



**BANQUE  
NATIONALE**

**MARCHÉS FINANCIERS**

Une division de la Banque Nationale du Canada

# LE MENSUEL BOURSIER

Groupe Économie et Stratégie

juillet/août 2014

## Faits saillants

- *Les actions mondiales ont terminé le T2 sur une huitième hausse trimestrielle de suite, ce qui représente la plus longue séquence du genre depuis 1996-1997. En juin, elles ont établi un nouveau record, le premier depuis 2007. À ce stade-ci, les valorisations des actions restent relativement proches de leurs moyennes historiques. Le ratio C/B prévisionnel de l'indice MSCI Tous pays présume une croissance du bénéfice mondial de 9.8% au cours des 12 prochains mois. Cet objectif est atteignable, mais l'évolution de la situation géopolitique au Moyen-Orient pourrait faire basculer l'équilibre.*
- *La croissance du PIB américain au T1, d'abord évaluée à 0.1% en rythme annualisé par le Bureau of Economic Analysis, puis revue à la baisse à -1.0% dans la deuxième estimation, a une fois de plus été corrigée à la baisse, à -2.9%, dans la troisième estimation. Cela fait du T1 2014 le pire trimestre depuis la récession. Les bénéficiaires n'ont pas été épargnés. Ils ont reculé de 2% d'une année à l'autre sur la base des comptes nationaux, ce qui ne s'était pas vu depuis cinq ans. À notre avis, la vigueur dont témoignent certains rapports au T2 parus jusque-là laisse penser qu'un rebond rapide de la croissance américaine est probable.*
- *Alors que les bénéficiaires du T1 étaient sous pression aux États-Unis, la situation était radicalement différente au Canada. Statistique Canada fait état d'un bond de 33.3% des bénéficiaires d'exploitation annualisés au T1, soit la meilleure performance en trois ans. Un peu plus du tiers de l'augmentation provenait de l'extraction de pétrole et de gaz. Mais surtout, l'apport de la fabrication était encore plus grand.*
- *Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci. Notre recommandation de continuer de surpondérer les actions par rapport aux titres à revenu fixe est basée sur la combinaison d'une accélération de la croissance et d'une politique monétaire très accommodante au deuxième semestre de 2014. À la lumière des bénéfices supérieurs aux prévisions au Canada, nous relevons notre objectif de fin d'année pour l'indice S&P/TSX de 15,000 à 15,700 et notre objectif pour l'indice S&P500 est aussi rehaussé, de 1,930 à 2,010. Quant à la rotation sectorielle, nous faisons passer les actions aurifères d'une pondération neutre à la surpondération. La politique monétaire américaine actuelle et une injection substantielle de liquidités par la Banque centrale européenne plus tard cet automne amélioreront nos perspectives du prix de l'or. Notre décision de réviser à la hausse le secteur de l'or est prise au détriment du secteur de la consommation discrétionnaire (révisé à sous-pondéré). Ailleurs, nous continuons de préférer l'énergie aux secteurs plus défensifs étant donné que nous prévoyons toujours une augmentation modérée des taux d'intérêt à long terme.*

**Stéfane Marion**

stefane.marion@nbf.ca

**Matthieu Arseneau**

matthieu.arseneau@nbf.ca

## Actions mondiales : Nouveaux sommets

Les actions mondiales ont terminé le T2 sur une huitième hausse trimestrielle de suite, ce qui représente la plus longue séquence du genre depuis 1996-1997. En juin, elles ont établi un nouveau record, le premier depuis 2007. Le gain de 1.3% au cours du mois découlait d'une bonne tenue des marchés développés (+1.2%) et des marchés émergents (+2.0%). Parmi les premiers, l'indice japonais a progressé de 4.7%, compensant une grande partie de ses pertes du début de l'année. L'Amérique du Nord a aussi bien tiré son épingle du jeu – le marché canadien a gagné 3.7% et le marché américain, 2.0%. Les actions européennes en revanche ont perdu 1.1% en juin.

