

Gestion de portefeuilles

Avril 2019

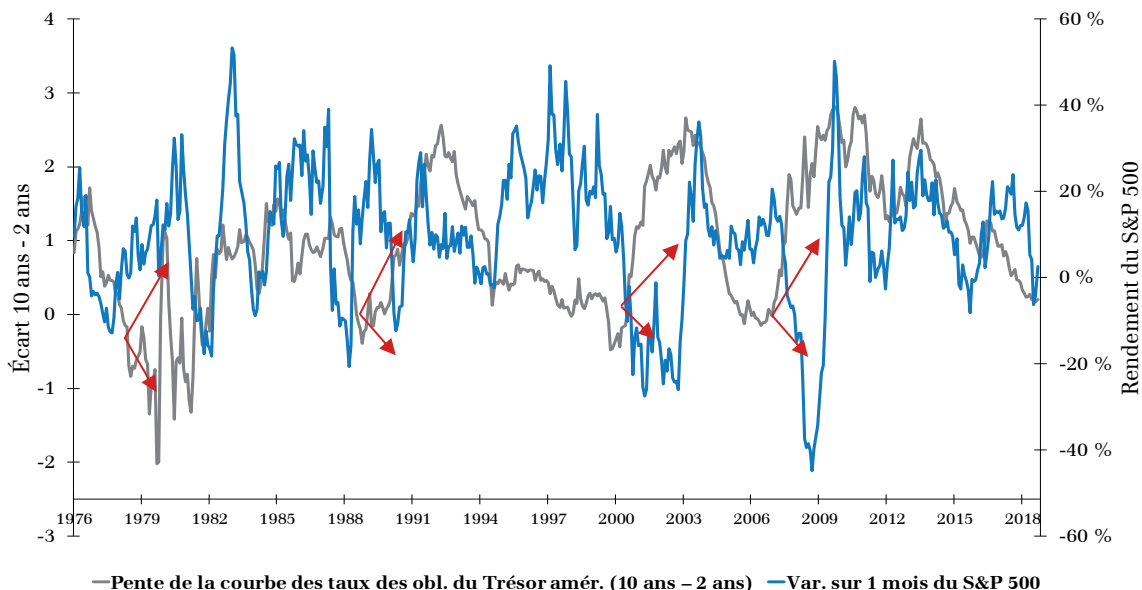
Stratégie d'actions et de titres à revenu fixe

Avril 2019 : La grande panique de l'inversion de la courbe des taux

Stéphane Rochon, CFA, spécialiste en stratégie – Actions; Richard Belley, CFA, spécialiste en stratégie – Titres à revenu fixe

La tendance descendante des taux d'intérêt a beaucoup retenu l'attention des investisseurs dernièrement. Plus précisément, il semble que tous les investisseurs et les commentateurs parlent de la récente inversion de la courbe des taux américaine entre 3 mois et 10 ans (c'est-à-dire que les taux à long terme sont inférieurs à ceux à court terme, ce qui se produit assez rarement)¹. Nous ne voulons pas nier ce signal, en raison de sa capacité maintenant bien établie à prédire des récessions. Cependant, nous notons que : 1) la courbe des taux entre 2 ans et 10 ans n'a jamais été inversée²; 2) la courbe des taux entre 3 mois et 10 ans n'a été inversée que durant environ une semaine; 3) les taux négatifs qui existent dans une grande partie du monde (plus du quart du marché obligataire mondial a des taux négatifs actuellement) exercent ce que nous appelons une « poussée gravitationnelle vers le bas » sur les taux nord-américains; 4) une courbe des taux plate ou inversée n'a pas été suivie par une récession au milieu des années 1960, 1980 et 1990; et 5) à plusieurs des occasions où cette inversion a été un signal valide, la récession a généralement commencé de 12 à 24 mois plus tard, ce qui signifie que le marché boursier a PROGRESSÉ au cours des trimestres qui ont suivi l'inversion.

Figure 1 : S&P 500 et courbe des taux (10 ans - 2 ans)



Source : Bloomberg

¹ La forme de la courbe des taux fait l'objet d'une étroite surveillance parce qu'elle donne une idée de l'évolution future des taux d'intérêt et de l'activité économique. Il existe trois principaux types de courbe : normale, inversée et plate (ou en bosse). Dans une courbe des taux normale, les obligations à long terme ont des taux de rendement à l'échéance plus élevés que ceux des obligations à court terme (puisque les investisseurs s'attendent à faire face à de l'inflation dans l'avenir et ont besoin d'une compensation pour prendre les risques associés au temps). Une courbe inversée présente des taux à court terme plus élevés que ceux à long terme; elle peut être le signe d'une récession prochaine. Une courbe plate (ou en bosse) montre des taux à court et à long terme très proches les uns des autres; elle signale aussi une transition économique. L'ampleur de la pente de la courbe est aussi importante : plus elle est marquée, plus l'écart entre les taux à court et à long terme est grand. (Source : Investopedia)

² Nous aimons mieux cette version, car le taux à 2 ans est moins sensible aux décisions de la Fed en matière de taux et aux attentes des investisseurs à l'égard de ces décisions.

Figure 2 : Répartition de l'actif recommandée selon le type d'investisseur

	Revenu		Équilibré		Croissance		Croissance dynamique	
	Répartition recomm.	Pondér. de référence	Répartition recomm.	Pondér. de référence	Répartition recomm.	Pondér. de référence	Répartition recomm.	Pondér. de référence
Liquidités	5	5	5	5	5	5	0	5
Titres à revenu fixe	70	70	40	45	20	25	5	0
Actions	25	25	55	50	75	70	95	95
Canadiennes	15	15	25	25	35	35	40	40
Américaines	10	5	25	15	25	20	35	30
EAE0*	0	5	0	5	5	10	10	15
Marchés émergents	0	0	5	5	10	5	10	10

* Dans le compartiment EAE0, nous recommandons plus particulièrement les actions d'Europe continentale.

