

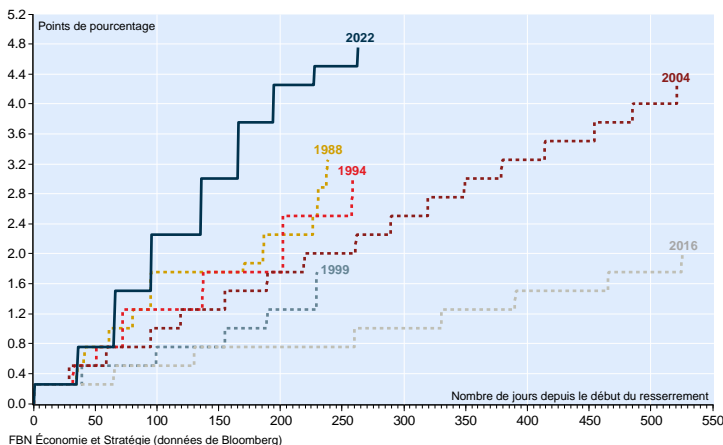
La crise bancaire aux États-Unis : le pire est-il passé?

Par Jocelyn Paquet

Nos lecteurs les plus assidus se souviendront des mises en garde que nous avons formulées dans le passé concernant les effets potentiels d'un resserrement monétaire trop ambitieux aux États-Unis. Bien que nous ayons toujours reconnu que l'inflation élevée exigeait que la Fed relève ses taux directeurs, nous craignons que le rythme auquel la banque centrale procédait ne finisse par faire du tort à l'économie. Le mois dernier, ces craintes nous ont même encouragés à réviser notre prévision pour inclure quelques trimestres de croissance négative.

É.-U. : Un resserrement monétaire brutal

Trajectoires de la politique monétaire dans les phases les plus récentes de resserrement



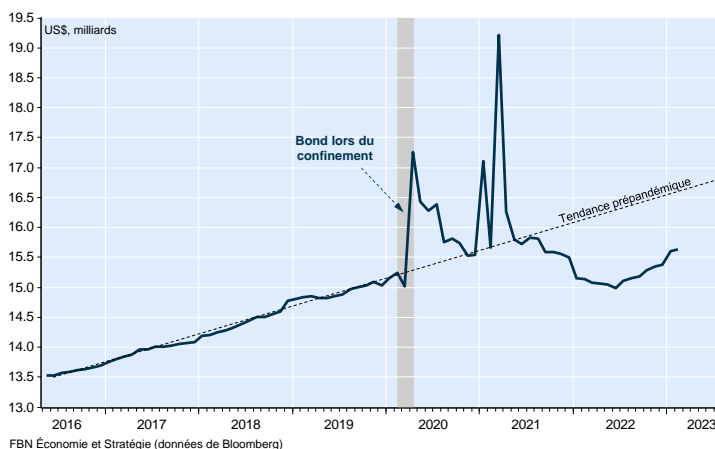
Comme un élastique que l'on étire jusqu'à la limite, chaque hausse supplémentaire de la Fed augmentait le risque qu'un accident survienne. Le 10 mars, l'élastique a cédé. Ce jour-là, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) s'est vue forcée de prendre le contrôle de la Silicon Valley Bank (SVB) pour tenter de rétablir la confiance dans le système financier et éviter qu'une ruée sur les banques ne provoque un blocage de l'économie.

L'origine de la crise

Comment expliquer ce revirement précipité? Et surtout, comment se fait-il que des banques considérées comme relativement sûres il y a un mois à peine se soient soudainement révélées aussi fragiles? Pour comprendre les origines de la crise, il faut remonter au début de la pandémie. Lorsque la COVID s'est déclarée, et pour éviter un effondrement complet de la demande, le gouvernement des États-Unis a offert des compensations monétaires aux personnes qui avaient perdu leur emploi. Les montants versés par les autorités ont toutefois été largement supérieurs aux pertes salariales. Le revenu disponible a donc bondi, ce qui ne s'était jamais vu en période de récession.

É.-U. : Le revenu des ménages a bondi pendant la pandémie...

