

Le point sur la transition du taux CDOR au taux CORRA

par Taylor Schleich

Ce document présente un résumé très général de la transition des taux d'intérêt de référence en cours sur les marchés financiers du monde, avec une concentration particulière sur la transition canadienne du taux CDOR au taux CORRA. Ce document est structuré comme suit : La première section présente le contexte mondial des efforts de transition. La deuxième section est centrée sur le cas canadien. La troisième examine l'adoption de produits basés sur le taux CORRA sur les marchés financiers du Canada. Enfin, l'annexe présente une liste (non exhaustive) de ressources avec plus de détails sur des aspects clés de la transition.

Le contexte mondial

Les taux d'intérêt de référence sont sous la loupe depuis plus d'une décennie. Des problèmes avaient commencé à apparaître au lendemain de la crise financière mondiale, quand on a découvert que le taux LIBOR – le taux d'intérêt de référence le plus connu au monde – avait été manipulé par certaines institutions. Il a été allégué que les banques ont indiqué des coûts d'emprunt artificiellement bas pour : (a) projeter une image de solidité et de santé alors que la crise financière engendrait une formidable incertitude ou (b) réaliser des gains sur les produits dérivés liés au LIBOR parfois par une manipulation coordonnée avec d'autres institutions.

En 2012, a été publié le rapport [Wheatley Review of LIBOR](#) de la UK Financial Services Authority (FSA), qui avait été demandé après le scandale de la manipulation du taux LIBOR. Des solutions de rechange au LIBOR ont été discutées, mais la recommandation ultime fut de conserver le LIBOR comme taux d'intérêt de référence, mais sous réserve de vastes réformes. Les changements recommandés comprenaient un transfert de son administration de la British Bankers' Association à une entité indépendante, des normes de déclaration plus strictes, le recours à une approche fondée davantage sur les opérations réalisées, la cessation de la publication pour certaines devises et échéances là où les données commerciales sous-jacentes étaient jugées insuffisantes et la poursuite de la réflexion sur l'avenir à long terme et l'adéquation du LIBOR comme taux de référence.

En plus de la défiance générée par le scandale, les prêts interbancaires sans garantie – qui avaient motivé le LIBOR à l'origine – étaient en déclin, en réponse à la réglementation imposée dans la foulée de la crise financière mondiale. La liquidité des instruments à échéance plus éloignée s'est détériorée, car les banques se tournaient généralement vers des sources de financement à plus court terme. Le résultat fut que de moins en moins de banques communiquaient leurs taux à l'administrateur du LIBOR et celles qui le faisaient s'en remettaient de plus en plus à « l'appréciation d'experts ». Au milieu de 2013 et en raison de ces facteurs, cinq des dix monnaies pour lesquelles les taux étaient jadis déclarés furent retirées (NZD, DKK, CAD, SEK, AUD) et plusieurs échéances, abandonnées. Le nombre de paires devise-échéance baissa de 150 à 35.

En juillet 2013, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) publia le rapport final sur les principes pour les indices de référence ([Principles for Financial Benchmarks](#)), qui obtint l'approbation du G-20 et du Financial Stability Board (FSB). Les

principes de l'OICV prônaient une référence financière reposant sur de solides ententes de gouvernance, sans conflit d'intérêts, une conception transparente et basée sur des opérations réalisées, une méthodologie sans ambiguïté et un cadre de responsabilité qui permet une procédure de vérification simple.

En juillet 2014, le FSB présenta le rapport [Reforming Major Interest Rate Benchmarks](#) décrivant les conclusions des recherches de l'OSSG sur les trois principaux taux interbancaires offerts (LIBOR, EURIBOR et TIBOR). Le rapport du FSB préconisait l'adoption des principes pour les indices de référence de l'OICV et a constaté que, si les administrateurs des IBOR (taux interbancaires offerts) ont fait des progrès dans l'amélioration de la qualité de chaque taux de référence, il restait encore du travail à faire pour que les principes soient adéquatement mis en application. Le rapport recommandait, enfin, une approche à taux multiples, dans laquelle les taux interbancaires offerts existants seraient renforcés pour répondre aux principes de l'OICV et qu'un taux sans risque additionnel mieux adapté à de nombreuses opérations sur des dérivés soit établi (dans le cas du LIBOR USD, ce taux sans risque est le *Secured Overnight Financing Rate*, ou SOFR).