L'analyste quantitatif Mark Steele a mentionné que « l'indice MSCI Chine se dirige vers un sommet de huit mois et le franchissement de ce sommet devrait mettre fin au double creux » :

Figure 3 : Redressement de l'indice MSCI Chine – Un bon présage pour les actions canadiennes



Source : Recherche quantitative et technique de BMO Marchés des capitaux

Nous pensons toujours que de nombreux facteurs sont de bon augure pour les investisseurs boursiers. Tout d'abord, notre modèle de probabilité de récession nord-américaine de BMO (notre bulletin du mois prochain contiendra une description détaillée de ce modèle) indique encore que la probabilité d'une récession dans les 12 prochains mois est faible. De plus, la rentabilité des entreprises et leur génération de flux de trésorerie demeurent très robustes, la dynamique économique s'améliore en Chine (ce qui est bon pour les produits de base) et aux États-Unis, et les valorisations des actions sont assez intéressantes, en particulier par rapport à celles des obligations. Enfin, il ne faut pas perdre de vue qu'une baisse des taux d'intérêt est en réalité une BONNE chose pour l'économie et le marché boursier, car elle réduit le coût de financement des entreprises et des consommateurs, et accroît la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs des entreprises. C'est une importante raison pour laquelle des « actions à long terme » (c.-à-d. des actions au ratio cours/bénéfice élevé dont une grande partie de la valeur provient de flux de trésorerie lointains), comme Amazon, se sont fortement redressées depuis le début de l'année.

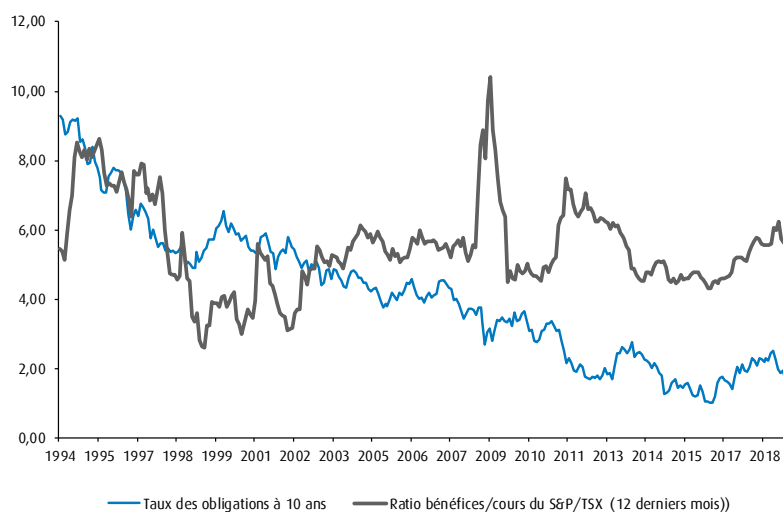
Figure 4 : Évolution du cours de l'action d'Amazon.com Inc. au cours des 6 derniers mois



Source : FactSet

Comme nous l'avons mentionné le mois dernier : « ... les bénéfices encore solides des sociétés, ainsi que la hausse des prix des produits de base attendue en 2019 font en sorte que l'écart entre le ratio bénéfices/cours (bénéfices divisés par la capitalisation boursière) des entreprises et le taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans se situe à son niveau le plus intéressant depuis longtemps ».

Figure 5 : Ratio bénéfices/cours du S&P/TSX et taux des obligations à 10 ans

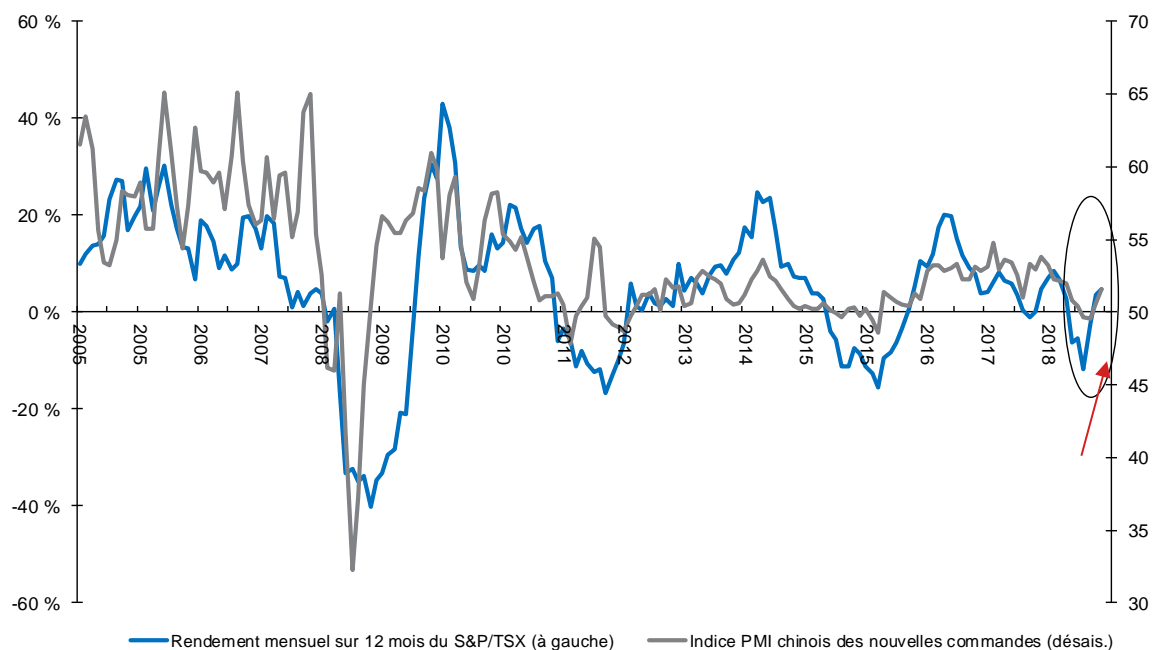


Source : Stratégie de placement de BMO pour les particuliers et Bloomberg

Nous mentionnons ces éléments pour étayer notre opinion selon laquelle surpondérer les actions demeure la chose à faire. De plus, la conjoncture reste propice, selon nous, pour que les actions canadiennes continuent de surpasser les actions américaines pour la première fois depuis 2016.

