

Sommaire

Par Stéphane Marion / Matthieu Arseneau

- Les actions mondiales ont rebondi de manière impressionnante depuis le début du T2. La reprise mondiale des actions reste motivée par l'expansion des ratios C/B plutôt que par la croissance des bénéficiaires. La vitesse et l'ampleur du rebond du S&P 500, un mois à peine après le début de la récession, est sans précédent.
- Alors, pourquoi les investisseurs sont-ils si pressés d'acheter des actions à de telles valorisations quand le taux de chômage est au plus haut depuis les années 1940 et que des capacités industrielles auront probablement été détruites définitivement si l'économie n'est pas remise en marche prochainement? D'une part, les gouvernements du monde continuent de réagir activement avec des mesures inédites pour atténuer le choc de la contraction économique imposée par les autorités sanitaires. De plus, les banques centrales continuent de se montrer aussi dynamiques que jamais dans l'expansion de leurs bilans et l'achat d'une vaste gamme d'obligations de sociétés.
- Les actions canadiennes ont aussi été dynamisées par les injections mondiales de liquidités. L'indice S&P/TSX a regagné 11.9% depuis le début du trimestre. Deux de ses grands secteurs, ceux des TI et des matériaux, affichent des hausses à deux chiffres depuis le début de l'année après avoir augmenté de plus de 40% jusque-là au T2.
- Bien que les efforts budgétaires bien ciblés du Canada, ajoutés à un filet de sécurité sociale déjà généreux (assurance emploi, santé et éducation), soulageront les tensions financières à court terme pour de nombreux ménages et propriétaires résidentiels, l'économie devra se remettre en marche prochainement pour éviter des dommages irréversibles pour les bénéficiaires des entreprises, qui anéantiraient les efforts pour ramener le taux de chômage au niveau d'avant la récession.
- Heureusement, l'aplatissement récent de la courbe de la pandémie a incité plusieurs gouvernements à ordonner la reprise graduelle de l'activité de leurs économies respectives. La répartition de l'âge des personnes les plus susceptibles de succomber à la Covid-19 est un des arguments les plus fondamentaux en faveur de la relance de l'économie. Pendant la pandémie de la grippe espagnole, ce sont les jeunes travailleurs et leurs enfants qui courraient le plus de risque de mourir. Aujourd'hui, le taux de mortalité est le plus élevé parmi les plus de 65 ans, c.-à-d. des personnes qui ne font pour la plupart plus partie de la population active (graphique).
- Nous maintenons notre répartition des actifs sans changement ce mois-ci – avec une pondération neutre en actions et une sous-pondération des titres à revenu fixe, ce qui nous laisse un surcroît de liquidités disponibles à redéployer. Tout en reconnaissant la vulnérabilité des marchés boursiers après leurs gains rapides récents et l'incertitude inhérente de l'issue de la pandémie, nous devons en même temps prendre en considération les stratégies d'intervention illimitée de divers gouvernements et des banques centrales – prêts à faire tout ce qu'il faudra – pour limiter les dommages irréversibles pour l'économie. Bien que nous entrevoyions peu de potentiel de hausse des marchés boursiers au cours des prochains mois, nos prévisions des taux d'intérêt, détaillées dans notre plus récente édition du Mensuel obligataire, nous confortent dans notre répartition des actifs actuelle.
- Nous modifions notre répartition sectorielle ce mois-ci en fonction de notre vue selon laquelle le relèvement des taux sera plus graduel malgré une relance fiscale plus agressive. Nous faisons passer les valeurs aurifères de la sous-pondération à une surpondération alors que la dette au PIB des États-Unis est appelée à monter au-dessus du record de la Deuxième Guerre mondiale. Étant donné les risques croissants de contrôle de la courbe des taux comme de 1942 à 1951, les financières sont abaissées à pondération neutre alors que les services publics et les services de télécommunication passent de la sous-pondération à une pondération neutre.

