

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Pour la période terminée le 30 juin 2019

Fonds de court terme et de revenu

Fonds de revenu BNI

Notes sur les énoncés prospectifs

Le présent rapport peut contenir des énoncés prospectifs portant sur le fonds, son rendement dans l'avenir, ses stratégies ou perspectives ou sur des circonstances ou événements futurs. Ces énoncés prospectifs comprennent, entre autres, des énoncés à l'égard de nos croyances, plans, attentes, estimations et intentions. L'utilisation des termes « prévoir », « compter », « anticiper », « estimer », « supposer », « croire », et « s'attendre » et autres termes et expressions similaires désignent des déclarations prospectives.

De par leur nature, les énoncés prospectifs supposent que nous élaborions des hypothèses et comportent des incertitudes et des risques inhérents. Par conséquent, il existe un risque que les projections expresses ou implicites contenues dans ces énoncés prospectifs ne se réalisent pas ou qu'elles se révèlent inexactes dans l'avenir. Divers facteurs pourraient faire en sorte que les résultats, les conditions ou les événements futurs varient sensiblement par rapport aux objectifs, aux attentes, aux estimations ou aux intentions figurant dans les énoncés prospectifs. Ces écarts peuvent être causés notamment par des facteurs tels que les changements dans la conjoncture économique et financière canadienne et mondiale (en particulier les taux d'intérêt, les taux de change et les cours des autres instruments financiers), les tendances du marché, les nouvelles dispositions réglementaires, la concurrence, les changements technologiques et l'incidence éventuelle de conflits et autres événements internationaux.

La liste de facteurs qui précède n'est pas exhaustive. Avant de prendre toute décision de placement, les investisseurs et les autres personnes qui se fondent sur les énoncés prospectifs devraient soigneusement considérer les facteurs mentionnés ci-dessus ainsi que d'autres facteurs. Le lecteur ne devrait pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs et devrait être conscient que nous n'avons pas l'intention de mettre à jour les énoncés prospectifs à la suite de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autres circonstances, à moins que la législation applicable prévoie une telle obligation.

Le présent rapport intermédiaire de la direction sur le rendement du fonds contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers intermédiaires complets du fonds d'investissement. Vous pouvez obtenir les états financiers intermédiaires du fonds gratuitement, sur demande, en appelant au 514 871-2082 ou au 1 888 270-3941, en nous écrivant à Service-conseil Banque Nationale Investissements, 500, Place D'Armes, 12^e étage, Montréal, Québec, H2Y 2W3, en consultant notre site web (www.BNInvestissements.ca), en consultant le site web de SEDAR (www.sedar.com) ou en communiquant avec votre conseiller. Vous pouvez également obtenir de cette façon les politiques et les procédures de vote par procuration, le dossier de vote par procuration et l'information trimestrielle sur le fonds.

Analyse du rendement par la direction

Résultats d'exploitation

Pour la période de six mois terminée le 30 juin 2019, le Fonds de revenu BNI a produit un rendement de 6,11 % comparativement à 6,52 % pour l'indice de référence du fonds, soit l'indice obligataire universel FTSE Canada (CAD). Contrairement à l'indice de référence, le rendement du fonds est établi après déduction des frais et des dépenses.

La valeur liquidative du fonds a augmenté de 0,52 % au cours de la période, de 108,94 millions de dollars au 31 décembre 2018 à 109,51 millions de dollars au 30 juin 2019.

Les marchés obligataires ont été vigoureux au premier semestre de 2019. L'affaiblissement de la croissance économique mondiale a estompé les craintes de nouvelles hausses des taux d'intérêt par les autorités monétaires et a fait baisser les taux à long terme. Au début de l'année, le marché ne situait qu'à 13 % la probabilité d'une réduction des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») avant la fin de 2019, mais à la fin de juin, il tablait sur 100 % de chances d'au moins une réduction et peut-être même trois selon certains prévisionnistes. Les incertitudes entourant les tensions commerciales ont également incité les investisseurs à favoriser la sécurité des obligations.

