



Les bourses ignorent les craintes des droits de douane

Sommaire

- Le récent conflit armé dans lequel étaient impliqués l'Iran, Israël et les États-Unis s'est, pour le moment, calmé sans dégénérer en guerre régionale plus étendue. L'indice MSCI Monde (tous pays) a enregistré un rendement total solide de 8,1 % depuis le début de 2025, reflétant une vigueur généralisée du marché. Plusieurs régions ont affiché des gains de dix pour cent ou plus. Ces gains solides étaient soutenus par des attentes de bénéfices résilients des entreprises. Mais le président américain a une fois de plus fait monter les tensions commerciales en annonçant l'imposition de droits de douane de plusieurs dizaines de points de pourcentage à partir du 1^{er} août.
- L'indice S&P 500 a opéré une remontée remarquable, atteignant des sommets records grâce à des bénéfices vigoureux et à un PIB résilient, alors même que persistent les risques d'un ralentissement de la croissance et l'incertitude politique. Alors que les mesures de stimulation de la nouvelle loi de finances américaine, l'OBBB, visent à soutenir l'élan, la crainte que l'inflation et des taux d'intérêt plus élevés dissuadent les investisseurs de détenir des actifs américains importants demeure.
- En juillet, le Canada était un des 11 seuls pays dont les marchés boursiers, représentés par l'indice MSCI Monde (tous pays), ont atteint de nouveaux sommets. L'indice S&P/TSX a établi un record à 27 000, avec une ascension de 9,3 % depuis le 1^{er} janvier. Des révisions positives des bénéfices soutiennent une perspective de croissance du BPA de 11 %, quoiqu'il reste des risques liés aux droits de douane américains potentiels et des signes de ralentissement de la croissance. Néanmoins, l'optimisme persiste, nourri par la possibilité d'un accord commercial du Canada avec les États-Unis et les efforts d'Ottawa pour alléger le fardeau réglementaire et stimuler l'investissement.
- Nous laissons notre répartition des actifs inchangée ce mois-ci après l'ajustement du mois dernier, où nous avons modestement réduit notre sous-pondération des actions en élaguant la partie des titres à revenu fixe et en surpondérant les actions canadiennes. Cette décision reflétait l'optimisme croissant au sujet d'améliorations potentielles des relations commerciales canado-américaines, bien que notre attitude générale reste empreinte de prudence devant les incertitudes commerciales et géopolitiques qui se maintiennent.

Monde : De nouveaux sommets boursiers

Le récent conflit armé dans lequel étaient impliqués l'Iran, Israël et les États-Unis – marqué par le bombardement américain qui visait les installations d'enrichissement de l'uranium iraniennes – s'est, pour le moment, calmé sans dégénérer en guerre régionale plus étendue. Le détroit d'Ormuz, goulot d'étranglement vital pour les livraisons mondiales de pétrole, est resté ouvert pendant toute la séquence de tensions, ce qui est crucial, car cela a soulagé les craintes d'une perturbation grave des approvisionnements en énergie. À mesure que les risques géopolitiques s'apaisaient, les prix du pétrole se sont repliés à environ 10 \$ par baril sous les plus récents sommets. Sur cette toile de fond de diminution des risques géopolitiques et de baisse des coûts de l'énergie, les marchés boursiers mondiaux ont grimpé, l'indice MSCI Monde (tous pays) atteignant un nouveau record à 1103 le 10 juillet (graphique).

Monde : Nouveaux sommets pour les actions mondiales en juillet

MSCI Monde (tous pays); en date du 11 juillet



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Jusqu'à en 2025, l'indice de référence du marché boursier mondial a enregistré un rendement total solide de 8,1 %, reflétant une vigueur généralisée. Plusieurs régions ont notamment enregistré des gains de dix pour cent et plus, à commencer par les marchés émergents qui ont inscrit une progression robuste de 12,3 %. Les actions européennes ont grimpé de 11,4 %, alors que les actions canadiennes sont en hausse de 10,5 %. La région du Pacifique, à l'exclusion du Japon, a aussi réalisé une performance solide en rapportant 10,2 % (tableau).

