

BMO NESBITT BURNS



## Morin Dupont & Associés

Des conseils judiciaires et  
un service exceptionnel

Avril 2012

### Bulletin # 47 (Extrait)



## Réminiscence

1501 McGill College, Suite 3000, Montréal, Québec, H3A 3M8  
(514) 282-5828 or 1-800-363-6732  
[www.morindupont.com](http://www.morindupont.com)

# Table des matières

## ❖ L'économie et revue des marchés

- Commentaire de Pierre
- Conclusion

## ❖ Répartition d'actif recommandée

- Portefeuille équilibré
- Portefeuille de revenu

## ❖ Revue et analyse du portefeuille modèle

### Placements producteurs de revenus (tableau)

#### Actions canadiennes et choix de secteurs

1. Biens de consommation courante
2. Énergie (pétrole et gaz)
3. Finance, immobilier et sociétés de gestion
4. Industrie, transport (ferroviaire) et ingénierie
5. Matières de base et autres ressources
6. Technologies de l'information et de la communication
7. Services publics et pipelines

#### Actions américaines

1. Santé, biens de consommation courante, consommation discrétionnaire
2. Technologie de l'information
3. Industrie

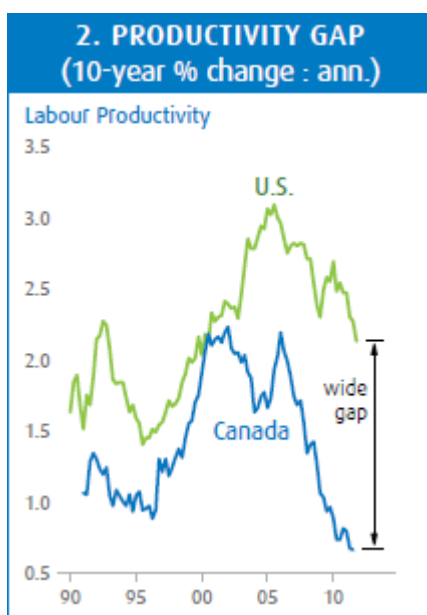
#### Au radar

## ❖ Tableaux et graphiques

- Performances historiques et indices de référence

Vous vous rappelez de 1997? En 1997, le TSX gravitait autour des 6000 points, le Dow Jones s'élevait à 7000 points, le taux fixe d'un emprunt hypothécaire de cinq ans jouait autour de 7 %, et le dollar canadien, qu'on avait rebaptisé le « peso » canadien, ne valait qu'environ 72 cents par rapport au billet vert. Alors que le Canada de Jean Chrétien, l'échine pliée sous le poids d'une dette considérable, tentait de se désenbourber avec l'aide du ministre des Finances, M. Paul Martin, le président américain Bill Clinton, lui, était impliqué dans un scandale sexuel... On racontait que sa popularité chutait plus rapidement que son pantalon! Pour bien faire et faciliter la tâche aux deux dirigeants, l'année 1998 a vu naître une crise financière en Asie qui a eu des effets dévastateurs sur l'économie du monde occidental qui peinait, à remonter la pente. Et pourtant, 1998 s'est révélé le meilleur point d'entrée tant pour le marché américain que pour le marché canadien. La fortune a de nouveau sourit à Bill Clinton, qui est parvenu à instaurer de nouvelles politiques budgétaires et à s'attaquer au déficit, réussissant à dégager un surplus de 400 milliards de dollars dans un contexte de croissance économique durant sa dernière année au pouvoir (en 2000). Entre-temps, le « dynamique duo » du Canada s'apprêtait à éliminer le déficit du pays pour dix années consécutives en plus de réduire considérablement la dette et ouvrant la voie à une performance qui serait supérieure à celle de la plupart des marchés boursiers du monde. Ce qui est paradoxal dans ce cas est que ce sont les Libéraux qui ont comprimés les dépenses et réduit la dette du pays, faisant grimper la valeur du dollar canadien et attirant les investissements étrangers. Et ce sont précisément les initiatives budgétaires de M. Martin qui, en 1997, nous ont poussés à vendre quatre titres américains sur cinq du portefeuille modèle. Avec du recul, nous avons probablement pris la décision de vendre un an trop tôt, comme le marché américain a nettement surperformé le marché canadien et le huard a continué sa glissade pour atteindre 63 cents en 1998. En 1999, toutefois, le dollar canadien a commencé à rebrousser chemin, grimpant lentement mais sûrement de son creux de 63 cents au niveau où il se trouve aujourd'hui, alors que bon nombre d'économistes et d'experts en devises prévoyait un huard à 50 cents. Que de souvenirs! N'oubliez pas que lorsque le dollar ne valait que 63 cents, il en coûtait presque 1,60 \$ aux Canadiens pour acheter un dollar US – une prime de 60 % - ce qui signifiait aussi que, pour les investisseurs canadiens, les titres américains s'achetaient à une prime de 60 %! Il devient très difficile de surperformer lorsqu'on doit abandonner 60 % comme ça, d'entrée de jeu... Mais contre vents et marées, le huard a repris tout le terrain perdu et même plus, atteignant la parité avec le dollar américain en 10 ans. Il était donc préférable de rester investi au Canada. Or, maintenant que le dollar est au pair, il faut se demander si ce niveau est viable. La situation pourra-t-elle durer? Pouvons-nous encore concurrencer? Bien sûr que nous le pourrions... si nous étions aussi productifs que nos voisins du sud. Malheureusement, nous ne le sommes tout simplement pas. (graphique 1)

