

Sommaire

Par Stéphane Marion / Matthieu Arseneau

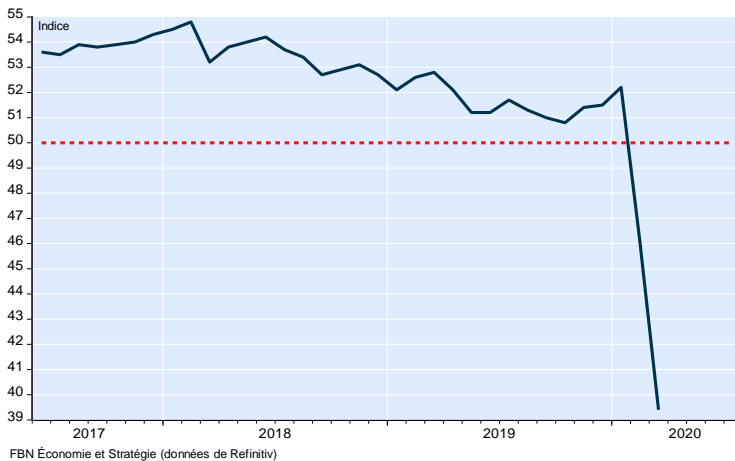
- L'arrêt de l'activité et le confinement ordonnés par de nombreux gouvernements du monde pour combattre la pandémie de COVID-19 continuent de produire des ondes de choc dans l'économie planétaire. Heureusement, des gouvernements aux quatre coins du monde ont réagi de manière dynamique avec des mesures inédites pour amortir le choc de la contraction, aidant à ranimer l'intérêt pour les actions.
- Ces transferts massifs des États aux ménages et aux entreprises ont pour but d'entretenir la liquidité des marchés et de limiter une destruction définitive de la capacité économique à la suite de l'arrêt des activités décrétée par les gouvernements. Si l'on se fie à la pente des courbes de mortalité de beaucoup de pays, une reprise des activités économiques pourrait être envisageable en mai.
- La plupart des gouvernements offrent des garanties de prêts pour s'assurer que les banques continuent de faire crédit aux clients existants. Les prêts commerciaux et industriels ont grimpé en flèche aux États-Unis ces dernières semaines et les dépôts continuent d'augmenter de manière robuste. À l'inverse de 2008-2009, la transmission de la politique monétaire par l'entremise du secteur bancaire fonctionne bien. La transmission de la politique monétaire par le canal des banques et du marché des obligations de sociétés est cruciale pour sauvegarder les perspectives de l'économie et des profits.
- Au moment de rédiger ces notes, on s'attend à ce que les bénéfices d'exploitation par action diminuent de 18% au T2 puis rebondissent fortement et retrouvent leur pic d'avant la récession en 2021. Au Canada comme dans le reste du monde, les prévisions de bénéfices des sociétés dépendront de la courbe de la pandémie et de l'efficacité des programmes gouvernementaux dans le redémarrage de l'économie. Comme le Canada a commencé à arrêter son économie avant les États-Unis, son marché du travail a souffert davantage. Rien qu'en mars, le Canada a perdu un nombre record d'un million d'emplois – plus de trois fois la perte subie pendant la récession de 2008-2009.
- Au moment de rédiger ces notes, les analystes boursiers tablent par consensus sur une contraction des bénéfices par action (BPA) de 9,2% en 2020, suivie d'un rebond de 16% en 2021. Comme dans le reste du monde, ces prévisions seront révisées à la baisse si l'arrêt des activités économiques se prolonge au-delà de la première semaine de mai.
- Nous laissons notre répartition des actifs inchangée par rapport à celle recommandée dans notre mise à jour de la stratégie du 11 mars – pondération neutre des actions par rapport au marché et sous-pondération des titres à revenu fixe.

Quel genre de reprise ?

L'arrêt de l'activité et le confinement ordonnés par de nombreux gouvernements du monde pour combattre la pandémie de COVID-19 continuent de produire des ondes de choc dans l'économie planétaire. Comme l'explique notre dernier *Mensuel économique*, il ne fait pas de doute que le PIB mondial se contractera pour la première fois depuis 2009. L'arrêt de l'activité impliquera pour plusieurs grandes économies des contractions de plus de dix pour cent des taux de croissance annualisés au cours des deux prochains trimestres.