Nous rappelons que cette dernière opinion est fondée surtout sur l'amélioration de la dynamique de l'économie chinoise et, accessoirement, sur la valorisation très attrayante du marché boursier canadien. Des données publiées tout récemment montrent que les plus de 70 mesures de relance adoptées en Chine depuis le milieu de la dernière année ont commencé à faire sentir leurs effets sur les données officielles. Comme l'a signalé le groupe des Études économiques de BMO, l'indice **PMI du secteur manufacturier** officiel de la Chine³ a augmenté de 1,3 point, pour s'établir à 50,5 et dépasser le niveau de 50 pour la première fois en quatre mois. Et, cela concorde avec l'indice **PMI du secteur manufacturier de Caixin**, du secteur privé, qui a augmenté de 0,9 point, pour s'établir à un sommet de huit mois de 50,8 en mars et entrer en zone expansionniste pour la première fois en quatre mois. L'activité dans les secteurs non manufacturiers a aussi augmenté : l'indice PMI a grimpé de 0,5 point, à 54,8. Ces données montrent toutes que l'économie chinoise est revenue en territoire expansionniste, ce qui devrait soutenir les prix des produits de base et, par conséquent, le marché boursier du Canada, en même temps que ceux des pays émergents, de l'Australie, etc. Les données se sont améliorées aussi aux États-Unis, l'indice ISM des nouvelles commandes augmentant encore en février, pour atteindre 57,5, alors que la prévision consensuelle était de 55,5. Comme nos lecteurs le savent, ces données sont très importantes, car c'est la trajectoire de l'économie qui dicte l'évolution des marchés boursiers, et cette trajectoire est en train de se rétablir.

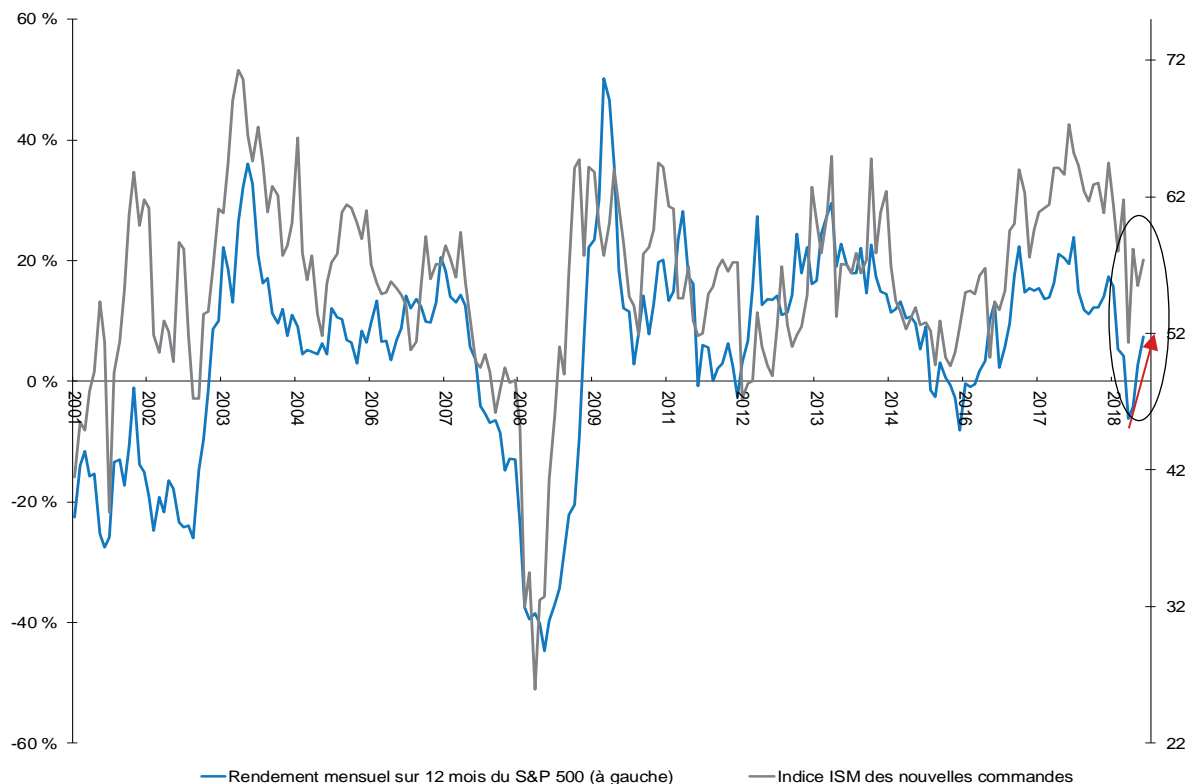
Figure 6 : Rendements mensuels (sur 12 mois) du S&P/TSX et indice PMI chinois des nouvelles commandes



Sources : Stratégie de placement de BMO pour les particuliers et Bloomberg

Figure 7 : Rendements mensuels (sur 12 mois) du S&P 500 et indice ISM des nouvelles commandes

³ Comme nos lecteurs le savent, nous attachons une grande importance à l'indice ISM (ou PMI à l'échelle internationale) en raison de son étroite corrélation avec les rendements du marché, comme l'illustre la figure ci-dessous. Les données ISM sont tirées d'une enquête menée auprès de centaines d'entreprises dans de multiples secteurs. Un résultat plus faible témoigne d'une détérioration des conditions et est un bon indicateur précurseur d'un ralentissement des ventes et de la rentabilité.



Sources : Stratégie de placement de BMO pour les particuliers et Bloomberg

Forme de la courbe des taux et rendements sectoriels

Nous avons examiné les incidences historiques de la courbe des taux sur le marché boursier – en nous concentrant sur l'écart entre les taux des titres du Trésor américain à 10 et à 2 ans – et, depuis de nombreux mois, la courbe des taux s'est aplatie, les taux à long terme ayant généralement diminué.