Monde : La plupart des régions ont réalisé des gains solides en 2025

Indice MSCI Monde (tous pays), rendement total (%) en monnaies locales

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	0,8	0,8	8,1
MSCI Monde	0,7	0,7	7,7
MSCI États-Unis	0,8	0,8	7,2
MSCI Canada	0,5	0,5	10,5
MSCI Europe	1,3	1,3	11,4
MSCI Pacifique sans le Japon	0,6	0,6	10,2
MSCI Japon	-1,6	-1,6	1,2
MSCI MÉ	1,1	1,1	12,3
MSCI MÉ EMOA	1,5	1,5	14,4
MSCI MÉ Amérique latine	-1,8	-1,8	16,0
MSCI MÉ Asie	1,3	1,3	11,7

7/11/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ces gains solides reposent aussi sur des attentes de bénéfices qui ne retombent pas. Cependant, le président américain a une fois de plus fait monter les tensions commerciales, annonçant des projets d'imposition des droits de douane de plusieurs dizaines de points de pourcentage à partir du 1^{er} août. Certains pays, dont le Japon et le

Brésil, se voient infliger des hausses de taux particulièrement abruptes – plus sévères que celles annoncées en avril dans la roseraie de la Maison-Blanche, le fameux jour dit « de la libération ». Au moment de rédiger ces notes, les prévisions de croissance du BPA sur 12 mois de l'indice MSCI Monde (TP) se situent à 10 %, variant d'un plancher de 4 % pour la région Asie-Pacifique sans le Japon à un sommet de 15 % pour la région MÉ EMOA (tableau).

MSCI Monde (TP) : Les prévisions des sociétés toujours optimistes

Croissance du BPA (%) : Enregistrée et attendue

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2024	2025	2026	12 DM	12 PM	2025	2026	12 PM
MSCI Monde (TP)	43	46	52	45	49	7	13	10
MSCI Monde	178	190	214	186	204	7	13	10
MSCI États-Unis	222	243	278	236	265	10	14	12
MSCI Canada	187	201	221	196	214	7	10	9
MSCI Europe	154	158	176	156	168	2	11	8
MSCI Pacifique s. Jp	30	30	32	30	32	1	5	4
MSCI Japon	0	111	113	112	117	n.s.	1	5
MSCI MÉ	81	91	102	86	97	11	13	12
MSCI MÉ EMOA	17	20	23	19	22	19	13	15
MSCI MÉ Am. latine	229	240	260	235	252	5	8	7
MSCI MÉ Asie	42	47	53	44	50	11	13	12

n. s. = Non significatif

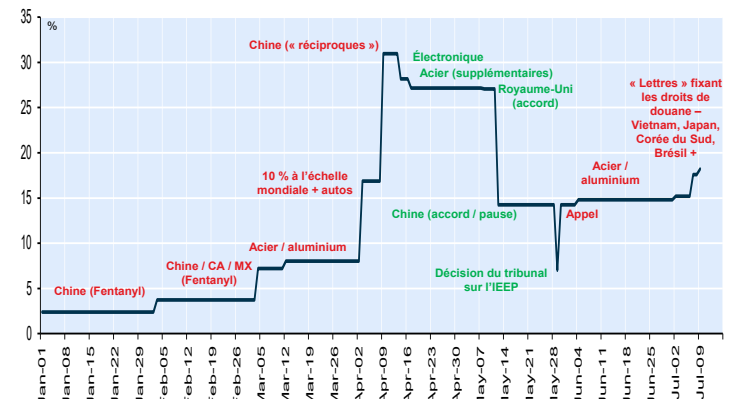
7/11/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ces hypothèses de bénéfices sont sur le point d'être mises à l'épreuve au cours des prochaines semaines alors que les droits de douane américains continuent de monter (graphique).

