



2024, encore une année exceptionnelle pour les investisseurs

Par Stéphane Marion et Matthieu Arseneau

Sommaire

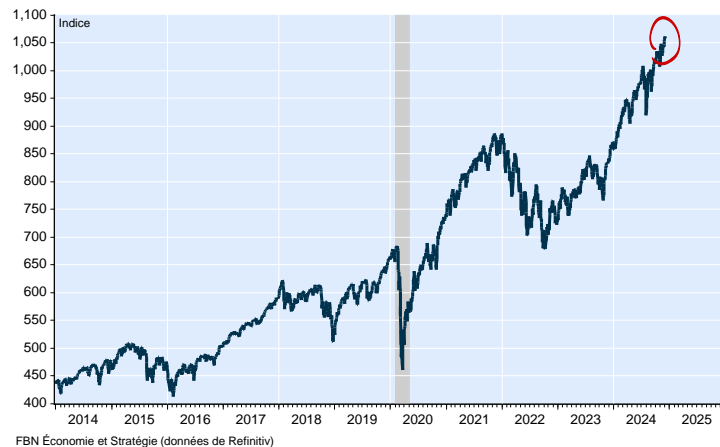
- Dans un contexte de tensions géopolitiques constantes, l'indice MSCI Monde (tous pays) a atteint un nouveau record en décembre. Cependant, les gains étaient inégaux au T4 et reposaient essentiellement sur les solides performances enregistrées en Amérique du Nord (Canada et États-Unis), mais aussi au Japon. Cette évolution est essentiellement attribuable à l'incertitude politique liée à l'engagement du président élu de remodeler la chaîne d'approvisionnement mondiale en faveur de la réindustrialisation aux États-Unis. Au moment d'écrire ces lignes, l'ampleur des éventuelles mesures de protectionnisme de Washington reste indéterminée.
- Les actions américaines continuent de monter, car les investisseurs tablent sur un « effet Trump » avec des perspectives de croissance des bénéfices reposant sur des réductions d'impôts, la déréglementation, un protectionnisme modéré et une inflation bénigne. L'indice S&P 500 a gagné 5% à ce jour au T4 et atteint un nouveau record en décembre. Mais les gains étaient inégaux, trois grands secteurs seulement – consommation discrétionnaire, télécommunications et TI – atteignant de nouveaux records en décembre. Chose intéressante, six des onze principaux secteurs restent stables ou affichent des pertes depuis le début du trimestre. La combinaison d'une monnaie forte, de moins de réduction du taux directeur et d'une hausse des taux d'intérêt à long terme – le taux hypothécaire à 30 ans augmente depuis que la Fed a commencé à réduire les taux d'intérêt – pourrait remettre en question la croissance des bénéfices au cours des prochains trimestres.
- Défiant en grande partie les attentes, l'indice S&P/TSX a émergé comme l'un des indices boursiers les plus performants au T4, avec un rendement total de près de 6%. Ce bon résultat boursier a été réalisé dans un contexte économique relativement faible, avec la menace de nouveaux droits de douane en provenance des États-Unis. Si Ottawa peut mettre en œuvre des politiques économiques alignées sur les intérêts américains, rendant le Canada plus favorable aux entreprises et soutenant la réindustrialisation de son économie, il pourrait y avoir davantage de motifs d'être optimistes de ce côté-ci de la frontière.
- Nous restons prudents ce mois-ci en termes de répartition des actifs vu l'incertitude persistante qui entoure la politique économique américaine et son impact potentiel sur l'inflation et les rendements des obligations du Trésor à long terme, en particulier parce que la prime de risque sur les actions est déjà au plus bas depuis une génération. Les investisseurs ont profité de deux années consécutives de rendements exceptionnels en 2023 et 2024. Nous restons toutefois sceptiques devant la prévision qui fait consensus et qui annonce une réédition en 2025.

Monde : Des records pour les actions

Dans un contexte de tensions géopolitiques constantes, l'indice MSCI Monde (tous pays) a inscrit un nouveau record en décembre (graphique).

