

Points saillants

Par Stéfane Marion, Matthieu Arseneau et Alexandra Ducharme

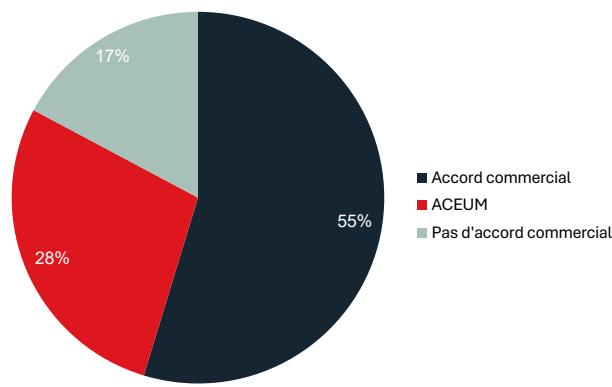
- Malgré des révisions positives des bénéfices, les actions mondiales ont fléchi en novembre, l'indice MSCI Monde affichant une stagnation après six hausses consécutives. Aux États-Unis, la part des investissements technologiques dans le PIB a fortement augmenté ces dernières années, s'écartant de sa tendance à long terme dans une mesure sans précédent depuis 2000. L'engouement actuel pour l'intelligence artificielle est compréhensible. La diffusion rapide de l'IA pourrait remodeler l'économie et le marché du travail au cours des deux prochaines décennies, tout comme l'Internet l'a fait à terme. Dans l'intervalle, les coûts unitaires de main-d'œuvre restent élevés. Pour justifier la prime de risque négative actuelle sur les actions, des améliorations tangibles et mesurables de la productivité devront se concrétiser en 2026.
- Le S&P/TSX a poursuivi son ascension en novembre et affiche désormais un rendement total de 30 % depuis le début de l'année. À un mois de la fin de l'année, l'indice de référence canadien est à deux doigts du rendement annuel total record établi en 2009. Le budget fédéral du 4 novembre fournit enfin un cadre cohérent pour remédier au problème chronique de sous-investissement au Canada – simplification des permis, réduction de la complexité fiscale et renforcement de la formation de capital – tout en signalant une position plus pragmatique à l'égard des énergies conventionnelles dans le cadre de la stratégie industrielle nationale. Ce changement de politique s'est concrétisé le 27 novembre avec la signature d'un protocole d'accord historique entre Ottawa et l'Alberta. Le fait que le secteur pétrolier et gazier ne soit plus considéré comme un actif échoué pourrait raviver de manière significative l'intérêt des investisseurs pour la portion énergétique du S&P/TSX et, à terme, favoriser une nouvelle vague d'investissements directs étrangers au Canada.
- Nous maintenons notre allocation d'actifs inchangée ce mois-ci, avec une sous-pondération des actions, en particulier aux États-Unis. Les attentes des investisseurs sont très élevées, comme en témoignent les valorisations qui ont atteint leur plus haut niveau depuis plusieurs années, sur la base d'une forte croissance prévue des bénéfices. Dans ce contexte, il sera difficile de dépasser ces attentes et, comme nous pensons que les baisses de taux anticipées pourraient ne pas se concrétiser en raison de l'inflation persistante, le risque de volatilité des marchés boursiers est élevé. Pour sa part, l'indice S&P/TSX a continué d'afficher de solides performances depuis notre dernière publication. Bien que les valorisations aient dépassé leurs moyennes à long terme, nous voyons encore un potentiel de hausse supplémentaire. Les investisseurs reconnaissent de plus en plus que le budget fédéral du 4 novembre donne suite aux engagements pro-entreprises pris par Ottawa. La poursuite des progrès dans les négociations commerciales entre le Canada et les États-Unis, un résultat que nous considérons comme probable dans les mois à venir, devrait constituer un autre catalyseur pour les actions canadiennes.

MSCI Monde: Surprise au niveau des bénéfices mondiaux

Depuis le soi-disant « Jour de la libération » en avril, lorsque Washington a dévoilé un taux tarifaire effectif moyen de 30 %, un niveau sans précédent dans l'histoire des États-Unis, les risques perçus pour l'économie mondiale ont progressivement diminué. Ce qui semblait initialement être le coup d'envoi d'une guerre commerciale totale a suscité des craintes de représailles sévères et de perturbation de la chaîne d'approvisionnement. Au lieu de cela, l'administration américaine a depuis conclu plusieurs accords, ramenant le taux tarifaire effectif à 16,5 % et concluant des ententes avec des pays représentant 55 % de ses importations (graphique). La récente désescalade avec la Chine, en particulier, a été accueillie avec un soulagement considérable par les marchés et les décideurs politiques.