États-Unis : Nouvelle hausse des droits de douane

Évolution des droits de douane effectifs moyens des États-Unis, sur la base des annonces en 2025



BNC Économie et Stratégie (données de l'U.S. Census) | Nota : Projection sur la base des pondérations commerciales par produit / géographiques de 2024

S&P 500 : Sur la vague de l'OBBB

Les actions américaines ont largement fait fi des craintes suscitées par les droits de douane. Les investisseurs restent focalisés sur la croissance résiliente des bénéfices et le PIB qui continue de dépasser certains seuils clés. L'indice S&P 500 a atteint un record à 6 280 le 10 juillet, marquant un bond remarquable de 26 % par rapport à son plus récent creux à la clôture, de 4 983 le 8 avril (graphique).

S&P 500 : Les actions américaines ignorent les craintes douanières

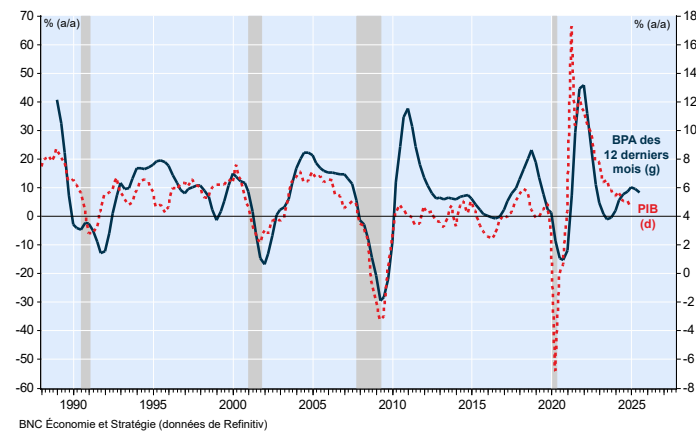
Indice des prix S&P 500



Les bénéfices des douze derniers mois croissent actuellement à un rythme tout juste inférieur à 10 %, ce qui est généralement idéal pour les marchés boursiers, particulièrement quand le phénomène est accompagné d'une expansion des marges bénéficiaires. Cependant, la croissance du PIB nominal a ralenti ces derniers trimestres et se situe maintenant aux environs de 5 %. Historiquement, quand le PIB nominal descend sous 4 %, il tend à plomber les bénéfices des sociétés (graphique).

É.-U. : Une croissance du PIB de moins de 4 % compromet les bénéfices

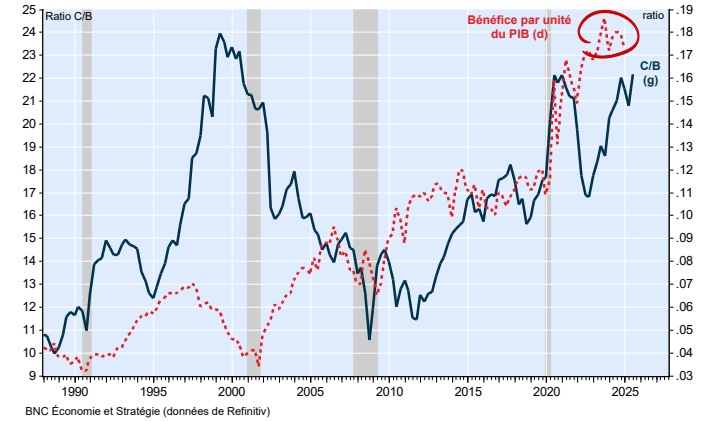
Croissance du PIB nominal et variation des bénéfices des 12 derniers mois de l'indice S&P 500



Le maintien du PIB au-dessus de ce seuil clé est crucial dans l'environnement actuel, puisque cela soutient le chiffre d'affaires des entreprises et aide à entretenir les marges bénéficiaires qui restent voisines de leur niveau record. Ces bonnes marges ont été un facteur déterminant des valorisations boursières élevées. Le ratio cours/bénéfice du marché se situe maintenant au plus haut niveau depuis le début des années 2000 (graphique).

