

Points saillants

- Après un rebond prometteur en novembre, les marchés boursiers mondiaux ont rechuté au début de décembre. La perspective de croissance des bénéfiques reste incertaine. La bonne nouvelle est que les États-Unis et la Chine se sont entendus sur une trêve commerciale au sommet du G20 en Argentine, le 1^{er} décembre. La mauvaise nouvelle, c'est qu'un délai de 90 jours est extrêmement court pour négocier un nouvel accord de libre-échange entre les deux superpuissances.
- Malgré des prévisions relativement bénignes pour les États-Unis, les actions continuent de faire du surplace jusque-là au T4. Où le bât blesse-t-il? Les marchés ont été surpris par l'inversion d'une partie de la courbe des rendements américains. Plus précisément, la courbe des taux 5 ans-2 ans américaine s'est inversée en décembre pour la première fois depuis 2006. Historiquement, ce signal est précurseur d'un ralentissement économique ou d'une contraction sur un horizon de 12 à 18 mois. Il y a eu de faux signaux mais dans ces cas, la courbe est redevenue plus pentue en raison d'une baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale. On ne peut donc pas écarter une volte-face de M. Powell dans les prochains mois ou pour le moins un ton beaucoup plus accommodant.
- Au moment de rédiger ces notes, l'indice S&P/TSX est en baisse de plus de 8% depuis le début de 2018. Les secteurs de l'énergie (18% de l'indice) et des banques (23% de l'indice) restent à la peine et l'indice canadien de référence demeurera en butte à des difficultés. Sur le front de l'énergie, l'écart entre le brut WTI et le brut WCS s'est réduit assez nettement ces dernières semaines avec la fin des arrêts temporaires de raffineries clés aux États-Unis et les réductions de production planifiées ordonnées par le gouvernement de l'Alberta. Il pourrait encore y avoir une lueur au bout du tunnel.
- Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci. Nous préférons rester prudents en attendant la prochaine réunion du FOMC en décembre. Nous serions prêts à redéployer une partie plus importante de nos excédents de liquidités, mais la Réserve fédérale doit d'abord préparer le terrain pour une dépréciation du dollar américain et une courbe des rendements obligataires plus pentue en se montrant plus accommodante. Notre rotation sectorielle est également inchangée ce mois-ci avec un penchant pour le secteur des ressources naturelles.

Stéfane Marion
stefane.marion@nbc.ca

Matthieu Arseneau
matthieu.arseneau@nbc.ca

Trêve ou défi?

Après un rebond prometteur en novembre, les marchés boursiers mondiaux ont rechuté en décembre (graphique). La perspective de croissance des bénéfices reste incertaine. La bonne nouvelle est que les États-Unis et la Chine se sont entendus sur une trêve commerciale au sommet du G20 en Argentine, le 1^{er} décembre. La Maison-Blanche a aussi placé Robert Lighthizer, l'homme qui a récemment négocié le nouvel accord commercial entre les États-Unis, le Canada et le Mexique, à la tête de la délégation commerciale des États-Unis. L'Empire du Milieu a enfin un vis-à-vis crédible avec lequel il peut traiter. La mauvaise nouvelle, c'est qu'un délai de 90 jours est extrêmement court pour négocier un nouvel accord de libre-échange entre les deux superpuissances.

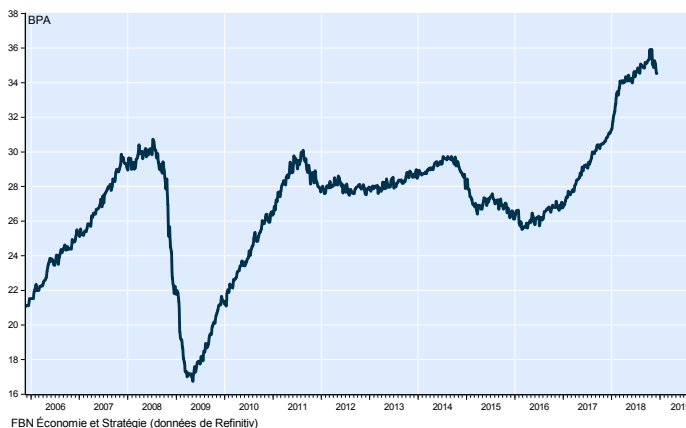
Monde : Rechute en décembre
MSCI TP au 8 décembre 2018



On ne s'en étonnera pas, les marchés financiers ont réagi négativement à cette évolution de la situation. Un délai de 90 jours avant l'introduction de droits de douane additionnels sur les produits américains et chinois ne contribue pas beaucoup à améliorer la visibilité des bénéfices des entreprises en 2019. Comme le graphique suivant l'illustre, les bénéfices prévisionnels ont été révisés à la baisse à l'échelle mondiale pour la première fois depuis 2014.