Pendant les trois ans qui ont suivi, l'attention s'est détournée d'une analyse mondiale, plus large, vers chaque territoire individuel. Les administrateurs des taux de référence se sont concentrés sur la réforme des IBOR existants, en général pour les baser davantage sur les opérations réalisées. Pendant ce temps, les banques centrales ont mis sur pied des groupes de travail pour établir des taux de référence de remplacement conformes aux principes de l'OICV. Des groupes sectoriels se sont aussi concentrés sur l'élaboration de clauses de repli robustes pour les produits dérivés et au comptant, en cas d'arrêt de la publication des taux. Pendant ces années, on pensait que la plupart des pays s'appuieraient sur un système à taux multiple comprenant à la fois un taux interbancaire offert de type IBOR et un taux sans risque nouveau ou existant déjà (mais raffiné).

Cela a pris fin en juillet 2017, quand Andrew Bailey de la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a annoncé que celle-ci n'obligerait pas les banques du panel LIBOR à communiquer des taux au-delà de la fin de 2021. Alors que l'Intercontinental Exchange (ICE) a dit qu'elle avait l'intention de continuer de publier le LIBOR (à supposer que les banques continuent de communiquer leurs taux sur une base entièrement facultative), le discours de celui qui est aujourd'hui le gouverneur de la BdA a inspiré un plus grand sentiment d'urgence aux grands argentiers, aux groupes sectoriels et aux participants des marchés financiers pour mettre en place un taux de remplacement qui serait prêt en 2022. Cela signifiait l'arrêt de mort des taux d'intérêt de type IBOR.

Le cas canadien

Le taux d'intérêt dominant au Canada était le *Canadian Dollar Offered Rate* (CDOR). Malgré des similitudes évidentes entre les taux LIBOR et CDOR, il y avait quelques différences fondamentales. Le taux CDOR est un *taux de prêt* sur lequel des engagements sont pris tandis que le taux LIBOR est un *taux d'emprunt*. Le taux CDOR est le taux auquel les banques sont disposées à faire crédit aux entreprises utilisant la facilité des acceptations bancaires. Le taux LIBOR, en revanche, reflète le taux auquel un contributeur croit pouvoir

emprunter à d'autres institutions financières. Néanmoins, il y a/avait certains problèmes considérables avec le taux CDOR.

Comme le LIBOR, le CDOR repose largement sur « l'appréciation d'experts » et, par conséquent, n'est pas déterminé par le marché ou basé sur un grand volume d'opérations observables. Le fait qu'il soit basé sur un sondage – auquel ne participent que six institutions – implique qu'il est exposé à des risques de manipulation et ne respecte pas les meilleures pratiques mondiales. La proportionnalité est aussi considérée comme préoccupante. En d'autres termes, les 70 à 100 milliards de dollars de BA vendus à des investisseurs chaque année sont la base de plus de 20 000 milliards de dollars de produits financiers qui ont directement pour référence le CDOR. En outre, alors que 90% de l'exposition du taux CDOR étaient basés sur une durée de 3 mois, 90% du volume négocié de BA étaient des titres d'un mois. De plus, le modèle des AB n'est plus considéré comme le moyen idéal pour les banques de prêter aux entreprises clientes dans le contexte des règles de Bâle III. Le ratio de liquidité à court terme (LCR) et le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR) faisaient en sorte que l'émission d'AB pesait plus sur le bilan, ce qui pénalisait les banques qui émettaient de ces produits.