Notre analyse montre clairement que les investisseurs devraient s'intéresser à la forme de la courbe des taux puisqu'ils auront ainsi de bien meilleures chances de comprendre les fluctuations des actions sur plusieurs années. Bien qu'il soit vrai que le S&P 500 et le S&P/TSX se sont mieux comportés au cours de périodes où la courbe des taux s'est accentuée, certains secteurs ont produit des rendements très intéressants même lorsque la courbe s'aplatissait. Afin d'avoir une perspective historique supplémentaire, nous avons demandé à Ned Davis Research (NDR) d'analyser des données remontant à 1927, et ses résultats concordent grandement avec nos conclusions. Le contexte actuel est difficile pour les banques (elles ont plus de difficulté à accroître leurs profits en raison de la diminution des marges nettes d'intérêts) et d'autres secteurs cycliques, comme le transport et la vente au détail. Par contre, les secteurs défensifs traditionnels, comme l'immobilier, les services d'utilité publique, les produits alimentaires, les boissons, les produits pharmaceutiques et le matériel médical, se comportent bien en général dans ce genre de contexte, et nous recommandons de nombreuses actions de ces secteurs, dont CAP REIT, Chartwell, Coca-Cola, Tyson Foods, Johnson & Johnson, AstraZeneca et Medtronic. Fait intéressant, des secteurs très cycliques, comme la construction, les mines et l'énergie, ont aussi produit de bons rendements dans ce genre de contexte, ce qui soutient notre opinion haussière à l'égard du S&P/TSX.

Figure 8 : Les rendements du S&P 500 ont été meilleurs lorsque la courbe des taux s'est accentuée

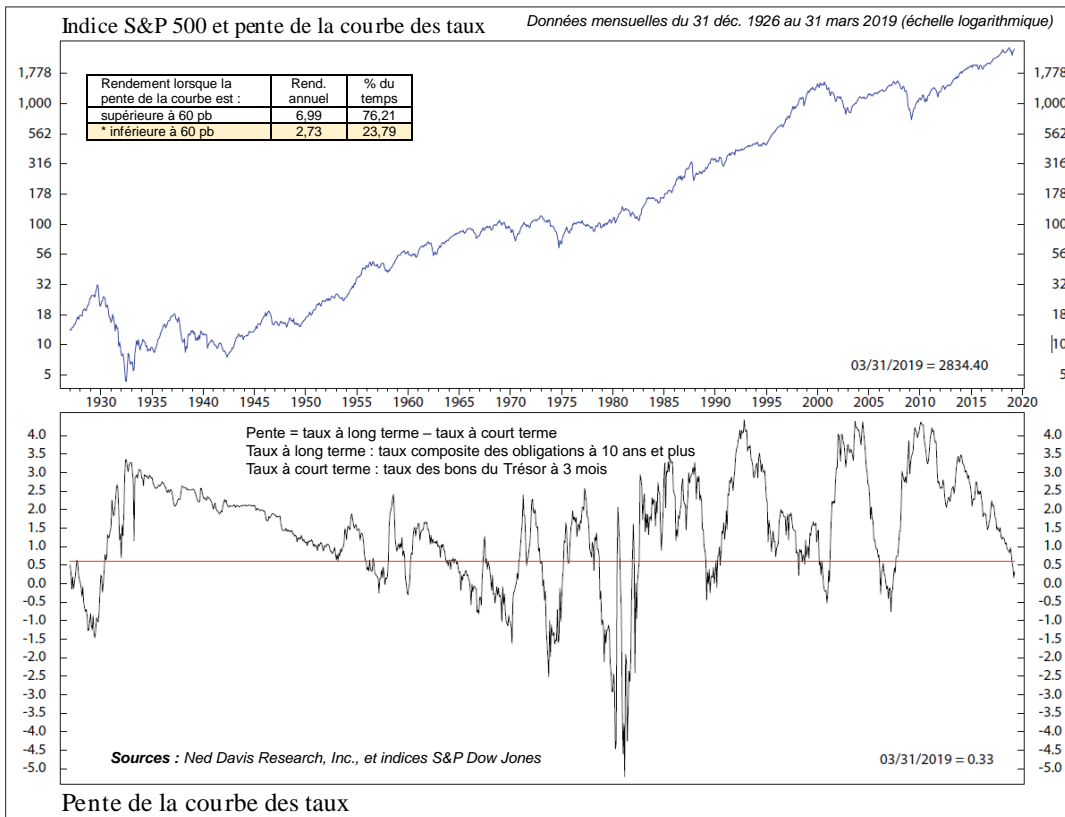


Figure 9 : Rendements des secteurs du S&P 500 lorsque la pente de la courbe des taux est inférieure à 60 points de base et supérieure à 60 points de base

S&P 500 (31/12/1926 - 31/12/2018) (% du temps)	Rendements annualisés lorsque la pente de la courbe des taux est		
	< 60bp	> 60bp	Différence
	2,73 24%	6,99 76%	-4,26
Par secteur (31/12/1926 - 31/12/2018)	1	2	3
Produits du tabac	18,1	10,8	7,3
Charbon	16,0	4,0	12,0
Matériel médical	9,7	11,8	-2,0
Produits pharmaceutiques	9,5	12,0	-2,5
Équipement de contrôle et de mesure	8,2	11,5	-3,3
Divertissement	7,9	11,1	-3,2
Pétrole et gaz naturel	7,7	10,9	-3,2
Services d'utilité publique	7,7	8,2	-0,5
Produits alimentaires	7,2	11,3	-4,1
Minerais non métalliques et minerais métalliques industriels	7,2	8,5	-1,3
Friandises et boissons gazeuses	7,1	7,4	-0,3
Bières et boissons alcoolisées	6,2	12,7	-6,4
Équipement électrique	6,1	11,0	-4,9
Conteneurs d'expédition	5,9	11,5	-5,7
Assurance	5,7	10,5	-4,8
Communications	5,4	9,6	-4,1
Banques	5,0	12,9	-7,9
Loisirs	4,7	7,6	-2,9
Produits agricoles	4,1	9,8	-5,7
Restaurants, hôtels, motels	4,1	12,0	-7,9
Imprimerie et édition	4,0	8,3	-4,3
Biens de consommation	3,7	10,7	-7,0
Matériel militaire	3,4	8,3	-4,9
Construction	3,0	8,7	-5,6
Construction navale et équipement de chemin de fer	3,0	9,8	-6,7
Vente en gros	3,0	10,3	-7,3
Commerce	2,3	11,1	-8,8
Matériaux de construction	2,3	10,9	-8,6
Ordinateurs	2,1	12,9	-10,8
Machines	2,0	11,0	-9,0
Vente au détail	1,8	13,1	-11,4
Matériel d'entreprise	1,7	12,9	-11,2
Produits du papier	1,7	8,8	-7,1
Produits chimiques	1,3	11,9	-10,6
Services aux entreprises	1,2	9,8	-8,6
Métaux précieux	1,1	3,7	-2,6
Habillement	1,0	11,3	-10,4
Aéronefs	0,5	14,8	-14,3
Caoutchouc et plastique	0,5	13,2	-12,8
Textiles	-0,2	11,3	-11,5
Sidérurgie	-0,4	7,9	-8,3
Services personnels	-0,7	10,5	-11,2
Transport	-0,7	10,4	-11,1
Soins de santé	-1,1	5,9	-7,0
Immobilier	-1,9	4,3	-6,2
Produits fabriqués	-2,2	5,1	-7,4
Matériel électronique	-3,7	13,4	-17,1
Automobiles et camions	-3,7	12,5	-16,2