Dans ce contexte, les taux des obligations du Canada de 10 ans ont terminé la période à 1,47 %, en baisse de 50 points de base (pbs) depuis le début de l'année, alors que les taux des obligations américaines équivalentes ont clôturé le semestre en baisse de 68 pbs, à 2,00 %. Au Canada, les obligations provinciales et municipales ont été les plus performantes pendant la période, particulièrement à l'extrémité éloignée de la courbe des rendements, alors que les obligations gouvernementales à court terme ont été à la traîne.

Les obligations de sociétés canadiennes, pour leur part, ont devancé les obligations gouvernementales pendant le semestre, affichant un rendement de 6,82 %, grâce au resserrement des écarts de crédit. Alors que tous les secteurs ont produit de rendements positifs, celui de l'infrastructure s'est démarqué alors que celui des services financiers a affiché des gains plus modestes. Par qualité de crédit, les obligations cotées A-BBB ont dépassé les titres de qualité supérieure. On a aussi constaté une nette préférence de certains investisseurs pour les obligations de sociétés dotées d'une échéance plus courte.

Dans ce contexte, le fonds a généré un rendement inférieur à celui de son indice de référence. La surpondération des obligations de sociétés, particulièrement dans le secteur de l'immobilier, a généré un apport positif. La sélection des titres dans les secteurs des communications et des produits industriels a aussi été bénéfique tout comme le choix des titres parmi les obligations provinciales.

La sous-pondération du secteur des communications et la surpondération du secteur des services financiers ont toutefois pénalisé le rendement du fonds, tout comme la sélection des titres dans le secteur de l'infrastructure et des actifs titrisés. Dans le secteur de l'énergie, les émetteurs œuvrant dans de la distribution ont aussi pénalisé le rendement. La durée plus courte du fonds a aussi limité quelque peu la progression du fonds alors que les taux obligataires ont chuté au cours du semestre.

Événements récents

Au cours du premier semestre de 2019, le gestionnaire de portefeuille a augmenté l'exposition du fonds aux obligations provinciales et municipales tout en réduisant celle aux obligations fédérales et aux obligations de sociétés. Le fonds continue de sous-pondérer les obligations fédérales et provinciales, tout en demeurant surpondéré dans les obligations des secteurs des services financiers et de l'immobilier.

Les perspectives économiques mondiales dépendront des décisions des banquiers centraux et des dirigeants politiques. Le gestionnaire de portefeuille s'attend à ce que la combinaison de politiques favorables des banques centrales et l'atténuation des tensions commerciales suffise à revitaliser la croissance mondiale pendant le deuxième semestre de 2019.

Il estime que la récente baisse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale n'est pas justifiée dans un contexte où une décélération mondiale forte (et une récession) demeurent encore incertain. Étant donné qu'il s'attend à un rebond des perspectives de la croissance mondiale, le gestionnaire de portefeuille croit que les investisseurs ont largement exagéré l'étendue et l'ampleur des mesures d'assouplissement des banques centrales. Plus précisément, aux États-Unis, la Fed aura du mal à répondre aux attentes de plusieurs réductions des taux par le marché d'ici la fin de 2020 dans ce qui semble être un contexte économique relativement sain (à moins d'une amplification de la guerre commerciale avec la Chine qui pourrait nuire à la croissance mondiale). Par conséquent, avec de telles attentes d'assouplissement, les perspectives d'une remontée imprévue des taux d'intérêt demeurent faibles.

Son scénario de base est celui d'une expansion mondiale soutenue (60 % de probabilité), qui englobe un environnement idéal de croissance mondiale saine, conforme à la tendance, d'inflation modestement plus élevée et de politiques stimulantes des banques centrales.

