

Une réglementation plus avantageuse pour les obligations d'organismes publics canadiens

Par Warren Lovely

Primauté du secteur public. Cela pourrait être la devise officieuse des marchés des titres à revenu fixe canadiens sur lesquels les gouvernements et/ou des organismes qui leur sont liés occupent depuis longtemps une place centrale. Au-delà des marchés de grande profondeur et bien établis des titres gouvernementaux fédéraux et provinciaux, une catégorie à part d'organismes publics canadiens est devenue une source de plus en plus active d'émissions primaires et de liquidité secondaire.

Ces organismes publics canadiens jouissent déjà de notes du plus haut calibre et de nombreux dispositifs de protection des porteurs d'obligations. Et si la **ligne directrice proposée par le BSIF (pour 2027) régissant la liquidité** finit par être adoptée, certains de ces titres bénéficieront également d'un **traitement réglementaire amélioré**, notamment avec une nouvelle désignation d'actifs liquides de haute qualité (HQLA), le niveau 1B. Cette conjugaison de PERTINENCE sur le marché des émissions primaires/secondaires, de NOTES de haute qualité et d'un traitement RÉGLEMENTAIRE plus efficace en fait une combinaison incontournable. Les investisseurs devraient en prendre bonne note.

Ligne directrice sur les normes de liquidité du BSIF à l'étude

L'objectif de la version à l'étude d'une ligne directrice sur les normes de liquidité (2027) présentée par le BSIF le 21 mai 2026 est « [d']assurer que nos normes de liquidité cadrent avec les risques sous-jacents auxquels sont exposées les institutions, [de] clarifier ces normes et [de] favoriser une application uniforme de celles-ci ».

Mais surtout, le **BSIF propose une nouvelle désignation de HQLA, le niveau 1B, qui serait appliquée à certains titres d'organismes publics ne disposant pas d'une garantie gouvernementale explicite ainsi qu'à certaines obligations sécurisées.**

La ligne directrice à l'étude fait l'objet d'une **période de consultation de 60 jours** (s'achevant le 20 juillet 2026). Les commentaires doivent être envoyés à Consultations@osfi-bsif.gc.ca. La version finale de la ligne directrice entrera en vigueur le 1^{er} mai 2027.

Du niveau 2A au niveau 1B des HQLA

Conformément à la ligne directrice sur les normes de liquidité existante/active du BSIF, la pratique standard sur le marché consistait récemment à classer de nombreux titres fédéraux-provinciaux reliés aux caisses de retraite, comme HQLA de niveau 2A, nécessitant une décote/pénalité de 15 % dans le calcul de paramètres clés de liquidité. Dans la ligne directrice proposée, certains titres d'organismes publics et des obligations sécurisées admissibles se verraient attribuer une nouvelle classification, le niveau 1B. **Cette classification améliorée de la liquidité nécessiterait une décote/pénalité moindre de 7 %.** Cela constituerait sans aucun doute une évolution positive pour les titres admissibles, permettant un traitement réglementaire plus efficace comparativement au statu quo.

Note : Dans la nouvelle version, la dette souveraine serait classée niveau 1A, ces actifs de la plus grande qualité de tous continuant d'être assujettis

à une décote/pénalité de 0 %. Étant donné la garantie explicite de l'État canadien, les obligations hypothécaires du Canada et les titres hypothécaires LNH seraient classés niveau 1A. Les titres directs des gouvernements provinciaux et garantis par eux pourraient également être classés 1A dans le cadre du projet.