Les actions regagnent un peu du terrain perdu

Les actions mondiales ont rebondi de manière impressionnante depuis le début du T2. L'indice MSCI Monde (tous pays) a gagné 10.6% dans ce laps de temps, avec des progressions dans toutes les régions du monde (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	0.4	10.6	-11.9
MSCI Monde	0.6	11.0	-11.7
MSCI États-Unis	0.9	14.0	-8.8
MSCI Canada	1.1	10.6	-12.6
MSCI Europe	0.2	5.4	-18.1
MSCI Pacifique sans Japon	-2.1	5.2	-17.8
MSCI Japon	-0.4	3.9	-15.0
MSCI MÉ	-1.1	7.5	-13.3
MSCI MÉ EMOA	-1.9	7.6	-19.0
MSCI MÉ Amérique latine	0.4	9.3	-25.9
MSCI MÉ Asie	-1.1	7.3	-10.3

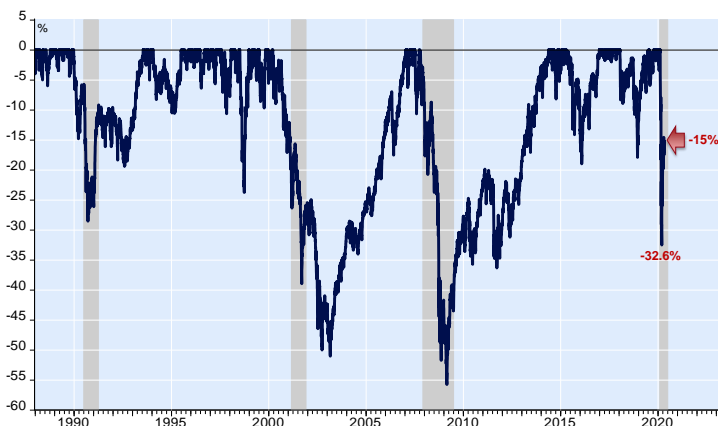
8/5/2020

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Au moment de rédiger ces notes, l'indice mondial est en baisse de 11.9% par rapport au début de l'année et se situe à 15% sous son record absolu du 19 février. Les actions ont ainsi récupéré un peu plus de la moitié des pertes affichées au plus creux, le 23 mars, où l'indice MSCI Monde TP avait plongé à plus de 32% sous son sommet (graphique).

Monde : Les marchés boursiers continuent de regagner le terrain perdu

Baisses de l'indice MSCI Monde (tous pays) à partir des points culminants

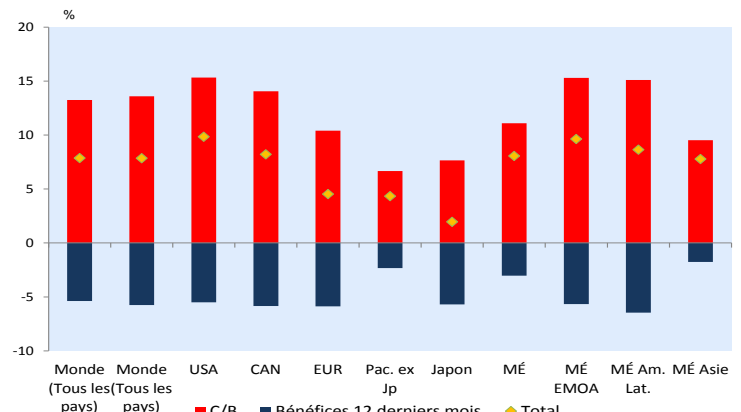


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La reprise mondiale des actions reste motivée par l'expansion des ratios C/B plutôt que par la croissance des bénéfices. Comme le graphique suivant l'illustre, toutes les grandes régions affichent des contractions des bénéfices, parce que les

mesures de confinement imposées par les gouvernements pour endiguer la pandémie de Covid-19 ont bouleversé l'économie et les marchés du travail.

Monde : Composition du rendement boursier (depuis le début du T2)

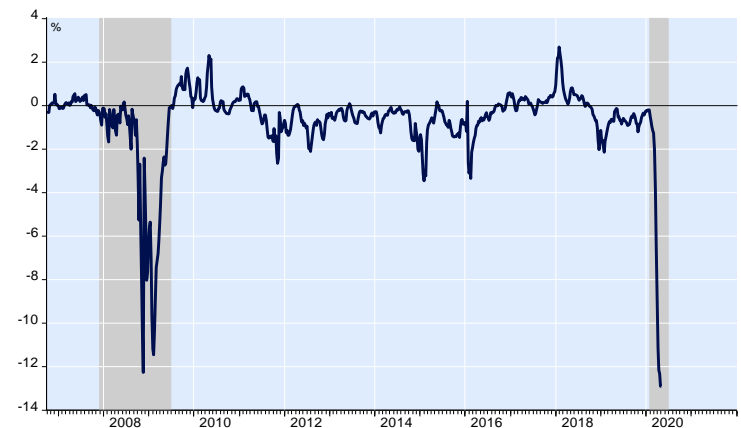


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Comme l'explique notre plus récent **Mensuel économique**, nous prévoyons une contraction de l'économie mondiale de 4% en 2020, ce qui représente la plus mauvaise performance depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Cette tournure des événements a incité les entreprises et les analystes boursiers à réviser les prévisions de bénéfices fortement à la baisse au cours du mois écoulé (graphique).