Les efforts de transition du Canada ont réellement commencé en 2018 quand la Banque du Canada et le Forum canadien des titres à revenu fixe établirent le [Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien \(TARCOM\)](#) pour « définir et [...] s'attacher à élaborer un nouveau taux de référence à terme sans risque ». Peu de temps après l'établissement du Groupe de travail sur le TARCOM, une version améliorée du taux des opérations de pension à un jour (CORRA) existant fut proposée comme taux de financement à un jour sans risque de référence canadien. À l'époque, on s'attendait à ce que le CDOR continue d'être utilisé en marge du taux CORRA.

Les améliorations proposées du taux CORRA ont été approuvées à l'unanimité par le Forum canadien des titres à revenu fixe et la Banque du Canada a annoncé qu'elle deviendrait l'administrateur du taux CORRA, prenant le relais de Refinitiv. Aidant à mettre en place l'environnement CORRA, la Bourse de Montréal a lancé des contrats à terme de trois mois fondés sur le taux CORRA en juin 2020 (des contrats à terme à un mois devant suivre). La publication d'un indice du taux CORRA composé a aussi commencé en 2021. Pendant toute cette période, le Groupe de travail sur le TARCOM a facilité la transition au taux CORRA en publiant des conventions recommandées pour les obligations à taux variable, les prêts, les contrats de swap et d'autres instruments des marchés financiers ainsi qu'en préparant des clauses de repli au cas où le taux CDOR serait supprimé.

Pendant ce temps, l'avenir du taux CDOR a de plus en plus été remis en question alors que le mandat du Groupe de travail sur le TARCOM a été élargi pour inclure une analyse en profondeur du taux CDOR. Peu de temps après, en mai 2021, Refinitiv a annoncé qu'elle ne publierait plus le taux CDOR pour 6 et 12 mois. Et finalement, l'analyse approfondie du Groupe de travail sur le TARCOM est parvenue à la conclusion qu'il n'est pas possible de réformer le taux CDOR pour en faire une référence durable à long terme. Cela s'est soldé par une recommandation de cessation de publication du taux CDOR après le 30 juin 2024, dans le cadre d'un [plan de transition en deux temps](#). En mai 2022, après consultation des principales parties prenantes, Refinitiv Benchmark Services, l'administrateur du taux CDOR, a

[annoncé la cessation](#) de la publication du taux CDOR à la fin de juin 2024.

Qu'est-ce que le taux CORRA (amélioré)?

[Le taux CORRA est le taux à un jour sans risque du Canada](#) qui représente le coût du prêt à un jour sur le marché général des pensions pour les opérations garanties au moyen de bons du Trésor et d'obligations du Canada. Les opérations à partir desquelles le taux CORRA est défini ont une durée d'un jour et sont à régler le même jour. Le taux CORRA suit de très près le taux de financement à un jour de la Banque du Canada sans être parfaitement identique.

Dans son « ancienne » version, le taux CORRA était calculé comme la moyenne pondérée en fonction du volume des opérations de pension à un jour garanties par des titres généraux du gouvernement du Canada, indiquées par les courtiers désignés du marché intercourtiers. La méthode était basée sur un petit nombre d'opérations de pension effectuées par un nombre limité de contreparties, ce qui s'est souvent soldé par un volume insuffisant d'opérations pour être en conformité avec les principes de l'OICV.

Le Groupe de travail sur le TARCOM a présenté un certain nombre de recommandations pour améliorer le taux CORRA afin de le rendre plus robuste et fiable. Premièrement, il a recommandé d'élargir les types de contreparties pour inclure toutes les opérations de pension d'OdC entre des parties non affiliées. Pour éviter que des titres « spéciaux » n'influencent indûment le taux, Le Groupe de travail sur le TARCOM a recommandé d'utiliser une médiane tronquée pondérée en fonction du volume où le 25^e percentile d'opérations les plus basses (par le taux de prise en pension) est retiré du calcul. Ces améliorations ont été approuvées par le Forum canadien des titres à revenu fixe et mises en application en juin 2020