Mais revenons aux organismes publics... Comme il est de coutume, la ligne directrice à l'étude ne précise pas de noms d'organismes qui pourraient être classés 1B. Le BSIF a plutôt exposé les **conditions suivantes** (qui devraient toutes être satisfaites) :

- L'entité est une société d'État fédérale ou provinciale établie sous le régime d'une loi dans le seul objectif de gérer et d'investir les actifs de régimes de retraite publics au nom d'une ou de plusieurs administrations mandantes.
- L'entité a reçu une note de crédit à long terme d'au moins AA- (ou une note équivalente) d'un organisme externe d'évaluation du crédit (OOEC), et une note de crédit à court terme d'au moins A-1+ / R-1(élevé) (ou une note équivalente).
- Les titres de l'entité sont négociés sur des marchés importants et actifs qui ont une bonne capacité d'absorption, y compris des marchés d'opérations de pension bidirectionnels actifs, et l'entité a fait ses preuves comme étant une source fiable de liquidité même en période de tensions.
- Les titres de l'entité sont admis comme sûreté admissible par les banques centrales dans des conditions opérationnelles normales.
- Les titres de l'entité sont non garantis et de premier rang.

Des conditions distinctes pour le niveau 1B ont été établies pour les obligations sécurisées, y compris concernant l'affiliation de l'institution, la note de crédit et les montants minimums d'émission.

En ce qui concerne l'applicabilité des normes de liquidité, le lecteur consultera directement la version à l'étude. Nous croyons qu'il **convient d'examiner attentivement la définition précise des émetteurs reliés à une caisse de retraite admissibles**, y compris la structure juridique officielle de l'entité et l'étendue de ses activités. Nous soulignons de la même manière le potentiel de points de clarification/ajustements additionnels dans la version définitive de la ligne directrice sur les normes de liquidité, basé sur les commentaires prospectifs reçus pendant la période de consultation de 60 jours (en cours).

La ligne directrice du BSIF concernant les normes de liquidité fixe des plafonds par niveau de HQLA (après l'application des décotes). Alors qu'aucune limite ne s'appliquerait aux actifs de niveau 1 eux-mêmes, les **titres de niveau 1B ne devraient pas représenter plus de 70 % de l'encours total de HQLA d'une institution.** Le plafond existant de 40 % pour les actifs de niveau 2 resterait en vigueur. Sur la foi des renseignements disponibles actuellement, la part des titres de niveau 2 dans les grandes banques du Canada est inférieure à 20 %. Toutes choses étant égales par ailleurs, la conversion de certains titres d'organismes publics classée comme actifs de niveau 2A à 1B pourrait libérer encore davantage de place sous le plafond des actifs de niveau 2.

Une approche réfléchie, purement canadienne

Nous considérons la désignation proposée de niveau 1B du BSIF, la décote associée et la limite de concentration des actifs comme une approche réfléchie/nuancée. Le traitement réglementaire préconisé reconnaît l'importance croissante, la nature de haute qualité et le profil de liquidité amélioré de certains organismes publics (et obligations sécurisées).

Nous voyons un **parallèle étroit avec la manière dont la BCE traite le marché des obligations sécurisées stratégiquement importantes outre-Atlantique**, où les obligations sécurisées liquides/de grande qualité sont classées comme des actifs de niveau 1B assujettis à une décote similaire de 7 % et à un plafond d'actifs HQLA de 70 %. Dans le cadre du concept de réciprocité réglementaire, d'autres organismes de réglementation nationaux pourraient affiner leur traitement des organismes publics canadiens, en suivant ostensiblement la voie tracée par le BSIF.

Pour nous, l'annonce du BSIF donne un **signal important aux investisseurs en titres à revenu fixe, baignant les titres d'organismes publics admissibles dans un éclairage réglementaire plus favorable**. Dans la même veine, on se souviendra d'une décision antérieure de la Banque du Canada (entrée en vigueur en 2019) de traiter les titres de régimes de retraite fédéraux et provinciaux comme des actifs acceptés en garantie dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Néanmoins, la ligne directrice pour les normes de liquidité à l'étude revêt une importance bien plus que symbolique, puisque la détention d'actifs du niveau 1B proposé permettrait une amélioration mécanique de critères clés pour les banques concernées.

Implications des paramètres de liquidité de Bâle III : LCR et NSFR

Tel que présentée, la nouvelle désignation HQLA de niveau 1B (et la décote réduite pour les titres admissibles) aurait une incidence directe sur des ratios de liquidité clés du dispositif Bâle III que doivent respecter les banques d'importance systémique.