Monde : L'économie s'est effondrée en mars

Indice PMI mondial Markit (indice composé)



La montée du coût humain, les vastes bouleversements économiques et la destruction connexe de revenus et de richesse pourraient donner l'impression que le virus est en train de gagner la bataille. Heureusement, des gouvernements aux quatre coins du monde ont réagi de manière dynamique avec des mesures inédites pour amortir le choc de la contraction, aidant à ranimer l'intérêt pour les actions. L'indice MSCI Monde (tous pays) est en hausse de 20% depuis son creux du 23 mars (graphique).

Monde : Les actions ont rebondi de leur récent creux

Indice MSCI Monde (Tous pays)

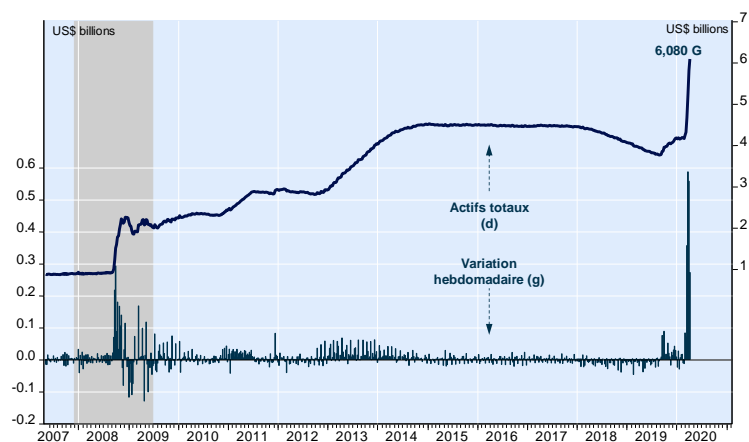


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Le G20 a annoncé des mesures budgétaires évaluées à plus de \$5,000 milliards, c.-à-d. plus de 6 % du PIB mondial. Cela comprend le plan de relance de \$2,000 milliards du gouvernement américain, le plus important de l'histoire des États-Unis. Les banques centrales ont aussi activement relevé le défi. Rien qu'au cours des deux dernières semaines, la Réserve fédérale américaine a augmenté son bilan à un rythme de près d'un million de dollars à la seconde, avec des achats d'une grande variété d'actifs, dont des obligations de sociétés à rendement élevé. Compte tenu de l'ampleur des mesures prises depuis le début de la crise il est impossible de les mentionner toutes ici — pour une liste complète, se reporter à notre revue des politiques sur notre [site web](#).

États-Unis : L'expansion du bilan de la Fed pulvérise tous les records

Total des actifs détenus par la Fed



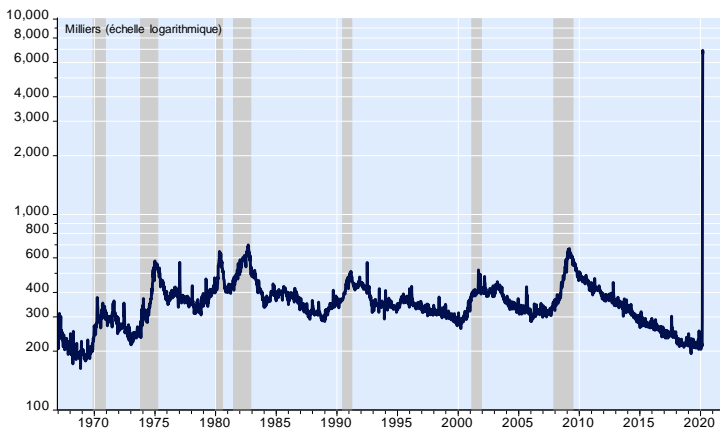
FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale américaine)

Ces transferts massifs des États aux ménages et aux entreprises ont pour but d'entretenir la liquidité des marchés

et de limiter une destruction définitive de la capacité économique à la suite de l'arrêt des activités décrétée par les gouvernements. L'idée est de faire en sorte que les millions de travailleurs actuellement au chômage retrouvent leur emploi quand l'économie se remettra en marche.