Opérations entre apparentés

Les rôles et responsabilités de la Banque Nationale du Canada (la « Banque ») et de ses filiales en ce qui concerne le fonds se résument comme suit :

Fiduciaire, dépositaire et registraire

Société de fiducie Natcan (« SFN »), une filiale directe et indirecte à part entière de la Banque, est le fiduciaire du fonds. À ce titre, elle est propriétaire en droit des placements du fonds.

SFN agit à titre d'agent chargé de la tenue des registres des titres du fonds et des noms des porteurs de titres. SFN agit également à titre de dépositaire pour le fonds. Les frais découlant des services exécutés par SFN à titre de dépositaire sont fonction de la tarification usuelle en vigueur de SFN.

Mandataire chargé des prêts de titres

SFN agit à titre de mandataire d'opérations pour le compte du fonds dans l'administration des opérations de prêts de titres conclues par le fonds. SFN est membre du même groupe que le gestionnaire.

Gestionnaire du fonds

Le fonds est géré par Banque Nationale Investissements inc. (« BNI »), laquelle est une filiale à part entière de la Banque. Ainsi, BNI fournit ou s'assure que soient fournis tous les services généraux administratifs et de gestion requis par le fonds dans ses opérations courantes, incluant notamment les conseils en placement, l'établissement de contrats de courtage relatifs à l'achat et à la vente du portefeuille de placement, la tenue des livres et registres et autres services administratifs requis par le fonds.

Les charges opérationnelles du fonds ne comprennent que les frais et débours directement reliés aux mouvements de portefeuille du fonds, les taxes et impôts qui sont exigibles du fonds ou auxquels il peut être assujéti, ainsi que les coûts d'emprunt, le cas échéant. Le gestionnaire assume tous les autres frais du fonds engagés aux fins d'administration du fonds, incluant la rémunération du fiduciaire, les frais reliés à la tenue de registres, les frais de garde, les frais juridiques, les frais d'audit, les frais associés aux services fournis aux épargnants et le coût de production des rapports et des prospectus.

Tel qu'il est décrit sous la rubrique *Frais de gestion*, le fonds paie des frais de gestion annuels à BNI en contrepartie de ses services.

Distribution et rémunération des courtiers

BNI agit à titre de placeur principal pour le fonds. À ce titre, BNI achète, vend et fait l'échange de titres par l'entremise des succursales de la Banque et du Service-conseil investissements Banque Nationale dans les provinces et territoires du Canada et par l'intermédiaire de représentants externes inscrits. Les titres du fonds sont également offerts par Courtage direct Banque Nationale (une division de Financière Banque Nationale inc., une filiale indirecte à part entière de la Banque), CABN Placements (une division de BNI), Financière Banque Nationale inc. et autres sociétés affiliées. Les courtiers peuvent recevoir, selon la série distribuée, une commission mensuelle représentant un pourcentage de la valeur quotidienne moyenne des titres détenus par leurs clients.

Approbations et recommandations du comité d'examen indépendant

Le fonds s'est appuyé sur les instructions permanentes de son Comité d'examen indépendant, en regard d'une ou plusieurs des opérations entre apparentés suivantes :

- l'achat ou la détention de titres d'un émetteur apparenté, notamment ceux de la Banque Nationale du Canada;
- l'investissement dans les titres d'un émetteur lorsqu'une entité apparentée au gestionnaire agit à titre de preneur ferme à l'occasion du placement ou en tout temps au cours de la période de 60 jours suivant la fin du placement;
- l'achat ou la vente de titres à un autre fonds d'investissement géré par le gestionnaire ou une société du même groupe;
- l'achat ou la vente, auprès de courtiers apparentés qui sont des courtiers principaux sur le marché des titres de créance canadiens, de titres de créance sur le marché secondaire (conformément à une dispense obtenue des Autorités canadiennes en valeurs mobilières);
- la conclusion des transactions sur devises étrangères (incluant des transactions au comptant, appelées « spot transactions », et des transactions à terme) avec la Banque Nationale du Canada.