Monde : Révision des bénéfices à la baisse

Variation sur un mois du BPA prévisionnel sur 12 mois de l'indice MSCI Monde TP



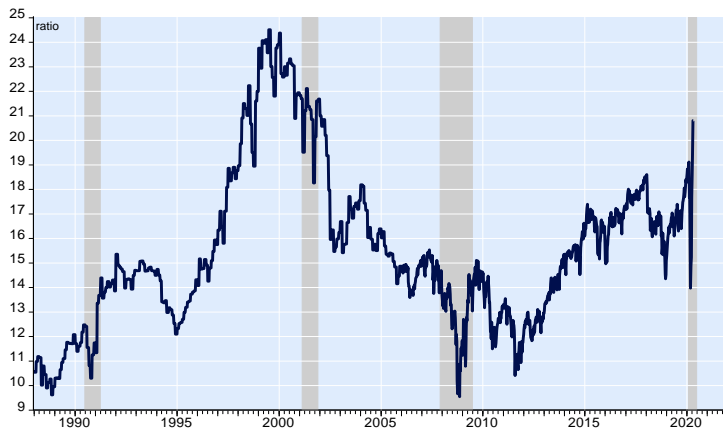
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Aux États-Unis, la montée des indices boursiers conjuguée aux révisions à la baisse des bénéfices a gonflé les valorisations. Le ratio C/B prévisionnel de l'indice S&P 500 dépasse maintenant le chiffre 20. La vitesse et l'ampleur du

rebond de l'indice, un mois à peine après le début de la récession, est sans précédent (graphique).

États-Unis : Les valorisations au plus haut en 20 ans

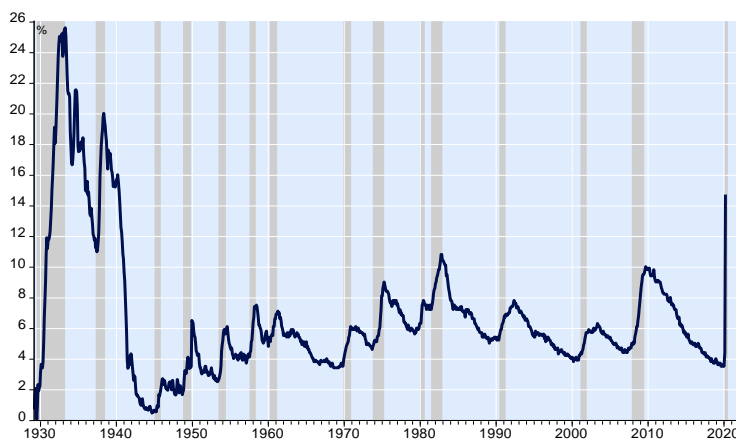
Ratio C/B prévisionnel sur 12 mois de l'indice S&P 500



Alors, pourquoi les investisseurs sont-ils si pressés d'acheter des actions à de telles valorisations quand le taux de chômage est au plus haut depuis les années 1940 et que des capacités industrielles auront probablement été détruites définitivement si l'économie n'est pas remise en marche prochainement?

États-Unis : Le marché du travail au plus mal depuis 80 ans

Taux de chômage

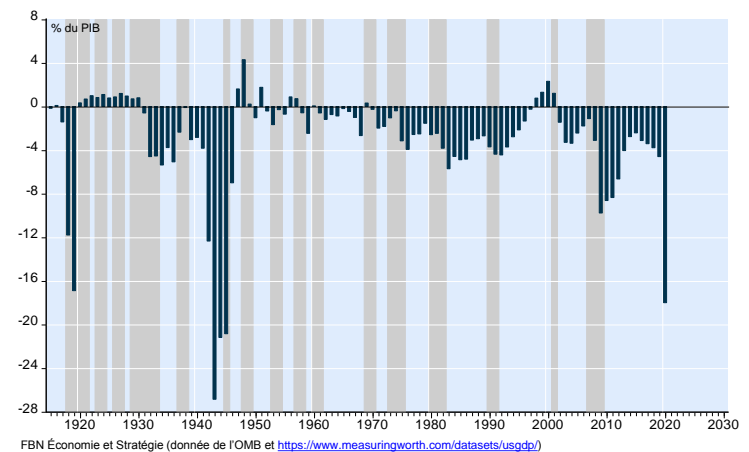


D'une part, les gouvernements du monde continuent de réagir activement avec des mesures inédites pour atténuer le choc de la contraction économique imposée par les autorités sanitaires. Washington a accumulé des déficits budgétaires comme jamais depuis la guerre dans sa lutte contre la Covid-19. Le Congressional Budget Office (CBO) projette que le