É.-U. : Les marges bénéficiaires pourront-elles rester aux niveaux actuels?

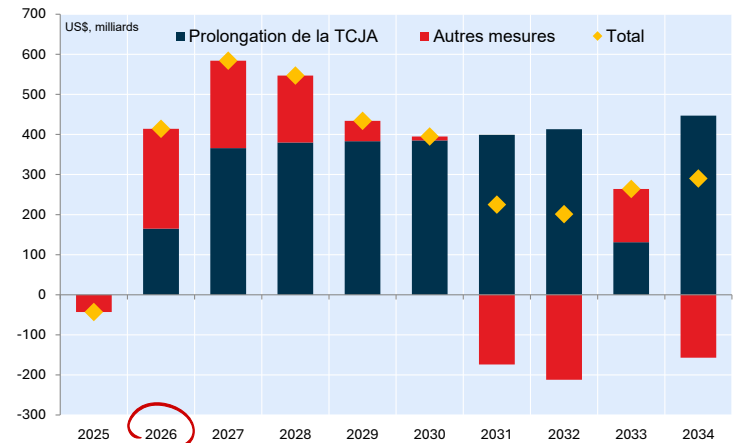
Bénéfice par unité du PIB réel pour les secteurs non financiers et ratio C/B 12 PM de l'indice S&P 500



Cependant, cela rend aussi le marché plus sensible à tout ralentissement de la croissance, qui pourrait comprimer les marges bénéficiaires, affaiblir les bénéfices et provoquer une révision des valorisations. Le soutien de l'élan économique est par conséquent crucial pour préserver à la fois la vigueur des bénéfices et la confiance des investisseurs. Pour aider à atténuer le risque d'un ralentissement, l'administration américaine a réussi à faire adopter par le Congrès son projet de loi de finances, qualifié de *One Big Beautiful Bill* (OB BB). Selon les estimations de Wharton, cette loi injectera au moins 3 200 milliards \$US dans l'économie au cours de la prochaine décennie, dont une grande partie dès les premières années. Rien qu'en 2026, l'OB BB devrait ajouter plus de 400 milliards \$ au déficit fédéral (1,3 % du PIB), dont 250 milliards \$ – ou 0,8 % du PIB – de nouvelles mesures qui doivent entrer en vigueur avant les élections de mi-mandat (graphique).

É.-U. : L'OB BB ajoutera 3 200 milliards \$ au déficit sur 10 ans

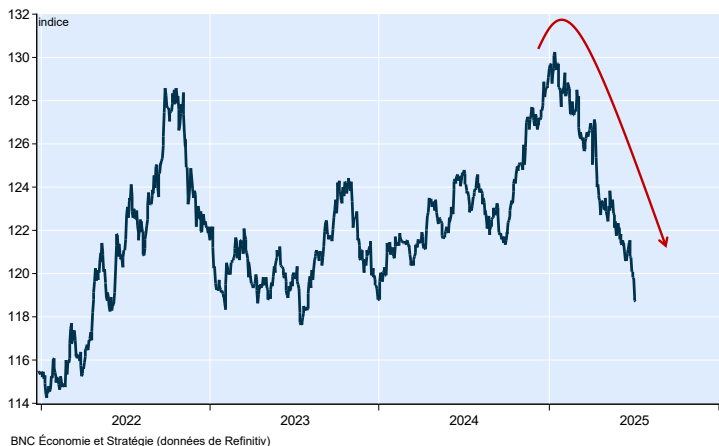
Effets de l'OB BB sur le déficit par année



Cependant, comme nos collègues l'ont expliqué (voir [ici](#)), déployer des mesures de stimulation additionnelles quand l'économie frise déjà le plein emploi – et alors que Washington s'efforce de freiner l'immigration – risque de maintenir une inflation et des taux d'intérêt à long terme élevés. La confiance des investisseurs pourrait encore être ébranlée par la menace sans précédent du président américain de congédier le président de la Réserve fédérale, ce qui soulève des craintes pour la politique monétaire et ajoute de la pression sur le dollar US qui a déjà baissé de 9 % sur une base pondérée des échanges commerciaux (graphique).