Monde : Un nouveau record pour les actions

MSCI Monde TP



Cependant, les gains étaient inégaux au T4, et reposaient essentiellement sur les solides performances enregistrées en Amérique du Nord (Canada et États-Unis), suivie du Japon. En revanche, la plupart des autres régions ont enregistré des rendements stables ou négatifs (tableau).

Monde : Les gains restent concentrés en Amérique du Nord au T4

Indice composé MSCI : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde TP	0.8	3.6	21.4
MSCI Monde	0.5	4.3	22.4
MSCI États-Unis	0.3	5.6	27.2
MSCI Canada	-1.2	6.3	21.9
MSCI Europe	1.3	-1.3	7.0
MSCI Pacifique sans le Japon	-0.7	-0.1	9.4
MSCI Japon	2.7	4.2	16.8
MSCI MÉ	3.0	-2.7	12.7
MSCI MÉ EMOA	3.3	0.4	5.9
MSCI MÉ Amérique latine	0.1	-4.6	-10.2
MSCI MÉ Asie	3.2	-3.0	16.6

13/12/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette évolution est essentiellement attribuable à l'incertitude politique liée à l'engagement du président élu de remodeler la chaîne d'approvisionnement mondiale en faveur de la réindustrialisation aux États-Unis. Au moment d'écrire ces lignes, l'ampleur des éventuelles mesures de protectionnisme de Washington reste indéterminée. En dehors de la période de la pandémie de COVID-19, l'incertitude en matière de politique économique est au plus haut depuis la rétrogradation de la note de crédit des États-Unis et la crise de la dette de la zone euro (graphique).

Monde : Le doute plane sur les politiques futures de Washington

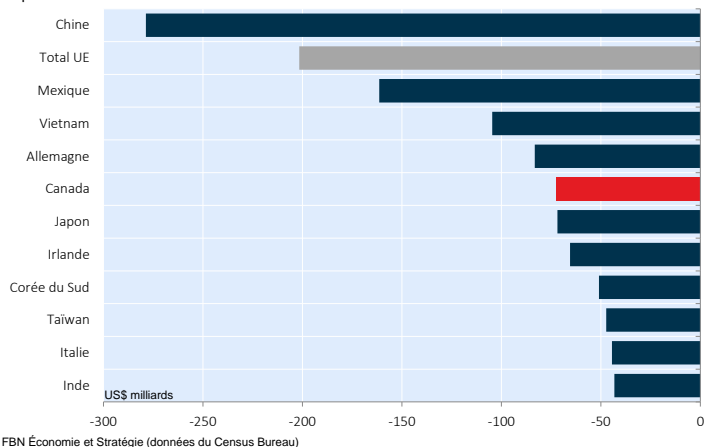
Indice de l'incertitude de la politique économique pour les États-Unis



Cette incertitude, qui résulte essentiellement des menaces d'imposition de nouveaux droits de douane, montre que les investisseurs sont particulièrement prudents à l'égard des marchés boursiers des pays avec lesquels les États-Unis entretiennent des déficits commerciaux importants (graphique).

Monde : Le déficit commercial, peut-être le principal point litigieux

Déficit de la balance commerciale de marchandises avec les États-Unis en 2023, sur la base de la balance des paiements



Comme nous l'avons souligné le mois dernier, l'indice MSCI Monde (tous pays) atteint un ratio C/B prévisionnel de 18.5x, soit son plus haut niveau en près de trois ans, à 9.5% au-dessus de sa moyenne sur 10 ans. Malgré les risques géopolitiques persistants, le consensus des analystes continue d'anticiper une croissance relativement forte des BPA dans la plupart des régions tout au long de 2025 (tableau).