### Indice composé MSCI : Rendement de l'indice

	Depuis le début du mois	Depuis le début du trimestre	Depuis le début de l'année
MSCI Monde TP	1.3	3.8	4.2
MSCI Monde	1.2	3.7	4.3
MSCI États-Unis	2.0	4.7	6.1
MSCI Canada	3.7	5.5	10.6
MSCI Europe	-1.1	1.6	2.9
MSCI Pacifique hors Japon	-1.2	1.8	1.4
MSCI Japon	4.7	4.7	-3.9
MSCI MÉ	2.0	4.2	3.3
MSCI MÉ EMOA	0.2	3.4	3.2
MSCI MÉ Amérique latine	3.1	3.7	1.3
MSCI MÉ Asie	2.2	4.7	3.9

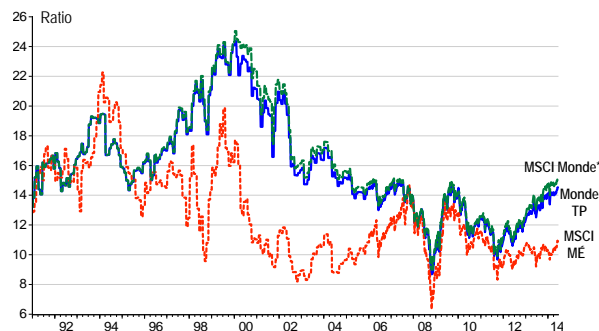
6/30/2014

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

À ce stade-ci, les valorisations des actions restent relativement proches de leurs moyennes historiques. Le ratio C/B prévisionnel de l'indice MSCI Tous pays présume une croissance du bénéfice mondial de 9.8% au cours des 12 prochains mois. Cet objectif est atteignable, mais l'évolution de la situation géopolitique au Moyen-Orient pourrait faire basculer l'équilibre.

### Monde : Perspective des valorisations des actions

Indices composés MSCI\* : Ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois

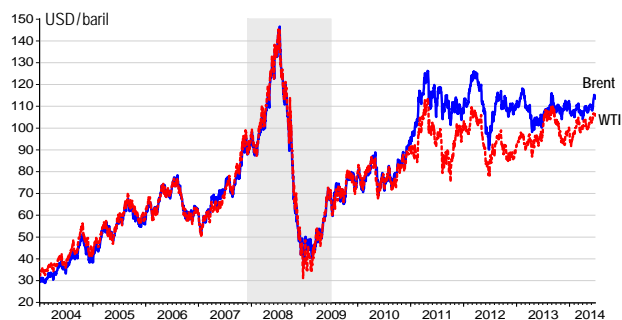


\* L'indice MSCI Monde exclut les marchés émergents, MSCI TP inclut tous les pays  
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Le regain de tension en Irak pourrait mettre l'économie mondiale particulièrement à l'épreuve, s'il provoquait une flambée des prix du pétrole. Le bureau d'études Macroeconomic Advisers calcule que la perte de la moitié environ de la production pétrolière irakienne au cours des prochains mois pourrait rapidement pousser le prix du Brent de près de \$113 le baril actuellement à plus de \$150. Cela représenterait un choc considérable à absorber pour l'économie mondiale.

### Monde : Les prix du pétrole sous surveillance

Brent et West Texas Intermediate



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

## L'expansion américaine menacée ?

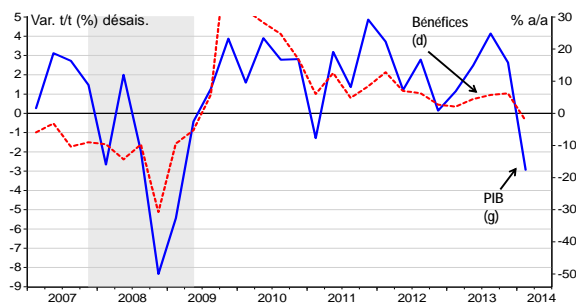
Plus les chiffres se précisent, plus la situation semble avoir été calamiteuse. La croissance du PIB américain au T1, d'abord évaluée à 0.1% en rythme annualisé par le Bureau of Economic Analysis, puis revue à la baisse à -1.0% dans la deuxième estimation, a une fois de plus été corrigée à la baisse, à -2.9%, dans la troisième estimation. Cela fait du