déficit pourrait atteindre 18% du PIB en 2020 – déjà le plus gros effort budgétaire depuis la Deuxième Guerre mondiale (graphique). Et on peut s'attendre à plus – la Maison-Blanche et le Congrès ont commencé à préparer une nouvelle ronde de mesures de stimulation budgétaires anti-coronavirus.

États-Unis : Un déficit rappelant celui de l'époque des guerres en 2020

Solde budgétaire du gouvernement fédéral en pourcentage du PIB

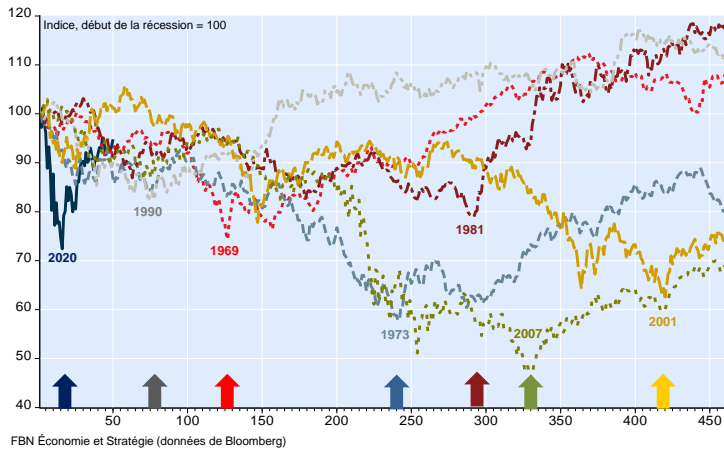


De plus, les banques centrales continuent de se montrer aussi dynamiques que jamais dans l'expansion de leurs bilans et l'achat d'une vaste gamme d'obligations de sociétés. Les injections sans précédent de liquidités ont augmenté la masse monétaire de pas moins de 20% par rapport à l'an dernier – ce qui est la plus forte augmentation de l'histoire moderne (graphique). Avec toutes ces liquidités pompées dans le système, les investisseurs sont prêts à risquer de s'aventurer sur le marché boursier. L'indice S&P 500 semble avoir atteint un plancher 16 jours de bourse seulement après le début de la récession.¹ Au cours des deux récessions précédentes (2001 et 2007), il avait fallu à l'indice de référence américain plus de 300 jours avant d'interrompre sa descente (graphique).

¹ Nous tenons pour acquis que la récession a commencé le 1^{er} mars. Nous sommes conscients que le NBER n'a pas encore officiellement déclaré que les États-Unis sont entrés en récession.

S&P 500 : Déjà au plus creux dans cette récession?

L'indice S&P 500 pendant les sept récessions précédentes



Depuis le début de l'année, l'indice S&P 500 accuse ainsi un recul de 9.3%, alors qu'un de ses grands secteurs, celui des TI, est déjà redevenu positif pour 2020 (tableau).

Indice S&P 500 composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	0.6	13.4	-9.3
TI	3.5	17.7	3.4
TÉLÉCOMS	2.1	15.9	-4.1
ÉNERGIE	1.8	31.9	-35.4
MATÉRIAUX	1.2	16.6	-14.4
CONSOMM. DE BASE	-0.3	6.3	-7.9
CONSOMM. DISC.	-0.4	20.0	-3.5
SANTÉ	-0.4	12.1	-2.6
INDUSTRIE	-1.7	6.8	-22.5
IMMOBILIER	-1.8	7.3	-14.0
SERVICES PUBLICS	-1.9	1.2	-13.2
FINANCES	-2.3	6.8	-27.7

8/5/2020

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les actions canadiennes ont aussi été dynamisées par les injections mondiales de liquidités. L'indice S&P/TSX a regagné 11.9% depuis le début du trimestre. Deux de ses grands secteurs, ceux des TI et des matériaux, affichent des hausses à deux chiffres depuis le début de l'année après avoir augmenté de plus de 40% jusque-là au T2 (tableau).