Monde : Les prévisions de bénéfices restent solides pour 2025

MSCI Monde TP : Évolutions du BPA, chiffres réels et prévisions (%)

	2023	2024	2025	2026	12 prochains mois
MSCI Monde TP	0.4	9.4	12.4	11.9	12.4
MSCI Monde	1.4	7.3	12.1	11.9	12.1
MSCI États-Unis	2.9	9.9	14.8	13.0	14.8
MSCI Canada	-8.2	3.2	8.5	11.8	8.9
MSCI Europe	-3.8	1.8	7.6	10.9	7.7
MSCI Pacifique sans Jp	-6.3	4.5	2.1	6.4	3.5
MSCI Japon	0.0	17.9	7.0	9.7	8.9
MSCI MÉ	-5.4	23.3	14.0	11.9	13.8
MSCI MÉ EMOA	1.8	7.1	13.9	11.3	13.7
MSCI MÉ Amérique latine	-23.2	3.6	13.5	9.3	13.5
MSCI MÉ Asie	-3.2	30.4	14.1	12.4	13.8

13/12/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cela signifie que l'indice mondial de référence n'anticipe pas actuellement d'événements négatifs.

S&P 500 : Des rendements inégaux

Les actions américaines continuent de monter, car les investisseurs tablent sur un « effet Trump » avec des perspectives de croissance des bénéfices reposant sur des réductions d'impôts, la déréglementation, un protectionnisme modéré et une inflation bénigne. L'indice S&P 500 a gagné 5% à ce jour au T4 et atteint un nouveau record en décembre. Mais les gains étaient inégaux, trois grands secteurs seulement – consommation discrétionnaire, télécommunications et TI – atteignant de nouveaux records en décembre. Chose intéressante, six des onze principaux secteurs restent stables ou affichent des pertes depuis le début du trimestre (tableau).

S&P 500 : Des rendements inégaux au T4

Evolution des cours (en %)

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	0.3	5.0	26.9
CONSOM. DISC.	7.3	19.6	35.4
TÉLÉCOM	6.6	11.9	43.1
TI	3.2	6.8	38.5
CONSOM. DE BASE	-1.4	0.0	16.5
FINANCES	-3.7	8.8	31.0
SANTÉ	-4.3	-8.8	3.1
INDUSTRIE	-4.5	1.0	20.1
IMMOBILIER	-5.1	-5.2	5.9
MATÉRIAUX	-5.9	-7.9	3.7
SERVICES PUBLICS	-6.4	-4.5	21.7
ÉNERGIE	-6.5	0.0	5.7

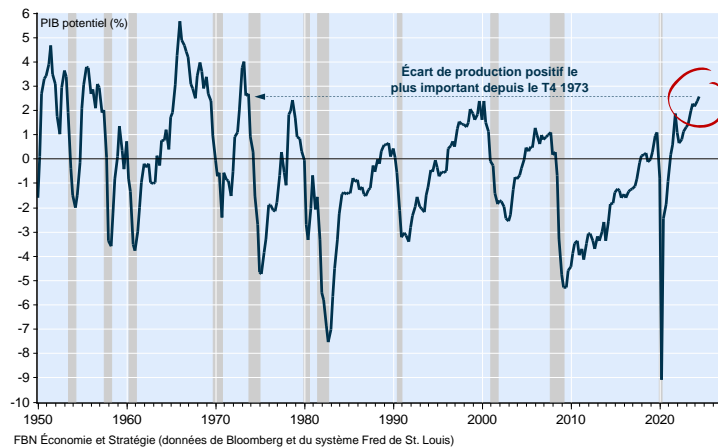
12/13/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Selon nous, cette contreperformance de la plupart des secteurs sensibles aux taux d'intérêt reflète probablement l'incertitude accrue que suscitent les perspectives de la politique monétaire américaine. Avec une croissance annualisée du PIB de 3% au T3, on estime que l'économie américaine se trouve en situation de demande excédentaire comme jamais depuis 1973 (graphique).