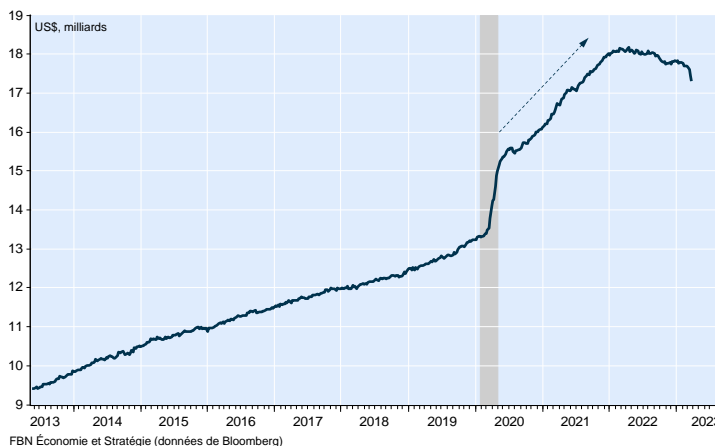
Revenu réel disponible



Au même moment, les restrictions sanitaires et la peur du virus ont conduit les ménages à réduire leur dépense. Incapables d'utiliser leur surcroît de revenus, de nombreux ménages ont donc vu la taille de leurs comptes bancaires augmenter. Un phénomène similaire s'est produit du côté des entreprises. Voulant tirer parti des faibles taux d'intérêt et de l'effervescence des marchés, ces dernières ont émis des titres de créance, procédé à des introductions en bourse et/ou obtenu du financement privé (par des fonds de capital-investissement). Ces actions, jumelées à un rebond rapide de la demande, ont inondé les entreprises de liquidités dont une partie s'est retrouvée immobilisée à la banque. Le résultat global a été une forte augmentation des dépôts bancaires.

...les dépôts bancaires ont aussi grimpé en flèche

Passif des banques commerciales : dépôts

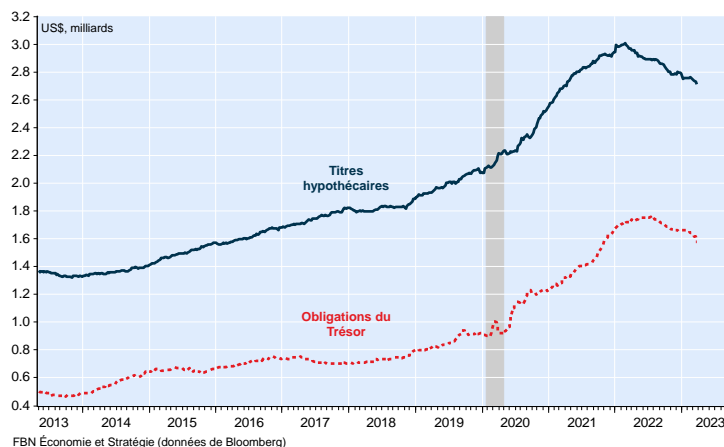


Les options dont disposaient les banques pour utiliser cet argent frais étaient assez limitées. Elles auraient pu s'en servir pour augmenter leur encaisse, mais, comme celle-ci ne rapporte aucun intérêt, les institutions financières n'ont pas tendance à en détenir beaucoup plus que ce qu'exige la réglementation. Elles auraient pu également redistribuer l'argent déposé dans leurs comptes sous forme de prêts aux ménages et aux entreprises, mais, dans la période post-COVID, la demande pour ces produits n'était pas suffisante pour permettre aux banques de recycler la totalité des

sommes déposées dans leurs coffres. La seule autre option disponible était donc de réinvestir ces sommes dans des actifs financiers, préférablement des bons du Trésor et des titres adossés à des créances hypothécaires dont la pondération réglementaire de risque n'obligeait pas les banques à augmenter leurs provisions contre des pertes.

É.-U. : Les dépôts des banques réinvestis en *Treasuries* et MBS

Actif des banques commerciales : Obligations du Trésor (*Treasuries*) et titres d'agences



En faisant le plein de ces actifs, les banques se sont malheureusement exposées à une correction des prix qui n'a pas tardé à se produire. Alors que l'inflation montait en flèche et que la Fed tentait de la maîtriser en haussant ses taux directeurs, les rendements des bons du Trésor ont en effet augmenté spectaculairement, et ce aussi bien dans la partie courte que dans la partie longue de la courbe.

É.-U. : La hausse des rendements a fait gonfler les pertes latentes

Rendements des obligations du Trésor



La valeur marchande du portefeuille obligataire détenu par les banques commerciales a donc chuté d'environ \$625 milliards, une perte qui demeurerait toutefois « non réalisée » ou latente à ce stade. Rappelons que les banques ne sont pas dans l'obligation de comptabiliser les pertes subies sur une partie de leur portefeuille d'obligations tant qu'elles ne vendent pas ces actifs. Or, c'est précisément ce que la SVB a été forcée de faire quand ses clients ont commencé à retirer leurs dépôts.

La multiplication des retraits était initialement due à un simple besoin de liquidités des clients de la SVB, et non à une perte de confiance dans la viabilité de la banque. Rappelons que la base de déposants de la SVB était très peu diversifiée et composée principalement d'entreprises technologiques à un stade de développement nécessitant des levées de capitaux fréquentes. Pendant les premiers mois de la pandémie, ce modèle économique ne posait pas de problème, car le financement était facilement disponible sur les marchés publics et privés. La situation a toutefois changé radicalement à la fin de 2021, quand les marchés boursiers ont commencé à chuter et que le financement privé s'est tari. Les sociétés technologiques, gravement affectées par ce revirement de situation, sont alors devenues beaucoup plus tributaires de leurs dépôts bancaires pour financer leurs activités quotidiennes. La base de dépôts de la SVB a par conséquent commencé à diminuer. N'ayant pas assez d'encaisse pour honorer tous ces retraits, la banque a été forcée de vendre des bons du Trésor et des titres adossés à des créances hypothécaires beaucoup moins cher qu'elles les avaient payés, ce qui a engendré des pertes comptables.