États-Unis : Des millions de travailleurs sans emploi

Premières demandes d'indemnités de chômage (données hebdomadaires)

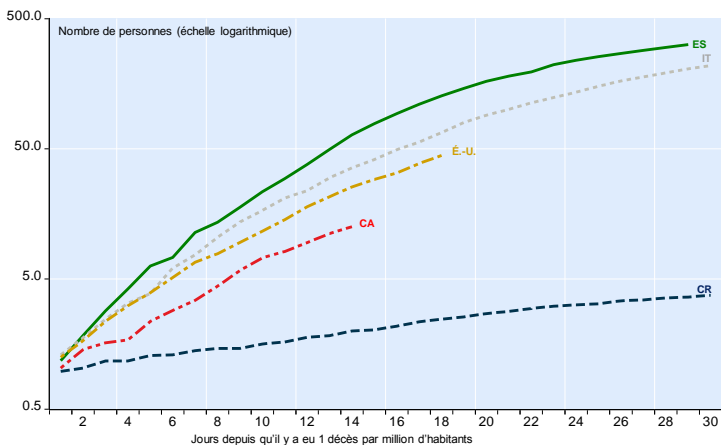


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Si l'on se fie à la pente des courbes de mortalité de beaucoup de pays, une reprise des activités économiques pourrait être envisageable en mai.

Comparaison des décès dus à la COVID-19 entre divers pays

Décès par million d'habitants, jours depuis qu'il y a eu 1 décès par million de personnes

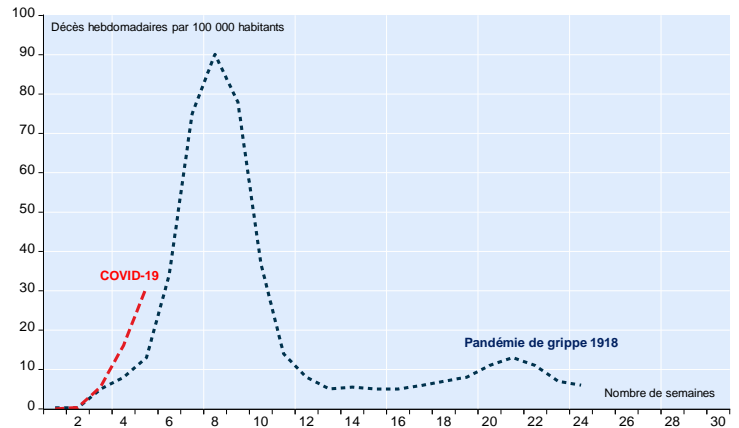


FBN Économie et Stratégie (données de <https://coronavirus.jhu.edu/map.html>, Worldometers)

Aux États-Unis où New York a été particulièrement touchée, on espère que le taux de décès restera bien inférieur à celui de la pandémie de grippe espagnole de 1918 (graphique). Si tout va mieux d'ici la fin du mois d'avril, la plus grande région métropolitaine des États-Unis pourrait reprendre ses activités en mai.

New York : Comparaison entre 1918-1919 et 2020

Décès hebdomadaires par 100,000 habitants : Grippe de 1918-1919 et COVID-19 (données du 5 au 8 avril)



FBN Économie et Stratégie (données de Johns Hopkins CSSE, Markel and al. « Nonpharmaceutical interventions implemented during the 1918-1919 influenza pandemic »)

Une reprise de nombreuses économies en mai semble être la prévision actuellement privilégiée par les marchés financiers. Au moment de rédiger ces notes, à l'aube du T2, les gains des marchés boursiers du monde ont été généralisés depuis le début de ce trimestre (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	6.1	6.1	-15.5
MSCI Monde	6.4	6.4	-15.4
MSCI États-Unis	8.0	8.0	-13.6
MSCI Canada	5.0	5.0	-17.0
MSCI Europe	3.2	3.2	-19.8
MSCI Pacifique sans Japon	5.6	5.6	-17.5
MSCI Japon	2.2	2.2	-16.4
MSCI MÉ	4.3	4.3	-15.9
MSCI MÉ EMOA	8.6	8.6	-18.2
MSCI MÉ Amérique latine	5.3	5.3	-28.7
MSCI MÉ Asie	3.5	3.5	-13.5

10-4-2020

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous remarquons qu'aux États-Unis, les gains au T2 ont jusque-là été particulièrement importants parmi les valeurs cycliques (énergie et matériaux) et dans le secteur des services financiers.