Le gestionnaire a mis en oeuvre des politiques et des procédures afin de s'assurer que les conditions applicables à chacune des opérations mentionnées ci-dessus soient remplies. Les instructions permanentes applicables exigent que ces opérations soient réalisées conformément aux politiques de BNI. Ces dernières prévoient notamment que les décisions de placement liées à ces opérations entre apparentés doivent être prises libres de toute influence d'une entité apparentée à BNI et sans tenir compte d'aucune considération se rapportant à une entité apparentée à BNI. De plus, les décisions de placement doivent correspondre à l'appréciation commerciale du gestionnaire de portefeuille, sans influence de considérations autres que l'intérêt du fonds, et doivent aboutir à un résultat équitable et raisonnable pour le fonds.

Service fiduciaire des régimes enregistrés

SFN reçoit un montant fixe par compte enregistré pour les services fournis à titre de fiduciaire des régimes enregistrés.

Services administratifs et opérationnels

Certains services au fonds ont été délégués par le gestionnaire du fonds, BNI, à Trust Banque Nationale inc. (« TBN »), une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque. Ceci comprend les services de comptabilité, d'information financière et d'évaluation de portefeuille. Les frais engagés pour ces services sont payés à TBN par le gestionnaire du fonds.

Frais de gestion

Le fonds verse des frais de gestion annuels au gestionnaire du fonds en contrepartie de ses services de gestion. Ces frais sont calculés selon un pourcentage de la valeur liquidative quotidienne du fonds avant les taxes applicables et sont versés mensuellement. Une partie des frais de gestion payés par le fonds couvre les commissions de suivi annuelles maximales et de vente versées aux courtiers. Le reste des frais de gestion couvre principalement les services de gestion de placement et d'administration générale. La ventilation des services fournis en contrepartie des frais de gestion, exprimée en pourcentage approximatif des frais de gestion, se présente comme suit :

Série	Frais de gestion	Distribution	Autres [†]
Série Investisseurs	1,00 %	50,00 %	50,00 %

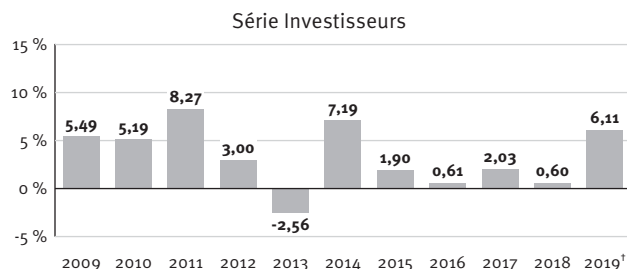
^(†) Comprend tous les frais liés aux services de gestion, de conseils en placement et d'administration générale ainsi que les services rapportant un bénéfice.

Rendements passés

Les rendements passés de la série du fonds sont présentés dans le graphique ci-dessous et calculés au 31 décembre de chaque année. Ils supposent que les distributions de la série au cours des périodes présentées ont été réinvesties en totalité dans des titres additionnels et ne tiennent pas compte des frais de vente, des frais de rachat, des distributions ni des frais facultatifs qui auraient pour effet de réduire les rendements. Le rendement passé d'une série d'un fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement dans l'avenir.

Rendements annuels

Ce graphique à bandes présente le rendement de la série du fonds pour chacun des exercices présentés et fait ressortir la variation des rendements des séries, d'un exercice à l'autre. Il indique, sous forme de pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, le 31 décembre ou le 30 juin, le cas échéant, d'un placement effectué le 1^{er} janvier de chaque année ou à partir de la date à laquelle une série a été créée.



^(†) Rendements pour la période du 1^{er} janvier 2019 au 30 juin 2019.

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent font état des données financières clés concernant le fonds et ont pour objet de vous aider à comprendre ses résultats financiers pour les périodes comptables indiquées.