Sources : Ken French, NDR Research; les indices des secteurs sont ceux des actions des bourses NYSE, AMEX et NASDAQ; pente de la courbe des taux = taux composite des obligations à 10 ans et plus - taux des bons du Trésor à 3 mois

Le point sur la juste valeur des actions

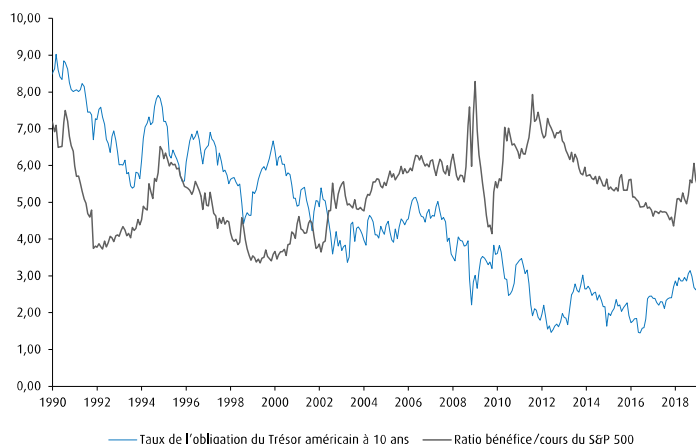
Prévoyant que les taux d'intérêt reprendront leur tendance ascendante (quoique lente) au cours des prochaines années, nous avons mis à jour nos estimations de la juste valeur des indices S&P/TSX et S&P 500 en fonction d'un taux sans risque plus élevé pour les obligations à 10 ans (que nous fixons maintenant prudemment à 4 %). Nous avons également mis à jour nos modèles en y intégrant les prévisions de BPA consensuelles pour 2019 et une prévision de croissance économique moins élevée pour les quelques années à venir afin de tenir compte du risque d'un ralentissement de l'économie. Nos estimations de la juste valeur demeurent à peu près les mêmes parce qu'une plus forte rentabilité des sociétés compense largement la hausse des taux d'intérêt.

Figure 10 : Juste valeur du S&P 500

	Valeur actualisée	% de la valeur	Croissance des bénéfices par action	Taux d'actualisation
Période 1 (2019-2022)	616,26 \$	21,3 %	6 %	10,0 %
Période 2 (2023-2027)	634,60 \$	22,0 %	5 %	10,0 %
Période 3 (2028 -)	1 638,57 \$	56,7 %	3 %	10,0 %
Juste valeur (arrondie)	2 890 \$	100,0 %	Consensus du BPA pour les 12 prochains mois Multiple final implicite	179 14,2 X
Cours actuel (29 mars 2019)	2 834 \$		Obligations à 10 ans	4,0 %
Potentiel de croissance	2 %		Prime de risque historique liée aux actions	4,5 %
			Prime de risque supplémentaire	1,5 %
			Taux d'actualisation total	10,0 %

Sources : Bloomberg et BMO Nesbitt Burns

Figure 12 : Ratio bénéfices/cours du S&P 500 et taux des obligations du Trésor américain à 10 ans



Sources : Bloomberg et BMO Nesbitt Burns

Figure 14 : Rendements globaux des secteurs du S&P 500 – Mars 2019

Rend. glob. des sect. de l'ind. S&P 500 (%)	Cumul mensuel	Cumul annuel
Technologies de l'information	4,83	19,86
Industrie	-1,14	17,20
Immobilier	4,48	16,64
Énergie	2,11	16,43
Consommation discrétionnaire	4,11	15,73
Télécommunications	2,43	13,97
Indice S&P 500	1,94	13,65
Biens de consommation de base	4,09	12,01
Services d'utilité publique	2,89	10,84
Matériaux	1,23	10,30
Finance	-2,61	8,56
Santé	0,49	6,59

Au 29 mars 2019

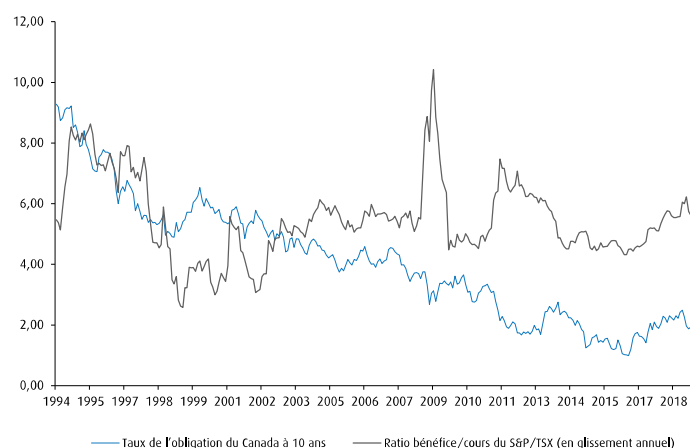
Source : Bloomberg

Figure 11 : Juste valeur du S&P/TSX

	Valeur actualisée	% de la valeur	Croissance des bénéfices par action	Taux d'actualisation
Période 1 (2018-2022)	4 333,11 \$	24,7 %	5 %	10,0 %
Période 2 (2023-2027)	4 159,37 \$	23,7 %	3 %	10,0 %
Période 3 (2028 -)	9 062,49 \$	51,6 %	2 %	10,0 %
Juste valeur (arrondie)	17 600 \$	100,0 %	Consensus du BPA pour les 12 prochains mois Multiple final implicite	1 160 12,5 X
Cours actuel (29 mars 2019)	16 102 \$		Obligations à 10 ans	4,0 %
Potentiel de croissance	9 %		Prime de risque historique liée aux actions	4,5 %
			Prime de risque supplémentaire	1,5 %
			Taux d'actualisation total	10,0 %