Même à ce stade, la SVB serait sans doute restée à flot, n'eût été sa piètre gestion du risque. Avec une base de dépôts aussi concentrée, il aurait été prudent pour cette banque de couvrir autant que possible son exposition aux mouvements de taux d'intérêt (qui était d'ailleurs plus importante que celle d'autres banques similaires) afin de limiter ses pertes potentielles en cas de retraits massifs de dépôts. Mais elle ne l'a pas fait et a donc subi le plein effet de la réévaluation à la baisse de ses actifs. La situation aurait peut-être été différente si la SVB avait été considérée comme étant d'importance « systémique » et avait par conséquent appartenu à une catégorie d'institutions soumises à une réglementation beaucoup plus stricte. Lorsque la crise bancaire a éclaté, ses actifs étaient tout juste insuffisants pour qu'elle soit classée dans cette catégorie (\$209 milliards alors que le critère d'inclusion était de \$250 milliards).

La nouvelle des difficultés de la SVB s'est propagée rapidement et beaucoup de clients de la banque ont commencé à douter de sa capacité d'honorer leurs dépôts. Ces craintes ont d'ailleurs été alimentées par le fait que 97% des dépôts chez SVB n'étaient pas assurés, c'est-à-dire qu'ils dépassaient le seuil de \$250,000 couverts par la FDIC. En cas de faillite de la banque, beaucoup de clients risquaient de perdre gros. Pas étonnant donc qu'ils se soient rués sur les guichets (ou sur leur téléphone cellulaire) pour retirer leurs avoirs.

Mais au fur et à mesure que les dépôts de la SVB diminuaient, les pertes de la banque grimpaient en flèche, en un cercle vicieux. Dans une tentative désespérée pour combler le trou béant dans son bilan, la SVB a bien essayé d'émettre des actions, mais le plan a échoué, forçant la FDIC à reprendre le contrôle de l'entreprise et à étendre sa garantie à l'ensemble des dépôts (une qui a d'ailleurs été étendue pour garantir les dépôts d'autres banques en difficulté).

La Réserve fédérale à la rescousse

Entre-temps, la panique s'est propagée à d'autres institutions financières. Les plus durement touchées par la fuite de capitaux ont été celles dont les proportions de dépôts non assurés étaient les plus élevées ainsi que celles ayant la plus grande exposition

aux mouvements de taux d'intérêt. Les banques régionales, plus petites et soumises à une réglementation plus souple, occupaient une place prépondérante dans ce groupe et ont été malmenées sur les marchés boursiers. Certaines d'entre elles ont également vu leurs dépôts tomber en flèche.

É.-U. : Les banques régionales ont gravement pâti

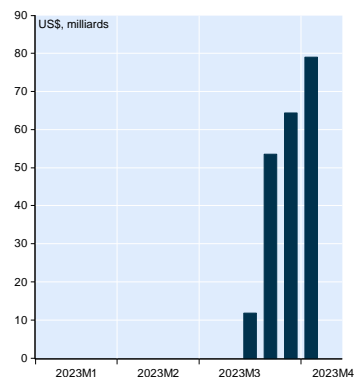
FNB Ishares des banques régionales américaines



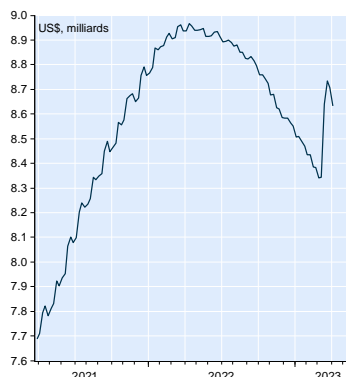
Pour freiner l'hémorragie, la Réserve fédérale n'a eu d'autres choix que d'introduire une ligne de crédit bancaire appelée *Bank Term Funding Program* (BTFP). Selon les termes de cette nouvelle facilité, la Fed a accepté de prêter de l'argent aux banques en difficulté en utilisant les bons du Trésor et les titres adossés à des créances hypothécaires de ces dernières comme garantie. Bien que ces titres aient une valeur bien moindre sur le marché (jusqu'à 50% plus basse dans certains cas), la Fed a accepté de les échanger au pair, en offrant 100 cents sur le dollar à leurs contreparties. En quatre semaines seulement, les banques ont retiré pas moins de \$79.0 milliards de dollars de la facilité. Dans la mesure où la ponction des dépôts n'excédait pas la taille des portefeuilles d'obligations et de titres adossés à des créances hypothécaires détenus par les banques – ce fut le cas jusqu'à présent –, le BTFP a permis aux banques d'honorer leurs dépôts sans avoir à comptabiliser de pertes.