# LE MENSUEL BOURSIER

T1 2014 le pire trimestre depuis la récession. Les bénéfices n'ont pas été épargnés. Ils ont reculé de 2% d'une année à l'autre sur la base des comptes nationaux, ce qui ne s'était pas vu depuis cinq ans (T2 2009 – graphique). La faiblesse au T1 était si prononcée que certains observateurs s'interrogent sur la probabilité d'un rebond énergétique.

## États-Unis : Contraction de l'économie et des profits au T1

Variation du PIB réel et des bénéfices avant impôts selon les comptes nationaux\*



\* Avec des provisions pour l'ajustement des stocks et la consommation de capital  
FBN Économie et Stratégie (données du BEA de Datastream)

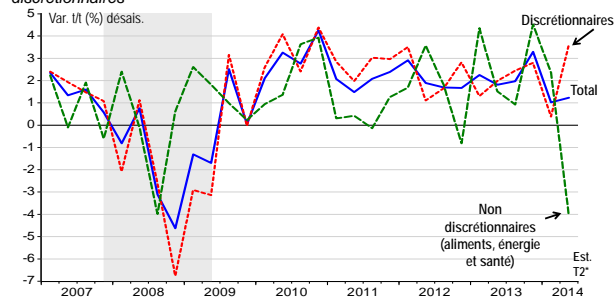
Les craintes sont inspirées par le maigre chiffre des dépenses de consommation personnelles (environ 70% du PIB). Certes, les dépenses de consommation de mai n'avaient rien d'extraordinaire. Elles situaient la consommation sur la voie d'une croissance annualisée d'à peine 1.2% au T2, tout juste un peu mieux qu'au T1.

Mais le manque de vigueur était entièrement le fait des dépenses non discrétionnaires – aliments, énergie, santé – et ne devrait être ni surprenant ni alarmant. Après un hiver rigoureux qui a entraîné une poussée de consommation d'énergie, un retour d'élasticité était à prévoir. On peut en dire autant de la santé après la vague des inscriptions du trimestre précédent pour respecter la date limite du 31 mars fixée par la *Affordable Care Act*. La consommation d'aliments a aussi été faible, peut-être à cause des fortes augmentations de prix, particulièrement de ceux de la viande.

De son côté, la consommation discrétionnaire a crû au T2 au rythme le plus rapide depuis le T4 2010. Cela concorde avec de fortes caractéristiques fondamentales comme la nette amélioration du marché du travail, une grande confiance dans l'économie (l'indice du Conference Board atteint un sommet inégalé depuis 2008) et de meilleures cotes de solvabilité, qui accroissent la capacité des Américains d'emprunter et de dépenser.

## États-Unis : La consommation est-elle vraiment si faible ?

Variation en volume des dépenses pour des biens discrétionnaires et non discrétionnaires



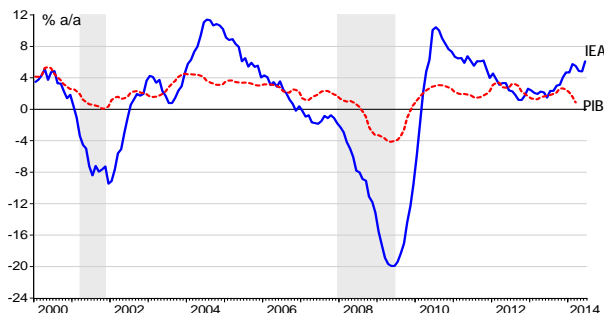
\* À supposer une stagnation en juin

FBN Économie et Stratégie (données du BEA de Datastream)

À notre avis, la vigueur dont témoignent certains rapports au T2 parus jusque-là laisse penser qu'un rebond rapide de la croissance américaine est probable. Les indices des directeurs des achats pour la fabrication et les services se maintiennent bien au-dessus de 50, ce qui est considéré comme le seuil de l'expansion économique. Et l'indicateur économique avancé du Conference Board monte plus vite que jamais depuis trois ans, préparant le terrain pour un rebond de la croissance des bénéfices.