É.-U.: Washington a conclu un accord avec d'importants partenaires

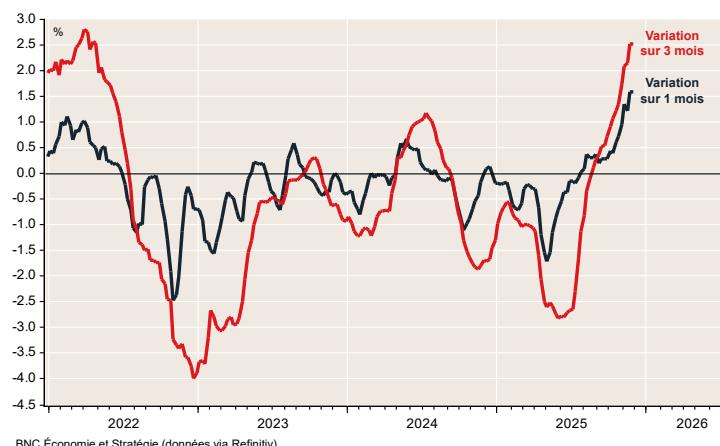
Importations en 2024 selon la situation des relations commerciales



Les représailles contre les États-Unis ayant été contenues, les dommages causés à l'économie mondiale et aux bénéfices des entreprises ont également été limités. Dans ce contexte, les analystes ont continué à réviser à la hausse leurs estimations de bénéfice par action (BPA) après une révision à la baisse significative au premier semestre 2025. Au cours des trois derniers mois, ces estimations ont augmenté de 2,6 %, ce qui représente la hausse la plus importante depuis 2022 (graphique).

Monde: Révision à la hausse des bénéfices

Variation sur 3 mois du BPA prévisionnel à 12 mois pour l'indice MSCI ACWI



À cours du mois dernier, les prévisions de BPA ont été révisées à la hausse de 1,6 %, toutes les grandes régions affichant une amélioration. En conséquence, le consensus ascendant des analystes financiers table désormais sur une solide augmentation de 13,3 % du BPA au cours des 12 prochains mois (tableau).

MSCI: Variation des bénéfices prévisionnels sur 12 mois

	Variation sur 3 mois		Variation sur 1 mois		Diffusion mensuelle (% hausse)	
	Variation sur 3 mois	Moyenne sur 10 ans	Variation sur 1 mois	Moyenne sur 10 ans	Diffusion mensuelle	Moyenne sur 10 ans
MSCI Monde (TP)	2.5	-0.2	1.6	-0.2	54%	45%
MSCI Monde	2.1	-0.2	1.3	-0.2	57%	47%
MSCI États-Unis	2.8	-0.1	1.6	-0.1	57%	49%
MSCI Canada	4.4	-0.2	3.0	-0.2	70%	47%
MSCI Europe	-0.1	-0.4	0.3	-0.4	51%	46%
MSCI Pacifique sans le Japon	1.5	-0.3	0.5	-0.3	53%	42%
MSCI Japon	2.6	-0.1	1.6	-0.1	67%	49%
MSCI MÉ	4.6	-0.3	2.9	-0.3	49%	42%
MSCI MÉ EMOA	2.0	0.0	0.3	0.0	58%	47%
MSCI MÉ Amérique Latine	1.9	-0.3	1.2	-0.3	47%	45%
MSCI MÉ Asie	5.5	-0.4	3.6	-0.4	48%	41%

11/28/2025

BNC Économie et Stratégie (données via Bloomberg)

Malgré ces révisions, les actions mondiales ont fléchi en novembre, l'indice MSCI Monde affichant une stagnation après six hausses consécutives (tableau).

Monde: Stagnation en novembre

Rendement des cours (%)

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	-0.1	2.7	17.2
MSCI Monde	0.1	2.7	16.3
MSCI États-Unis	-0.1	2.2	16.4
MSCI Canada	3.6	4.5	26.2
MSCI Europe	0.8	3.2	14.6
MSCI Pacifique sans le Japon	-2.2	-2.0	8.9
MSCI Japon	0.6	8.5	20.7
MSCI MÉ	-1.7	2.8	25.4
MSCI MÉ EMOA	-2.3	-0.8	16.8
MSCI MÉ Amérique Latine	4.8	6.5	30.6
MSCI MÉ Asie	-2.2	3.0	26.3

11/28/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

En conséquence, le ratio cours/bénéfice prévisionnel a légèrement baissé après une progression qui l'avait conduit à atteindre son plus haut niveau en cinq ans (graphique).