## Graphique 1



Source: BMO Marchés des capitaux

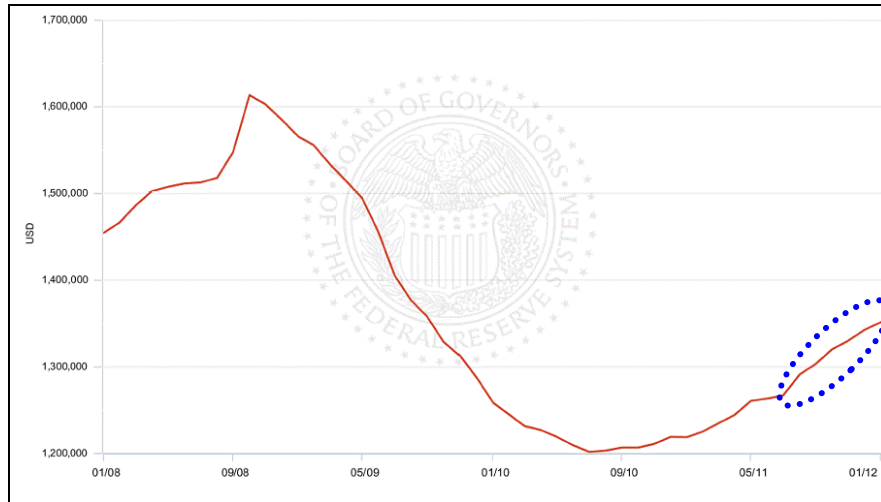
À l'époque, nous n'avions pas besoin d'être productifs, notre devise nous donnait un avantage. Voilà une des raisons pour lesquelles des entreprises américaines ont établi des usines de fabrication ici au Canada : pour elles, nous étions tout comme un pays du tiers monde, mais un pays du tiers monde qui lui occasionnait des frais de transport moins élevés et qui lui offrait une main-d'œuvre de qualité. Cela vaut-il encore aujourd'hui? Alors que le taux de chômage aux États-Unis s'élève à 8,3 %, une main-d'œuvre de qualité se trouve à portée de main. Et puisque le dollar oscille autour de la parité, l'escompte de l'époque a disparu. Ajoutons à cela un prix de 106 \$ pour un baril de pétrole et il devient aisé de comprendre pourquoi les États-Unis sont redevenus casaniers!

L'entreprise américaine est toujours axée sur les bénéfices. Compte tenu de la faiblesse persistante du revenu disponible des consommateurs, la réduction des coûts, la consolidation des activités et l'investissement dans la technologie permettant d'accroître l'efficacité et la productivité sont devenus seconde nature au sud de la frontière. Voilà pourquoi de nombreuses entreprises américaines ont soit fermé leurs portes ici ou y ont grandement retranché leurs activités dernièrement, tendance qui est appelée à se poursuivre. Les Electrolux, Olymel, Mabe, La Senza et Aveos d'aujourd'hui sont un signe des temps à venir. Résultat? Les données économiques canadiennes seront sans aucun doute moins luisantes que les résultats américains, ce qui aura inévitablement un effet négatif sur la devise canadienne. En fait, BMO Nesbitt Burns et la Banque du Canada prédisent une croissance plus lente du PIB au Canada qu'aux États-Unis en 2012 et 2013, pour la première fois depuis dix ans. Je persiste à croire que le huard perdra des plumes, cela me semble inévitable, mais il se peut fort bien que la tendance mette du temps à s'établir. Néanmoins, si on regarde trois ou cinq ans à l'avenir, la parité du dollar canadien avec le dollar américain ne peut durer. Il est vrai que le système bancaire américain n'est pas aussi robuste que le nôtre aujourd'hui et que les prix des marchandises et du pétrole devraient demeurer élevés – ce qui aide à soutenir le dollar canadien. Il est également vrai que nous sommes une des dernières nations du monde dont les obligations d'État sont toujours notés AAA. Alors peut-être

que, tout comme en 1997, mes prévisions sont une fois encore prématurées, mais je crois que nous sous-estimons tous la capacité des États-Unis de faire sortir le monde de la récession et de nous surprendre par la vigueur de sa reprise et de ses marchés.