Indice S&P 500 composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	7.9	7.9	-13.6
ÉNERGIE	16.2	16.2	-43.1
IMMOBILIER	14.5	14.5	-8.2
MATÉRIAUX	14.1	14.1	-16.2
FINANCES	12.2	12.2	-24.1
SERVICE PUBLICS	9.8	9.8	-5.8
CONSOMMATION DISC.	8.0	8.0	-13.1
SANTÉ	7.1	7.1	-6.9
INDUSTRIE	7.0	7.0	-22.3
CONSOM. DE BASE	6.6	6.6	-7.7
TI	6.0	6.0	-6.9
TÉLÉCOMS	5.2	5.2	-12.9

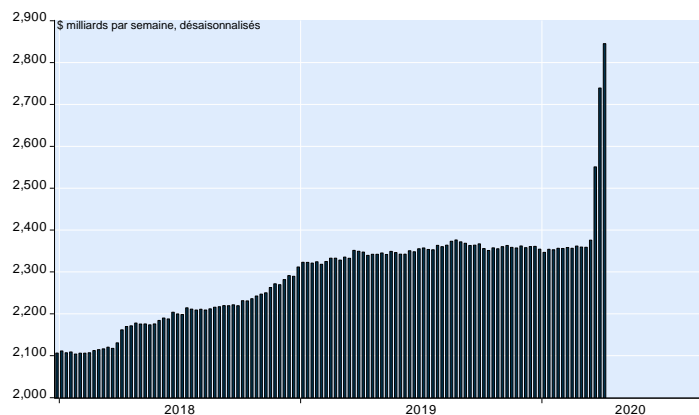
10-4-2020

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Parmi les valeurs financières américaines, les banques ont particulièrement bien tiré leur épingle du jeu au début du 2T. Contrairement à la récession mondiale de 2008-2009, les banques ne sont pas la cause de la contraction économique. Cette fois-ci, la plupart des gouvernements offrent des garanties de prêts pour s'assurer que les banques continuent de faire crédit aux clients existants. Les prêts commerciaux et industriels ont grimpé en flèche aux États-Unis ces dernières semaines et les dépôts continuent d'augmenter de manière robuste. À l'inverse de 2008-2009, la transmission de la politique monétaire par l'entremise du secteur bancaire fonctionne bien.

États-Unis : Explosion de la demande de prêts commerciaux et industriels

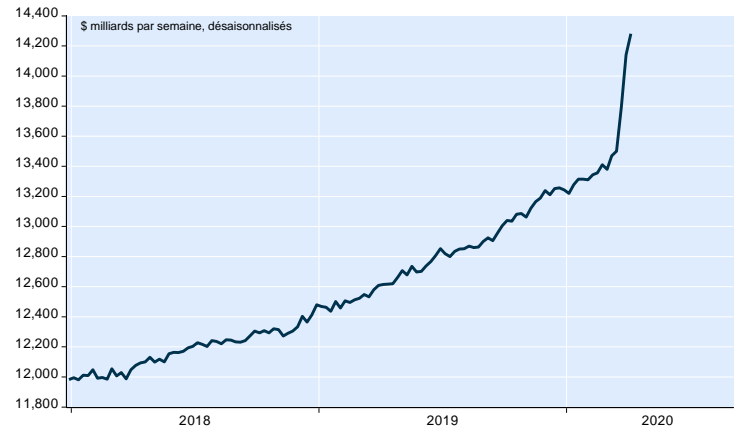
Prêts des banques commerciales américaines au commerce et à l'industrie



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale américaine par Refinitiv)