Indice S&P/TSX composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	1.3	11.9	-12.3
TI	9.7	41.9	36.5
MATÉRIAUX	6.2	41.2	14.2
CONSOMMATION DISC.	1.8	22.3	-18.4
CONSOMM. DE BASE	1.8	9.1	-1.5
ÉNERGIE	0.7	13.5	-29.8
SERVICES PUBLICS	0.2	3.9	-2.6
TÉLÉCOMS	-0.1	-0.4	-9.6
INDUSTRIE	-0.4	8.6	-8.2
FINANCES	-1.7	-0.8	-22.5
IMMOBILIER	-1.7	5.8	-25.2
BANQUES	-1.9	-3.3	-23.2
SANTÉ	-5.9	1.3	-36.5

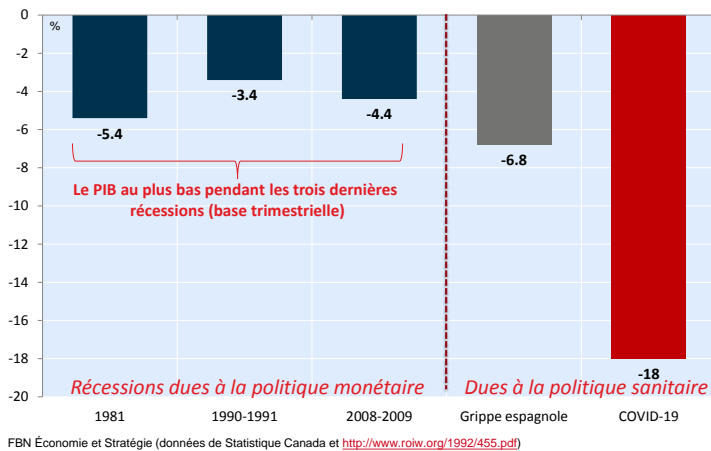
8/5/2020

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Comme aux États-Unis, le rebond du marché boursier au Canada se produit sur fond d'un ralentissement économique jamais vu. Pour mettre les choses en perspective, les récessions provoquées par la politique monétaire ont habituellement entraîné une chute du PIB de 3.4% à 5.4%. Dans les récessions induites par les politiques de protection de la santé publique, la contraction est beaucoup plus forte. Pendant ce qu'il est convenu d'appeler la grippe espagnole de 1919, l'économie canadienne avait reculé de près de 7% (mais cette baisse était aussi en partie due à l'arrêt progressif de la production industrielle à l'issue de la Première Guerre mondiale). Dans l'épisode actuel, nous projetons une descente vertigineuse de 18% entre le sommet et le creux. La raison pour laquelle l'impact est beaucoup plus important cette fois-ci est que les confinements ordonnés par les gouvernements pour faire respecter la distanciation sociale ont un impact disproportionné sur les régions urbaines et le secteur des services, qui emploie actuellement 80% de la main-d'œuvre. En 1919, le secteur qui occupait le plus de bras était celui de l'agriculture, qui concentrait 35% de tous les travailleurs.

Canada : Une chute pour les livres de records

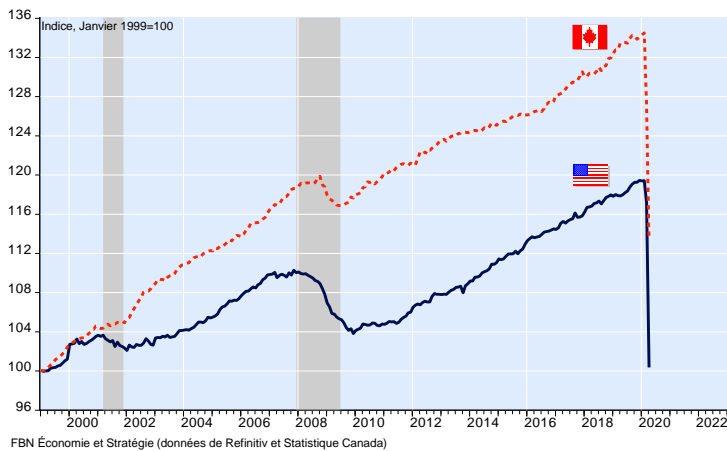
Baisse du PIB du point culminant au plancher pendant les récessions et pandémies modernes



D'où le revers plus important pour le PIB et l'emploi dans la récession actuelle due à la politique sanitaire. En deux mois à peine, le Canada a perdu 3 millions d'emplois. Le nombre de personnes qui ont actuellement un emploi n'est pas plus élevé qu'en 2005. Cela représente 15 années de création d'emplois qui ont disparu en huit semaines à peine. Ces chiffres semblent terrifiants, mais ils se comparent favorablement à ceux des États-Unis, où l'emploi d'après l'enquête auprès des ménages s'est effondré en avril au plus bas depuis 1999 (graphique).