États-Unis : Le billet vert continue de se déprécier

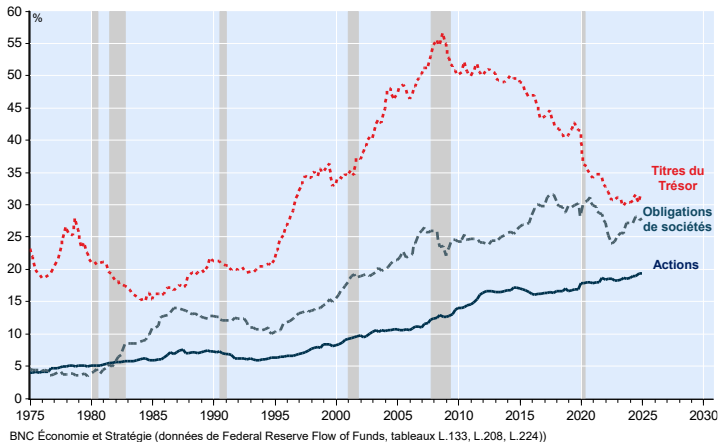
Indice large du dollar américain en termes nominaux (panier de 24 monnaies)



Par ricochet, cela pourrait décourager les investisseurs étrangers, qui jouent un rôle important sur les marchés financiers américains et détiennent actuellement la proportion record de 20 % des actions américaines, ainsi qu'environ 30 % des titres du Trésor américain et des titres de crédit des entreprises (graphique).

É.-U. : Combien détiennent les investisseurs étrangers ?

Part des obligations du Trésor, des obligations de sociétés et des actions de sociétés des États-Unis détenues par des étrangers



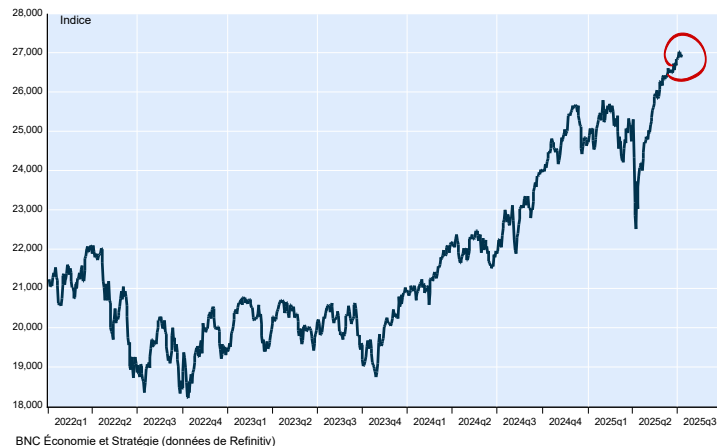
Une diminution de la participation étrangère pourrait réduire la demande d'actifs financiers américains, ce qui risquerait d'entraîner une augmentation des coûts de financement, une accentuation de la volatilité des marchés et de nouvelles pressions à la baisse pour le dollar américain, avec des conséquences plus larges pour la stabilité financière et les flux de capitaux.

S&P/TSX : Ottawa allège la réglementation

En juillet, le Canada était un des 11 seuls pays dont les marchés boursiers, représentés par l'indice MSCI Monde (tous pays), ont atteint de nouveaux sommets. L'indice composé S&P/TSX du Canada a atteint un record à 27 000, marquant une ascension de 9,3 % depuis le début de 2025 (graphique).