## États-Unis : Rebond en vue au deuxième semestre

Variation du PIB réel et indicateur économique avancé (avancé de 3 mois)



FBN Économie et Stratégie (données du BEA et du Conference Board de Datastream)

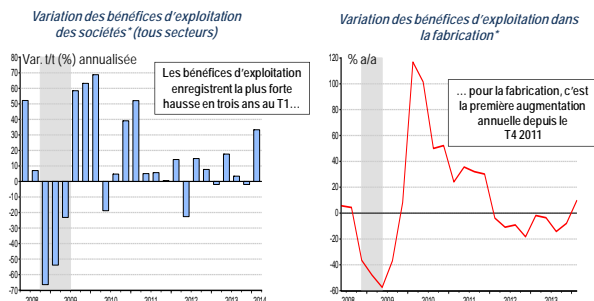
## Canada : Bénéfices

Alors que les bénéfices du T1 étaient sous pression aux États-Unis, la situation était radicalement différente au Canada. Statistique Canada fait état d'un bond de 33.3% des bénéfices d'exploitation annualisés au T1, soit la meilleure performance en trois ans. Un peu plus du tiers de l'augmentation provenait de l'extraction de pétrole et de gaz. Mais surtout, l'apport de la fabrication était encore plus grand. Les bénéfices d'exploitation des fabricants, même sans compter les produits du pétrole et du charbon,

# LE MENSUEL BOURSIER

étaient en hausse par rapport à un an plus tôt, pour la première fois depuis le T4 2011. Les secteurs financiers et non financiers autres que l'énergie et la fabrication ont aussi contribué à la progression au T1.

## Canada : Plus forte hausse des bénéfices au T1 en trois ans

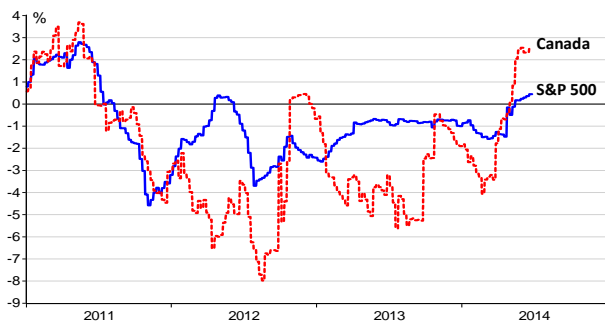


\* Bénéfice avant impôts et paiements d'intérêts sur les activités au Canada  
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Les perspectives de bénéfice restent intéressantes, malgré le récent renforcement du huard par rapport au dollar américain (gain de 1% au T2), qui coupera un peu l'élan. Nous nous attendons à ce qu'une augmentation des volumes des ventes compense l'effet du taux de change sur la croissance des chiffres d'affaires. Pour le moment, les analystes boursiers continuent de réviser leurs estimations de bénéfice futur à la hausse (graphique).

## Canada : Les bénéfices pourraient encore s'améliorer

Variation en 3 mois des bénéfices prévisionnels sur 12 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Le secteur de l'énergie (27% de l'indice S&P/TSX) a été le principal facteur de révisions à la hausse des résultats ces trois derniers mois, mais nous constatons que ces révisions étaient relativement généralisées. Les seuls secteurs ayant enregistré des révisions négatives sont ceux de la santé, des télécommunications et des matériaux. Dans le cas des matériaux (12% de l'indice S&P/TSX), nous pensons que les révisions pourraient bientôt devenir positives alors que le prix de l'or monte.