Canada : Effondrement du marché du travail en avril

Emploi mesuré par l'enquête auprès des ménages : Canada et États-Unis

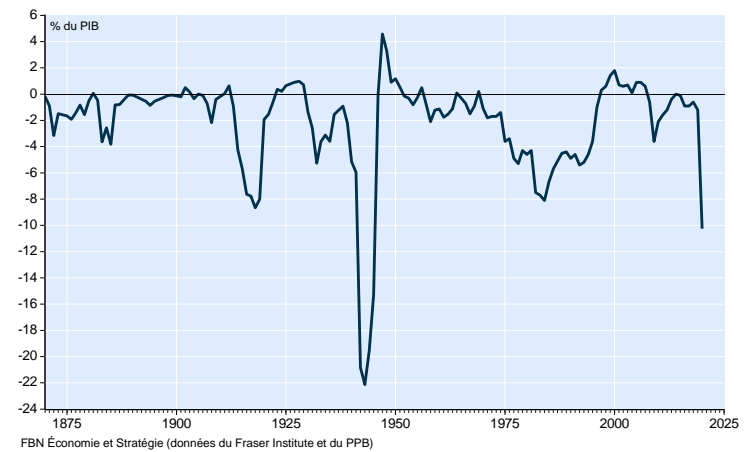


Le pire est-il passé en matière de perte d'emplois? C'est possible. Comme aux États-Unis, les gouvernements et les banques centrales continuent d'apporter un soutien sans précédent à l'économie. Le gouvernement fédéral à lui seul devrait afficher un déficit de plus de 10% du PIB en 2020 (graphique). Bien que les efforts budgétaires bien ciblés du Canada, ajoutés à un filet de sécurité sociale déjà généreux (assurance emploi, santé et éducation), soulageront les tensions financières à court terme pour de nombreux

ménages et propriétaires résidentiels, l'économie devra se remettre en marche prochainement pour éviter des dommages irréversibles pour les bénéficiaires des entreprises, qui anéantiraient les efforts pour ramener le taux de chômage au niveau d'avant la récession.

Canada : Perspective historique des déficits (-) et des excédents (+)

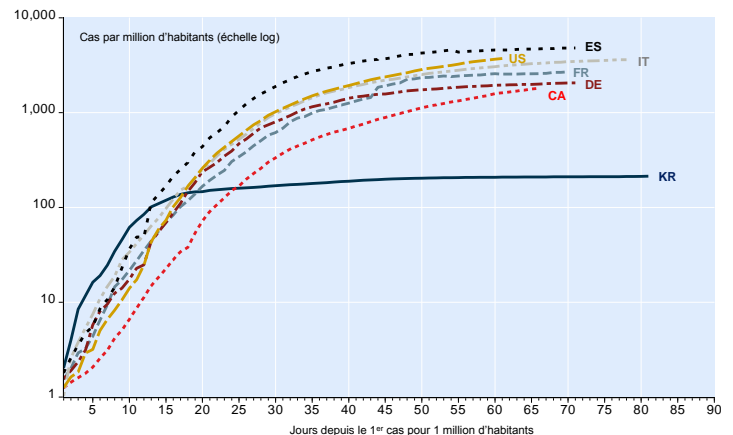
Solde budgétaire du gouvernement fédéral



Heureusement, l'aplatissement récent de la courbe de la pandémie a incité plusieurs gouvernements à ordonner la reprise graduelle de l'activité de leurs économies respectives (graphique). C'était aussi le cas de plusieurs provinces canadiennes.