Monde: Les valorisations les plus élevées depuis 5 ans en octobre

Ratio cours/bénéfice sur 12 mois



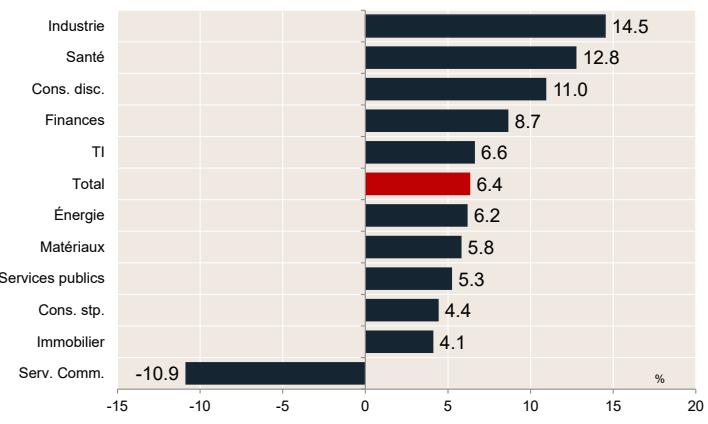
BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

S&P 500: Test de productivité de l'IA en 2026

Aux États-Unis, la performance morose du S&P 500 en novembre s'est produite malgré une saison impressionnante de résultats au troisième trimestre, qui a surpris à la hausse de 6,4 % par rapport aux attentes, répartis de manière générale sur 10 des 11 principaux groupes industriels (graphique).

S&P 500: Une bonne saison des résultats

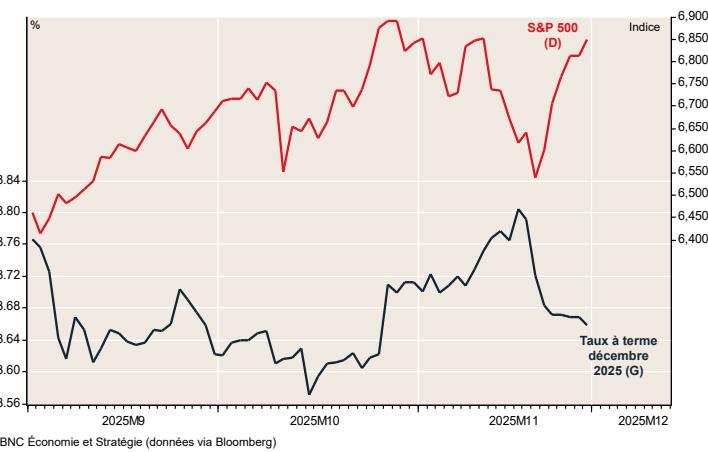
Surprise moyenne des résultats du troisième trimestre (au 1er décembre)



La performance récente des actions américaines a été fortement influencée par l'évolution des anticipations en matière de politique monétaire. Les récentes fluctuations du marché coïncident avec une réévaluation de la probabilité d'une baisse des taux en décembre. Bien que la Réserve fédérale ait procédé à une deuxième baisse consécutive des taux en octobre, son président, Jerome Powell, a adopté un ton belliciste, soulignant qu'une nouvelle baisse en décembre était « loin » d'être garantie. Le défi réside dans le fossé qui se creuse au sein de la Fed. Certains décideurs politiques plaident en faveur d'une pause compte tenu de la persistance de l'inflation, tandis que d'autres estiment qu'une baisse immédiate est justifiée en raison des signes de ralentissement du marché du travail (graphique).