Monde : Révisions négatives des bénéfices

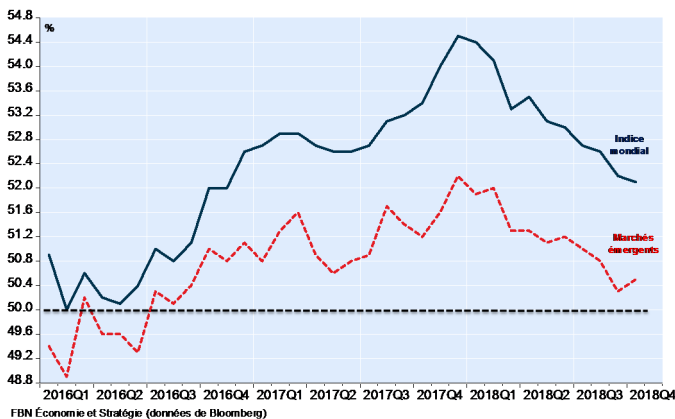
BPA prévisionnel sur 12 mois de l'indice MSCI TP



Le jeu actuel de « trêve ou défi » entre les deux plus grandes économies du monde au moment où la croissance mondiale décélère maintiendra probablement les marchés sur des charbons ardents dans un avenir prévisible.

Monde : La croissance décélère

Indice PMI de la fabrication selon Markit



Que le marché soit à cran ne signifie cependant pas nécessairement que la bourse sera baissière. À ce stade-ci, nous nous consolons de ce que les marchés des actions de l'Asie émergente se situent encore à 5% au-dessus de leurs récents planchers (graphique).

Monde : L'Asie émergente devrait être déterminante pour un rebond boursier

MSCI Asie émergente

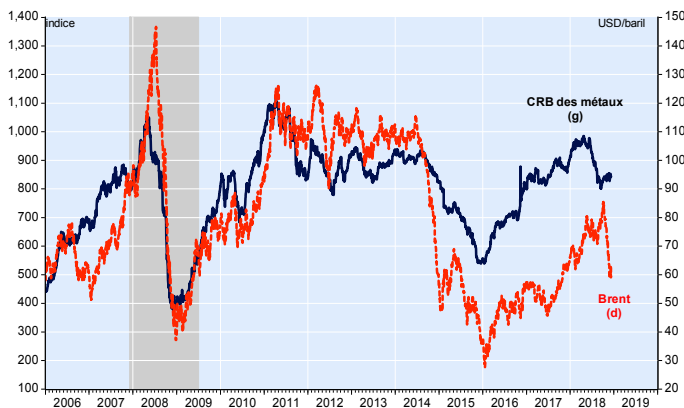


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Il en va de même pour les prix des métaux communs, qui sont un indicateur extrêmement important de l'élan économique mondial (graphique). La résilience continue de l'indice des métaux communs CRB continue de concorder avec notre prévision d'une expansion du PIB mondial à 3.5% en 2019 (voir les détails dans notre *Mensuel économique*).

Monde : Mise en perspective des prix des matières premières

Indice CRB des métaux comparativement au brut de Brent



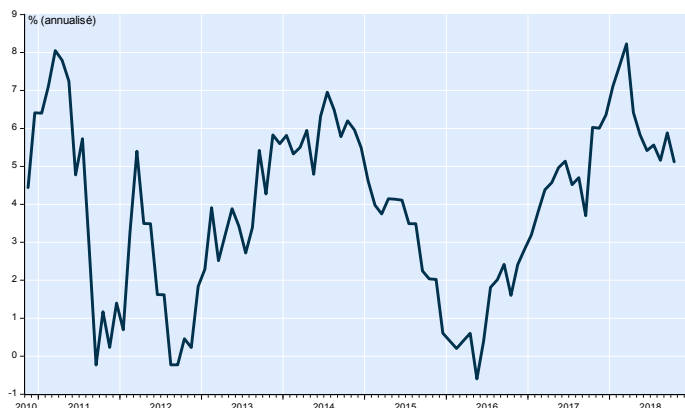
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

États-Unis : Inversion de la courbe des rendements

L'économie américaine a poursuivi son expansion à un rythme plus qu'honorable au dernier trimestre de 2018. Du moins est-ce le message que transmettent les indices des directeurs des achats qui se maintiennent bien au-dessus de 50 et des rapports sur l'emploi qui continuent de révéler des gains dans les secteurs cycliques tels que la fabrication et la construction, ainsi que des niveaux records de l'emploi temporaire. Pour l'avenir, au T1, l'indicateur économique avancé continue de dénoter une poursuite de l'expansion économique, malgré une certaine perte d'élan.