Comme vous le savez, les deux piliers d'une économie axée sur la consommation sont le système bancaire de celle-ci et l'immobilier. Pour demeurer en affaires, les banques doivent prêter, et on constate enfin que les activités de prêt ont commencé à reprendre de la vigueur aux États-Unis (graphique 2).

**Graphique 2**



Source: BMO Marchés des capitaux

Les banques tirent leurs gains de l'écart entre ce qui leur en coûte d'emprunter à la Banque centrale (le taux frôle 0 % en ce moment) et les taux qu'elles perçoivent sur les prêts qu'elles consentent. Elles emploient aussi les dépôts – à l'égard desquels elles versent des intérêts ridiculement peu élevés – pour prêter à des taux plus élevés. La Réserve fédérale américaine (Fed) maintient artificiellement son taux directeur à un niveau très faible dans l'espoir d'aider les banques à charte à rebâtir leur assise financière et stimuler la confiance des consommateurs. Voilà le pari de Ben Bernanke. La Fed est aussi intervenue en mettant en œuvre deux séries de mesures d'assouplissement quantitatif (également connues sous le nom d'AQ1 et AQ2), suivies de son « Opération Twist », pour aider les banques à radier leurs créances irrécouvrables et à réduire considérablement le « taux de délinquance », c'est-à-dire le nombre de comptes en souffrance. À titre d'exemple, grâce à l'Opération Twist, le taux d'intérêt fixe d'un emprunt hypothécaire de 30 ans est maintenant de 3,75 % aux États-Unis. De nombreux ménages américains qui n'étaient plus en mesure de faire leurs versements hypothécaires et qui ont dû mettre leur maison à vendre peuvent maintenant refinancer leur emprunt à un taux fixe de 3,75 % pour 30 ans et garder leur maison. Ainsi, les stocks d'habitations résidentielles diminuent, ce qui aide à stabiliser le marché immobilier et entraînera éventuellement une hausse des prix. La plupart des banques américaines sont prises avec d'énormes portefeuilles d'immeubles résidentiels ayant fait l'objet de forclusion, immeubles qui leur coûtent une fortune en frais d'entretien. En plus de l'impôt foncier, les banques doivent acquitter les frais de chauffage et d'entretien et une multitude d'autres frais administratifs connexes. Un taux d'intérêt fixe de 3,75 % pour 30 ans pourrait fort bien aider à libérer les banques de ces coûteux portefeuilles, que des tiers acquerront à escompte, ce qui aurait pour double effet d'améliorer la situation financière des banques et de raffermir le marché de l'habitation résidentielle. Il

s'ensuivrait probablement une autre série de radiations importantes pour les banques, mais la voie serait alors préparée pour un nouveau départ. Pour ce qui est des tiers acheteurs, ces derniers pourraient rapidement réduire les surplus immobiliers étant donné l'escompte qu'ils auraient obtenu à l'achat de tous ces biens immobiliers en difficulté. Un tel scénario serait l'aboutissement d'une Opération Twist réussie. Non seulement le système bancaire se retrouverait-il sur un terrain plus ferme, mais la confiance des investisseurs se rétablirait tout comme celle des consommateurs qui verraient leur principal actif (leur maison) recommencer à prendre de la valeur. Avec ce regain de confiance, les entreprises devraient se sentir moins réticentes à accélérer l'embauche, à investir dans de nouvelles immobilisations et à accumuler des stocks. Un tel revirement n'est toutefois réalisable que si les deux piliers – les banques et l'immobilier – ont retrouvé de solides assises. Les jalons ont été posés, les conditions propices à l'amorce d'une relance qui s'alimente de soi-même sont réunies. Résultat? Une augmentation de la création d'emplois, une croissance plus rapide et, au final, des recettes fiscales plus élevées pour l'État. Ce ne sera qu'à ce moment que nous pourrons commencer à aborder la question de réduction du déficit et, peut-être, songer à des mesures d'austérité... quoique les Américains trouvent souvent de tels propos fort indigestes.

Les marchés financiers n'ont pas très bien accueilli l'Opération Twist lorsqu'elle a été mise en place en août dernier, celle-ci n'étant pas perçue comme une solution à court terme comme l'étaient l'AQ1 et l'AQ2. Pourtant, grâce à elle, le renforcement des assises sur lesquelles reposent nos deux piliers devenait possible, ce qui aura un effet bien plus durable sur la confiance et, de ce fait, sur l'économie.