Monde : Évolution des cas confirmés de COVID-19 dans des pays choisis

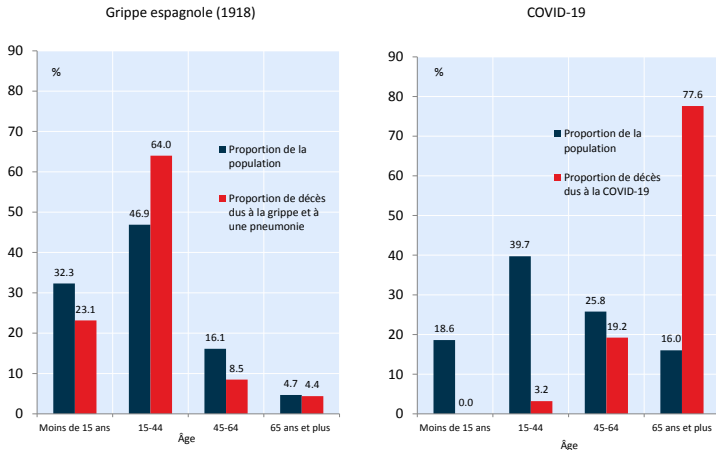
Cas par million d'habitants, nombre de jours depuis l'infection de 1 personne/1 000 000



La répartition de l'âge des personnes les plus susceptibles de succomber à la Covid-19 est un des arguments les plus fondamentaux en faveur de la relance de l'économie. Pendant la pandémie de la grippe espagnole, ce sont les jeunes travailleurs et leurs enfants qui courraient le plus de risque de mourir. Aujourd'hui, le taux de mortalité est le plus élevé parmi les plus de 65 ans, c.-à-d. des personnes qui ne

font pour la plupart plus partie de la population active (graphique). À moins d'une mutation du virus, les gouvernements auront raison de rouvrir des segments plus importants de l'économie tout en canalisant plus de ressources vers la protection de la population plus âgée, particulièrement ceux dans des centres d'hébergement et de soins de longue durée.

États-Unis : Décès reliés à la pandémie mis en perspective



FBN Économie et Stratégie (données de CDC, Census Bureau)

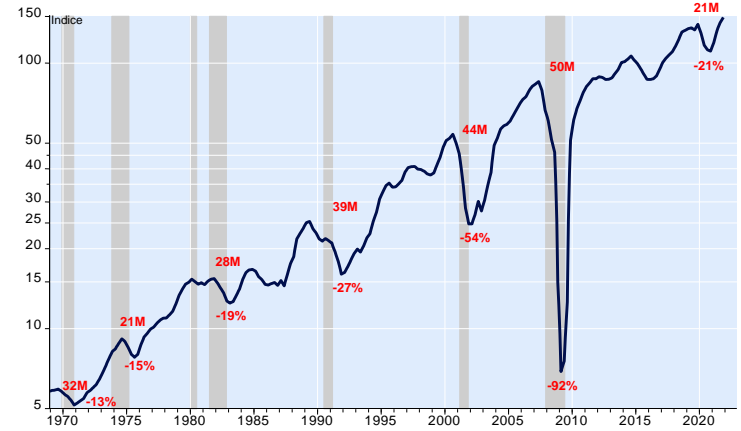
Répartition des actifs

Nous maintenons notre répartition des actifs sans changement ce mois-ci – avec une pondération neutre en actions et une sous-pondération des titres à revenu fixe, ce qui nous laisse un surcroît de liquidités à redéployer. Les marchés boursiers sont chers, mais il y a plus de chances que les bénéfices soient revus à la hausse qu'à la baisse au cours des prochaines semaines. Il est intéressant de noter que le consensus des analystes boursiers prévoit une baisse des bénéfices de l'indice S&P 500 des 12 derniers mois de 21% pendant cette récession, puis un retour aux sommets d'avant la récession dans les 21 mois. Les bénéfices ne se sont rétablis aussi rapidement qu'une fois, pendant la récession de 1974-1975 (graphique). Nous estimons que cette récession-ci sera plus profonde que cela – BPA en baisse de près de 30% – et qu'il faudra plus de temps pour remonter au point culminant antérieur des bénéfices. Tout en reconnaissant la vulnérabilité des marchés boursiers après leurs gains rapides récents et l'incertitude inhérente de l'issue de la pandémie, nous devons en même temps prendre en considération les stratégies d'intervention illimitée de divers gouvernements et des banques centrales – prêts à faire tout ce qu'il faudra – pour limiter les dommages irréversibles pour l'économie. Bien que nous entrevoyions peu de potentiel de hausse des marchés boursiers au cours des prochains mois, nos prévisions des taux d'intérêt, détaillées dans notre plus récente édition du

Mensuel obligataire, nous confortent dans notre répartition des actifs actuelle.