États-Unis : Les perspectives sont toujours positives

Variation sur six mois de l'indicateur économique avancé



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Malgré ces prévisions relativement bénignes, les actions américaines continuent de connaître des difficultés jusque-là au T4. Seuls quelques secteurs défensifs affichent des gains (services publics, consommation de base) – voir tableau. Où le bât blesse-t-il?

Indice composé S&P 500 : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	-4.6	-9.6	-1.5
SERVICES PUBLICS	1.3	6.4	6.4
IMMOBILIER	0.3	3.8	2.7
CONS. DE BASE	-3.1	0.7	-4.9
ÉNERGIE	-3.1	-16.0	-11.6
TÉLÉCOM	-4.1	-10.5	-13.5
CONS. DISC.	-4.2	-12.9	4.1
SANTÉ	-4.6	-5.0	9.4
TI	-5.1	-14.6	2.1
MATÉRIAUX	-5.2	-10.9	-14.7
INDUSTRIE	-6.3	-13.6	-10.7
FINANCES	-7.1	-9.3	-10.5

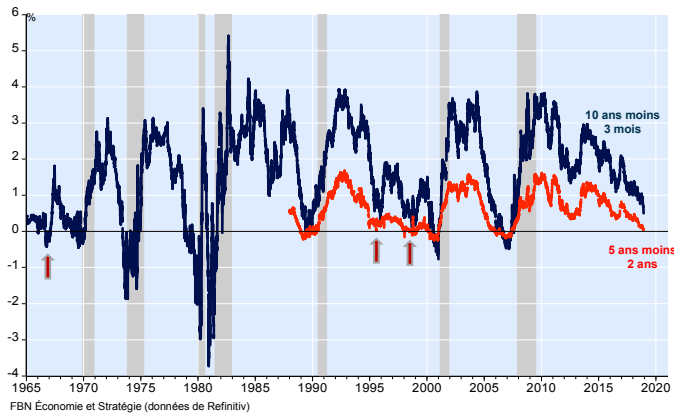
12/7/2018

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Les marchés ont été surpris par l'inversion d'une partie de la courbe des rendements américains. Plus précisément, la courbe des taux 5 ans-2 ans américaine s'est inversée en décembre pour la première fois depuis 2006. Historiquement, ce signal est précurseur d'un ralentissement économique ou d'une contraction sur un horizon de 12 à 18 mois. Il y a de faux signaux de récession (voir flèches) tels 1995, la crise asiatique (1998) ainsi que 1967 (nous utilisons le différentiel 10 ans-3 mois puisque les obligations du Trésor de deux ans n'étaient pas disponibles à ce moment-là). Dans ces trois cas, la courbe est redevenue plus pentue en raison d'une baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale. On ne peut donc pas écarter une volte-face de M. Powell dans les prochains mois ou pour le moins un ton beaucoup plus accommodant.

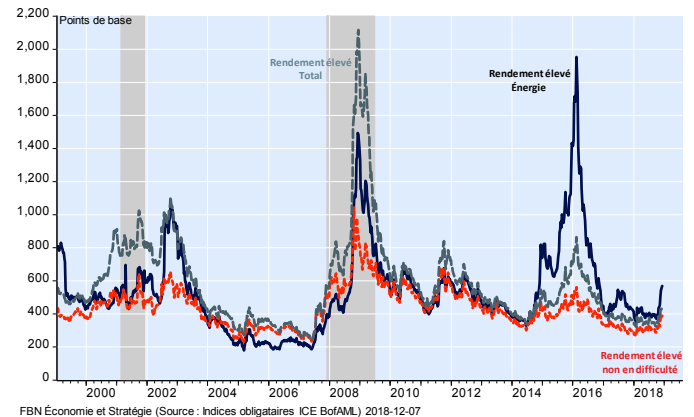
Mise en perspective des inversions de la courbe des rendements