On peut constater un raffermissement de quelques indicateurs immobiliers aux États-Unis depuis quelques trimestres (se reporter au graphique 3), modeste, peut-être, mais engagée dans la bonne direction.

**Graphique 3**

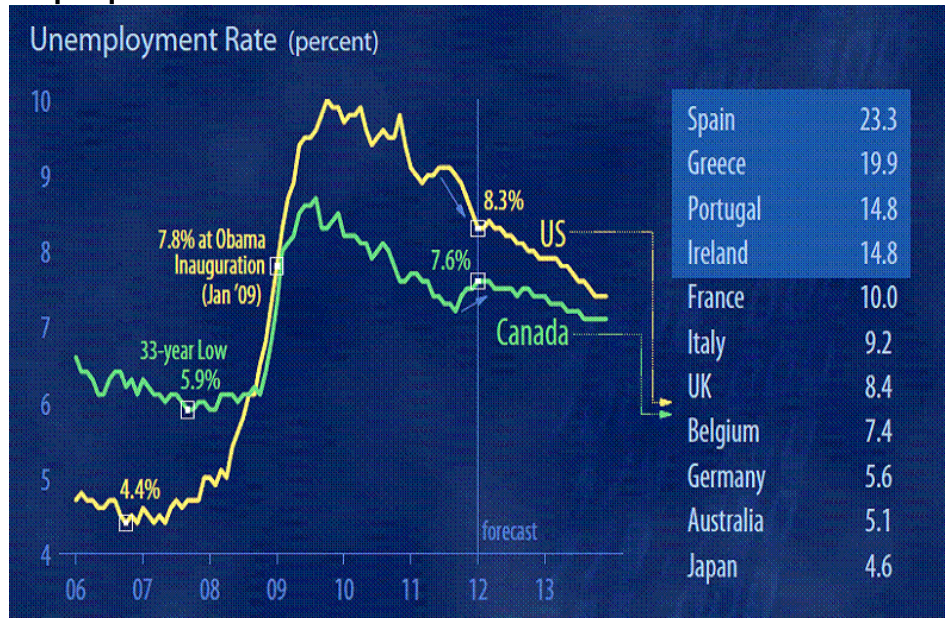


Source: BMO Marchés des capitaux



4). Les taux de chômage montrent également des signes d'amélioration (graphique 4).

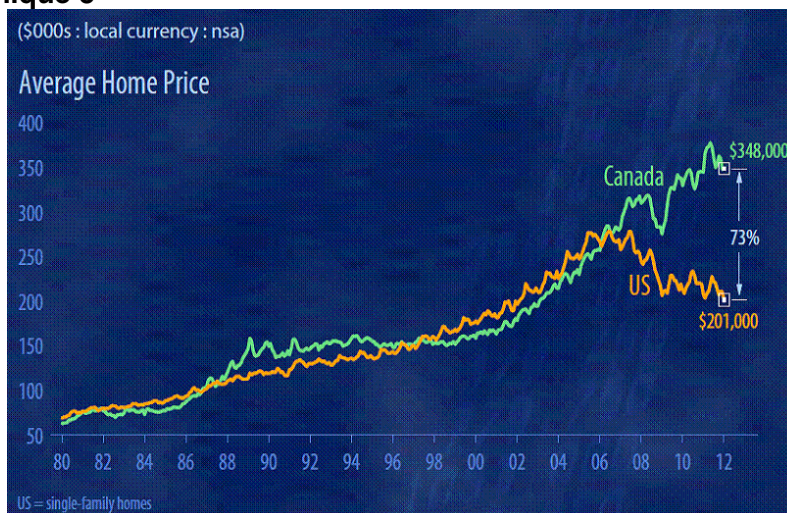
**Graphique 4**



Source: BMO Marchés des capitaux

Par ailleurs, les banques américaines ont su bien tirer leur épingle du jeu lors des tests de résistance sur les fonds propres menés par la Fed le 14 mars dernier auprès de dix-neuf banques du pays, alors que seulement quatre d'entre elles ont échoué. Les 15 autres banques ont reçu le feu vert et peuvent désormais relever leur dividende et recommencer à racheter leurs propres titres. Il est encore très tôt, mais tous ces signes sont positifs pour l'économie américaine. Le graphique 5 montre l'ampleur de l'écart entre les prix moyens d'habitations au Canada et aux États-Unis.

**Graphique 5**



Source: BMO Marchés des capitaux

Où croyez-vous se trouve la meilleure valeur? Si on pense à plus long terme, la réponse semble évidente. Mais que penser des actions? Sont-elles aussi bon marché que semble l'être l'immobilier? Peut-être pas mais, si on regarde les données historiques,

elles sont en effet bon marché. Le graphique 6 montre le cours relatif de titres américains comme multiple du bénéfice par action (le ratio cours-bénéfice ou RCB) depuis 20 ans.