Sources : Bloomberg et BMO Nesbitt Burns

Figure 13 : Ratio bénéfices/cours du S&P/TSX et taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans



Sources : Bloomberg et BMO Nesbitt Burns

Figure 15 : Rendements globaux des secteurs du S&P/TSX – Mars 2019

Rend. glob. des sect. de l'ind. comp. S&P/TSX (%)	Cumul mensuel	Cumul annuel
Santé	1,96	49,12
Technologies de l'information	5,62	25,95
Immobilier	3,44	16,27
Services d'utilité publique	4,59	16,12
Énergie	-0,32	15,63
Industrie	3,64	15,25
Indice composé S&P/TSX	1,01	13,29
Biens de consommation de base	3,34	10,57
Finance	-1,22	10,41
Télécommunications	2,45	9,98
Consommation discrétionnaire	-1,03	9,81
Matériaux	2,43	8,53

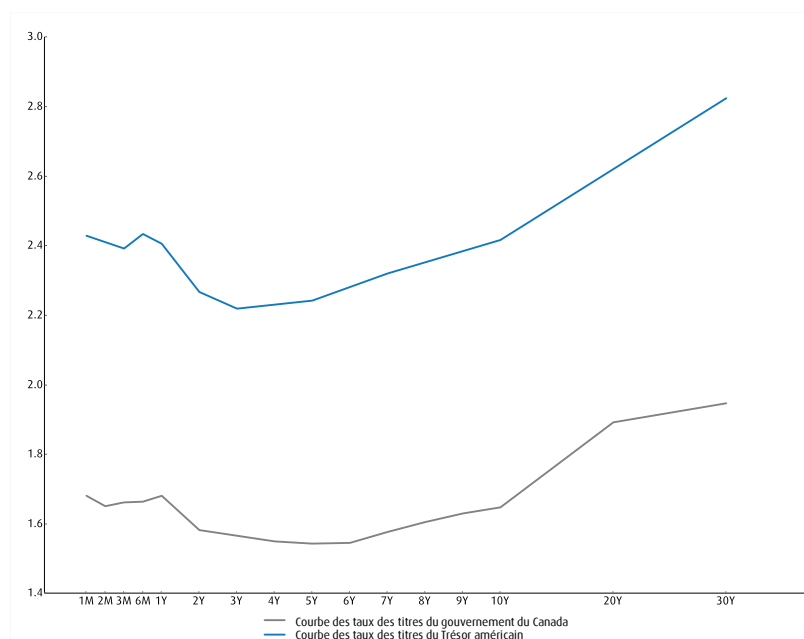
Au 29 mars 2019

Source : Bloomberg

La forme de la courbe des taux et le rendement des titres à revenu fixe

L'aplatissement des courbes de taux canadienne et américaine a eu une incidence positive sur les rendements des titres à revenu fixe au premier trimestre de 2019, du fait que les taux d'intérêt ont fortement diminué. Le ralentissement économique mondial et le fléchissement observé en début d'année en Amérique du Nord, qui ont conduit les grandes banques centrales à adopter un discours plus conciliant, ont causé la récente baisse des taux obligataires, qui a produit certains des meilleurs rendements enregistrés par les indices obligataires depuis 2015. Cependant, la forme actuelle des courbes des taux, en particulier les faibles niveaux des taux, offre des possibilités de gains limitées pour les placements dans des titres à revenu fixe, à moins que les taux d'intérêt reprennent leur tendance descendante, ce que nous ne prévoyons pas à court terme. En effet, nous continuons de penser que les taux actuels prennent déjà en compte de nombreuses éventualités négatives. De nombreux commentateurs ont été prompts à tracer des parallèles avec des épisodes précédents d'inversion de la courbe des taux et des récessions antérieures et à rappeler les baisses surprises du taux directeur de la Banque du Canada en 2015. Cependant, il nous paraît quelque peu prématuré non seulement de prévoir une récession, mais d'escompter des réductions des taux directeurs aux États-Unis et au Canada au cours des prochains trimestres.

Figure 16 : Courbes des taux canadienne et américaine

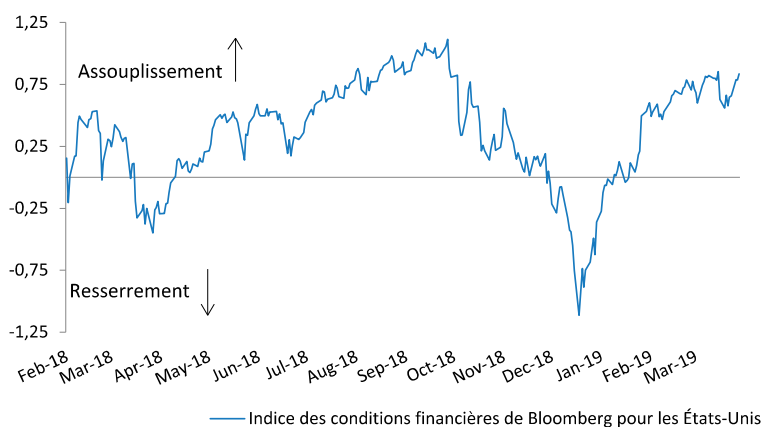


Source : FactSet

Premièrement, la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada ont marqué une pause dans leurs hausses de taux, mais elles n'ont pas signalé la nécessité de stimuler davantage l'économie, et aucun de leurs dirigeants n'a laissé entendre qu'un assouplissement de la politique monétaire était envisagé. Les deux banques centrales ont indiqué que les risques mondiaux, les guerres commerciales et des facteurs temporaires conduisent à une diminution de la croissance économique et militent en faveur d'une approche plus patiente à l'égard de la politique monétaire. Nous signalons que, puisque les taux d'intérêt à court terme réels (après déduction de l'inflation) sont tout juste positifs, voire négatifs au Canada⁴, l'économie continue de profiter de conditions financières expansionnistes.