Taux de l'obligation 10 ans moins taux des BT à 3 mois, et taux 5 ans moins taux des BT 2 ans



Écart de taux des obligations de sociétés à rendement élevé

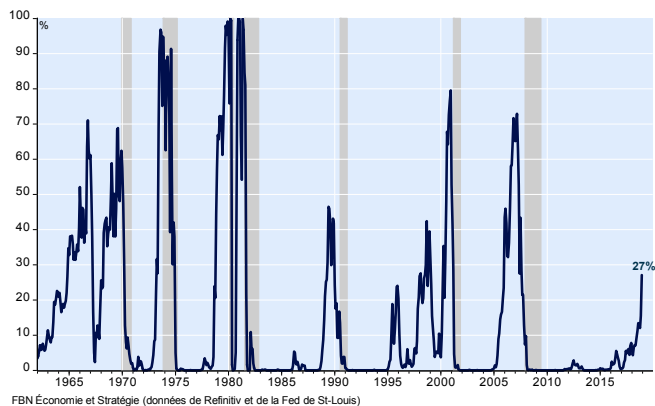
Écarts corrigés en fonction des options



Nous disons cela parce que la courbe des rendements s'est soudainement fortement aplatie pour ce stade du cycle. À tel point que les probabilités d'une récession aux États-Unis au cours des 12 à 18 mois ont bondi à un sommet cyclique de 27% au cours du dernier mois (graphique). L'orientation des marchés à partir de là dépend moins de la rhétorique de la Maison-Blanche sur le commerce international (quoiqu'un apaisement sur ce front aidera assurément). Il faut aussi que la Fed intervienne.

États-Unis : La probabilité d'une récession augmente

Probabilité d'une récession basée sur la pente de la courbe des taux (rendement à 10 ans moins rend. à 3 mois)



La vigueur du dollar américain, l'augmentation des écarts de taux des obligations de sociétés et un reflux de l'élan économique sur les marchés émergents continuent de plomber les prévisions de bénéfice.

Comme le tableau ci-dessous l'illustre, la plupart des secteurs continuent de subir des révisions négatives des bénéfices. Ceux-ci doivent se stabiliser pour améliorer la confiance des investisseurs.

MSCI : Variation du bénéfice prévisionnel sur 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion sur 1 mois (% en hausse)	
	Variation 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Variation 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion sur 1 mois	Moyenne historique 10 ans
MSCI Monde TP	-1.3	-0.6	-1.0	-0.6	36%	45%
MSCI Monde	-1.1	-0.6	-0.8	-0.6	40%	46%
MSCI États-Unis	-0.9	-0.4	-0.7	-0.4	45%	48%
MSCI Canada	-0.8	-0.7	-0.4	-0.7	36%	44%
MSCI Europe	-1.4	-0.9	-1.2	-0.9	39%	41%
MSCI Pacifique hors Jp	-1.5	-0.4	-1.5	-0.4	29%	44%
MSCI Japon	-1.1	-0.6	-0.6	-0.6	37%	51%
MSCI MÉ	-2.8	-0.5	-1.6	-0.5	30%	42%
MSCI MÉ EMOA	2.3	-0.5	-0.6	-0.5	38%	43%
MSCI MÉ Amérique latine	-0.3	-0.8	-1.7	-0.8	42%	41%
MSCI MÉ Asie	-4.3	-0.2	-1.8	-0.2	28%	42%

12/7/2018

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Canada : Une lueur au bout du tunnel?

Au moment de rédiger ces notes, l'indice S&P/TSX est en baisse de plus de 8% depuis le début de 2018. Les secteurs de l'énergie (18% de l'indice) et des banques (23% de l'indice) restent à la peine et l'indice canadien de référence demeurera en butte à des difficultés.

Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	-2.6	-8.0	-8.7
MATÉRIAUX	2.8	-2.0	-12.8
SERV. PUBLICS	1.1	2.0	-9.3
TÉLÉCOM	0.2	5.0	-1.4
IMMOBILIER	0.0	-3.2	2.1
ÉNERGIE	-1.6	-13.3	-16.7
CONS. DE BASE	-2.1	4.5	-0.3
TI	-3.1	-8.4	15.0
BANQUES	-3.7	-9.8	-8.5
FINANCES	-4.3	-9.3	-9.6
SANTÉ	-5.3	-26.5	-5.1
CONS. DISC.	-6.2	-9.9	-15.5
INDUSTRIE	-6.3	-10.6	-0.4