## Canada : Variation des bénéfices prévisionnels sur 12 mois

	Variation 1 mois	Variation 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion sur 3 mois	Moyenne historique 10 ans
S&P TSX	0.6	2.5	-0.4	51%	45%
ÉNERGIE	0.3	12.0	-0.4	48%	44%
MATÉRIAUX	-0.2	-5.5	-0.7	49%	45%
INDUSTRIES	0.7	0.6	-0.5	58%	43%
CONS. DISC.	0.1	0.9	-0.6	43%	44%
CONS. DE BASE	0.5	0.3	-0.4	57%	44%
SANTÉ	-0.5	-0.4	-0.1	33%	41%
FINANCES	1.2	0.6	-0.3	64%	47%
TI	3.5	21.8	-1.5	60%	50%
TÉLÉCOMS	-0.3	-1.3	0.2	50%	46%
SERV. PUBLICS	0.8	-0.5	-0.4	33%	44%

6/27/2014

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

## La politique de la Fed favorable au lingot

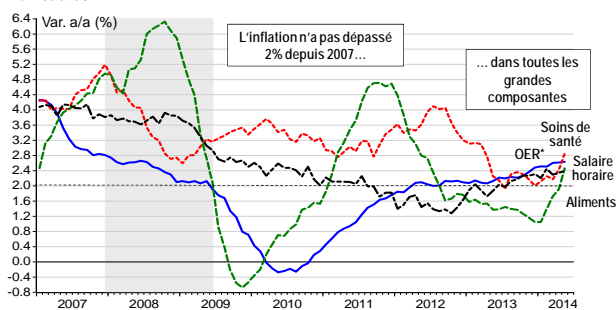
Cela s'explique par le fait que les artisans de la politique monétaire américaine semblent enclins à tolérer une augmentation de l'inflation. Tout en prenant acte d'un premier trimestre médiocre (et en révisant à la baisse sa prévision de croissance du PIB pour 2014), la Fed est restée fidèle à sa politique monétaire, réduisant encore ses achats d'actifs sans modifier son orientation qualitative à l'égard des taux des fonds fédéraux. Elle estime en effet que la vigueur économique sous-jacente est suffisante pour soutenir une amélioration du marché du travail. Plus généralement, les membres du FOMC semblent un peu plus optimistes, avec un taux de chômage étant attendu plus bas sur l'horizon de prévision. Cela explique peut-être pourquoi 16 membres du FOMC (contre cinq en mars) prévoient maintenant pour l'an prochain un taux supérieur à 1% pour les fonds fédéraux. La normalisation des taux d'intérêt pourrait commencer un peu plus tôt qu'on le croyait précédemment, mais la route vers un équilibre *plus bas* des fonds fédéraux sera longue. La présidente de la Fed, Janet Yellen continue d'estimer que le chômage de longue durée actuel justifie une politique accommodante exceptionnelle. En cas de conflit entre la stabilité des prix et le plein emploi, nous croyons que la Fed laisserait plutôt filer l'inflation. Il est intéressant de noter l'absence de toute mention du risque qu'une hausse de l'inflation selon l'IPC ces derniers mois soit le précurseur d'une augmentation de l'inflation des dépenses personnelles de consommation (l'indice PCE, préféré de la Fed). Nous trouvons étrange que, dans son évaluation de l'état du marché du travail le FOMC ait choisi d'occulter le faible taux de chômage pour justifier sa politique, mais que dans l'évaluation des perspectives d'inflation elle se soit exclusivement concentrée sur le faible déflateur des dépenses personnelles de consommation au moment où l'inflation

# LE MENSUEL BOURSIER

remonte dans les principales composantes de l'IPC et les salaires (graphique).