Les implications les plus directes/mécaniques se rapportent au **ratio de liquidité à court terme (LCR) et au ratio de liquidité à long terme (NSFR)**. Le premier (LCR) est un test de liquidité à plus court terme alors que le deuxième (NSFR) mesure la viabilité à long terme. Ce sont des critères complémentaires, avec des limites dans le cours normal clairement établies et surveillées de près.

Les banques d'importance systémique intérieure (BISi) du Canada sont tenues de produire des rapports sur ces sujets et d'autres critères reliés au dispositif de Bâle, avec des informations à fournir d'actualité normalisées disponibles dans les rapports trimestriels et annuels.

En l'occurrence, **toutes les six grandes banques du Canada dépassent confortablement les seuils LCR et NSFR (tous deux fixés à 100 %)**. Au 30 avril 2026, le LCR moyen pondéré des six BISi du Canada s'établissait en moyenne à 129 % (allant d'un bas de 124 % à un haut de 170 %). Pour la période correspondante, le NSFR moyen pondéré des six grandes banques du Canada était à 114 % (allant de 111 % à 118 %).

Ratio de liquidité à court terme (LCR)

Tel qu'indiqué, le LCR est un critère de court terme qui vise à assurer qu'une institution a suffisamment de liquidités pour surmonter un scénario de tension pendant 30 jours. Ce ratio se calcule comme suit :

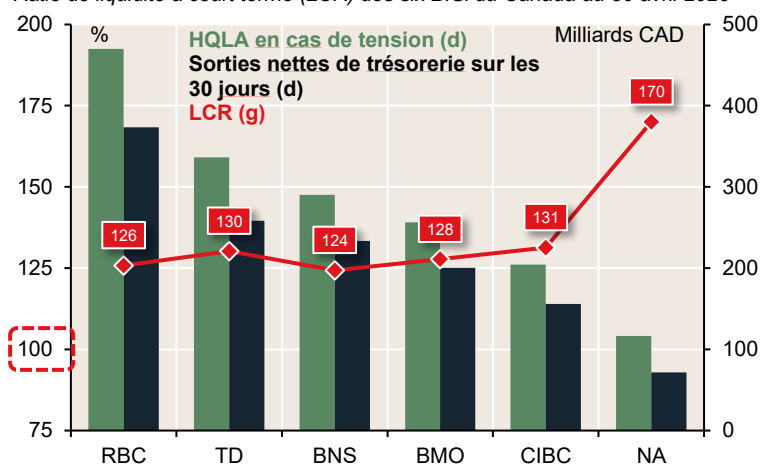
$$LCR = \frac{\text{Encours de HQLA en cas de tension}}{\text{Sorties nettes de trésorerie totales sur les 30 jours}} \geq 100\%$$

Nota : On obtient le niveau pondéré de HQLA en cas de tension en appliquant des « décotes » pertinentes, habituellement de 0 % à 50 %, moins les actifs étant liquides, plus la pénalité prescrite étant forte. Tel qu'indiqué, la décote proposée pour le niveau 1B serait de 7 % comparativement à 15 % pour in actif de niveau 2A.

En temps normal (c.-à-d. en dehors des cas de tension), le LCR devrait être d'au moins 100 %, des valeurs plus élevées impliquant une meilleure protection en cas de tension. Pour un ensemble donné de flux de trésorerie, **la ligne directrice sur les normes de liquidité à l'étude pourrait augmenter l'encours de HQLA sous tension** (c.-à-d., le numérateur du ratio LCR). Et ce, parce que les titres fédéraux-provinciaux reliés à des régimes de retraite admissibles (et des obligations sécurisées admissibles) pourraient bénéficier d'une décote/pénalité moins forte. Résultat ? Un ratio LCR augmenté/amélioré, toutes choses étant égales par ailleurs.