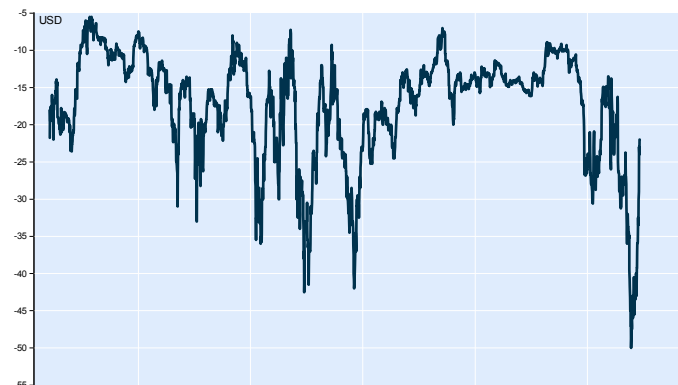
12/7/2018

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Sur le front de l'énergie, l'écart entre le brut WTI et le brut WCS s'est réduit assez nettement ces dernières semaines avec la fin des arrêts temporaires de raffineries clés aux États-Unis et les réductions de production planifiées ordonnées par le gouvernement de l'Alberta (graphique). Tout cela, plus les récentes réductions de production annoncées par l'OPEP et un ton plus accommodant de la Fed, pourrait contribuer nettement à la stabilisation des prix du pétrole canadien. Il pourrait encore y avoir une lueur au bout du tunnel.

Canada : Meilleurs écarts de prix

Différentiels WTI-WSC : USD par barils

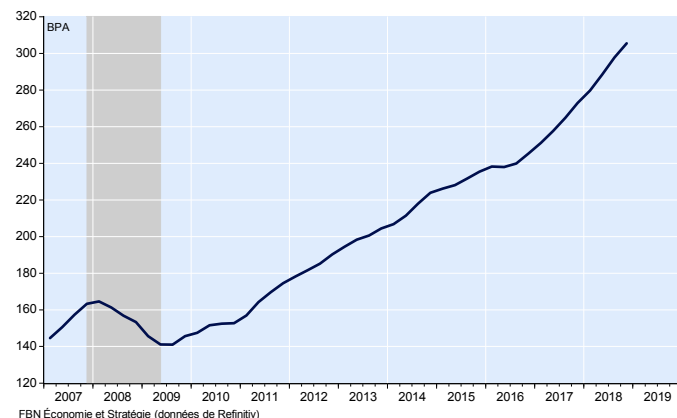


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Mais qu'en est-il du secteur bancaire? Au T3 2018, les bénéfices par action des banques ont atteint de nouveaux records absolus (graphique). En 2019, les analystes boursiers des maisons de courtage évaluent par consensus la croissance du BPA à 5.9%, soit la plus faible performance depuis 2015-2016 où les prix du pétrole se sont effondrés et que la Banque du Canada a réduit les taux d'intérêt (tableau). C'est une prévision relativement prudente étant donné que les marchés du travail sont plutôt solides et que les revenus du travail continuent de croître au rythme de 4% ou plus dans les trois provinces les plus peuplées du Canada.

Canada : Bénéfices records pour les banques

Bénéfice par action, S&P/TSX banques



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Indice composé S&P/TSX : Évolution du BPA

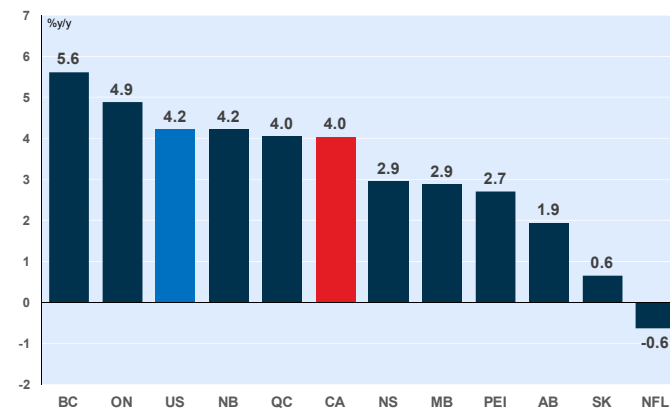
	2017	2018	2019	2020	Prévision 12 mois
S&P TSX	30.0	12.9	12.3	12.1	12.0
ÉNERGIE	444.2	29.4	31.0	15.5	30.9
MATÉRIAUX	66.4	0.1	16.4	21.5	15.0
INDUSTRIE	16.2	10.8	17.5	17.0	17.0
CONS. DISC.	15.0	15.1	10.4	10.5	10.9
CONS. DE BASE	11.9	10.3	9.3	12.1	10.6
SANTÉ	-30.2	-27.3	73.2	15.4	32.3
FINANCES	15.4	12.5	5.9	8.9	6.1
BANQUES	10.4	12.2	5.9	6.8	6.0
TI	12.4	17.3	13.5	13.7	13.4
TÉLÉCOM	5.9	7.4	7.4	7.5	7.4
SERV. PUBLICS	-8.6	8.5	16.2	9.2	16.7
IMMOBILIER	21.4	14.3	-11.0	7.7	-9.2