États-Unis : L'économie tourne au-delà de son potentiel

Écart de production (écart en % entre le PIB et le PIB potentiel)



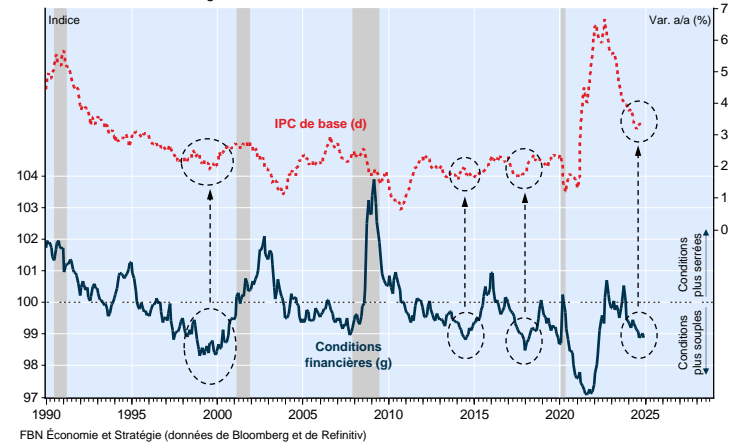
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et du système Fred de St. Louis)

Un écart de production positif de cette ampleur reflète habituellement une inflation persistante ou croissante, et c'est précisément ce que nous observons. La banque centrale fait face à un autre défi pour ramener l'inflation vers son taux cible : des conditions financières ultra accommodantes, reflétant des valorisations boursières élevées et des

écarts de crédit comprimés. Même si c'est un bon point pour la croissance, des conditions financières aussi souples se traduisent aussi généralement par des pressions accrues sur les prix (graphique).

États-Unis : Des conditions financières souples ne ramèneront pas l'inflation à 2%

Indice Goldman Sachs des conditions financières pour les États-Unis et Indice des prix à la consommation excluant les aliments et l'énergie

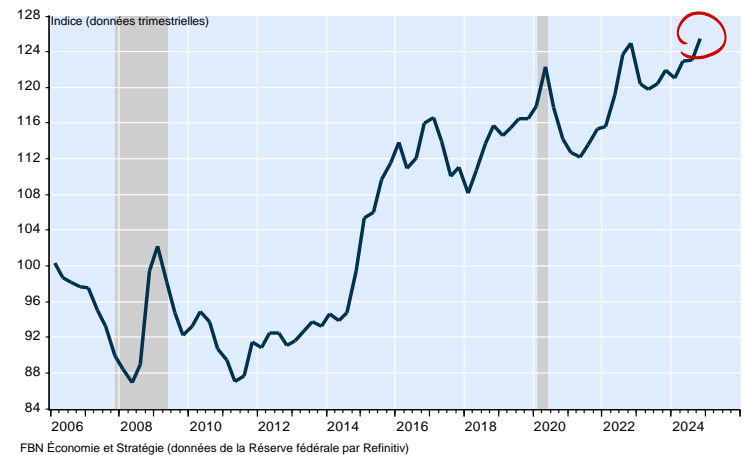


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et de Refinitiv)

À l'exclusion de la période de sortie de la pandémie, l'inflation de base était en hausse de 0.6% en moyenne les dernières fois où l'indice Goldman Sachs des conditions financières était à un niveau aussi faible que celui où il se trouve aujourd'hui (1998-2000, 2014 et 2017-2018). Sans doute était-ce une bonne chose à l'époque, car l'inflation était inférieure à ou très proche de son taux cible et l'écart de production était négatif. Mais la situation est bien différente aujourd'hui, avec une inflation de base encore nettement supérieure à 2%. Dans ce contexte, un rapide retour de l'inflation vers son taux cible semble optimiste, à moins d'une contreperformance de l'économie ou des marchés financiers. En parallèle, la détente progressive de la Réserve fédérale devrait permettre au dollar américain de conserver toute sa vigueur. L'indice du dollar américain, comparé à un panier de 24 devises, a déjà atteint un nouveau record en termes de moyenne trimestrielle au T4 (graphique).