⁴ Selon l'inflation de base de 1,90 % indiquée par la plus récente donnée et les très faibles niveaux actuels des taux des obligations du gouvernement du Canada, pour obtenir un rendement réel positif après déduction de l'inflation, un investisseur aurait besoin d'investir dans des obligations du gouvernement du Canada d'une durée supérieure à 15 ans.

Figure 17 : Indice des conditions financières de Bloomberg pour les États-Unis



Source : Bloomberg

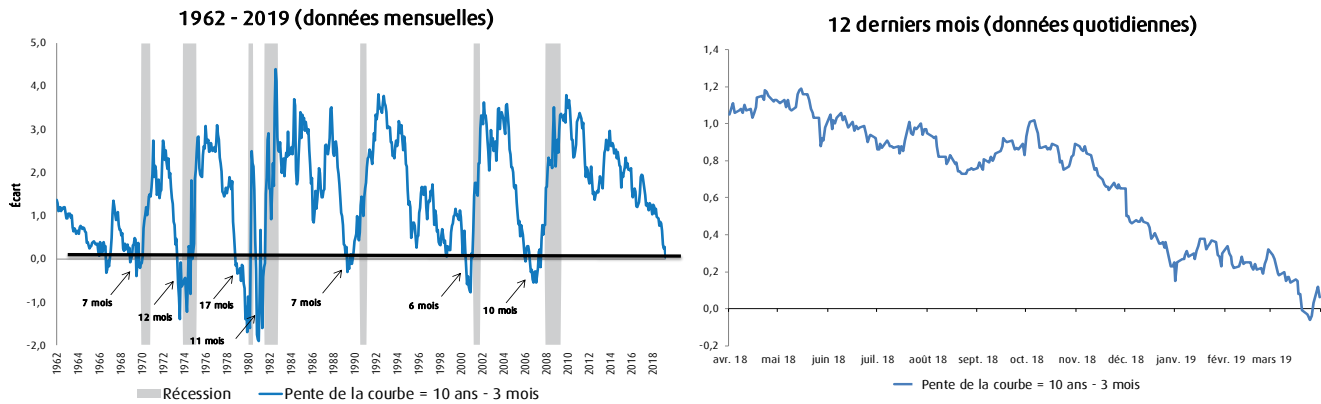
Deuxièmement, les marchés du travail demeurent robustes des deux côtés de la frontière, les faibles taux de chômage favorisant des hausses de salaires qui devraient continuer à soutenir la croissance de la consommation. Mais surtout, contrairement au précédent cycle économique, l'inflation n'a pas constitué un problème et demeure égale ou légèrement inférieure à la cible de 2 % de la banque centrale. Cela réduit le risque d'un resserrement excessif de la politique monétaire pour combattre la hausse des prix au moyen d'une décélération de la croissance économique, ce qui a souvent été la cause directe des récessions.

Troisièmement, étant donné qu'une fraction importante des obligations d'État des pays développés se négocient à des taux négatifs, nos taux plus élevés demeurent intéressants. En plus de la plupart des obligations japonaises, les titres de créance à court terme de 16 pays européens se négocient actuellement à des taux négatifs, ce qui incite les investisseurs, non seulement à se tourner vers des titres de plus longue durée, mais aussi à diversifier davantage leurs placements sur le plan géographique. La recherche de taux supérieurs, en soutenant la demande d'obligations nord-américaines, devrait continuer de contribuer à faire en sorte que les courbes des taux nord-américaines soient plus aplaties que ne le dicteraient les conditions actuelles.

Enfin, les faibles taux des obligations d'État amènent les investisseurs à prendre davantage de risques pour obtenir des rendements supérieurs, ce qui soutient non seulement les obligations de sociétés, mais tous les actifs risqués.

Bien que nous ne soyons pas des économistes, il nous paraît difficile de soutenir qu'une récession est inévitable étant donné la conjoncture économique et les conditions financières actuelles. Nous ne voulons aucunement diminuer l'importance d'une courbe de taux inversée en tant que l'un des meilleurs prédicteurs d'une récession, mais nous reconnaissons simplement que d'autres forces peuvent temporairement agir actuellement et expliquer l'aplatissement de la courbe des taux. Il ne faut oublier non plus que la courbe des taux entre 3 mois et 10 ans n'a été inversée que durant environ une semaine. Les courbes de taux inversées ont duré en moyenne entre 7 et 17 mois. Les 7 dernières récessions aux États-Unis ont toutes été précédées d'une inversion de la courbe de taux, mais toutes les inversions n'ont pas été suivies d'une récession. Cela pourrait être encore un faux signal, comme cela s'est produit au moins trois autres fois au cours des 50 dernières années.