Canada : L'indice S&P/TSX atteint un nouveau record en juillet

S&P/TSX



Trois secteurs dominent l'indice général depuis le début de l'année : ceux des matériaux (+30,7 %), de la consommation discrétionnaire (+14,8 %) et des banques (+10,2 %). À l'autre extrémité du spectre, les secteurs accusant le plus de retard sont ceux de la santé (-9,0 %), de l'énergie (+2,3 %), de la consommation de base (+3,0 %) et de l'immobilier (+3,1 %) (tableau).

S&P/TSX : Matériaux, consommation discrétionnaire et banques se démarquent depuis le début de l'année

Rendement du cours (%)

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	0,6	0,6	9,3
TÉLÉCOM	6,2	6,2	7,4
INDUSTRIE	2,0	2,0	7,5
CONSOM, DISC,	2,0	2,0	14,8
IMMOBILIER	1,9	1,9	3,1
MATÉRIAUX	1,1	1,1	30,7
BANQUES	1,0	1,0	10,2
ÉNERGIE	0,7	0,7	2,3
SERVICES PUBLICS	0,3	0,3	7,9
FINANCES	0,2	0,2	9,0
CONSOM, DE BASE	-0,4	-0,4	3,0
SANTÉ	-1,8	-1,8	-9,0
TI	-2,1	-2,1	3,5

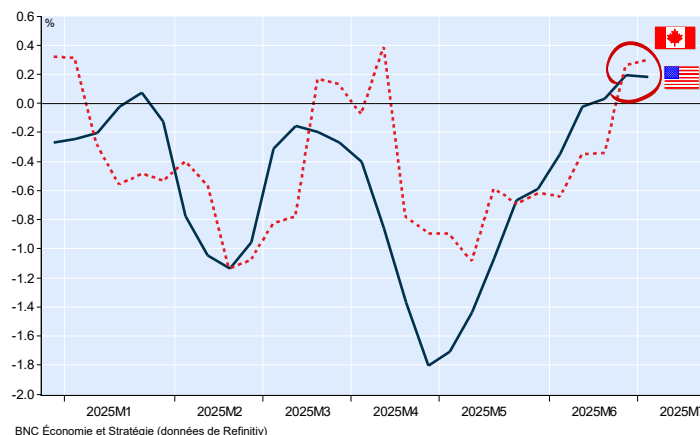
7/11/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La résilience de l'indice canadien est renforcée par des révisions des bénéfices positives, qui dépassent celles constatées aux États-Unis. (graphique)

Canada-États-Unis : Révisions des bénéfices à la hausse

Variation sur un mois du BPA pour les 12 prochains mois : S&P/TSX et S&P 500



Au moment de rédiger ces notes, les entreprises canadiennes projettent une croissance du bénéfice par action (BPA) de 11 % au cours des 12 prochains mois, tirée par les secteurs des matériaux, de l'immobilier, de la technologie de l'information, des services publics et des valeurs industrielles (tableau).

S&P/TSX : On prévoit encore une croissance du BPA de plus de 10 %

Croissance du BPA enregistrée et attendue (%)

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2024	2025	2026	12 DM	12 PM	2025	2026	12 PM
S&P TSX	1447	1584	1765	1531	1695	9	11	11
ÉNERGIE	199	196	204	197	201	-2	4	2
MATÉRIAUX	170	248	302	216	279	46	21	29
INDUSTRIE	228	248	287	239	271	9	16	13
CONS. DISC.	185	188	216	187	204	2	15	9
CONS. BASE	454	506	571	479	534	12	13	11
SANTÉ	16	17	19	17	18	12	10	11
FINANCES	341	366	402	359	391	7	10	9
BANQUES	373	402	438	395	429	8	9	9
TI	27	29	35	28	33	9	18	16
TÉLÉCOM	89	85	87	86	86	-5	2	-1
SERV. PUB.	110	127	141	120	135	16	11	13
IMMOBILIER	185	193	241	187	221	4	25	18