É.-U. : La Fed à la rescousse

Encours du Bank Term Funding Program de la Réserve fédérale



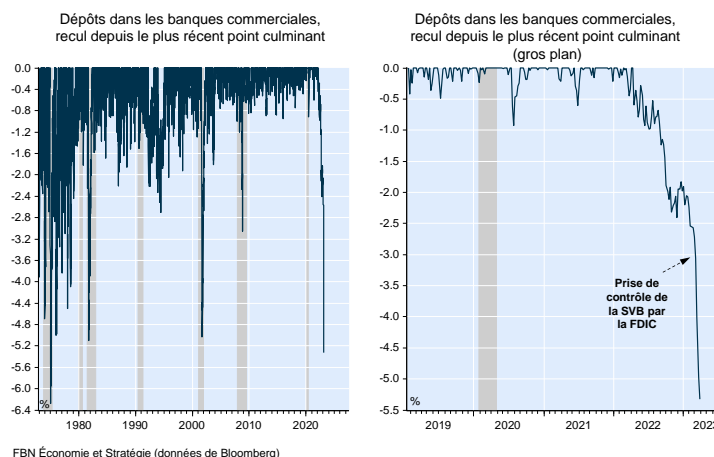
Total des actifs au bilan de la Réserve fédérale



L'amenuisement des dépôts a commencé bien avant l'effondrement de la SVB

Ces interventions de la Fed signifient-elles que le système bancaire américain est hors de danger? Pas tout à fait. Bien que les nouvelles facilités de crédit offertes par la banque centrale aient aidé à rétablir la confiance des investisseurs et des déposants dans les banques régionales, elles n'auront aucun impact sur les autres facteurs qui contribuaient déjà à l'amenuisement des dépôts avant la faillite de la SVB.

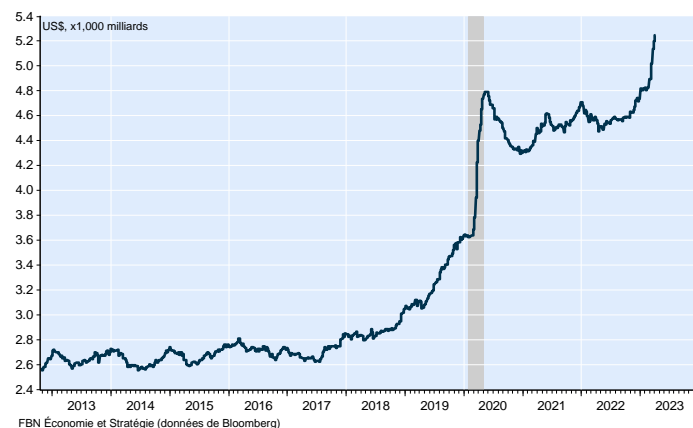
É.-U. : La baisse des dépôts avait commencé avant l'affaire SVB



Le plus important de ces facteurs est sans doute le transfert massif de capitaux dans des fonds du marché monétaire, phénomène qui trouve son origine dans la forte hausse des taux d'intérêt à court terme. En effet, à mesure que les rendements ont augmenté ces derniers mois, le coût d'opportunité du maintien de l'argent dans des comptes bancaires ne rapportant pratiquement pas d'intérêts a grandi. Les déposants se sont donc mis à chercher une solution plus payante. Les fonds du marché monétaire, qui proposaient alors des rendements plus élevés tout en offrant un bon niveau de flexibilité, leur ont semblé tout indiqués. Sans surprise donc, les actifs totaux détenus dans ces fonds ont commencé à augmenter.

É.-U. : Les fonds du marché monétaire plus lucratifs que les dépôts

Total des actifs détenus dans des fonds du marché monétaire



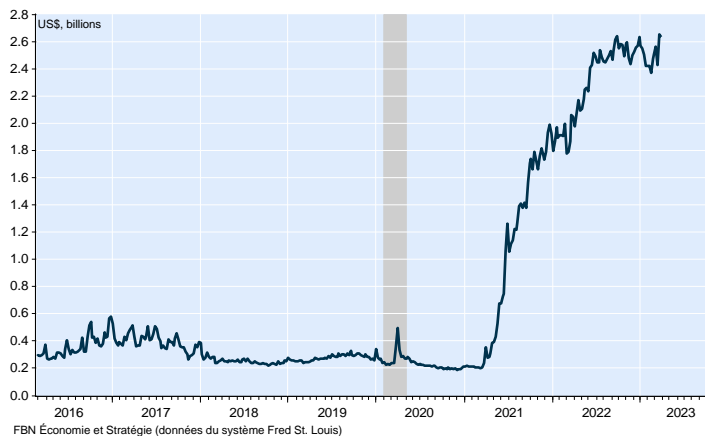
Il convient de souligner ici que, la plupart du temps, une augmentation des actifs sous gestion des fonds du marché monétaire ne se traduit pas par une réduction des dépôts.

Imaginons, par exemple, qu'une personne X retire \$100 de son compte chèques pour les investir dans un fonds du marché monétaire. Ces \$100 transiteront brièvement dans le compte du gestionnaire du fonds jusqu'à ce qu'ils soient réinvestis dans des titres à courte échéance achetés auprès d'un courtier. À la fin de l'opération, les \$100 seront toujours comptabilisés comme des dépôts, mais dans le compte du courtier.