É.-U.: Les actions fortement influencées par les anticipations de taux

S&P 500 et taux à terme en décembre 2025



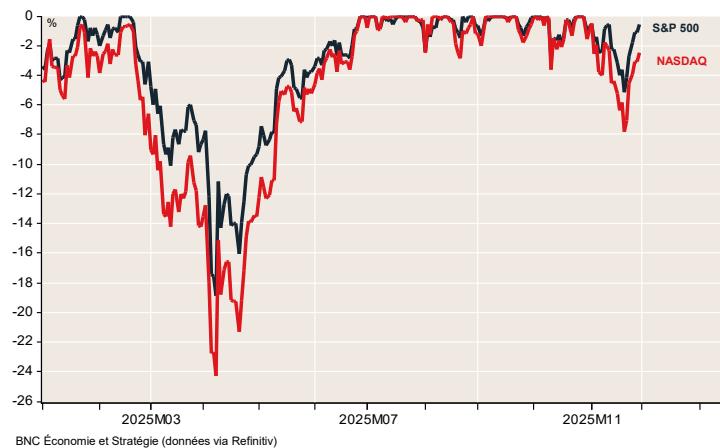
Nos stratégies en matière de taux d'intérêt continuent de penser qu'une baisse des taux sera annoncée en décembre, mais ils anticipent un taux terminal plus élevé (3,50 %) que les marchés (3 %). Nous pensons que l'inflation restera plus résistante que prévu, soutenue par les droits de douane, les mesures de relance budgétaire, des conditions financières accommodantes et des pressions salariales croissantes



amplifiées par une politique d'immigration plus restrictive. Si les taux d'intérêt devaient rester plus élevés que prévu par les marchés, les répercussions seraient plus graves pour les entreprises technologiques dont les valorisations dépendent de flux de trésorerie futurs. L'évolution récente des marchés reflète déjà cette vulnérabilité: le NASDAQ a sous-performé le S&P 500 lorsque les investisseurs ont revu à la baisse leurs anticipations de baisse des taux en décembre (avant de changer d'avis par la suite), chutant de 7,8 % par rapport à son pic (graphique).

États-Unis: Sous-performance des valeurs technologiques

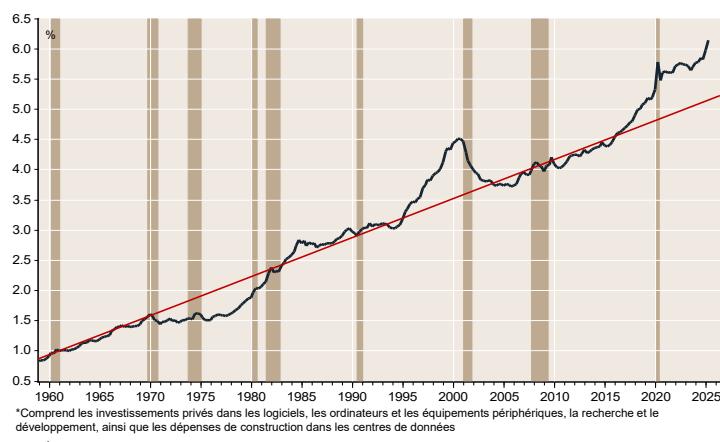
Baisse maximale du S&P 500 et du NASDAQ



Lorsque de tels revers se produisent, il est normal que les investisseurs s'interrogent sur les risques d'une baisse encore plus importante après un boom spectaculaire. La part des investissements technologiques dans le PIB a fortement augmenté ces dernières années, s'écartant de sa tendance à long terme avec l'écart le plus important depuis 2000 (graphique). Dans le cycle actuel, le risque est que les entreprises aient suraloué des capitaux à l'intelligence artificielle et que ces investissements ne parviennent finalement pas à générer les bénéfices actuellement pris en compte dans les valorisations (graphique).

É.-U.: Les investissements technologiques s'éloignent de leur tendance

Composantes liées aux investissements technologiques en pourcentage du PIB



Il est vrai que les valorisations dans ce secteur ne sont pas aussi extrêmes qu'elles l'étaient pendant la bulle technologique de la fin des années 1990. Cependant, elles restent très élevées par rapport aux normes historiques, tout comme celles d'autres secteurs, tandis que de nombreux investisseurs estiment que les innovations technologiques en cours amélioreront la rentabilité de nombreuses entreprises.

É.-U.: Perspective sur les C/B des TMT

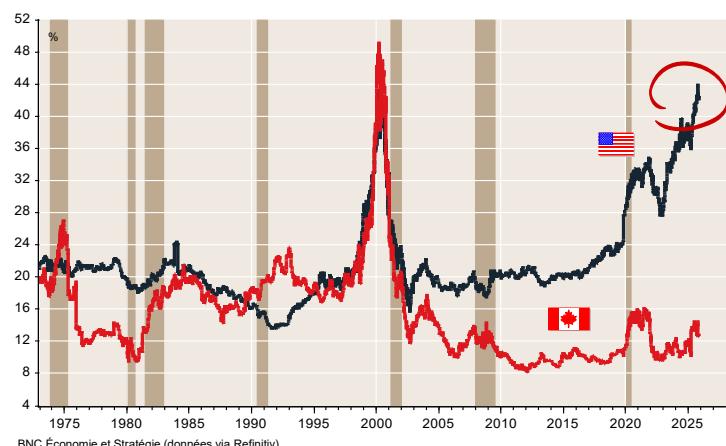
Ratio C/B du total, des telecom., médias et technologies de l'information (TMT) et hors TMT, indices Datastream