États-Unis : Les dépôts continuent d'augmenter énergiquement

Dépôts dans les banques commerciales américaines

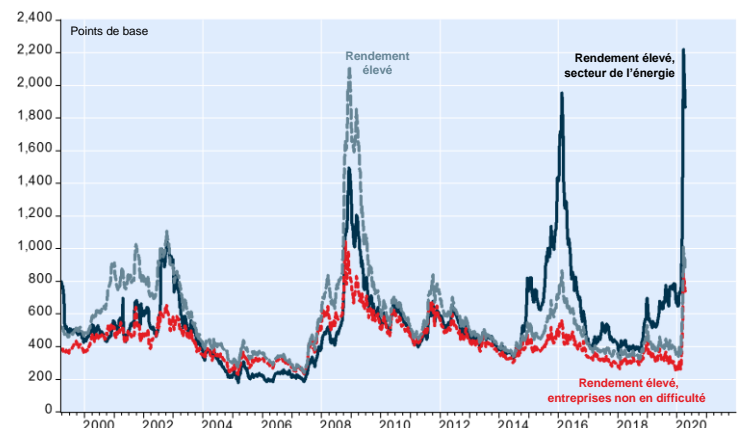


FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale américaine par Refinitiv)

La transmission de la politique monétaire par le canal des banques et du marché des obligations de sociétés est cruciale pour sauvegarder les perspectives de l'économie et des profits.

États-Unis : Écarts de taux des obligations à rendement élevé

Corrigés en fonction des options

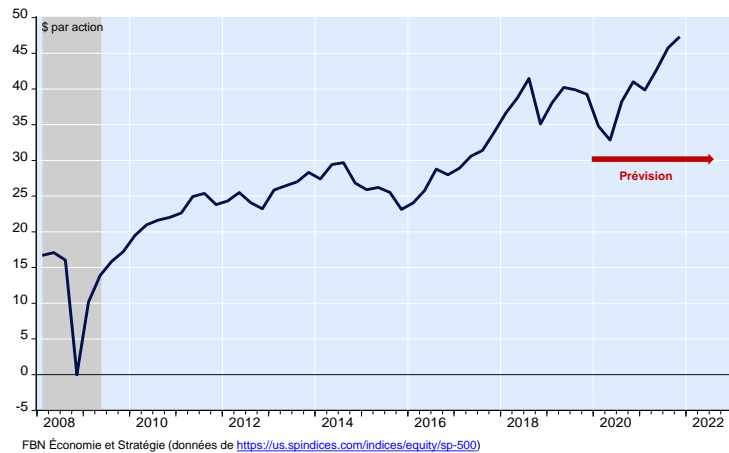


FBN Économie et Stratégie (Source : ICE BofAML Bond Indices) 2020-04-08

Au moment de rédiger ces notes, on s'attend à ce que les bénéfices d'exploitation par action diminuent de 18% au T2 puis rebondissent fortement et retrouvent leur pic d'avant la récession en 2021 (graphique). Ce scénario semble ambitieux car il dépendra en grande partie du succès des programmes adoptés récemment par les gouvernements pour inciter les entreprises à relancer rapidement la production et les aider à le faire dès le mois prochain.

États-Unis : Les analystes tablent sur un rebond rapide des bénéfices

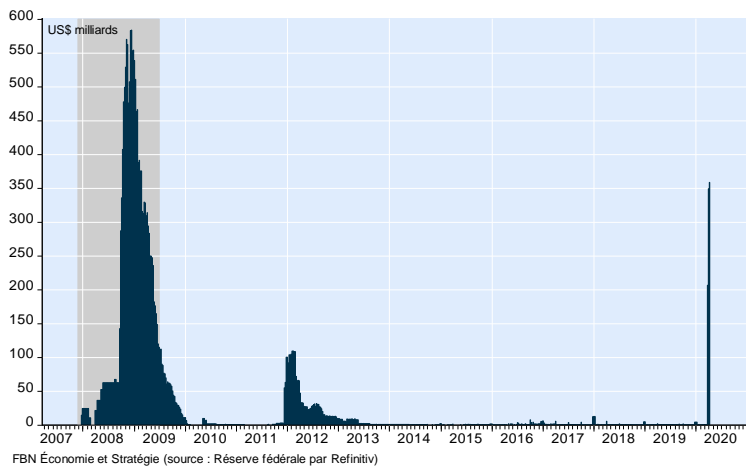
Bénéfice d'exploitation par action



Ce n'est pas l'unique condition de la réussite. Un rebond des bénéfices dépendra aussi de l'amélioration de la demande étrangère (les sociétés de l'indice S&P 500 réalisent 43% de leur chiffre d'affaires en dehors des États-Unis) et de la trajectoire du dollar américain. Sur ce front, nous sommes encouragés de voir que la Fed a récemment commencé à assurer une grande liquidité en USD aux banques centrales étrangères pour empêcher leurs économies de gripper.