La ponction dans les dépôts a plutôt débuté lorsque les fonds du marché monétaire ont commencé à confier leur argent à la Fed au lieu d'acheter des titres. Difficile de les critiquer dans un contexte où la facilité de prise en pension de la banque centrale offrait un taux d'intérêt similaire aux obligations du Trésor à court terme, des garanties semblables et une plus grande flexibilité (échéance d'un jour). Lorsqu'une telle transaction a lieu, les \$100 hypothétiques évoqués précédemment sortent du compte bancaire de la personne X et se retrouvent au bilan de la banque centrale. Les dépôts sont donc amputés de \$100. Sauf que, dans les faits, ce ne sont pas \$100 qui sont sortis de la base des dépôts de cette manière, mais \$2.6 milliards au cours des deux dernières années. L'intérêt des fonds du marché monétaire pour les prises en pension à un jour est tel que ces instruments représentent maintenant 45% de l'ensemble des actifs qu'ils détiennent.

É.-U. : La préférence pour les prises en pension joue contre les dépôts

Passif de la Fed : Facilités de prise en pension. Encours en date du 29 mars 2023



La Fed savait que de tels bouleversements pourraient se produire. C'est du moins ce que laisse penser le compte-rendu de la réunion de politique monétaire du 29-30 avril 2014. Au cours de celle-ci, le personnel de la Fed avait clairement averti les membres du FOMC que, « en période de crise, l'utilisation rapide de la facilité de prise en pension pourrait amplifier la fuite vers des actifs de qualité et contribuer à réduire l'accessibilité à du financement à court terme [pour les banques]. »

Le personnel de la banque centrale avait également suggéré quelques solutions à ce problème. Spécifiquement, il recommandait d'abaisser le taux payé sur la facilité de prise en pension de manière à réduire son attrait pour les fonds du marché monétaire. Nous notons d'ailleurs que le taux d'intérêt payé sur les prises en pension à un jour (4,80%) n'est actuellement inférieur que de 10 points de base au taux d'intérêt que la Fed paie sur les réserves bancaires. Auparavant, l'écart entre ces taux était de 25 points de base et le recours à la facilité de prise en pension était pratiquement nul. Un ré-élargissement de cet écart pourrait donc

contribuer à atténuer une partie du problème. Nous nous attendons d'ailleurs à ce que la Fed adopte cette approche lors d'une prochaine réunion de politique monétaire.

L'autre solution proposée par le personnel de la Fed était de tout simplement limiter l'utilisation de la facilité de prise en pension. Bien que nous ne l'excluons pas complètement, cette option nous paraît moins simple à mettre en œuvre et plus arbitraire. Quelles entités seraient exclues et pour quel motif? Comment les seuils d'utilisation seraient-ils fixés? Nous pensons qu'il serait difficile pour la Fed de trouver des réponses convaincantes à ces questions. Mieux vaudrait pour elle de simplement réduire le taux payé sur la facilité de prise en pension et de laisser les forces du marché faire leur œuvre. En attendant l'adoption d'une solution, les déposants continueront vraisemblablement à transférer leur argent dans des fonds du marché monétaire et ceux-ci le placeront probablement auprès de la Fed.

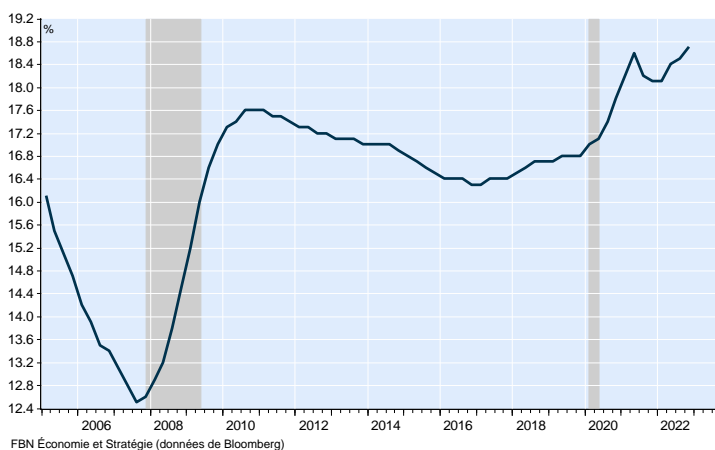
Certaines faiblesses du bilan des banques mises en lumière

Outre l'épuisement des dépôts, la crise bancaire a également mis en lumière d'autres éléments susceptibles de déstabiliser le secteur bancaire américain à l'avenir. Le plus important d'entre eux pourrait être l'exposition des petites banques à l'immobilier commercial.

Dans un contexte où de nombreux travailleurs font maintenant le choix de travailler de la maison à temps plein, beaucoup commencent à s'interroger sur la valeur réelle de certains actifs adossés à de l'immobilier commercial, surtout ceux dans le secteur non agricole non résidentiel, constitué à 50% d'édifices à bureaux. Ces derniers ont tendance à avoir des frais de roulement élevés, notamment en raison des taxes foncières et des taux hypothécaires en hausse, ce qui les laisse particulièrement vulnérables face à une baisse des loyers ou du taux d'occupation. Et c'est précisément ce que l'on observe à l'heure actuelle.