Série Investisseurs

Actif net par part⁽¹⁾

Début des opérations : 19 février 1970

Période comptable terminée	2019 30 juin	2018 31 décembre	2017 31 décembre	2016 31 décembre	2015 31 décembre	2014 31 décembre
Actif net au début de la période comptable indiquée (\$)⁽⁴⁾	8,50	8,62	8,65	8,77	8,78	8,37
Augmentation (diminution) attribuable à l'exploitation (\$)						
Total des revenus	0,13	0,27	0,26	0,27	0,28	0,28
Total des charges	(0,05)	(0,09)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Gains (pertes) réalisé(e)s	0,08	(0,06)	0,10	0,03	0,10	0,09
Gains (pertes) non réalisé(e)s	0,34	(0,08)	(0,08)	(0,13)	(0,10)	0,34
Augmentation (diminution) totale attribuable à l'exploitation (\$)⁽⁴⁾	0,50	0,04	0,18	0,07	0,18	0,61
Distributions (\$)						
du revenu net de placement (sauf les dividendes)	0,09	0,17	0,16	0,18	0,18	0,19
des dividendes	—	—	—	—	—	—
des gains en capital	—	—	0,04	—	—	—
remboursement de capital	—	—	—	—	—	—
Distributions annuelles totales (\$)⁽⁵⁾	0,09	0,17	0,20	0,18	0,18	0,19
Actif net à la fin de la période comptable indiquée (\$)⁽⁴⁾	8,93	8,50	8,62	8,65	8,77	8,78

Ratios et données supplémentaires

Période comptable terminée	2019 30 juin	2018 31 décembre	2017 31 décembre	2016 31 décembre	2015 31 décembre	2014 31 décembre
Valeur liquidative totale (en milliers de \$) ⁽⁵⁾	109 511	108 940	126 617	146 559	162 043	176 159
Nombre de parts en circulation ⁽⁵⁾	12 270 144	12 810 482	14 687 899	16 937 290	18 467 594	20 068 721
Ratio des frais de gestion (%) ⁽⁶⁾	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,12
Ratio des frais de gestion avant renoncations et prises en charge (%)	1,11	1,12	1,12	1,30	1,30	1,22
Ratio des frais d'opérations (%) ⁽⁷⁾	—	—	—	—	—	—
Taux de rotation du portefeuille (%) ⁽⁸⁾	70,17	94,44	172,86	350,92	225,25	246,23
Valeur liquidative par part (\$)	8,93	8,50	8,62	8,65	8,77	8,78

⁽¹⁾ Ces renseignements proviennent des états financiers annuels audités et des états financiers intermédiaires non audités du Fonds. L'actif net par part présenté dans les états financiers pourrait différer de la valeur liquidative calculée aux fins d'établissement du prix des parts. Ces écarts sont expliqués dans les notes afférentes aux états financiers.

⁽²⁾ L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution attribuable à l'exploitation est fonction du nombre moyen de parts en circulation au cours de la période comptable.

⁽³⁾ Les distributions ont été payées en espèces ou réinvesties en parts additionnelles du Fonds, ou les deux.

⁽⁴⁾ L'actif net est calculé conformément aux IFRS.

⁽⁵⁾ Données au dernier jour de la période comptable indiquée.

⁽⁶⁾ Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges, incluant les taxes de vente, de la période comptable indiquée (à l'exclusion des frais de courtage, des autres coûts d'opérations de portefeuille et des retenues d'impôts sur les revenus de dividendes) et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne quotidienne au cours de la période comptable.

⁽⁷⁾ Le ratio des frais d'opérations représente le total des frais de courtage et des autres frais d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne quotidienne au cours de la période comptable. Le ratio des frais d'opérations inclut si nécessaire des frais d'opérations provenant des titres de fonds sous-jacents, tel que décrit à l'article 15.2 du Règlement 81-106. L'effort nécessaire au calcul d'une quote-part moyenne quotidienne des frais d'opérations étant très important, une quote-part moyenne mensuelle a été utilisée pour les périodes comptables antérieures à 2016.