12/7/2018

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Canada : Mise en perspective du revenu du travail

Croissance des salaires et appointements, T3 2018 comparativement au T3 2017



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada 36-10-0205-01 et U.S. BEA)

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci. La récente inversion de la courbe des rendements américaine (taux à 5 ans moins taux à 2 ans des obligations du Trésor) s'est produite beaucoup plus tôt

que nous le prévoyions. Comme l'indique le *Mensuel obligataire*, ce signal est probablement moins de mauvais augure qu'à première vue. Néanmoins, à ce stade-ci, nous préférons rester prudents en attendant la prochaine réunion du FOMC en décembre. Nous serions prêts à redéployer une partie plus importante de nos excédents de liquidités, mais la Réserve fédérale doit d'abord préparer le terrain pour une dépréciation du dollar américain et une courbe des rendements obligataires plus pentue en se montrant plus accommodante.

Rotation sectorielle

Notre rotation sectorielle est inchangée ce mois-ci avec un penchant pour le secteur des ressources naturelles. Notre conviction, quoiqu'un peu amoindrie, est toujours que les taux d'intérêt à long terme augmenteront et que la courbe des rendements obligataires s'accroîtra avec l'augmentation des attentes d'inflation.

Répartition des actifs FBN

	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	24	
Actions américaines	20	16	
Actions étrangères (EAEO)	5	8	
Marchés émergents	5	6	
Marché obligataire	45	39	
Liquidités	5	7	
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Prévisions FBN

Canada

	Actuel	Cible
Niveau de l'indice		
	12/7/2018	T4-2019est.)
S&P/TSX	14 795	16 600
Hypothèses		
		T4-2019est.)
Niveau: Bénéfices	1047	1100
Dividendes	486	511
Ratio C/B passé	14.1	15.1
Obligations 10 ans	2.07	2.95

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

Prévisions FBN

États-Unis

	Actuel	Cible
Niveau de l'indice		
	12/7/2018	T4-2019est.)
S&P 500	2 633	2 970
Hypothèses		
		T4-2019est.)
Niveau: Bénéfices	160	173
Dividendes	54	58
Ratio C/B passé	16.4	17.2
Obligations 10 ans	2.85	3.48

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Décembre 2018

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	18.0%
Équipements et services pour l'énergie	Surpondérer	0.5%
Pétrole, gaz et combustibles	Surpondérer	17.5%
Matériaux	Surpondérer	10.8%
Produits chimiques	Équipondérer	2.3%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.5%
Or	Surpondérer	5.0%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.5%
Industrie	Sous-pondérer	10.9%
Biens d'équipement	Équipondérer	2.1%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	2.6%
Transports	Sous-pondérer	6.2%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	4.2%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.1%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.8%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	1.3%
Distribution	Sous-pondérer	1.0%
Biens de consommation de base	Surpondérer	3.9%
Distribution alimentaire et pharmacie	Surpondérer	3.1%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Surpondérer	0.8%
Santé	Sous-pondérer	1.6%
Équipements et services de santé	Sous-pondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Sous-pondérer	1.4%
Finance	Équipondérer	33.1%
Banques	Équipondérer	23.6%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	3.4%
Assurance	Équipondérer	6.2%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	4.0%
Logiciels et services	Sous-pondérer	3.9%
Matériel et équipement informatique	Sous-pondérer	0.1%
Télécommunications	Équipondérer	6.0%
Services aux collectivités	Équipondérer	4.2%
Immobilier	Équipondérer	3.3%

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

Économie et Stratégie

Bureau Montréal 514 879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
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

DG RF, Chef Recherche et stratégie,
Dette publique
warren.lovely@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.

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

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 a 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.