Fig. 1 : Examen rapproché du LCR des BISi du Canada

Ratio de liquidité à court terme (LCR) des six BISi du Canada au 30 avril 2026



Source : BNC, rapports individuels des sociétés | Nota : Basé sur les décotes actuelles des HQLA

Ratio de liquidité à long terme (NSFR)

La ligne directrice NFP à l'étude et les décotes prescrites amélioreraient également le ratio NSFR dans la mesure où une institution détient des actifs admissibles. Le NSFR se calcule comme suit :

$$NSFR = \frac{\text{Montant du financement stable disponible (ASF)}}{\text{Montant du financement stable requis (RSF)}} \geq 100\%$$

Nota : Cela revient à un ratio du capital et du passif par rapport aux actifs, avec un ensemble détaillé d'ajustements des facteurs prescrits par les diverses composantes ASF et RSF.

Tel qu'indiqué, le ratio NSFR est complémentaire du ratio LCR et est centré sur la résilience et la viabilité à long terme de l'institution. Les BISi du Canada sont tenues de maintenir en permanence un ratio NSFR de 100 %; plus le chiffre est élevé, plus le financement est stable.

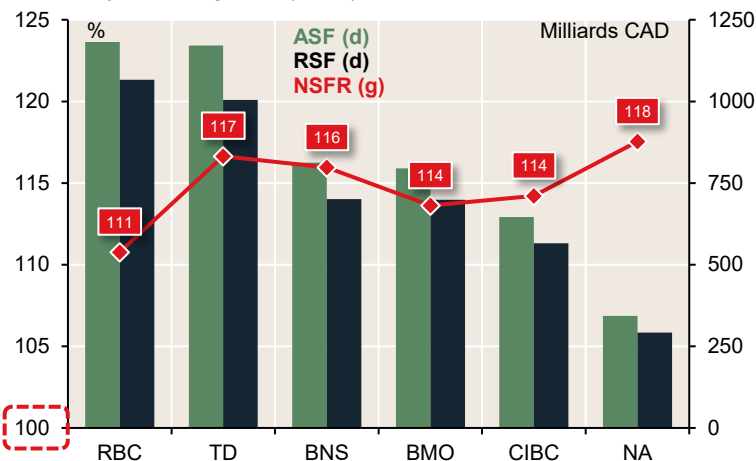
En accord avec l'approche adoptée pour le ratio LCR, la liquidité influence directement le calcul du ratio NSFR. Plus un actif est liquide, plus le facteur RSF est bas, ce qui implique un montant du financement stable requis moindre. Comme le facteur RSF est le dénominateur dans le calcul du ratio NSFR, **une interprétation plus favorable de la liquidité de l'actif et un RSF plus bas augmenteraient le ratio pour un profil de capital/passif donné.**

Les définitions du ratio NSFR reflètent celles utilisées pour le ratio LCR. Il s'ensuit que les facteurs RSF ressemblent largement aux facteurs de décote des HQLA. Plus précisément, les titres répondant à la définition proposée du niveau 1B, dont les organismes publics et les obligations sécurisées admissibles, seraient assujettis à un facteur RSF de 7 %.

Note : L'ébauche initiale de la ligne directrice à l'étude, publiée le 21 mai 2026, indiquait par erreur un facteur RSF de 93 % pour les actifs de niveau 1B. La table détaillée des facteurs a depuis été corrigée, précisant un facteur RSF de 7 % pour les actifs de niveau 1B (y compris les obligations sécurisées admissibles).

Fig. 2 : Le ratio NSFR des grandes banques

Ratio de liquidité à long terme (NSFR) des six BISi du Canada au 30 avril 2026



Source : BNC, rapports individuels des sociétés | Nota : Basé sur les facteurs ASF / RSF actuels

En résumé, que ce soit par le ratio LCR ou le ratio NSFR, la ligne directrice sur les normes de liquidité à l'étude pourrait améliorer les critères de liquidité pour les banques d'importance systémique détenant des titres d'organismes publics admissibles. **Le changement proposé rendrait effectivement ces titres plus efficaces du point de vue de la réglementation. C'est une « bonne nouvelle »**, renforçant potentiellement les critères de Bâle surveillés étroitement et/ou offrant une plus grande souplesse dans la gestion de portefeuille pour les institutions réglementées.