Si les valorisations ne sont pas celles qu'elles étaient à l'époque de la bulle Internet, la capitalisation boursière des entreprises technologiques comprises dans l'indice est comparable. Cela signifie que le marché est vulnérable à un résultat moins favorable que prévu.

É.-U.: Perspective sur la capitalisation des TMT

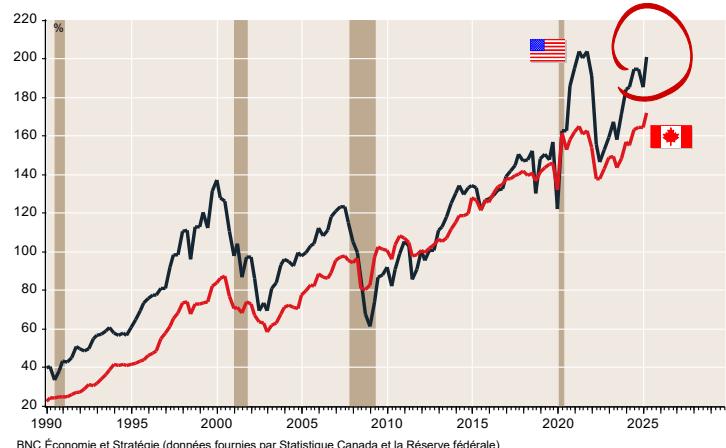
Part de la capitalisation des telecom., médias et technologies de l'information (TMT), indices Datastream



Et les répercussions sur l'économie pourraient être plus importantes qu'à l'époque. La récession qui a suivi l'éclatement de la bulle technologique a été causée par une chute drastique des investissements, tandis que la consommation a relativement bien résisté malgré l'effet de richesse négatif. Cette fois-ci, la situation pourrait être différente, car les consommateurs détiennent une part record d'actions dans leur patrimoine financier total. La capitalisation boursière en pourcentage du PIB est également supérieure de 40 % à ce qu'elle était au début des années 2000.

États-Unis: Une économie fortement exposée au marché boursier

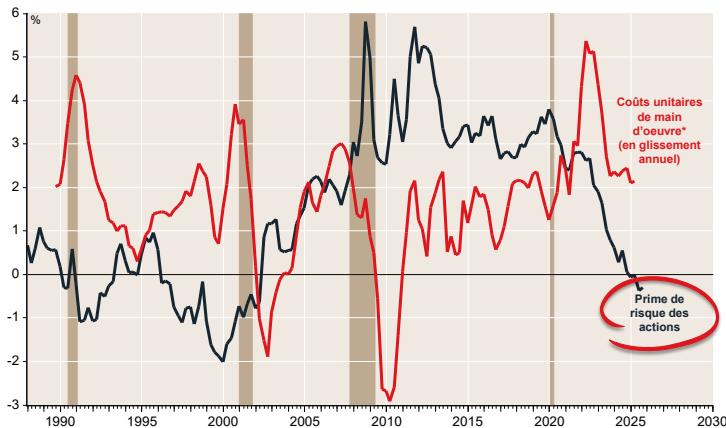
Actions et parts de fonds d'investissement en pourcentage du PIB nominal



L'engouement actuel pour l'intelligence artificielle est compréhensible. La diffusion rapide de l'IA pourrait remodeler l'économie et le marché du travail au cours des deux prochaines décennies, tout comme l'a fait Internet. Cependant, ces attentes élevées sont déjà intégrées dans les valorisations boursières. La prime de risque des actions, définie comme l'inverse du ratio cours/bénéfice moins le rendement des obligations d'État à 30 ans, est devenue négative pour la première fois depuis une génération. Le problème est que les gains de productivité liés à l'IA restent largement hypothétiques à ce stade et sont incertains en ampleur et en échéance. Pendant ce temps, les coûts unitaires de main-d'œuvre restent élevés. Pour justifier une prime de risque sur les actions négative, des améliorations tangibles et mesurables de la productivité devront se concrétiser en 2026 (graphique).