Les swaps de liquidité donnent un accès indispensable à l'USD

Swaps de liquidité au bilan de la Fed



Cette mesure a entraîné une certaine dépréciation du dollar américain récemment (graphique). Mais celui-ci doit baisser davantage pour soutenir les perspectives de bénéfice des entreprises américaines. Au moment de rédiger ces notes, le billet vert est encore en hausse de 6.5% depuis le début de l'année par rapport à un panier de 26 monnaies.

États-Unis : Le billet vert a fléchi ces dernières semaines

Indice de l'USD pondéré en fonction des échanges comparé à un panier de 26 devises



Au Canada, l'indice S&P/TSX a aussi rebondi ces dernières semaines. Mais à cause du double revers infligé par la récession mondiale et une guerre des prix entre les deux plus grands producteurs de pétrole au monde, l'Arabie saoudite et la Russie, l'indice de référence du Canada à forte prépondérance de titres du secteur de l'énergie est encore en baisse de 17% par rapport au début de l'année.

Indice S&P/TSX composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	5.9	5.9	-17.0
MATÉRIAUX	17.2	17.2	-5.2
CONSOMMATION DISC.	10.5	10.5	-26.2
IMMOBILIER	10.3	10.3	-22.0
SANTÉ	6.6	6.6	-33.2
INDUSTRE	5.3	5.3	-11.0
SERVICES PUBLICS	5.2	5.2	-1.3
ÉNERGIE	4.4	4.4	-35.5
CONSOMM. DE BASE	4.1	4.1	-6.0
FINANCES	4.0	4.0	-18.8
TI	2.1	2.1	-1.8
BANQUES	1.9	1.9	-19.0
TÉLÉCOMS	0.1	0.1	-9.1

10-4-2020

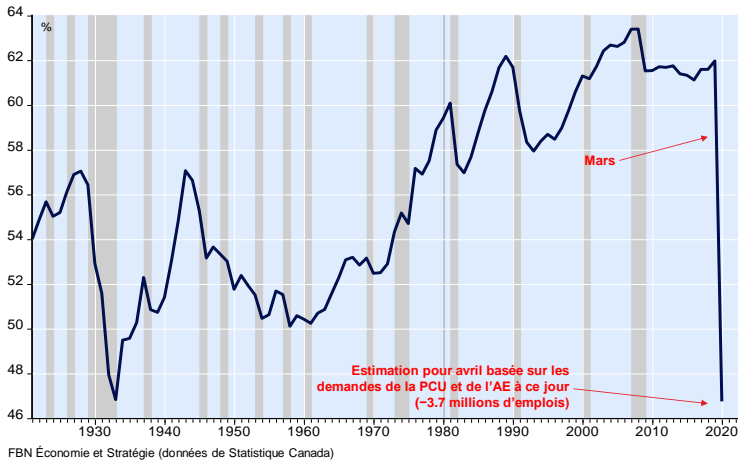
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Au Canada comme dans le reste du monde, les prévisions de bénéfices des sociétés dépendront de la courbe de la pandémie et de l'efficacité des programmes gouvernementaux dans le redémarrage de l'économie. Comme le Canada a commencé à arrêter son économie avant les États-Unis, son marché du travail a souffert davantage. Rien qu'en mars, le Canada a perdu un nombre record d'un million d'emplois – plus de trois fois la perte subie pendant la récession de 2008-2009. Comme les arrêts d'activité se sont généralisés jusqu'à la mi-avril, nous estimons que le ratio emploi/population canadien

pourrait avoir diminué de 10 points de pourcentage, au plus bas depuis les années 1930 (graphique).