Figure 18 : Périodes d'inversion de la courbe des taux

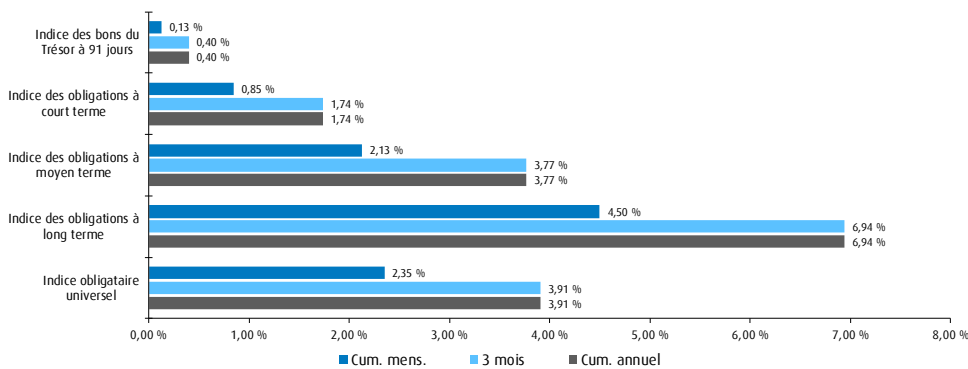


Source : Bloomberg

Une courbe de taux inversée ne cause pas ultimement une récession; c'est un symptôme d'un ralentissement de la croissance économique et un reflet des perspectives de la banque centrale. Dans le présent contexte, une croissance économique plus faible et une faible inflation soutenant une politique monétaire stable peuvent expliquer l'aplatissement de la courbe des taux. La phase d'expansion économique actuelle n'est qu'à quelques mois (en juillet) de devenir la plus longue de l'histoire, mais les cycles économiques ne meurent pas de vieillesse. Selon nous, les conditions demeurent en place pour que cette expansion se poursuive, ce qui soutient notre recommandation de continuer de surpondérer les actifs risqués.

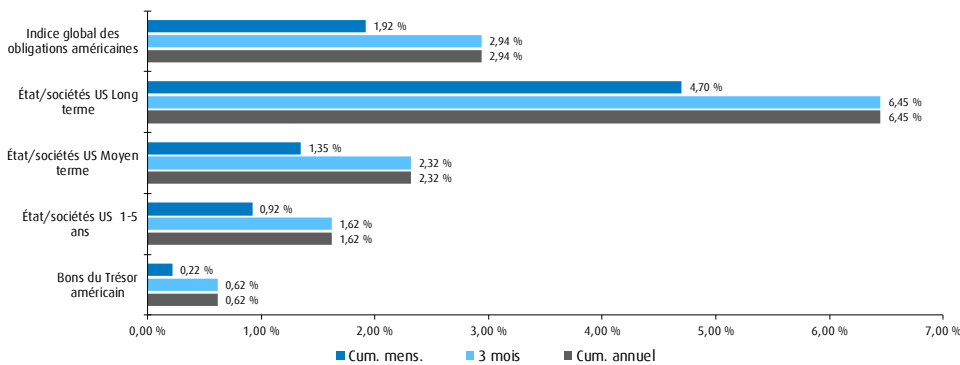
Figure 19 : Rendements globaux d'indices obligataires canadiens et américains

Canada



Source : FTSE - TMX

États-Unis



Source : Bloomberg

Déclaration générale

Les renseignements et les opinions contenus dans la présente publication ont été préparés par l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns Inc. (« BMO Nesbitt Burns »). La présente publication est protégée par les lois sur le droit d'auteur. Les opinions exprimées dans la présente publication peuvent différer de celles du Service de recherche de BMO Marchés des capitaux. Aucune partie de cette publication ou de son contenu ne peut être copiée, téléchargée, archivée dans un système de recherche documentaire ou retransmise, ni faire l'objet d'aucune forme de reproduction, d'archivage, de diffusion, de transfert ou d'utilisation, par quelque moyen que ce soit, par une tierce partie, sans l'autorisation préalable écrite de BMO Nesbitt Burns. Il est strictement interdit de communiquer ou d'utiliser, de distribuer, de diffuser ou de copier cette publication, ce message ou toute pièce jointe. Si vous avez reçu ce rapport par erreur, veuillez en informer immédiatement l'expéditeur et supprimer ou détruire ce rapport sans le lire, le reproduire ou le transférer à quiconque. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce rapport ont été établies par BMO Nesbitt Burns à la date indiquée et sont sujettes à changement sans préavis. Tous les efforts ont été faits pour assurer que le contenu du présent document est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. Cependant, BMO Nesbitt Burns ne peut donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peut être tenue responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce rapport ou de son contenu. BMO Nesbitt Burns et ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs disposer d'information ne figurant pas ici. Ce rapport n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent acheter de leurs clients ou leur vendre des titres d'émetteurs mentionnés dans ce rapport pour leur propre compte. BMO Nesbitt Burns, ses sociétés affiliées et leurs administrateurs, dirigeants ou employés peuvent détenir des positions acheteur ou vendeur sur les titres dont il est question dans le présent document, sur des titres connexes ou sur des options, contrats à terme ou autres produits dérivés desdits titres. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent assurer des services de conseils financiers et/ou de prise ferme pour certaines sociétés mentionnées dans le document et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. La Banque de Montréal ou ses sociétés affiliées (« BMO ») ont des ententes de prêts avec de nombreux émetteurs suivis par l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns ou leur offrent d'autres services rémunérés. BMO a consenti des prêts importants à certains des émetteurs mentionnés dans ce document. BMO Nesbitt Burns Inc. est une filiale en propriété exclusive de la Banque de Montréal. Diffusion des rapports : Les rapports de l'Équipe conseil Portefeuilles de BMO Nesbitt Burns sont mis simultanément à la disposition de tous les conseillers en placement BMO Nesbitt Burns. Indications additionnelles : AUX RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS : Tout résident des États-Unis désirant effectuer une opération sur les titres mentionnés dans ce document doit le faire par l'intermédiaire de BMO Capital Markets Corp. (« BMO CM ») et/ou BMO Nesbitt Burns Securities Ltd. (« BMO NBSL »). AUX RÉSIDENTS DU ROYAUME-UNI : Le contenu de ce rapport est uniquement destiné à l'usage des personnes citées dans la partie VI du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001, et ne peut être publié ou remis qu'à celles-ci. BMO Gestion de patrimoine est le nom commercial d'un groupe de sociétés comprenant la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées, y compris BMO Nesbitt Burns Inc., qui fournissent des produits et des services de gestion de patrimoine.

BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières.

BMO CM et BMO NBSL sont membres de la SIPC. ^{MD} BMO et le médaillon contenant le M souligné sont des marques de commerce déposées de la Banque de Montréal, utilisées sous licence. ^{MD} « Nesbitt Burns » est une marque de commerce déposée de BMO Nesbitt Burns Inc. Si vous êtes déjà client de BMO Nesbitt Burns, veuillez vous adresser à votre conseiller en placement pour obtenir de plus amples renseignements.