S&P 500 : La prime de risque des actions devient négative

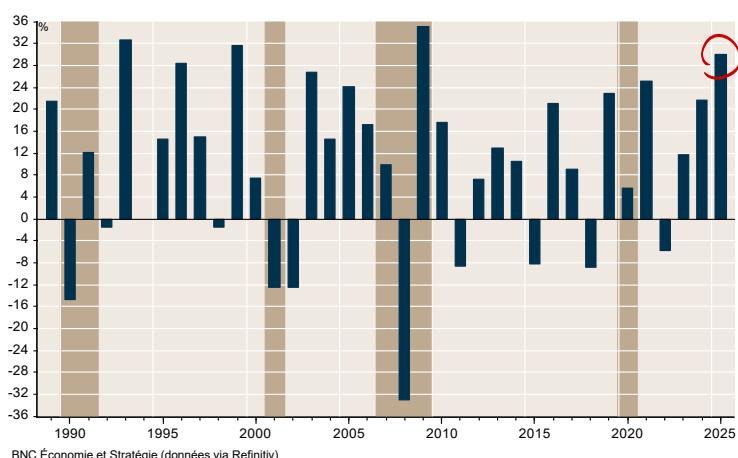
Prime de risque des actions et coûts unitaires de main d'œuvre pour le secteur des entreprises non agricoles


S&P/TSX : Le secteur de l'énergie n'est plus un actif échoué

Le S&P/TSX a poursuivi son ascension en novembre et affiche désormais un rendement total de 30 % depuis le début de l'année. À un mois seulement de la fin de l'année, l'indice de référence canadien est à portée du rendement annuel record de 35,1 % établi en 2009 (graphique).

S&P/TSX: À la poursuite d'un résultat historique

Rendements totaux depuis 1989 (2025 depuis le début de l'année jusqu'en novembre)



Seuls deux des principaux secteurs surpassent l'indice global en 2025: les banques et les matériaux. Ce dernier secteur a continué sur sa lancée en novembre, enregistrant un gain de 14,6 % et portant son rendement total cumulé à 95,3 % depuis le début de l'année (tableau).

S&P/TSX: Les matériaux toujours en surrégime

Rendement total (%)

	du mois	Depuis le début du trimestre	de l'année
S&P TSX	3,9	4,9	30,0
MATÉRIAUX	14,6	8,9	95,3
CONSOM. DE BASE	8,8	7,4	13,6
CONSOM. DISC.	7,5	9,2	28,9
ÉNERGIE	4,4	3,5	21,2
FINANCES	4,1	5,8	29,6
BANQUES	4,0	6,3	37,0
SERVICES PUBLICS	0,2	4,4	22,7
INDUSTRIE	-1,3	-1,9	2,6
TÉLÉCOMS	-1,3	-1,1	11,7
IMMOBILIER	-1,8	-5,7	4,7
SANTÉ	-4,7	-0,6	-1,6
TI	-7,1	5,8	26,6

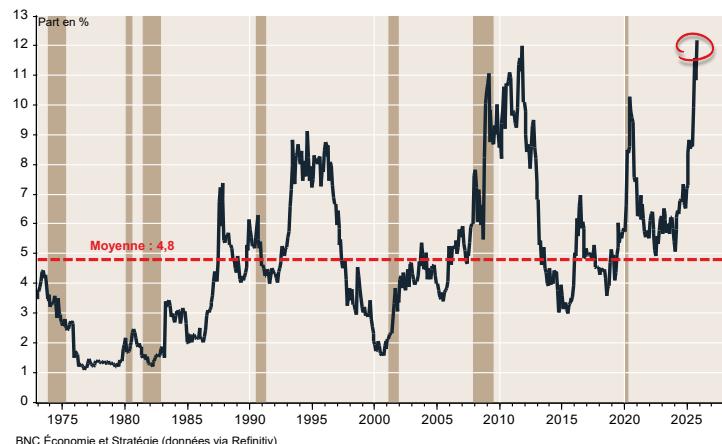
11/28/2025

BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

Au sein de ce secteur, les actions aurifères se sont particulièrement distinguées, avec une hausse de plus de 17 % pour le seul mois de novembre, portant leur progression depuis le début de l'année à un niveau impressionnant de 128 %. L'or représente désormais un peu plus de 12,2 % de la capitalisation boursière des actions canadiennes, soit sa part la plus élevée jamais enregistrée et bien au-dessus de la moyenne historique de 4,8 % depuis le milieu des années 1970 (graphique).