USD : Le billet vert atteint un nouveau record

Indice de l'USD pondéré en fonction des échanges (24 devises)

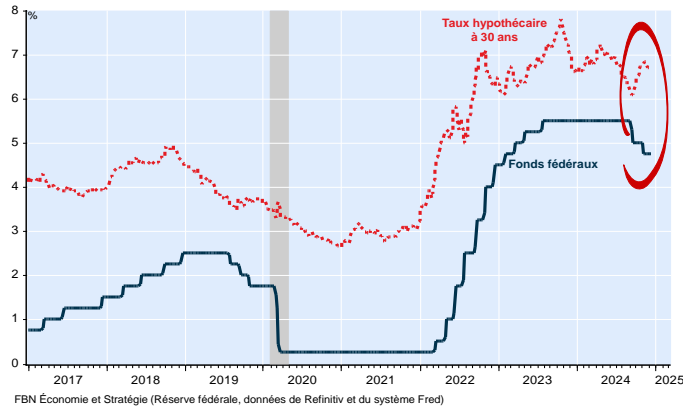


FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale par Refinitiv)

La combinaison d'une monnaie forte, de moins de réduction du taux directeur et d'une hausse des taux d'intérêt à long terme – le taux hypothécaire à 30 ans augmente depuis que la Fed a commencé à réduire les taux d'intérêt – pourrait nuire à la croissance des bénéfices au cours des prochains trimestres.

É.-U. : Les taux hypothécaires montent malgré les baisses du taux directe

Taux hypothécaire fixe à 30 ans et taux des fonds fédéraux



Les prévisions de bénéfices pour l'année prochaine restent optimistes, la croissance des BPA des sociétés de l'indice S&P 500 étant estimée à 14% en moyenne grâce à des rendements positifs anticipés pour tous les grands secteurs (tableau).

S&P 500 : Les prévisions de croissance des bénéfices restent optimistes pour 2025

Prévisions de BPA des analystes (%)

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2023	2024	2025	12 DM	12 PM	2024	2025	12 PM
S&P 500	215	236	270	238	272	10	14	14
ÉNERGIE	57	47	49	47	49	-18	5	5
MATÉRIAUX	27	25	29	25	29	-8	19	19
INDUSTRIE	44	44	51	44	52	-1	18	18
CONSUM. DISC.	50	57	64	58	64	15	12	12
CONSUM. BASE	38	39	41	39	41	4	5	5
SANTÉ	76	80	96	80	96	5	20	20
FINANCES	40	45	48	45	48	13	7	7
TI	108	130	158	133	161	20	22	22
TÉLÉCOM	12	15	18	15	18	24	15	15
SERV. PUBLICS	18	21	22	21	22	13	9	9
IMMOBILIER	7	7	7	7	7	1	6	6

13/12/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

S&P/TSX : Brillant dans un contexte économique faible

Défiant en grande partie les attentes, le S&P/TSX a émergé comme l'un des indices boursiers les plus performants au T4, avec un rendement total de près de 6%. La vigueur était généralisée, sept des onze secteurs enregistrant des rendements positifs, notamment ceux de la TI, des services financiers et de l'énergie (tableau).

Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours (rendement total en %)

	du mois	Depuis le début du trimestre	de l'année
	S&P TSX	-1.3	5.9
CONSUM. DE BASE	1.7	6.0	21.7
TI	0.8	28.6	45.1
BANQUES	0.1	5.0	23.5
FINANCES	-0.5	7.9	31.6
MATÉRIAUX	-0.7	-0.1	27.3
CONSUM. DISC.	-0.9	2.9	14.2
INDUSTRIE	-2.1	1.3	11.6
SERV. PUBLICS	-2.7	-1.1	14.2
IMMOBILIER	-3.3	-7.9	8.6
TÉLÉCOM	-3.6	-14.2	-16.2
ÉNERGIE	-3.8	6.3	23.7
SANTÉ	-6.0	-5.4	6.2