É.-U. : Les nouvelles réalités du travail vident les bureaux...

Taux d'inoccupation d'immeubles de bureaux dans les régions métropolitaines



Pas étonnant donc que les titres adossés à des hypothèques commerciales se fassent malmener sur les marchés publics. Cela témoigne d'une certaine inquiétude quant aux perspectives dans ce secteur. Les récents défauts de paiement de géants de l'immobilier tels que Brookfield et Pimco ont d'ailleurs mis ce risque

en évidence. Sans compter qu'environ \$270 milliards de dollars de prêts hypothécaires commerciaux détenus par les banques doivent arriver à échéance cette année, soit le montant le plus élevé jamais enregistré. La hausse des taux d'intérêt signifie que le renouvellement de cette dette sera coûteux.

... et conduit à une réévaluation du risque dans le secteur

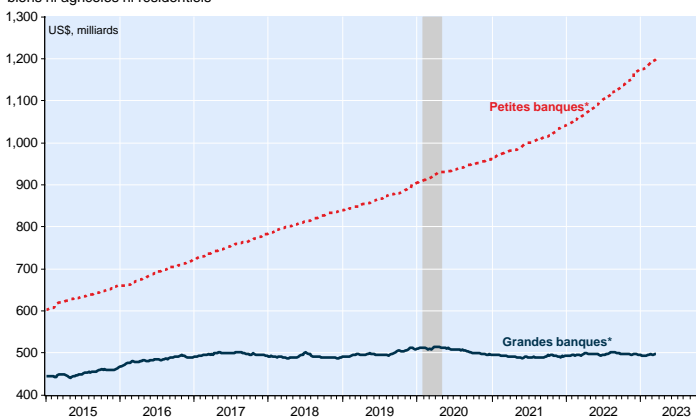
Écart moyen par rapport au obligations du Trésor des titres hypothécaires commerciaux notés BBB



Si les craintes du marché devaient se concrétiser, les problèmes de liquidité auxquels les banques ont été récemment confrontées pourraient se transformer en problèmes de solvabilité. Un tel scénario n'est certainement pas inévitable à ce stade, mais s'il devait se produire, les petites banques seraient particulièrement vulnérables puisque les prêts garantis par des propriétés commerciales non résidentielles et non agricoles représentent une part beaucoup plus importante de leur portefeuille que de celui des grandes banques.

É.-U. : Les petites banques plus exposées à l'immobilier commercial (1)

Actifs des banques à charte commerciales américaines : prêts immobiliers commerciaux garantis par des biens ni agricoles ni résidentiels

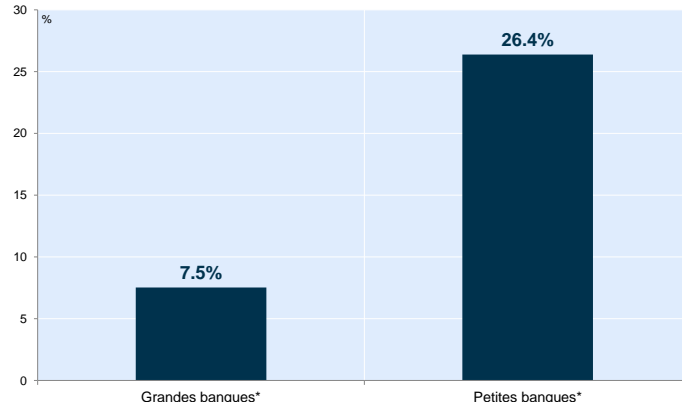


*La Fed considère les 25 plus grandes banques à charte commerciales américaines par leur actif aux États-Unis comme « grandes ». Les autres sont classées « petites ».

FBN Économie et Stratégie (source : Réserve fédérale, rapport H.8 par Refinitiv)

É.-U. : Les petites banques plus exposées à l'immobilier commercial (2)

Prêts immobiliers commerciaux garantis par des biens ni agricoles ni résidentiels en pourcentage de leur portefeuille de prêts total



* La Fed considère les 25 plus grandes banques à charte commerciales américaines par leur actif aux États-Unis comme « grandes ». Les autres sont classées « petites ».

FBN Économie et Stratégie (source : Réserve fédérale, rapport H.8 par Refinitiv)

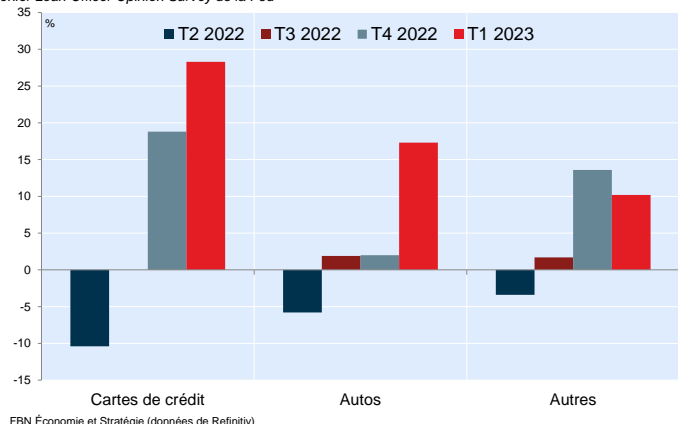
Il y a tout de même des raisons d'être optimiste. Le taux de défaut sur les prêts commerciaux demeure en effet assez bas et, dans l'éventualité où il viendrait à monter, les stress tests de la Fed montrent que les banques disposeraient d'assez de capital et de liquidité pour y faire face.