Canada : Les actions aurifères atteignent un poids record

Capitalisation boursière des actions aurifères par rapport au total (dernière valeur de chaque mois)



Comme nous l'avons souligné dans la précédente édition de notre mensuel boursier, l'incertitude persistante entourant l'inflation mondiale, alimentée par la dépréciation du dollar américain, les risques géopolitiques persistants, les pressions résistantes sur les prix et l'explosion de la dette publique dans les principales économies, continue de renforcer l'attrait des actifs alternatifs tels que les lingots à l'approche de 2026. Il est intéressant de noter que les prévisions de prix restent modérées, tant parmi les analystes que d'après la courbe à terme, ce qui laisse peu de place à des surprises positives et pourrait exposer les investisseurs à une sous-exposition si l'or continue de surperformer (tableau).

Matières premières : Les prévisions restent modérées

Prévisions de prix : analystes et courbe à terme

	Cuivre	Or	Pétrole brut	Gaz naturel
Prix actuel	11189	4239	59	4.85
Hypothèses des analystes				
T+2	10500	4000	58	3.75
T+4	10600	4150	59	4.28
Croissance (Tt/T0)				
T+2	-6.2%	-5.6%	-0.7%	-22.7%
T+4	-5.3%	-2.1%	0.6%	-11.8%
Courbe à terme				
	Copper	Gold	Crude Oil	Natural Gas
Prix actuel	11189	4239	59	4.85
Prix à terme				
T+2	10902	4248	58	3.82
T+4	10811	4331	58	4.67
Croissance (Tt/T0)				
T+2	-2.6%	0.2%	-0.6%	-21.3%
T+4	-3.4%	2.2%	-0.4%	-3.6%

11/29/2025

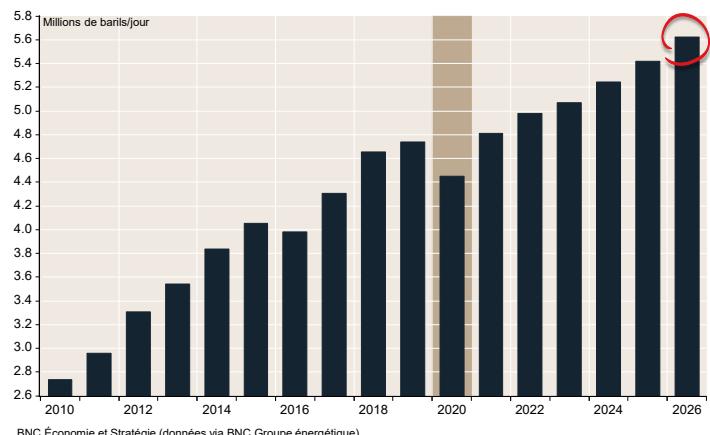
BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

Mais l'or n'est pas le seul élément susceptible de soutenir le S&P/TSX l'année prochaine. Le budget fédéral du 4 novembre fournit enfin un cadre cohérent pour remédier au problème chronique de sous-investissement du Canada – en simplifiant les procédures d'autorisation, en réduisant la complexité fiscale et en renforçant la formation de capital – tout en signalant une position plus pragmatique à l'égard des énergies conventionnelles dans le cadre de la stratégie industrielle nationale. Ce changement de politique s'est concrétisé le 27 novembre avec la signature d'un protocole d'accord historique entre Ottawa et l'Alberta, confirmant que la province peut continuer à développer son industrie des combustibles fossiles de manière durable sans plafond d'émissions. Nous considérons cet accord comme fondamental pour rendre le Canada à nouveau attractif pour les investisseurs (MCIA). La réindustrialisation et l'ambition, énoncée dans le budget, de devenir une superpuissance énergétique sont tout simplement irréalisables sans

exploiter les vastes ressources de l'Alberta. Le fait que le secteur ne soit plus considéré comme un actif échoué pourrait raviver de manière significative l'intérêt des investisseurs pour le complexe énergétique S&P/TSX – dont la production devrait déjà dépasser 5,6 millions de barils par jour en 2026 – et catalyser une nouvelle vague d'investissements directs étrangers au Canada.

Canada: La production pétrolière dépassera 5,6 mln barils/jour en 2026

Production de pétrole brut (moyenne annuelle)



Néanmoins, la reprise des négociations commerciales entre les États-Unis et le Canada, actuellement suspendues, sera essentielle pour maintenir la confiance des investisseurs et préserver leur intérêt pour les actifs canadiens.