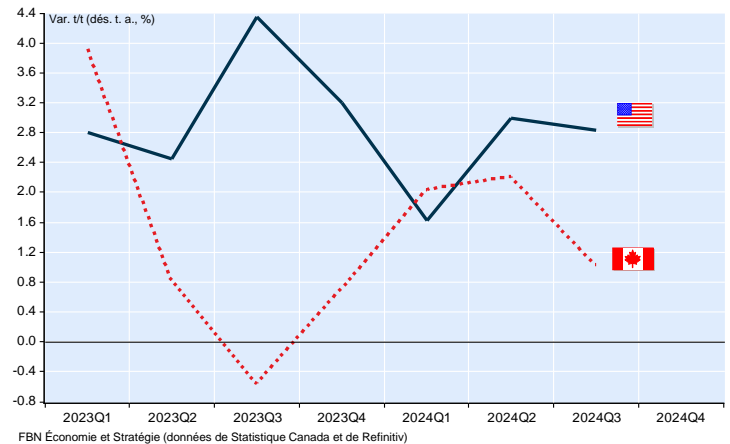
12/13/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette solide performance boursière intervient dans le contexte d'une économie relativement faible. La croissance du PIB réel au T3 était de 1% seulement, inférieure aux attentes et loin derrière le taux de croissance potentiel du PIB estimé à 2.4%. Ce rythme est également trois fois inférieur à celui des États-Unis au cours de la même période (graphique).

Canada : L'économie déçoit de nouveau au T3

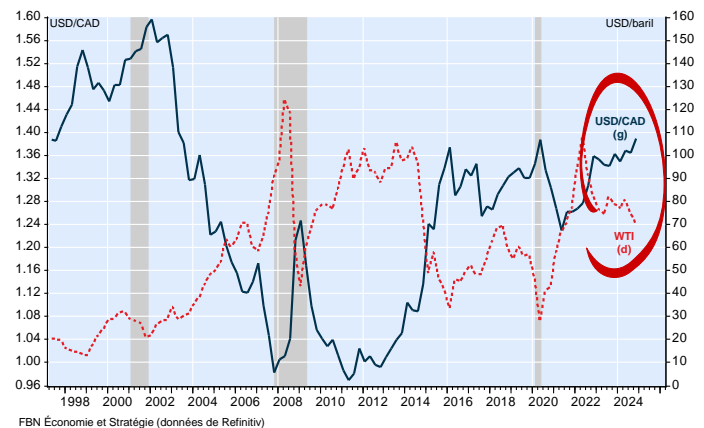
PIB réel : Canada et États-Unis



Avec une croissance décevante, le Canada a également bénéficié d'une évolution plus rapide de la politique monétaire, passée de restrictive à neutre. Dans le même temps, les exportateurs canadiens profitent de la dépréciation de la monnaie à un moment où les prix des produits de base restent relativement fermes. En effet, on n'a jamais observé au cours de la dernière génération un CAD aussi faible avec des prix du pétrole avoisinant les \$70 le baril (graphique).

Canada : Une combinaison sans précédent

Taux de change Canada - États-Unis et prix du WTI (données trimestrielles)