Au-delà des ajustements potentiels des critères de liquidité de Bâle (LCR et NSFR) exposés ci-dessus, il est possible qu'une **classification améliorée des HQLA pour les organismes publics admissibles entraîne un ajustement des frais des opérations de pension des banques** pour les titres en question. Cela pourrait dépendre de ce que la ligne directrice du BSIF à l'étude incite ou non les prêteurs de titres à rajuster/réévaluer les garanties des organismes publics. On peut dire que toute réduction prospective des coûts de financement pourrait améliorer les caractéristiques de rendement des investisseurs qui utilisent leur levier.

Implications moins directes pour les normes de fonds propres

Pour clarifier les choses, la ligne directrice du BSIF de mai 2026 à l'étude porte sur les normes de liquidité plutôt que sur les normes de fonds propres, qui incluent une concentration sur la pondération des risques.

En ce qui concerne les pondérations du risque, on notera que la **ligne directrice sur les NFP du BSIF existante ne fait pas explicitement référence aux titres émis/garantis par les gestionnaires d'actifs de retraite fédéraux et provinciaux**. Plutôt, l'approche standard du risque de crédit attribue actuellement une pondération du risque de 20 % aux « entités du secteur public hors administration centrale » (organismes publics).

À titre de référence, les notes de crédit impeccables du Canada rendent les obligations souveraines admissibles à une pondération du risque de 0 % en vertu de l'approche standard, alors que les expositions directes/garanties des gouvernements provinciaux sont traitées de la même manière (c.-à-d., pondération du risque de 0 %).

Nous continuons de croire qu'il y aurait des raisons d'attribuer une pondération du risque standardisée inférieure à 20 % à certains titres d'organismes publics. À la lumière des modifications de la ligne directrice des normes de liquidité (y compris la désignation de HQLA de niveau 1B et la réduction de la décote), **il est possible que le BSIF puisse procéder à un ajustement correspondant des pondérations de risque standardisées pour les organismes publics admissibles dans la ligne directrice sur les NFP**. Cela dit, aucune annonce officielle concernant la NFP n'a encore été faite au moment de ce rapport.

Sous réserve de l'approbation par le BSIF (et d'autres conditions), les institutions réglementées peuvent appliquer leurs propres estimations internes du risque pour la détermination du respect des normes de fonds propres. C'est ce qui est appelé l'approche fondée sur les notations internes et dont nous croyons que la plupart des grandes banques l'ont adoptée.

Dans le cadre de l'approche fondée sur les notations internes (ou non standardisée) du risque de crédit, **une évaluation améliorée de la liquidité (et un accès amélioré au marché) pourraient plaider en faveur d'une probabilité de défaillance et/ou de perte en cas de défaillance moins grande** pour les expositions concernées. Nous comprenons que cela doit être particulièrement pertinent pour les modèles de risque de crédit d'entreprise. Cependant, dans la mesure où une institution réglementée assujettit les expositions aux organismes publics à un modèle de risque de crédit non commercial ou parapublic, la **ligne directrice du BSIF à l'étude et la désignation de niveau 1B proposée pourraient ne pas avoir un impact sur les pondérations du risque affectées**.

Faisons remarquer que les institutions individuelles pourraient avoir des interprétations différentes du risque de crédit et des normes de fonds propres, avec potentiellement des pondérations du risque uniques pour les organismes publics (et d'autres titres) dans le cadre de leur modèle fondé sur les notations internes approuvé. On notera cependant que les **paramètres spécifiques de l'approche fondée sur les notations internes ne sont pas divulgués publiquement**.

En résumé...

Si la ligne directrice sur les normes de liquidité du BSIF à l'étude est parachevée (actuellement au stade de la consultation) et si la création envisagée d'une catégorie 1B de HQLA a lieu, cela constituera sans aucun doute une **évolution positive pour les gestionnaires d'actifs de régimes de retraite fédéraux et provinciaux**.