Répartition des actifs

Nous maintenons notre allocation d'actifs inchangée ce mois-ci, avec une sous-pondération des actions, en particulier aux États-Unis. Les attentes des investisseurs sont très élevées, comme en témoignent les valorisations qui ont atteint leur plus haut niveau depuis plusieurs années, sur la base d'une forte croissance prévue des bénéfices. Dans ce contexte, il sera difficile de dépasser ces attentes et, comme nous pensons que les baisses de taux anticipées pourraient ne pas se concrétiser en raison de l'inflation persistante, le risque de volatilité des marchés boursiers est élevé. Pour sa part, l'indice S&P/TSX a continué d'afficher de solides performances depuis notre dernière publication. Bien que les valorisations aient dépassé leurs moyennes à long terme, nous voyons encore un potentiel de hausse supplémentaire. Les investisseurs reconnaissent de plus en plus que le budget fédéral du 4 novembre donne suite aux engagements pro-entreprises d'Ottawa. La poursuite des progrès dans les négociations commerciales entre le Canada et les États-Unis, un résultat que nous considérons comme probable dans les mois à venir, devrait constituer un autre catalyseur pour les actions canadiennes.

Répartition des actifs

Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
-------------------------	------------------------	---------------

Marché boursier

Actions canadiennes	20	21
Actions américaines	20	15
Actions étrangères (EAEO)	5	3
Marchés émergents	5	3
Marché obligataire	45	50
Liquidités	5	8
Total	100	100

BNC Économie et Stratégie



Rotation sectorielle

Nous maintenons nos allocations sectorielles inchangées ce mois-ci, en conservant une surpondération de l'or afin de nous protéger contre l'incertitude géopolitique et inflationniste actuelle. Nous maintenons

également l'énergie et l'industrie au-dessus de l'indice de référence, soutenues par les efforts d'Ottawa en faveur du développement des ressources et de la réindustrialisation, financés par une sous-pondération des biens de consommation de base, de l'immobilier et des biens de consommation discrétionnaire.

Prévisions de marché

Prévisions Canada		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	12/1/2025	T2 2026
S&P/TSX	31 102	31 150
Hypothèses		T2 2026
Niveau:	Bénéfices	1646
	Dividendes	750
Ratio C/B passé	18.9	18.2

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

Prévisions États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	12/1/2025	T2 2026
S&P 500	6813	6700
Hypothèses		T2 2026
Niveau:	Bénéfices	265
	Dividendes	78
Ratio C/B passé	25.7	24.4

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale – décembre 2025

Rotation sectorielle fondamentale - décembre 2025

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération	S&P/TSX
Énergie	Sur-pondérer	15.6%	
Équipements et services pour l'énergie	Sur-pondérer	0.2%	
Pétrole, gaz et combustibles	Sur-pondérer	15.4%	
Matériaux	Équipondérer	17.7%	
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.0%	
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.3%	
Métaux et minerais *	Équipondérer	16.2%	
Or	Sur-pondérer	13.4%	
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.2%	
Industrie	Sur-pondérer	10.7%	
Biens d'équipement	Sur-pondérer	3.0%	
Services aux entreprises	Équipondérer	3.4%	
Transports	Sur-pondérer	4.2%	
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.3%	
Automobiles et composants automobiles	Équipondérer	0.5%	
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.3%	
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.7%	
Distribution	Sous-pondérer	1.7%	
Biens de consommation de base	Sous-pondérer	3.5%	
Distribution alimentaire et pharmacie	Sous-pondérer	3.1%	
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sous-pondérer	0.4%	
Santé	Équipondérer	0.3%	
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%	
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.1%	
Finance	Équipondérer	32.2%	
Banques	Équipondérer	20.8%	
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.4%	
Assurance	Équipondérer	6.9%	
Technologies de l'information	Équipondérer	9.6%	
Télécommunications	Équipondérer	2.0%	
Services aux collectivités	Équipondérer	3.6%	
Immobilier	Sous-pondérer	1.5%	

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



Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:

BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :

514-879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste principal
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste principal
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste principale
alexandra.ducharme@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste principal
daren.king@bnc.ca

Warren Lovely

Stratège principal,
Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.Schleich@bnc.ca

Ethan Currie

Stratège
ethan.currie@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Nathalie Girard

Coordonnatrice senior
n.girard@bnc.ca

Giuseppe Saltarelli

Infographiste
giuseppe.saltarelli@bnc.ca

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 la 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 passéporté 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 assujetti 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 la FBN.