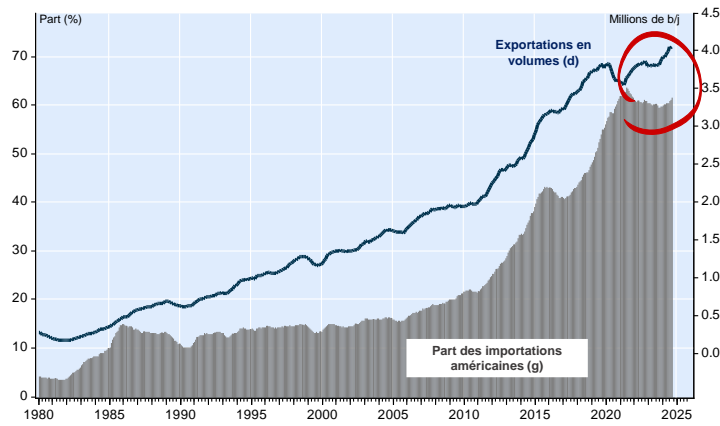


Cette dynamique permet de compenser, au moins temporairement, les ondes de choc envoyées dans le monde politique lorsque le président élu Donald Trump a annoncé le 25 novembre dernier son intention d'imposer des droits de douane de 25% sur les biens importés du Canada et du Mexique, les deux principaux partenaires commerciaux des États-Unis dans le cadre de l'accord de libre-échange ACEUM. Notons que les exportations annuelles de biens canadiens vers les États-Unis s'élèvent actuellement à environ \$600 milliards (soit un peu moins de 20% du PIB du Canada), ce qui représente une forte augmentation par rapport aux \$400 milliards de 2016. Comme l'excédent commercial du Canada avec les États-Unis provient en grande partie des produits énergétiques, la perspective de l'imposition de droits de douane généralisés sur les importations canadiennes semble hautement improbable. Cibler l'énergie canadienne nuirait à l'économie américaine en augmentant les coûts des raffineries, en comprimant leurs marges bénéficiaires et en faisant grimper les prix

des produits raffinés. Il faut souligner que le Canada représente 100% des importations américaines de gaz naturel et plus de 60% des importations de pétrole brut (graphique).

Canada : Un partenaire vital des États-Unis pour le commerce d'énergie

Importations de pétrole brut du Canada : volumes et part dans les importations totales des États-Unis*



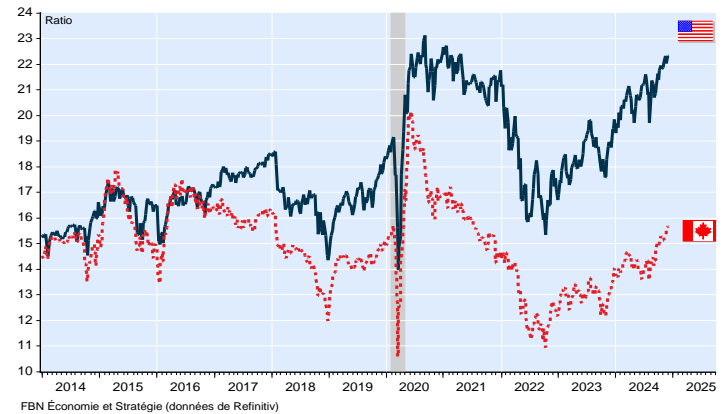
* Données mensuelles 12 mois MM
BNC Économie et Stratégie (données de l'EIA)

Dans le Midwest (PADD 2), la dépendance à l'égard du pétrole canadien atteint effectivement 100% en raison de l'absence de substituts au brut lourd corrosif. Toute augmentation des coûts des matières premières des raffineries se répercuterait sur l'économie, entraînant une hausse des prix des principaux biens de consommation tels que l'essence, le carburant diesel et le carburéacteur.¹ Cette mesure serait non seulement inflationniste, mais irait également à l'encontre des priorités politiques de l'administration Trump. Il est également essentiel que les investisseurs reconnaissent que les menaces de droits de douane de M. Trump s'inscrivent dans le cadre d'un programme de sécurité économique plus large. Ce programme prévoit des contrôles plus stricts aux frontières, la promotion de la sécurité énergétique, des mesures de protectionnisme commercial et une réindustrialisation reposant sur des droits de douane et des subventions. Pour s'adapter à cette nouvelle réalité, le Canada devra faire preuve de prudence pour établir ses priorités et ses politiques économiques. Le bon point, c'est que plus tôt le Canada prendra sa place dans ce que de nombreux analystes décrivent comme une économie de « forteresse nord-américaine » – dans un monde de plus en plus divisé en sphères d'influence –, plus tôt il pourra mettre en œuvre les réformes économiques nécessaires pour s'assurer des avantages à long terme. Ces réformes consistent notamment à mieux aligner certaines de nos politiques économiques sur celles des États-Unis et à augmenter les dépenses de défense, en insistant notamment sur la sécurité aux frontières. C'est un prix relativement faible à payer pour protéger et préserver notre accès essentiel au marché américain. Si Ottawa peut mettre en œuvre des politiques économiques alignées sur les intérêts américains, en rendant le Canada plus favorable aux entreprises et en soutenant la réindustrialisation de son économie, il pourrait y avoir davantage de motifs d'être optimistes de ce côté-ci de la frontière. Malgré sa solide performance annuelle en 2024, l'indice S&P/TSX se négocie toujours à une décote historique par rapport au marché américain sur la base du ratio C/B à 12 mois (graphique).