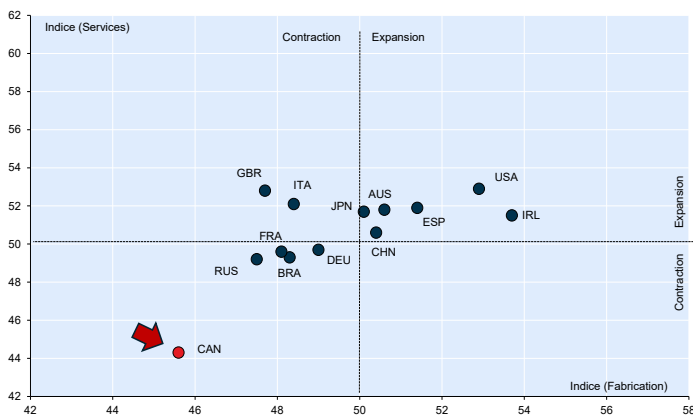
7/11/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette perspective peut paraître ambitieuse à la lumière de l'annonce du président Trump du 10 juillet soumettant les biens non conformes à l'ACEUM à des droits de douane de 35 % à partir du 1^{er} août. Bien que les marchés aient trouvé de quoi se rassurer un peu dans le rapport vigoureux inattendu sur l'emploi de juillet, qui affichait une augmentation nette de 83 000 emplois, les enquêtes PMI de S&P Global continuent d'indiquer qu'une croissance économique plus faible pourrait poindre à l'horizon pour le Canada au cours des prochains mois (graphique).

Canada : Affecté plus durement que d'autres économies

Indice PMI de la fabrication et des services, G7 et pays choisis (juin 2025)

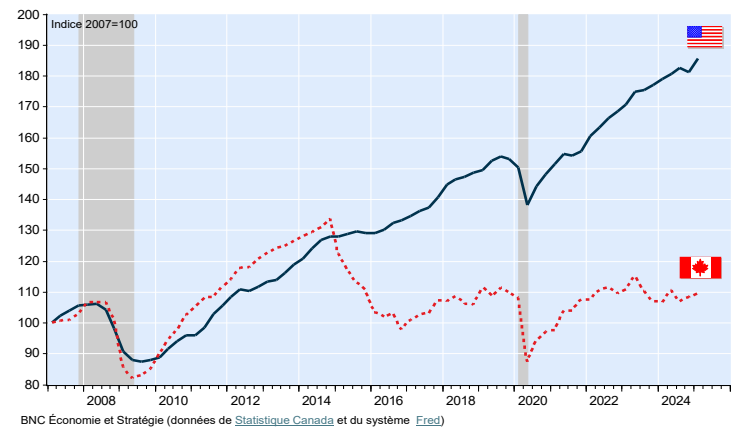


BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg, S&P Global)

Cela dit, les perspectives pour l'indice S&P/TSX ne sont pas totalement sombres. Nous continuons de croire que M. Carney reste déterminé à conclure un accord commercial avec le président Trump avant qu'Ottawa dépose son budget cet automne – ce qui serait indubitablement positif pour l'économie et pour les profits des entreprises. En attendant, nous trouvons rassurants les efforts continus du gouvernement fédéral pour **Rendre le Canada Investissable de Nouveau (RCIN)**, comme nous l'avons expliqué le mois dernier. Le 9 juillet, M. Carney a notamment **annoncé** un réexamen de la réglementation fédérale de l'ensemble des ministères au cours des deux prochains mois, dans le but de réduire le fardeau administratif et de relancer l'investissement des entreprises, qui est resté médiocre depuis une décennie.

Canada : Stagnation de l'investissement des entreprises

Investissement privé non résidentiel réel (dollars en chaîne de 2017)



BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada et du système Fred)

Comme nous l'avons **noté** récemment, le fardeau de la réglementation fédérale a nettement augmenté depuis 2005, atteignant plus de 320 000 règles fédérales, dont 110 000 concernant la fabrication. Cela a freiné l'investissement et la compétitivité, poussant le Canada hors du cercle des 20 premières nations industrielles du monde – seul pays du G7 manquant dans ce groupe.