**Graphique 6**



Source : Bloomberg

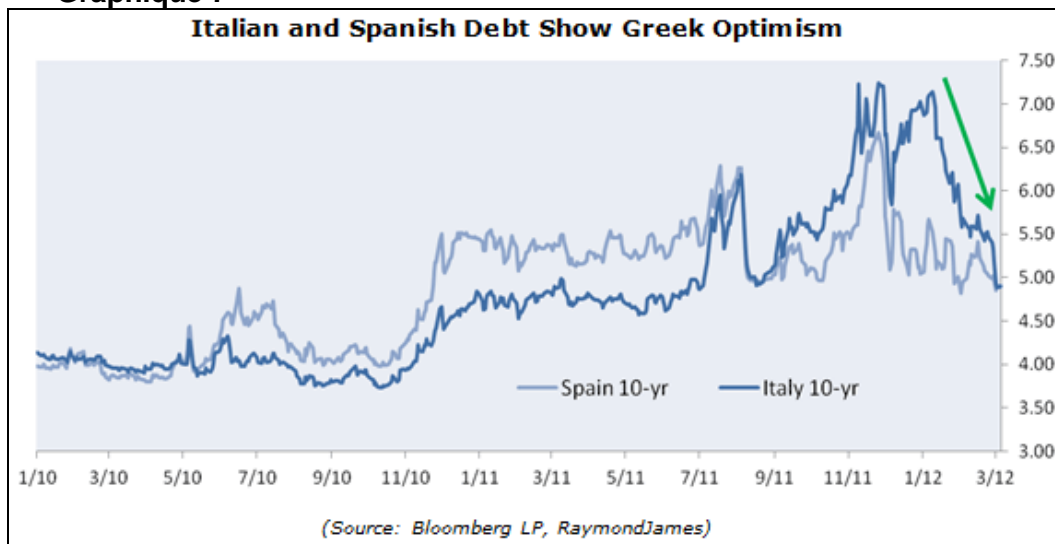
En fait, le RCB moyen des titres américains au cours des 35 dernières années joue autour de 17 à 18 fois. Aujourd'hui, selon le S&P500, le RCB moyen s'élève à environ 13 fois. Entre-temps, comme nous le mentionnions dans notre précédent bulletin, les sociétés américaines n'ont jamais été en meilleure santé financière. Nombreuses sont celles qui ont réduit considérablement leur endettement et qui ont accumulé des fonds en attendant que des occasions intéressantes se présentent. Le gouvernement américain apprécierait certainement qu'elles décident d'investir de façon plus dynamique, mais le dirigeant averti attendra d'abord de voir que les consommateurs ont eux aussi retrouvé la santé. La Fed s'ingénie à accélérer le processus de désendettement en multipliant les mesures comme l'Opération Twist, mais celles-ci prennent du temps à produire leur effet, ce qui permet aux investisseurs fûtés d'accumuler de bons titres à des prix relativement faibles sur une période plus longue, stratégie gagnante à condition d'être patient. Pour ce qui est des investisseurs canadiens, la situation pourrait être encore plus alléchante ... Prenons un exemple. Supposons que nous achetons un titre américain de bonne qualité versant un dividende prévisible et viable de 3 % en investissant dans une entreprise ayant peu ou pas d'endettement et des réserves considérables. Supposons aussi des prévisions de croissance de 5 % par année, et nous obtenons un rendement global autour de 8 %, toutes proportions gardées. Supposons maintenant que le huard a perdu quelques plumes et joue autour des 90 cents dans trois ans (ce qui constitue une hypothèse assez audacieuse, nous l'avouons). Cela se traduirait par un rendement supplémentaire de 3,3 % par année, pour un rendement annuel global de 11,3 %. Supposons enfin que le RCB croît pour atteindre la moyenne des 35 dernières années de 17, et votre taux de rendement annuel surpasserait les 20 %. Cela fait beaucoup de « si », il est vrai, mais comme nous le savons tous, il est bien plus facile de gagner de l'argent lorsqu'on achète à un prix faible alors que les temps sont durs que d'embarquer dans la danse quand tout le monde est déjà au bal et que les titres sont chers.