## États-Unis : Simple variation de prix relatifs?

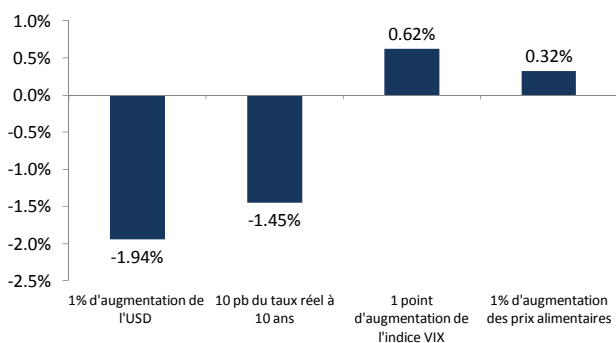
Principales composantes de l'IPC et salaires horaires moyens des travailleurs non cadres



\* OER : Loyers équivalents pour les propriétaires  
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Étant donné ce penchant plus explicite, nous pensons qu'il est temps de jeter un second regard sur l'or et les valeurs aurifères. Selon nos estimations, 90% des mouvements du lingot depuis 2010 s'expliquent par quatre variables : les taux d'intérêt réels, l'USD, l'indice VIX et l'inflation mondiale représentée par les prix des produits alimentaires (la principale composante de l'IPC de la plupart des économies émergentes).

## Prix de l'or : Sensibilité aux variables

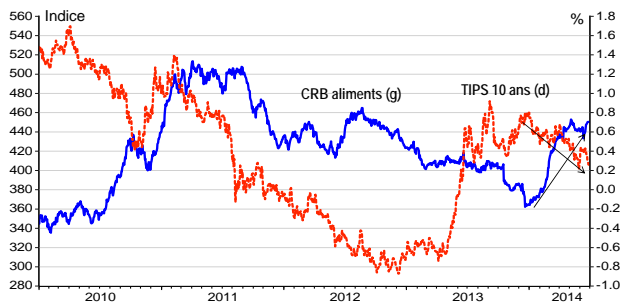


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Même si la hausse des taux d'intérêt réels a été le principal facteur de la baisse du prix de l'or en 2013, les trois autres facteurs y ont aussi contribué. Jusque-là, la situation est très différente en 2014. L'influence du léger renforcement du dollar US et de la poursuite du repli de l'indice VIX sur les prix de l'or a été dépassée ces derniers mois par la forte accélération de l'inflation des prix des aliments et la baisse des taux d'intérêt réels (graphique).

## L'or dopé en 2014 par des taux plus bas et une inflation plus haute

Indice CRB des produits alimentaires et rendement des TIPS de 10 ans

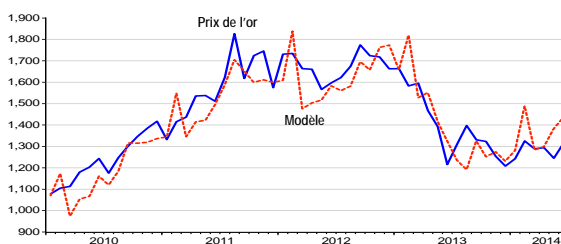


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Au début de cette année, nous avons expliqué qu'il était très peu probable que la combinaison négative de l'an dernier affectant le lingot continue en 2014 et nous avons fait passer notre position sur les actions aurifères de la sous-pondération à une pondération neutre. Et maintenant que l'or a augmenté de 9% et que les actions canadiennes du secteur aurifère ont gagné 21% depuis le début de l'année, que faire ? Premièrement, même à \$1,320 l'once son prix au moment de rédiger ces notes, l'or est encore bien en dessous de \$1,435 que laisse entrevoir notre modèle (graphique), et il lui reste donc du potentiel pour augmenter.

## Modèle FBN du prix de l'or : 2010 à 2014 (chiffres mensuels)

$$\Delta\% \text{ prix de l'or} = \alpha + \beta_1 \Delta\% \text{ indice général USD} + \beta_2 \Delta\% \text{ TIPS 10 ans} + \beta_3 \Delta\% \text{ indice VIX} + \beta_4 \Delta\% \text{ CRB aliments}$$



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Et deuxièmement, la plus récente communication du FOMC nous fait penser que les taux d'intérêt réels n'augmenteront que modestement au cours du reste de l'année. En outre, l'inflation va probablement encore accélérer et des événements géopolitiques pourraient rendre les marchés plus volatils. Dans ces conditions, nous pensons que le lingot pourrait se négocier près de \$1,400 d'ici la fin de l'année. Ce serait une surprise pour le consensus des analystes, qui pronostique un chiffre beaucoup plus bas de l'or, de \$1,243 l'once au T4.