Dans ce contexte, nous sommes encouragés par le récent engagement d'Ottawa à entreprendre une révision rapide du fardeau réglementaire, reconnaissant que l'élimination des tracas administratifs inutiles est essentielle pour libérer tout le potentiel économique du Canada.

Répartition des actifs

Nous laissons notre répartition des actifs inchangée ce mois-ci après l'ajustement du mois dernier, où nous avons modestement réduit notre sous-pondération des actions en élargissant la partie des titres à revenu fixe et en surpondérant les actions canadiennes. Cette décision reflétait l'optimisme croissant au sujet d'améliorations potentielles des relations commerciales canado-américaines, bien que notre attitude générale reste empreinte de prudence devant les incertitudes commerciales et géopolitiques qui se maintiennent.

Répartition des actifs			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	21	
Actions américaines	20	15	
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	3	
Marché obligataire			
Liquidités	45	50	
Total	100	100	

BNC Économie et Stratégie

Rotation sectorielle

Nous avons laissé nos répartitions sectorielles inchangées ce mois-ci après les modifications du mois dernier en réponse aux pressions propices à la stagflation et à la détente limitée des taux d'intérêt. Auparavant, nous avons réduit la pondération des secteurs des services publics et des services de communication à un niveau neutre et sous-pondéré le secteur de la consommation de base, tout en rehaussant les secteurs de l'énergie et des valeurs industrielles en situation de surpondération vu l'effort d'Ottawa en faveur de la mise en valeur des ressources naturelles et de la réindustrialisation.



Prévisions de marché

Prévisions Canada		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	7/16/2025	T4 2025
S&P/TSX	27 153	26 700
Hypothèses		T4 2025
Niveau: Bénéfices	1536	1560
Dividendes	730	741
Ratio C/B passé	17.7	17.1

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

Prévisions États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	7/16/2025	T4 2025
S&P 500	6264	6000
Hypothèses		T4 2025
Niveau: Bénéfices	251	253
Dividendes	77	77
Ratio C/B passé	24.9	23.7

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale – Juillet / Août 2025

Rotation sectorielle fondamentale - juillet / août 2025

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	PondérationS&P/TSX
Énergie	Sur-pondérer	15.8%
Équipements et services pour l'énergie	Sur-pondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Sur-pondérer	15.6%
Matériaux	Équipondérer	13.3%
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.1%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	11.6%
Or	Sur-pondérer	9.5%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.3%
Industrie	Sur-pondérer	13.0%
Biens d'équipement	Sur-pondérer	3.5%
Services aux entreprises	Équipondérer	4.2%
Transports	Sur-pondérer	5.2%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.4%
Automobiles et composants automobiles	Équipondérer	0.5%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.3%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.8%
Distribution	Sous-pondérer	1.8%
Biens de consommation de base	Sous-pondérer	3.7%
Distribution alimentaire et pharmacie	Sous-pondérer	3.3%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sous-pondérer	0.3%
Santé	Équipondérer	0.2%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.1%
Finance	Équipondérer	32.8%
Banques	Équipondérer	20.3%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	5.0%
Assurance	Équipondérer	7.5%
Technologies de l'information	Équipondérer	9.9%
Télécommunications	Équipondérer	2.3%
Services aux collectivités	Équipondérer	3.8%
Immobilier	Sous-pondérer	1.8%

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



Abonnez-vous à nos publications : BNCEconomietStrategie@bnc.ca – Pour nous joindre : 514 879-2529

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. 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 de l'UE

En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par BNC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. BNC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé son service d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par BNC Paris S.A. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« BNCFI ») 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 BNCFI.

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 BNC Financial Markets Asia Limited (« BNCFMA »), 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 BNCFMA 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 BNCFMA 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 BNCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par BNCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.