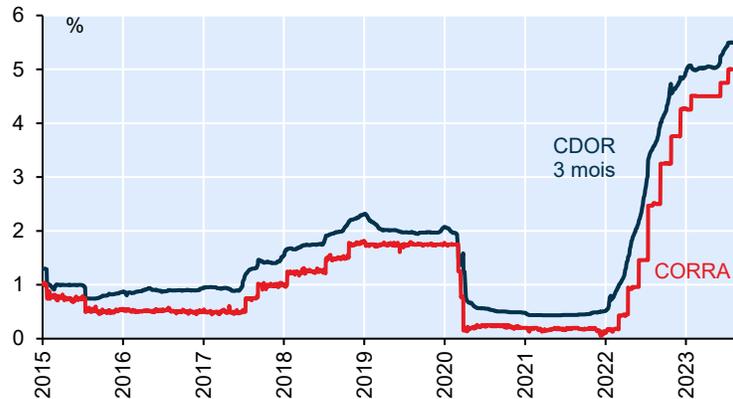
À la fin de la première étape de la transition (30 juin 2023), on s'attendait à ce que les participants du marché fassent la transition pour toutes les nouvelles opérations sur des dérivés (bilatérales, compensées et négociées en bourse) et nouveaux titres vers les taux de référence CORRA, à quelques exceptions limitées près. Pendant la deuxième phase (dans laquelle nous nous trouvons maintenant), les participants du marché sont autorisés à continuer d'effectuer des opérations sur de nouveaux prêts basés sur le taux CDOR (avec des clauses de repli robustes) et peuvent couvrir des prêts basés sur le taux CDOR avec des dérivés également basés sur le taux CDOR. Cependant, une fois que la deuxième phase prendra fin, le 28 juin 2024, plus aucun taux CDOR ne sera publié et toute exposition résiduelle au taux CDOR reviendra aux clauses de repli du taux CDOR convenues.

Entretemps, une fois qu'il était devenu clair que le taux CDOR cesserait bientôt d'exister, les participants du marché ont exprimé un solide intérêt pour un taux à terme prospectif afin d'offrir un substitut équivalent au taux CDOR. Bien qu'il fût possible de construire un taux à terme en utilisant le taux CORRA (composé à terme échu), cette méthode n'offrait pas une certitude absolue des flux de trésorerie et nécessitait des changements infrastructurels plus importants pour être mise en œuvre. Résultat, en janvier 2023, le Groupe de travail sur le [TARCOM a annoncé](#) qu'il mettrait au point un taux de référence CORRA à terme pour 1 mois et 3 mois. Celui-ci doit être lancé le

5 septembre 2023 et sera limité aux prêts, aux opérations de crédit commercial et aux produits dérivés connexes.

Graphique : Mise en perspective des taux CDOR/CORRA

Taux CDOR à 3 mois et taux CORRA depuis 2015



Source : FBN, Bloomberg

Tableau : Ajustements d'écart officiels après la cessation

Ajustements officiels des écarts entre le taux rajusté et le taux CDOR

Échéance	Ajustement de l'écart (pb)
1 mois	29.547
2 mois	30.190
3 mois	32.138
6 mois	49.375
1 an	54.820

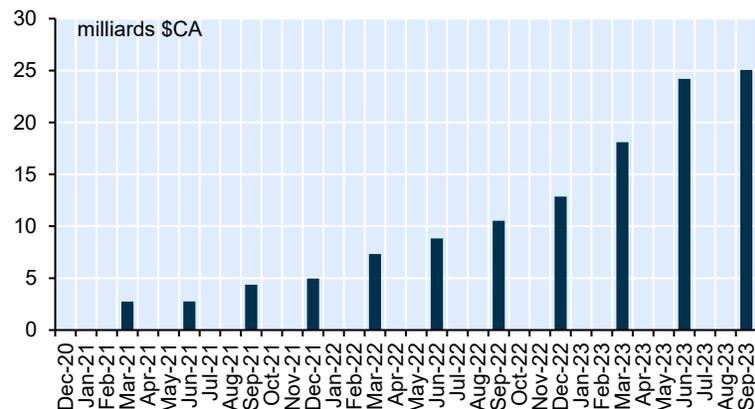
Source : FBN, Bloomberg | Nota : L'ajustement des écarts corrige la différence économique entre le taux de remplacement et le CDOR dans la méthodologie de repli.