Canada : De retour au niveau des années 1930

Taux d'emploi 1921-2020

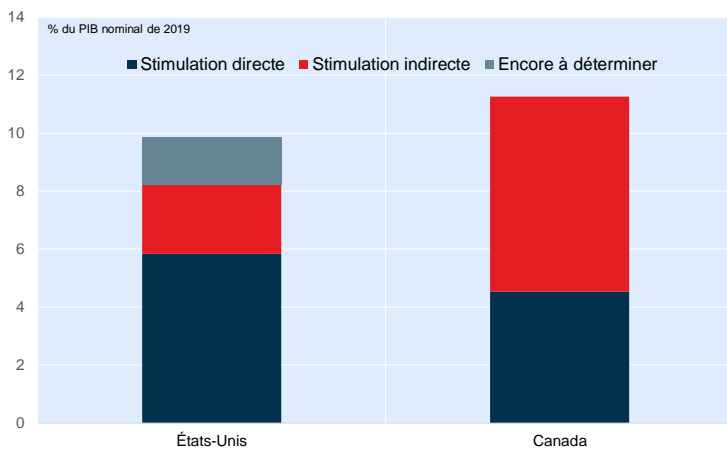


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

L'État et la banque centrale ont répondu à ce choc provoqué par le gouvernement avec des mesures massives de stimulation budgétaires et monétaires. La Banque du Canada a officiellement emboîté le pas à d'autres et amorcé un assouplissement quantitatif et desserré l'étau de la réglementation des institutions financières pour faciliter la transmission de la politique monétaire. Par ailleurs, nous estimons que le gouvernement canadien offre plus de mesures de stimulation budgétaires que les États-Unis (graphique).

Canada : Une réponse budgétaire plus dynamique qu'aux États-Unis

Mesures budgétaires annoncées par les gouvernements fédéraux : États-Unis et Canada



FBN Économie et Stratégie

Étant donné la pente de la courbe de l'épidémie au Canada, nous pensons que certains segments de l'économie canadienne (extraction minière, construction, fabrication) pourraient reprendre leurs activités avant la fin d'avril, c.-à-d. plus tôt qu'aux États-Unis. Au moment de rédiger ces notes,

les analystes boursiers tablent par consensus sur une contraction des bénéfices par action (BPA) de 9.2% en 2020, suivie d'un rebond de 16% en 2021 (tableau). Comme dans le reste du monde, ces prévisions seront révisées à la baisse si l'arrêt des activités économiques se prolonge au-delà de la première semaine de mai.

Indice composé S&P/TSX : Évolution du BPA

	2019	2020	2021	2022	Prévision 12 mois
S&P TSX	4.2	-9.2	16.3	9.2	0.3
ÉNERGIE	13.9	-43.0	27.3	28.8	-27.4
MATÉRIAUX	-5.7	10.0	25.6	6.1	17.3
INDUSTRIE	-5.7	-9.1	40.7	10.0	6.3
CONS. DISC.	-4.8	-13.7	24.0	19.5	-2.7
CONS. DE BASE	6.3	-0.2	14.5	7.0	-0.1
SANTÉ	21.1	-98.2	10036.7	31.6	-1030.3
FINANCES	6.7	-3.3	7.1	4.3	1.1
BANQUES	2.8	-4.0	4.6	1.8	0.2
TI	12.7	8.8	19.7	9.9	14.0
TÉLÉCOM	1.5	-2.3	8.4	4.7	2.0
SERVICES PUBLICS	6.3	11.1	16.7	6.2	13.1
IMMOBILIER	-9.1	-6.3	5.9	NA	-2.5