## PIERRES D'ACHOPPEMENT

On nous rabat les oreilles avec une multiplicité de problèmes depuis plus de deux ans maintenant – la Grèce, les pays qu'on surnomme PIGS (Portugal, Italie, Grèce et Espagne), la crise en Europe, la crise de la dette souveraine, la récession chinoise, et j'en passe. Tous ces problèmes ont trouvé solution ou, du moins, sont en voie d'être réglés. Bien sûr qu'il existe des risques, mais voilà précisément pourquoi les titres sont bon marché. Même si la Banque centrale européenne (BCE) a tardé à s'attaquer aux problèmes, aujourd'hui elle augmente les liquidités et stabilise le système bancaire au moyen d'une deuxième intervention sans précédent qui injecte 529 milliards d'euros de plus sous la forme de prêts sur trois ans dans le cadre d'une opération de refinancement à long terme (*long-term refinancing operation*, ou *LTRO*) des banques privées. La mesure met fin à la possibilité d'un défaut désordonnée de la Grèce à court terme et soutient l'activité bancaire dans la région. Le fait de reporter un éventuel défaut de la Grèce aide à concrétiser un mécanisme de défense pour éviter la contagion et d'éventuels échecs en cascades à plus long terme. Personnellement, je crois que la Grèce s'en porterait mieux si elle n'était plus membre de l'Union européenne – elle devrait certes composer avec une monnaie plus faible, mais elle pourrait s'armer d'une politique et de contrôles budgétaires plus robustes, ce qui permettrait à son secteur de la fabrication d'attirer des investissements. Depuis quelque temps les marchés obligataires sont bienveillants à l'égard de l'Italie et de l'Espagne à la suite des plus récentes interventions de la BCE, abaissant considérablement les rendements obligataires (consultez le graphique 7).

**Graphique 7**



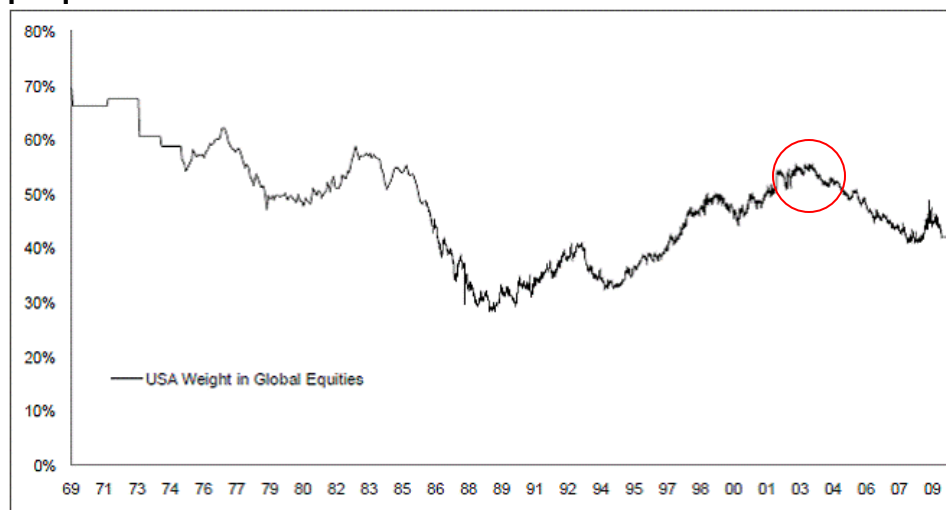
Aux États-Unis, l'épineuse question du plafond de la dette referra surface tôt ou tard –certainement avant le prochain bulletin – alors que Républicains et Démocrates se battront pour aboutir au même résultat, mais en employant des armes différentes. À l'issue du combat, il faudra s'attendre à ce que les deux adversaires aient fait quelques compromis, ce qui sera splendide pour l'environnement, autant du point de vue économique qu'écologique. En effet, il existe des quantités sans précédent de liquidités disponibles (grâce aux politiques monétaires souples instaurées pour éviter la déflation ou une dépression) pouvant être investies dans toutes sortes de projets d'infrastructure et de développement et aider à tirer le monde de la récession.

Un dernier écueil, mais non le moindre : la croissance des coûts de l'énergie pourrait faire dérailler l'économie. Voilà pourquoi la situation avec l'Iran est si critique. La décision prise par l'Arabie saoudite de compenser le manque à gagner découlant de l'embargo iranien aidera à court terme, mais nous savons tous que, plutôt que de se préoccuper de l'offre, les États-Unis devraient s'ouvrir aux énergies de remplacement. Le gaz naturel est si abondant aux États-Unis que son cours a chuté à son niveau le plus faible en 15 ans pour atteindre 2,25 \$. Comme nous l'avons déjà mentionné dans des numéros précédents, la conversion au gaz naturel de huit millions de semi-remorques à 5 essieux (18 roues) qui carburent actuellement au diésel aurait pour effet de réduire la dépendance des États-Unis sur le pétrole importé de 60 %, ce qui aidera à diminuer les prix et à soutenir l'économie axée sur la consommation. Il s'agirait à n'en pas douter d'une mauvaise nouvelle pour les producteurs de pétrole canadiens, mais d'une très bonne nouvelle pour les producteurs de gaz. Une exposition équilibrée aux deux secteurs nous appert donc non seulement judicieuse mais nécessaire.