Adoption du taux CORRA

L'émission d'obligations de gestion de trésorerie ayant pour référence le taux CORRA a rapidement augmenté ces dernières années. Il y a eu pour plus de \$25 milliards d'émission ayant pour référence le taux CORRA, à commencer par une obligation à taux variable CORRA de \$500 millions émise en février 2021, et l'encours de titres ayant pour référence le taux CORRA dépassait \$20 milliards en août 2023. Les émetteurs d'obligations fondées sur le taux CORRA sont principalement les institutions financières du secteur privé et la Société d'hypothèques et de logement du Canada (SCHL). En mai 2022, la SCHL a officiellement adopté le taux CORRA comme taux de référence de ses émissions de billets à taux variable trimestriels régulières – un jalon important dans la transition.

Graphique : L'émission d'obligations au taux CORRA accélère

Émissions cumulatives d'obligations au taux CORRA par trimestre

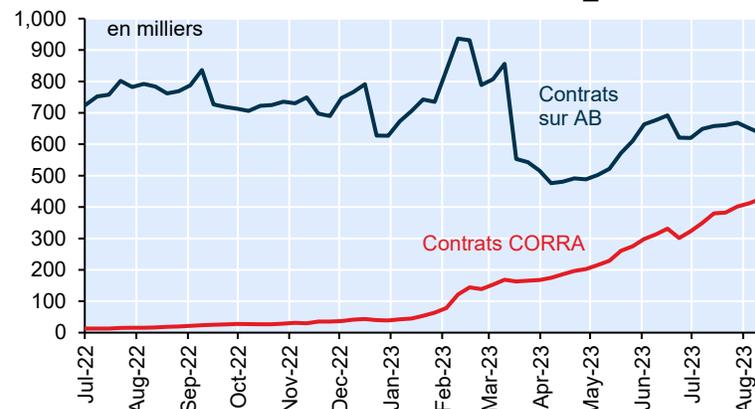
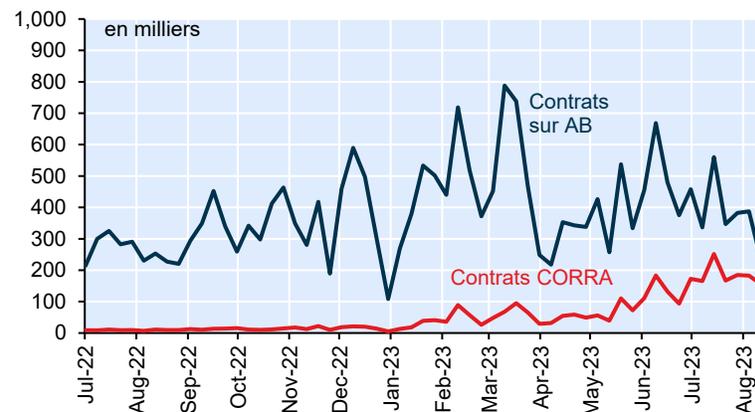


Source : FBN, Bloomberg | Nota : selon la fonction SRCH de Bloomberg au 13 août 2023

L'utilisation a aussi augmenté pour les contrats à terme sur taux d'intérêt, particulièrement en 2023. L'encours hebdomadaire des contrats à terme CORRA a régulièrement augmenté pendant l'année et bien que les volumes d'acceptations bancaires soient encore plus grands, l'écart s'est rapidement réduit. L'élan se vérifie aussi dans les positions ouvertes sur des contrats à terme sur taux d'intérêt. Au début de 2023, les positions ouvertes sur contrats à terme CORRA étaient négligeables. Au début d'août, elles avaient décuplé et aujourd'hui elles représentent plus de la moitié des positions ouvertes sur des contrats à terme sur AB.