10-4-2020

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

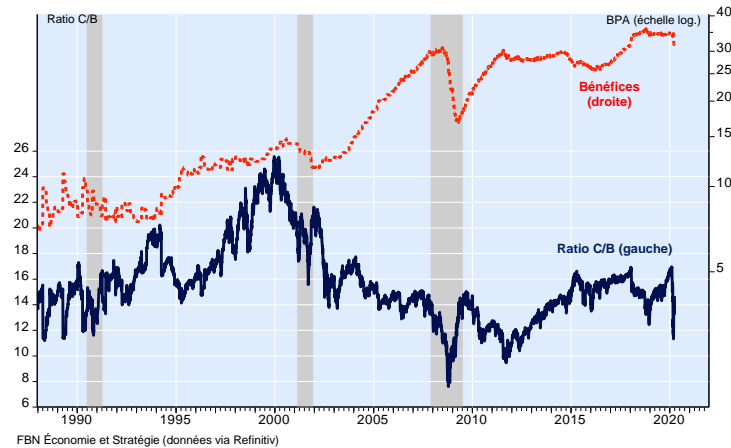
Répartition des actifs

Nous laissons notre répartition des actifs inchangée par rapport à celle recommandée dans notre mise à jour de la stratégie du 11 mars – pondération neutre des actions par rapport au marché et sous-pondération des titres à revenu fixe. Dans cette mise à jour, nous avons réduit notre exposition aux actions et augmenté notre position déjà surpondérée en liquidités en réponse à l'incertitude au sujet de la trajectoire de la pandémie de COVID-19 dans l'hémisphère occidental et de la faible échelle de grandeur des programmes déployés à l'époque par les gouvernements et les banques centrales. Après des chutes brutales du 11 au 23 mars, les indices S&P/TSX et S&P 500 ont tous deux fortement rebondi, mais ils ne se situent pas, au moment de rédiger ces notes, plus haut qu'au moment de la mise à jour de la stratégie. Nous avons été agréablement surpris par les réponses récentes des pays du G20 à travers leurs politiques monétaires et budgétaires et par le fait qu'ils sont prêts à en faire plus s'il le faut. Mais il plane une certaine incertitude sur la portée possible de la reprise des activités économiques en mai. Plus la capacité industrielle sera maintenue en veilleuse, plus les dommages seront grands pour le marché du travail et pour les bénéfices. Cette perspective pourrait sembler inciter à chercher refuge dans les titres à revenu, mais le récent tsunami de mesures de relance budgétaires et l'expansion du bilan des banques centrales doublées du risque accru du protectionnisme laissent entrevoir une augmentation des primes de durée des

obligations gouvernementales. Au vu des prévisions de taux d'intérêt de notre plus récent *Mensuel obligataire*, nous gardons confiance dans notre répartition des actifs actuelle alors que nous entrons dans la saison des résultats avec des attentes ambitieuses quant aux profits.

Monde: Les anticipations de profits sont ambitieuses

Ratio cours-bénéfices prospectifs sur 12 mois et bénéfices prospectifs sur 12 mois



FBN Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

Répartition des actifs FBN

	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	20	
Actions américaines	20	20	
Actions étrangères (EAEO)	5	5	
Marchés émergents	5	5	
Marché obligataire	45	39	
Liquidités	5	11	
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci.

Prévisions FBN Canada

	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	4/9/2020	T4-2020 (est.)
S&P/TSX	14 167	14 800
Hypothèses		T4-2020 (est.)
Niveau: Bénéfices	1023	800
Dividendes	541	423
Ratio C/B passé	13.9	18.5
Obligations 10 ans	0.81	1.00

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

Prévisions FBN États-Unis

	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	4/9/2020	T4-2020 (est.)
S&P 500	2 790	2 900
Hypothèses		T4-2020 (est.)
Niveau: Bénéfices	158	135
Dividendes	60	51
Ratio C/B passé	17.6	21.5
Obligations 10 ans	0.72	1.15

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Avril 2020

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	13.0%
Équipements et services pour l'énergie	Surpondérer	0.1%
Pétrole, gaz et combustibles	Surpondérer	13.0%
Matériaux	Équipondérer	13.0%
Produits chimiques	Équipondérer	1.6%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.4%
Or	Sous-pondérer	8.3%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.3%
Industrie	Équipondérer	11.8%
Biens d'équipement	Surpondérer	1.7%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.3%
Transports	Équipondérer	6.8%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.6%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.8%
Biens de consommation durables et habillement	Équipondérer	0.5%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	1.4%
Distribution	Équipondérer	0.9%
Biens de consommation de base	Équipondérer	4.4%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	3.6%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.7%
Santé	Équipondérer	1.0%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.9%
Finance	Surpondérer	31.4%
Banques	Surpondérer	21.0%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.5%
Assurance	Surpondérer	6.0%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	6.7%
Logiciels et services	Sous-pondérer	6.7%
Matériel et équipement informatique	Sous-pondérer	0.0%
Télécommunications	Sous-pondérer	6.1%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	5.6%
Immobilier	Sous-pondérer	3.3%

* 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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Associé Stratégie Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie
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 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 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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.