## Prévision de prix des matières premières

Hypothèses des analystes				
	Cuivre	Or	Pétrole brut	Gaz naturel
Prix actuel	315	1326	105	4.42
Hypothèses des analystes				
Trimestre actuel (T)	310	1280	101	4.50
T+1	314	1255	103	4.50
T+2	315	1243	100	4.50
T+3	300	1225	101	4.50
T+4	300	1200	98	4.40
Croissance (T <sub>t</sub> /T <sub>0</sub> )				
Trimestre actuel (T)	-1.6%	-3.5%	-4.1%	1.9%
T+1	-0.3%	-5.4%	-2.2%	1.9%
T+2	0.0%	-6.3%	-5.1%	1.9%
T+3	-4.7%	-7.6%	-4.0%	1.9%
T+4	-4.7%	-9.5%	-6.6%	-0.4%

6/30/2014

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci. Notre recommandation de continuer de surpondérer les actions par rapport aux titres à revenu fixe est basée sur la combinaison d'une accélération de la croissance et d'une politique monétaire très accommodante au deuxième semestre de 2014. Certes, la situation en Irak mérite d'être surveillée de près, mais nous ne voyons pas plus de 20% de probabilités d'une grave perturbation des approvisionnements mondiaux en pétrole.

À la lumière des bénéfices supérieurs aux prévisions au Canada, nous relevons notre objectif de fin d'année pour l'indice S&P/TSX de 15,000 à 15,700. Malgré le renforcement de la monnaie, le prix obtenu par les producteurs canadiens de matières premières a grimpé à un sommet depuis la récession au T2, ce qui aidera à soutenir la croissance du PIB nominal et les profits. Notre objectif pour l'indice S&P500 est aussi rehaussé, de 1,930 à 2,010.

## Rotation sectorielle

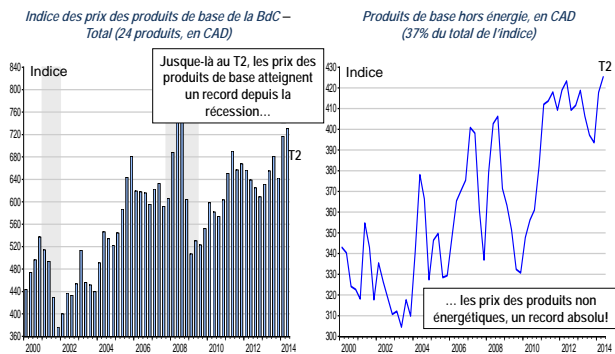
Ce mois-ci, nous faisons passer les actions aurifères d'une pondération neutre à la surpondération. La politique monétaire américaine actuelle et une injection substantielle de liquidités par la Banque centrale européenne plus tard cet automne amélioreront nos perspectives du prix de l'or. Notre décision de réviser à la hausse le secteur de l'or est prise au détriment du secteur de la consommation discrétionnaire (révisé à sous-pondéré). Ailleurs, nous continuons de préférer l'énergie aux secteurs plus défensifs étant donné que nous prévoyons toujours une augmentation modérée des taux d'intérêt à long terme.

### Répartition des actifs FBN

	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
<b>Marché boursier</b>			
Actions canadiennes	30	33	
Actions américaines	10	12	
Actions étrangères (EAEO)	10	7	
Marchés émergents	5	8	
<b>Marché obligataire</b>			
Obligations canadiennes	30	30	
Obligations en devises étrangères	0	0	
Obligations à rendement réel	10	5	
<b>Liquidités</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	