## CONCLUSION

Compte tenu de l'amélioration des indicateurs économiques et des valorisations attrayantes, nous sommes optimistes quant aux perspectives du marché d'ici les trois à cinq prochaines années. Malgré cet optimisme, nous savons qu'il existe d'importants obstacles, mais nous pensons disposer d'un délai suffisant pour y faire face, délai qui permettrait aux banques centrales et aux gouvernements, tant aux États-Unis qu'en Europe, de se doter des outils nécessaires pour relever les défis à venir. Comme les États-Unis ont pris les devants, commençant à recapitaliser leur système bancaire dès 2008, le pays est bien placé pour émerger de la récession et saisir les occasions qui se présentent avant bien d'autres nations. En 2000 et encore en 2004, j'ai fait référence à la place qu'occupaient les États-Unis dans l'indice MSCI (Morgan Stanley International Index) à titre d'indicateur de momentum, expliquant la notion dans les bulletins de l'époque. Vous vous rappelez? Au début du nouveau millénaire, la pondération des États-Unis avait atteint un niveau record, près de 56 % de l'épargne totale du monde (graphique 8).

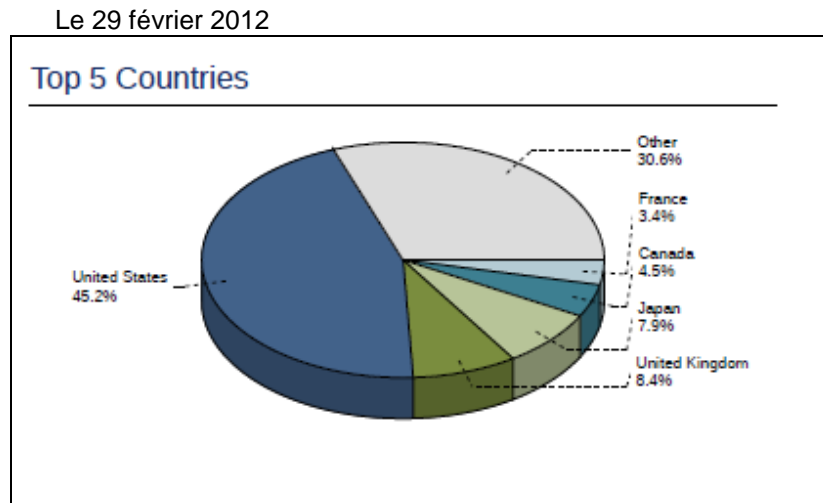
**Graphique 8**



Source: MSCI Barra. The USA weight represents the market capitalization weight of the MSCI USA Index in the MSCI World Index until 1987, and its weight in the MSCI ACWI Index since then.

À la fin de 2010, la pondération avait chuté à 41,4 %, près d'un creux de 15 ans. En février 2012, cette pondération avait progressé un brin, atteignant 45,2 % et cette tendance à la hausse est probablement enclenchée maintenant (graphique 9).

### Graphique 9



Source: MSCI Barra

L'observation qui retient l'attention ici est qu'alors que les États-Unis mèneront le monde hors de la récession, forts de marchés boursiers à valorisations intéressantes et de rendements obligataires peu attrayants, le monde entier, avec des surplus inouïs de liquidités en coulisse cherchera sans aucun doute de meilleurs endroits où investir... Selon la Fed, les liquidités aux États-Unis, composées des dépôts en monnaie locale et étrangère dans les comptes chèques et des dépôts dans les comptes d'épargne, s'élèvent à plus de 1,3 milliard de dollars US, tandis que les dépôts totaux canadiens s'élèvent à près de 259 milliards de dollars. Les marchés boursiers américains deviendront vraisemblablement la destination de choix pour beaucoup, à l'échelle mondiale.

La combinaison de cet excès de liquidités et l'exode probable du marché obligataire, en supposant une augmentation des taux sur les obligations long terme, pourrait être l'élément déclencheur qui propulserait l'expansion des multiples cours/bénéfices.

Comme Canadiens, bon nombre de nos entreprises profitent de l'expansion des marchés, que ce soit aux États-Unis ou chez les économies émergentes. Toutefois, certains secteurs d'activité ne sont pas bien représentés au Canada, ce qui a pour effet de limiter nos choix. Nous pensons donc que le moment est venu d'ajouter à notre portefeuille modèle quelques titres américains qui complètent nos placements canadiens, surtout comme le dollar canadien a atteint la parité. L'an dernier, nous avons ajouté deux titres américains, un dans le secteur des soins de santé, l'autre dans le secteur de la technologie. Récemment, nous en avons ajouté un dans le secteur de la consommation de base, et un autre dans le secteur des matériaux. Nous songeons à ajouter un titre dans le secteur des télécommunications et soit un titre industriel, soit un titre bancaire dans un proche avenir. En ce moment, une pondération variant de 15 % à 17 % dans le secteur des services financiers nous convient, et nous sous-pondérons légèrement le secteur immobilier (5 %) au profit des assureurs. La pondération des titres

bancaires est neutre pour le moment. Nous réduirons vraisemblablement notre exposition aux services publics à moins de 10 % au cours des mois à venir.