S&P 500 : Les bénéfices pendant les récessions mis en perspective

Bénéfice des 12 derniers mois tels que déclarés



FBN Économie et Stratégie (sonnées de Shiller et S&P)

NBF Asset Allocation		
	Benchmark (%)	NBF Recommendation (%)
		Change (pp)
Equities		
Canadian Equities	20	20
U.S. Equities	20	20
Foreign Equities (EAFE)	5	5
Emerging markets	5	5
Fixed Income	45	39
Cash	5	11
Total	100	100

NBF Economics and Strategy

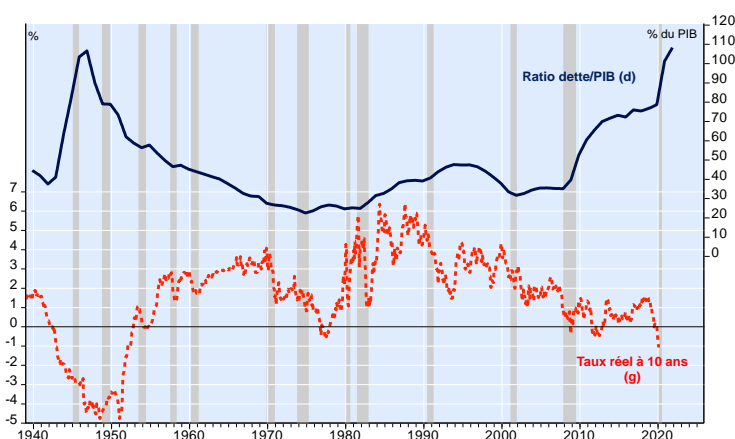
Rotation sectorielle

Nous modifions notre répartition sectorielle ce mois-ci, en faisant passer les valeurs aurifères de la sous-pondération à une surpondération. Pour ce faire, nous réduisons le secteur Finance à une pondération neutre. Les informations selon lesquelles Washington entend déployer une nouvelle vague de mesures de stimulation budgétaires, qui ferait monter le ratio de la dette au PIB des États-Unis au-dessus du record de la Deuxième Guerre mondiale, rendront assurément l'or et les valeurs aurifères plus intéressants, particulièrement si la Réserve fédérale a recours à un contrôle de la courbe des taux comme de 1942 à 1951 (voir dans notre dernier *Mensuel obligataire* une description détaillée du contrôle de la courbe des taux pendant cette période). Cet épisode incluait une période prolongée pendant laquelle les taux des obligations du Trésor ont été maintenus en dessous du taux d'inflation. Comme des taux d'intérêt négatifs sont propices au lingot d'or, nous ne pouvons pas justifier la sous-pondération des actions aurifères dans le contexte actuel.

Étant donné les risques croissants de contrôle de la courbe des taux, les financières sont abaissées à pondération neutre alors que les services publics et les services de télécommunication passent de la sous-pondération à une pondération neutre.

États-Unis : Accommodements de temps de guerre

Ratio dette/PIB et taux d'intérêt réel (Taux du Trésor à 10 ans moins moyenne mobile de l'inflation 5 ans)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Prévisions FBN

Canada

	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	5/8/2020	T4-2020 (est.)
S&P/TSX	14 967	14 800
Hypothèses	T4-2020 (est.)	
Niveau: Bénéfices	960	692
Dividendes	537	387
Ratio C/B passé	15.6	21.4
Obligations 10 ans	0.58	0.65

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

Prévisions FBN

États-Unis

	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	5/8/2020	T4-2020 (est.)
S&P 500	2 930	2 900
Hypothèses	T4-2020 (est.)	
Niveau: Bénéfices	150	120
Dividendes	59	47
Ratio C/B passé	19.6	24.2
Obligations 10 ans	0.68	0.70

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale FBN - mai 2020

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	13.5%
Équipements et services pour l'énergie	Surpondérer	0.1%
Pétrole, gaz et combustibles	Surpondérer	13.4%
Matériaux	Surpondérer	14.9%
Produits chimiques	Équipondérer	1.5%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	1.5%
Or	Surpondérer	11.2%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.3%
Industrie	Équipondérer	11.6%
Biens d'équipement	Surpondérer	1.7%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.3%
Transports	Équipondérer	6.6%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.3%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.9%
Biens de consommation durables et habillement	Équipondérer	0.5%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	1.1%
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	0.9%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.8%
Finance	Équipondérer	28.5%
Banques	Équipondérer	18.9%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.2%
Assurance	Équipondérer	5.4%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	8.9%
Logiciels et services	Sous-pondérer	8.8%
Matériel et équipement informatique	Sous-pondérer	0.0%
Télécommunications	Équipondérer	5.7%
Services aux collectivités	Équipondérer	5.2%
Immobilier	Sous-pondérer	3.0%

* 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 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 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.