Les titres des organismes publics affectés (et les obligations sécurisées admissibles) obtiendraient un **traitement réglementaire plus favorable/efficace**, avec une décote/pénalité moins importante (7 %) qu'en cas de statu quo (15 %). Il est possible que les **frais des opérations de pension pour les titres touchés par la règle proposée puissent également s'améliorer**.

Toutes choses étant égales par ailleurs, un traitement plus efficace/favorable des actifs admissibles **pourrait engendrer une demande additionnelle des investisseurs** (des trésoreries de banques, si ce n'est plus largement). La demande marginale des investisseurs pourrait **augmenter la capacité sur le marché des émetteurs reliés à des régimes de retraite**, où les programmes d'emprunt ont généralement pris de l'expansion en ligne avec la

croissance rapide des actifs sous-jacents. Soulignons que le plus gros des **émissions d'obligations d'organismes publics et des émissions secondaires en circulation tendent à être placées/résider dans des durées bien alignées sur la demande de trésorerie des banques**, ce qui fait que ce produit est adapté naturellement. Au cours de la dernière décennie, la très grande majorité des émissions d'obligations d'organismes canadiens (>95 %) était de 10 ans ou moins, la durée de 5 ans étant la plus communément utilisée.

Au delà de l'augmentation de la capacité sur le marché, une demande plus profonde/étendue des investisseurs pourrait aussi **soutenir les valorisations des organismes publics comparativement aux titres dont le traitement réglementaire reste statique**. Sur les marchés des capitaux d'emprunt intérieur (c.-à-d., en CAD) et international de base, cela pourrait se traduire par des prix relativement plus fermes pour des organismes publics choisis comparativement aux courbes souveraines et aux gouvernements subsouverains. Nous notons que certains écarts de crédit d'organismes publics ont bénéficié d'un degré modeste de soutien relatif après l'annonce par le BSIF et pourraient voir leur performance s'améliorer si la ligne directrice est officiellement adoptée dans sa forme actuelle.

Les titres reliés aux régimes de retraite du Canada sont incontestablement de grande qualité. En outre, comme nous l'avons régulièrement fait ressortir, la croissance démontrée des émissions sur le marché primaire, le volume négocié sur le marché secondaire et le total des obligations en circulation ont clairement bonifié les profils de liquidité. À nos yeux, **la pertinence et l'importance croissantes du secteur des organismes publics du Canada sont claires. La ligne directrice sur la norme de liquidité du BSIF à l'étude le reconnaît aussi indirectement.**

Nous encourageons toutes les parties intéressées à prendre part au processus de consultation et attendons avec impatience la version finale de la ligne directrice du BSIF, qui prendrait effet en mai prochain.

Références / liens choisis :

BSIF > [Accueil et Répertoire de consignes](#)

BSIF (Mai 26) > [Normes de liquidité – Ligne directrice \(2027\)](#)

BSIF (Janv. 26) > [Normes de liquidité – Ligne directrice \(2026\)](#)

BSIF (Sept. 25) > [Normes de fonds propres \(NFP\) – Ligne directrice \(2026\)](#)

BdC (Mars 26) > [Actifs acceptés en garantie dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada](#)

BdC (Jul-19) > [Changements apportés aux actifs acceptés en garantie dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada \(la Banque\)](#)

BRI > [Basel Committee on Banking Supervision \(BCBS\)](#)

UE (Janv 15) > [Liquidity coverage requirement for Credit Institutions – Regulation](#)



Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:

BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :

514-879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef

stefane.marion@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint

matthieu.arseneau@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste principal

jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste principal

kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste principale

alexandra.ducharme@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste principal

daren.king@bnc.ca

Warren Lovely

Stratège principal,

Taux d'intérêt et secteur public

warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt

taylor.schleich@bnc.ca

Ethan Currie

Stratège

ethan.currie@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique

angelo.katsoras@bnc.ca

Nathalie Girard

Coordonnatrice senior

n.girard@bnc.ca

Giuseppe Saltarelli

Infographiste

giuseppe.saltarelli@bnc.ca

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

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

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de 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 contraaires 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 varier et baisser ou augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de l'UE : En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

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

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas 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 ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à 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.