⁽⁸⁾ Le taux de rotation du portefeuille du fonds indique dans quelle mesure le gestionnaire de portefeuille du Fonds gère activement les placements de celui-ci. Un taux de rotation de 100 % signifie que le fonds achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de la période comptable. Plus le taux de rotation au cours d'une période comptable est élevé, plus les frais d'opérations payables par le fonds sont élevés au cours d'une période comptable, et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital imposables au cours de la période comptable. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

Aperçu du portefeuille

Au 30 juin 2019

Les principaux titres

	% de la valeur liquidative
Province de l'Ontario, 2,90 %, échéant le 2 juin 2028	5,0
Gouvernement du Canada, 2,75 %, échéant le 1 ^{er} juin 2022	3,6
Province de l'Ontario, 2,60 %, échéant le 2 juin 2027	3,4
Fiducie du Canada pour l'habitation, 2,65 %, échéant le 15 mars 2022	3,1
Province de l'Ontario, 4,70 %, échéant le 2 juin 2037	2,1
Province de l'Ontario, 5,60 %, échéant le 2 juin 2035	2,1
Province de l'Ontario, 6,50 %, échéant le 8 mars 2029	1,9
Province de Québec, 3,50 %, échéant le 1 ^{er} décembre 2048	1,7
Gouvernement du Canada, 2,75 %, échéant le 1 ^{er} décembre 2048	1,5
Province de Québec, 4,25 %, échéant le 1 ^{er} décembre 2043	1,5
Banque Toronto-Dominion, 2,85 %, échéant le 8 mars 2024	1,1
Province de l'Alberta, 2,90 %, échéant le 1 ^{er} décembre 2028	1,1
Royal Office LP Finance, 5,21 %, échéant le 12 novembre 2032	1,1
Banque de Montréal, 1,61 %, échéant le 28 octobre 2021	0,9
Fiducie du Canada pour l'habitation, Taux variable, échéant le 15 septembre 2019	0,9
Gouvernement du Canada, 5,00 %, échéant le 1 ^{er} juin 2037	0,9
Gouvernement du Canada, 5,75 %, échéant le 1 ^{er} juin 2029	0,9
Province de l'Ontario, 4,65 %, échéant le 2 juin 2041	0,9
Banque de Nouvelle-Écosse, Taux variable, échéant le 8 décembre 2025	0,8
Gouvernement du Canada, 2,25 %, échéant le 1 ^{er} juin 2029	0,8
Gouvernement du Canada, 2,25 %, échéant le 1 ^{er} mars 2024	0,8
Banque de Montréal, 2,27 %, échéant le 11 juillet 2022	0,7
Fiducie du Canada pour l'habitation, 1,75 %, échéant le 15 juin 2022	0,7
SGTP Highway Bypass LP, 4,11 %, échéant le 31 janvier 2045	0,7
Trésorerie, marché monétaire et autres éléments d'actif net	0,6
	<u>38,8</u>

Total de la valeur liquidative 109 511 093 \$

Répartition par actif

	% de la valeur liquidative
Obligations provinciales	33,0
Obligations corporatives canadiennes	32,3
Obligations fédérales	19,7
Obligations municipales	9,8
Obligations américaines	2,0
Titres adossés à des actifs	1,3
Titres adossés à des créances hypothécaires	1,3
Trésorerie, marché monétaire et autres éléments d'actif net	0,6

Le tableau ci-dessus présente les 25 principaux titres du fonds. Dans le cas d'un fonds comportant moins de 25 titres, tous les titres sont indiqués. L'aperçu du portefeuille peut varier en raison des opérations effectuées par le fonds. Une mise à jour trimestrielle est disponible. Veuillez consulter notre site Web au www.BNIinvestissements.ca