graphique).

États-Unis : L'exposition à l'immobilier commercial constitue un risque

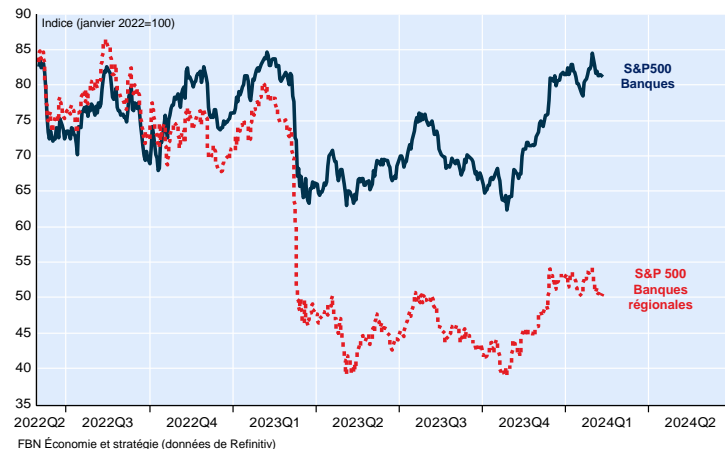
Prêts immobiliers commerciaux en pourcentage de l'ensemble des prêts



Les craintes pour la qualité de leurs portefeuilles de prêts continuent de brider la performance des banques régionales, dont la valeur reste inférieure de 50% aux niveaux observés au printemps de 2023, avant trois faillites très médiatisées (graphique).

États-Unis : Les banques régionales encore sous pression

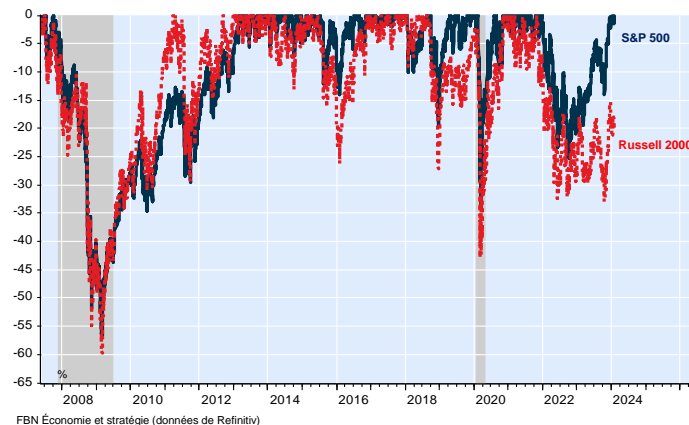
Indice S&P 500 des banques régionales et indice S&P 500 des banques (janvier 2022=100), au 9 février



Si les banques régionales sont contraintes de limiter l'expansion du crédit, les petites entreprises seront plus susceptibles d'en être affectées. Ce ne serait pas une bonne nouvelle pour l'économie intérieure américaine, car les PME assurent habituellement plus de la moitié de la création d'emplois. Cela explique peut-être pourquoi l'indice Russell 2000 est toujours inférieur d'environ 20% à son pic de 2021 (graphique).

Difficultés intérieures possibles selon l'indice des petites capitalisations

Variation (%) depuis le pic (9 février 2024)



Répartition des actifs

La reprise des actions mondiales déclenchée en novembre dernier par l'espoir de baisses des taux au début de 2024 est exagérée. Nous continuons de croire que la croissance économique et la rentabilité des entreprises surprendront à la baisse au cours des prochains mois. Les décalages dans la transmission de la politique monétaire pourraient être légèrement plus longs que les moyennes historiques, mais ils n'ont pas disparu. Plus la Fed tarde à réduire les taux d'intérêt, plus elle sera susceptible de déclencher un épisode de désendettement, qui a caractérisé chaque cycle économique

depuis les années 1960 quand la politique monétaire a été amenée à des niveaux restrictifs. Nous maintenons notre répartition d'actifs défensive, en sous-pondérant les actions et en surpondérant les titres à revenu fixe et les liquidités (tableau).

Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle reste inchangée ce mois-ci, avec une préférence pour les secteurs plus défensifs (consommation de base, services de communication et services publics).

Répartition des actifs FBN

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

FBN Économie et Stratégie

Prévisions FBN Canada

	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2/13/2024	T4 2024
S&P/TSX	20 585	18 000
Hypothèses		T4 2024
Niveau: Bénéfices	1398	1300
Dividendes	711	662
Ratio C/B passé	14.7	13.8

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

Prévisions FBN États-Unis

	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2/13/2024	T4 2024
S&P 500	4953	4000
Hypothèses		T4 2024
Niveau: Bénéfices	222	195
Dividendes	70	62
Ratio C/B passé	22.3	20.5

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale FBN - février 2024

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Équipondérer	17.0%
Équipements et services pour l'énergie	Équipondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Équipondérer	16.8%
Matériaux	Équipondérer	10.0%
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.3%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	7.9%
Or	Sur-pondérer	5.6%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.4%
Industrie	Sous-pondérer	14.5%
Biens d'équipement	Équipondérer	2.9%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.7%
Transports	Sous-pondérer	7.9%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.7%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.8%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.4%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	1.1%
Distribution	Équipondérer	1.4%
Biens de consommation de base	Sur-pondérer	4.3%
Distribution alimentaire et pharmacie	Sur-pondérer	3.8%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sur-pondérer	0.5%
Santé	Équipondérer	0.3%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.2%
Finance	Équipondérer	31.0%
Banques	Équipondérer	19.8%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.1%
Assurance	Équipondérer	7.1%
Technologies de l'information	Équipondérer	9.2%
Télécommunications	Sur-pondérer	3.7%
Services aux collectivités	Sur-pondérer	3.9%
Immobilier	Sous-pondérer	2.4%

* 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, CFA

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

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.