¹ Le PADD2 ou Petroleum Administration for Defense District 2, est l'un des cinq centres régionaux aux États-Unis désignés pour gérer la distribution et la logistique du pétrole.

Canada : À une décote presque historique par rapport aux États-Unis

Ratio C/B des 12 prochains mois pour les indices S&P 500 et S&P/TSX

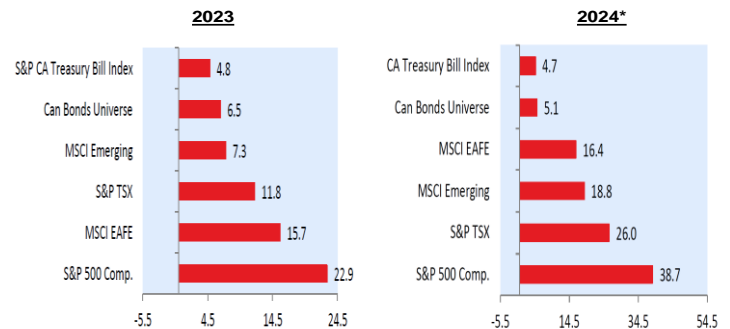


Répartition des actifs

Nous restons prudents ce mois-ci en termes de répartition des actifs vu l'incertitude persistante qui entoure la politique économique américaine et son impact potentiel sur l'inflation et les rendements des obligations du Trésor à long terme, en particulier parce que la prime de risque sur les actions est déjà au plus bas depuis une génération. Les investisseurs ont profité de deux années consécutives de rendements exceptionnels en 2023 et 2024. Nous restons toutefois sceptiques devant la prévision qui fait consensus et qui annonce une réédition en 2025. Nous comptons maintenir une position défensive jusqu'à ce que le nouvel occupant de la Maison-Blanche établisse des orientations politiques plus claires.

Perspectives : 2025, une nouvelle année exceptionnelle?

Rendements totaux en CAD (en %)



*Au 6 décembre 2024
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	18	
Actions américaines	20	18	
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	3	
Marché obligataire			
	45	53	
Liquidités			
	5	5	
Total	100	100	

BNC Économie et Stratégie

Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle reste inchangée ce mois-ci.

Prévisions de marché

Prévisions Canada		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	12/13/2024	T4 2025
S&P/TSX	25 274	22 800
Hypothèses		T4 2025
Niveau: Bénéfices	1473	1500
Dividendes	724	737
Ratio C/B passé	17.2	15.2

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

Prévisions États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	12/13/2024	T4 2025
S&P 500	6051	5400
Hypothèses		T4 2025
Niveau: Bénéfices	238	240
Dividendes	75	76
Ratio C/B passé	25.4	22.5

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale - Décembre 2024

Rotation sectorielle fondamentale - Décembre 2024

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Équipondérer	16.8%
Équipements et services pour l'énergie	Équipondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Équipondérer	16.6%
Matériaux	Équipondérer	11.7%
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.1%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	9.9%
Or	Sur-pondérer	7.1%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.3%
Industrie	Sous-pondérer	12.5%
Biens d'équipement	Équipondérer	3.0%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.6%
Transports	Sous-pondérer	5.9%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.3%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.5%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.4%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.9%
Distribution	Équipondérer	1.5%
Biens de consommation de base	Sur-pondérer	4.0%
Distribution alimentaire et pharmacie	Sur-pondérer	3.7%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sur-pondérer	0.3%
Santé	Équipondérer	0.3%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.1%
Finance	Équipondérer	32.8%
Banques	Équipondérer	20.2%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	5.0%
Assurance	Équipondérer	7.6%
Technologies de l'information	Équipondérer	10.4%
Télécommunications	Sur-pondérer	2.5%
Services aux collectivités	Sur-pondérer	3.7%
Immobilier	Sous-pondérer	2.0%

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



Abonnez-vous à nos publications : BNCEconomieetStrategie@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. FBN 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 NBC 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. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services 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 NBC 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. (« 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 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 le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de FBN.