Des impacts pour l'économie réelle?

Il va sans dire que nous surveillerons de près les développements dans le système bancaire. Mais même si le risque peut être contenu – et l'utilisation réduite des facilités de la Fed semble en effet indiquer un sursis –, les événements récents pourraient avoir un impact négatif sur l'économie réelle. Les bouleversements des dernières semaines ont entraîné une augmentation des coûts de financement pour les institutions financières et cette hausse pourrait se répercuter sur les clients via un resserrement des conditions de crédit. Sachant que les banques sont responsables d'environ un tiers de l'offre de crédit totale aux États-Unis (les marchés de capitaux et les prêteurs hypothécaires fournissant le reste) et qu'elles jouent un rôle essentiel dans l'attribution de prêts aux ménages et aux entreprises, un tel resserrement ne serait pas souhaitable. Surtout qu'il surviendrait à un moment où les banques se montre déjà beaucoup plus prudentes. En effet, la plus récente enquête de la Fed auprès des agents de crédit (*Senior Loan Officer Survey*), réalisée entre le 19 décembre et le 6 janvier, signalait déjà qu'une majorité de banques avaient resserré leurs normes en matière de prêts à la consommation avant l'effondrement de la SVB.

É.-U. : Les conditions de crédit se resserraient déjà avant l'affaire SVB (1)

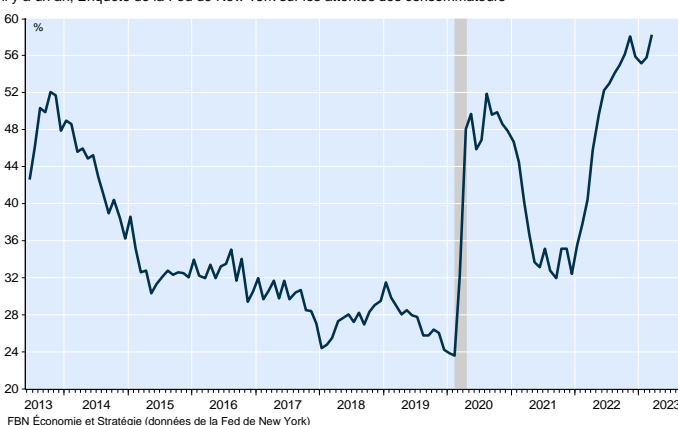
Pourcentage net de banques resserrant leurs normes pour les prêts à la consommation, Senior Loan Officer Opinion Survey de la Fed



Cette information a été corroborée par une autre enquête, celle-ci menée par la Fed de New York et qui montrait une augmentation importante du pourcentage de consommateurs qui notaient un resserrement des conditions de crédit.

É.-U. : Les conditions de crédit se resserraient déjà avant l'affaire SVB (2)

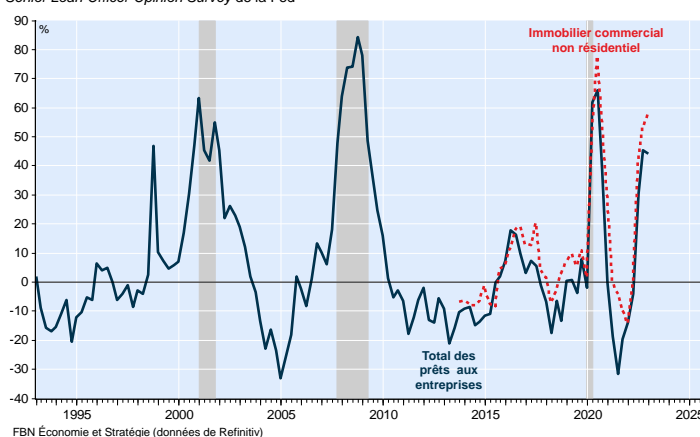
Pourcentage des répondants déclarant qu'il est plus difficile/beaucoup plus difficile d'obtenir du crédit par rapport à il y a un an, Enquête de la Fed de New York sur les attentes des consommateurs



Et ce n'est pas seulement un problème pour les consommateurs. Au contraire, l'enquête de la Fed auprès des agents de crédit montrait également un resserrement important du côté des prêts aux entreprises. Les conditions de crédit apparaissaient particulièrement tendues dans le segment de l'immobilier non résidentiel, ce qui n'est probablement pas une coïncidence étant donné les thèmes discutés ci-haut.