FBN Économie et Stratégie

## Canada : Record des prix des produits de base au T2



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

# LE MENSUEL BOURSIER

<b>Prévisions FBN</b>			
<b>Canada</b>			
		<i>Actuel</i>	<i>Cible</i>
<b>Niveau de l'indice</b>		<b>6/27/2014</b>	<b>T4-2014 (est.)</b>
S&P/TSX		15 094	15 700
<b>Hypothèses</b>			<b>T4-2014 (est.)</b>
Niveau:	Bénéfices	869	938
	Dividendes	420	453
Ratio C/B passé		17.4	16.7
Bons du Trésor (91 jours)		0.95	0.98
Obligations 10 ans		2.25	2.67

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

<b>Prévisions FBN</b>			
<b>États-Unis</b>			
		<i>Actuel</i>	<i>Cible</i>
<b>Niveau de l'indice</b>		<b>6/27/2014</b>	<b>T4-2014 (est.)</b>
S&P 500		1 961	2 010
<b>Hypothèses</b>			<b>T4-2014 (est.)</b>
Niveau:	Bénéfices	114	120
	Dividendes	39	42
Ratio C/B passé		17.3	16.8
Bons du Trésor (91 jours)		0.03	0.09
Obligations 10 ans		2.53	2.96

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

# LE MENSUEL BOURSIER

## Rotation sectorielle fondamentale FBN - juillet/Août 2014

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
<b>Énergie</b>	<b>Surpondérer</b>	<b>27.1%</b>
Équipements et services pour l'énergie	Surpondérer	1.5%
Pétrole, gaz et combustibles	Surpondérer	25.6%
<b>Matériaux</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>12.2%</b>
Produits chimiques	Sous-pondérer	3.1%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.2%
Métaux et minerais *	Équipondérer	3.0%
Or	Surpondérer	5.6%
Papier et industrie du bois	Surpondérer	0.4%
<b>Industrie</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>7.9%</b>
Biens d'équipement	Équipondérer	2.0%
Services aux entreprises	Équipondérer	0.7%
Transports	Équipondérer	5.2%
<b>Consommation discrétionnaire</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>5.3%</b>
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.6%
Biens de consommation durables et habillement	Équipondérer	0.5%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.4%
Médias	Équipondérer	1.9%
Distribution	Sous-pondérer	1.0%
<b>Biens de consommation de base</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>2.6%</b>
Distribution alimentaire et pharmacie	Sous-pondérer	2.1%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sous-pondérer	0.6%
<b>Santé</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>2.9%</b>
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.6%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	2.3%
<b>Finance</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>33.8%</b>
Banques	Équipondérer	22.1%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	1.4%
Assurance	Équipondérer	6.2%
Immobilier	Équipondérer	4.2%
<b>Technologies de l'information</b>	<b>Surpondérer</b>	<b>1.8%</b>
Logiciels et services	Surpondérer	1.3%
Matériel et équipement informatique	Équipondérer	0.4%
<b>Télécommunications</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>4.5%</b>
<b>Services aux collectivités</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>1.9%</b>

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

# LE MENSUEL BOURSIER

---

## GROUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

514 879-2529

### Stéfane Marion

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

### Paul-André Pinsonnault

*Économiste principal, Revenu fixe*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

### Krishen Rangasamy

*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

### Marc Pinsonneault

*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

### Matthieu Arseneau

*Économiste principal*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Généralités :** Banque Nationale Marchés financiers est une unité de Financière Banque Nationale Inc. (FBN), filiale en propriété exclusive indirecte et division de la Banque Nationale du Canada. Ce rapport a été produit par FBN. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. ♦ Les informations contenues dans les présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations qui pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations 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. ♦ **Résidents du Canada :** À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur conseiller en placement FBN. ♦ **Résidents des États-Unis :** En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis d'Amérique, 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, accepte la responsabilité de son contenu, sous réserve des conditions mentionnées ci-dessus. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI. Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche. ♦ **Résidents du Royaume-Uni :** Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Elles peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. 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. La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni. ♦ **Droits d'auteur :** Le présent rapport ne peut pas être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.



**BANQUE  
NATIONALE**

**MARCHÉS FINANCIERS**

Une division de la Banque Nationale du Canada