Nous maintenons la pondération du secteur de l'énergie à environ 10 % tout en prévoyant une exposition minimum de 3 % au secteur du gaz naturel pour tous. Nous pourrions augmenter légèrement la pondération du secteur des télécoms avec l'ajout d'un titre américain, sans toutefois dépasser le seuil de 7 %. Au chapitre des matériaux, nous conservons une pondération de 5 % du secteur aurifère avec une exposition aux métaux de base bien que nous privilégions les titres agricoles. La pondération globale de ce secteur devrait jouer autour de 10 %. Alors que les industrielles, y compris le transport, représentent une pondération d'environ 8 %, tous les autres secteurs, notamment la consommation de base et discrétionnaire, la technologie et les soins de santé, représentent moins de 5 % chacun.

Alors que nous entamons notre 30<sup>e</sup> année de service dans l'industrie, il nous semble que les réminiscences sont devenues un réflexe de plus en plus fréquent dans bien des situations. Espérons que cette habitude nous sera utile pour l'avenir.

## RÉPARTITION DE L'ACTIF

### Portefeuille de revenu

### Portefeuille équilibré

Oct. 2011	Avr. 2012		Oct. 2011	Avr. 2012
20%	15%	LIQUIDITÉS (OÉC, OÉQ, B.DU T.)	15%	10%
50%	50%	REVENU FIXE (OBLIGATIONS)	35%	35%
15%	15%	DÉBENTURES CONVERTIBLES ET AUTRES TITRES REVENU	15%	15%
10%	10%	ACTIONS	25%	25%
5%	10%	TITRES ÉTRANGERS	10%	15%

Mise en garde : sous réserve d'une évaluation du profil d'investisseur de chaque client

**Sources :**

Portefeuille dirigé d'actions canadiennes, mars 2012  
Rapports de recherche sur les actions, BMO Marchés des capitaux  
Before the Bell  
Basic Points  
Wall Street Journal  
National Post  
Globe & Mail  
Thomson Reuters  
Investing on Merit  
Recherche Standard & Poor  
Sites Web d'entreprises  
Dundee Wealth Management Economic Monitor Feb 2012

\*Extraits tirés du Portefeuille dirigé d'actions canadiennes, mars 2012

Les opinions, estimations et projections contenues dans ce document ont été établies par l'auteur à la date indiquée. Elles sont sujettes à changement sans préavis et ne reflètent pas forcément celles de BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI»). Tous les efforts ont été faits pour assurer que le contenu est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. BMO NBI peut cependant disposer d'information n'y figurant pas.

Toutefois, ni l'auteur ni BMO NBI ne peut donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peut être tenu responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. Ce document n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'achat de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. BMO NBI, ses sociétés affiliées et/ou leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent à l'occasion acheter, détenir ou vendre les titres mentionnés ici en qualité d'agent ou pour leur propre compte. BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd («BMO Nesbitt Burns») peuvent, pour leur propre compte, acheter aux clients ou vendre à ceux-ci des titres d'émetteurs mentionnés ici. BMO Nesbitt Burns, ses sociétés affiliées, leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent avoir une position acheteur ou vendeur à l'égard de ces titres, des titres connexes ou des options, contrats à terme ou autres instruments dérivés. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs assurer des services de conseils financiers ou de prise ferme pour des sociétés émettrices mentionnées ici et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. Une relation de crédit importante peut exister entre la Banque de Montréal ou ses sociétés affiliées et certains des émetteurs. BMO NBI est une filiale en propriété exclusive de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée, elle-même filiale indirecte de la Banque de Montréal. Tout résident des Etats-Unis souhaitant effectuer des opérations sur des titres dont il est question ici doit le faire par l'intermédiaire de BMO Nesbitt Burns Corp. et/ou BMO Nesbitt Burns Valeurs mobilières Ltée. Membre-Fonds canadien de protection des épargnants.

<sup>MD</sup> «BMO (le médaillon contenant le M souligné)» est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. <sup>MD</sup> Nesbitt Burns est une marque déposée de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée, utilisée sous licence. BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée sont des filiales indirectes de la Banque de Montréal.

Si vous êtes déjà client de BMO Nesbitt Burns, veuillez contacter votre conseiller en placement pour obtenir de plus amples informations.

**Membre-Fonds canadien de protection des épargnants**