É.-U. : Les conditions de crédit se resserraient déjà avant le cas SVB (3)

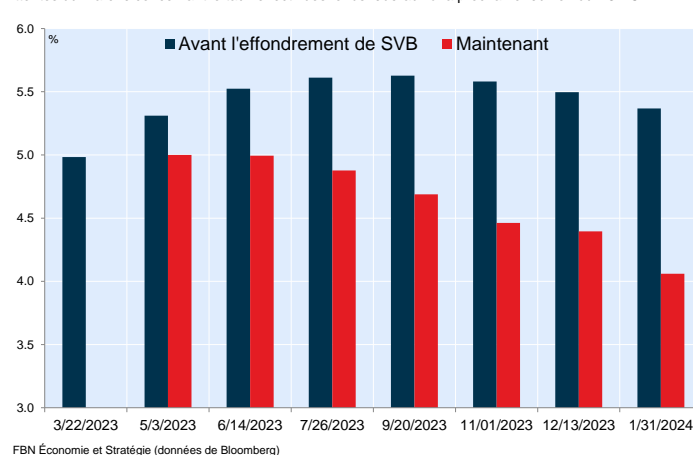
Pourcentage net de banques resserrant leurs normes pour les prêts aux entreprises, Senior Loan Officer Opinion Survey de la Fed



Heureusement, le resserrement des conditions de crédit pourrait être compensé en partie par une politique monétaire moins restrictive. Du moins c'est ce qu'anticipent les marchés. Avant l'effondrement de SVB, ceux-ci donnaient en effet à croire que la Fed augmenterait ses taux directeurs jusqu'à 5.6% en milieu d'année et les maintiendrait près de ce niveau pendant le reste de 2023. Un mois plus tard, le marché des swaps indexés suggère que le cycle de resserrement monétaire de la Fed pourrait bien être terminé, une hausse additionnelle n'étant qu'à moitié escomptée. Mieux encore, les acteurs du marché anticipent désormais plusieurs baisses de taux d'ici la fin de l'année.

É.-U. : La crise des banques bouleverse les attentes en matière de taux

Attentes du marché concernant le taux effectif des fonds fédéraux à la prochaine réunion du FOMC

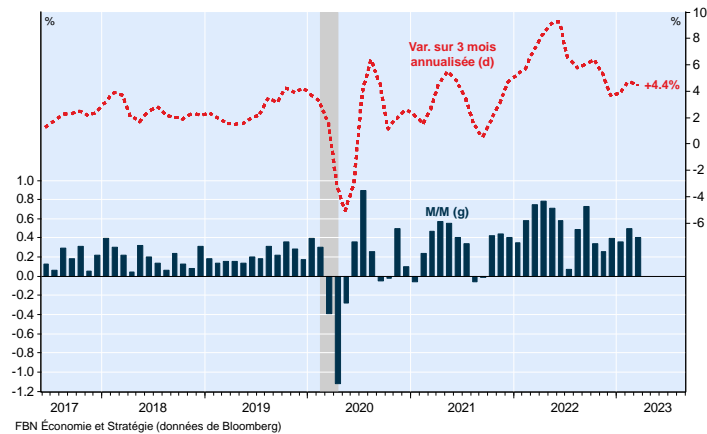


Un tel scénario, s'il se concrétisait, contribuerait sans aucun doute à soutenir l'économie, mais il nécessiterait un changement de cap majeur de la banque centrale qui, aux dernières nouvelles, s'attendait toujours à ce que les taux directeurs finissent l'année autour de 5.125%. Ces prévisions ne sont pas gravées dans le marbre, comme nous l'avons appris l'année dernière lorsque la Fed a rapidement abandonné le terme « transitoire » dans ses communications et a commencé à relever rapidement ses taux directeurs afin d'endiguer les pressions inflationnistes. Cela dit, dans le cas présent, le passage à une approche plus accommodante devra être conditionné à une détérioration importante du marché du travail et à un ralentissement rapide de

l'inflation, deux conditions qui ne risquent de prendre un certain temps avant d'être remplies.

É.-U. : L'indicateur préféré de la Fed toujours beaucoup trop élevé

Indice des prix à la consommation, services de base excluant le logement



Étant donnée la résilience de l'économie américaine, nous nous attendons plutôt à ce que la Fed procède à une nouvelle hausse de 25 points de base lors de sa prochaine réunion (2-3 mai). La banque centrale devrait ensuite être en mode attentiste jusqu'au dernier trimestre de l'année, moment où la détérioration du marché de l'emploi et le ralentissement marqué de l'inflation devraient lui permettre de commencer à réduire ses taux directeurs. Une politique monétaire qui reste restrictive plus longtemps que ce à quoi s'attendent les marchés se traduit dans notre scénario par une trajectoire du PIB inférieure à celle du consensus des économistes. Après un bon départ au premier trimestre, nous nous attendons effectivement à ce que la croissance ralentisse nettement au T2 avant de stagner au T3. L'économie américaine devrait ensuite traverser trois trimestres de croissance négative au tournant de 2024. Suivant ce scénario, le PIB réel devrait croître de 1,4% en 2023 avant de se contracter de 0,4% l'an prochain.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

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

Taylor Schleich

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

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

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 récupérez 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 des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni 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.