Graphiques : L'activité augmente pour les contrats à terme sur taux d'intérêt CORRA

Volume hebdomadaire négocié (graph. 1) et positions hebdomadaires (graph. 2) sur BAX (CDOR) et contrats sur taux CORRA à 1 et 3 mois



Source : FBN, Bloomberg

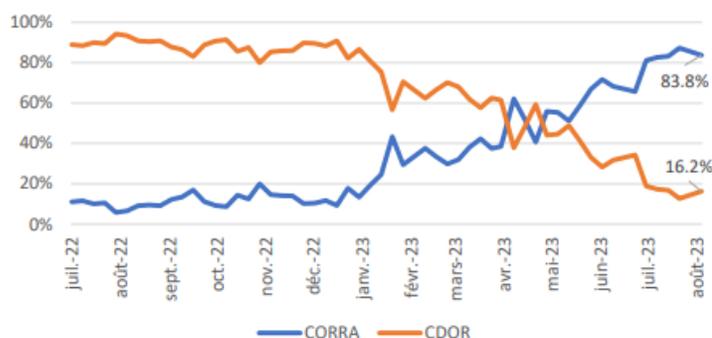
Sur le créneau des dérivés, la transition aux swaps de taux d'intérêt sur le taux CORRA a été plus impressionnante encore. Il y a un an, le volume des nouveaux swaps de taux d'intérêt sur le taux CORRA libellés en CAD compensés par LCH ne représentait que 10% des swaps sur le taux CDOR. Aujourd'hui, plus de 80% du volume total sont basés sur le taux CORRA, selon le moniteur dérivés (point hebdomadaire) du TARCOM :

Exhibit : Mise à jour hebdomadaires du GT TARCOM sur la transition des dérivés

Encours notionnel des nouvelles opérations hebdomadaires compensées par LCH libellés en CAD (DV01) (%)

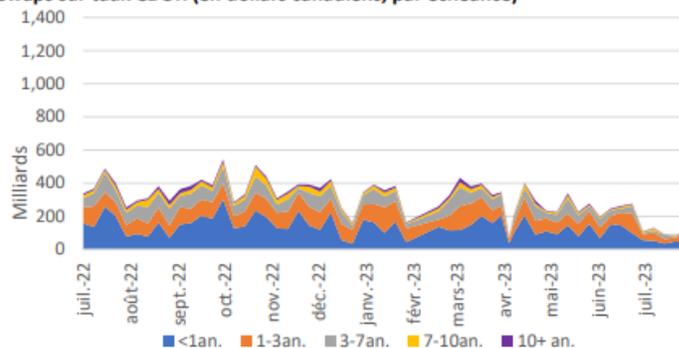
DV01 de swaps de taux d'intérêt sur le taux CORRA en % du DV01 total des swaps de taux d'intérêt libellés en dollars canadiens	Semaine courante	83,8 %
	Semaine dernière	85,6 %

Exhibit 1-1 Nouveaux swaps compensés selon l'échéance, volume pondéré, valeur notionnelle en dollars canadiens (valeur en dollars d'un point de base, DV01) (%)



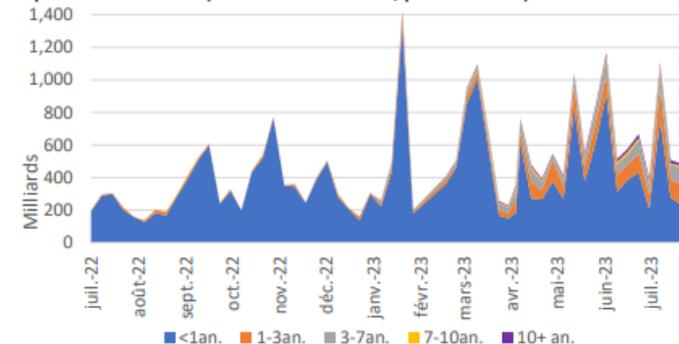
Sources : London Stock Exchange Group et Groupe de travail sur le TARCOM

Exhibit 1-3 Encours notionnel des opérations hebdomadaires compensées par LCH, swaps sur taux CDOR (en dollars canadiens, par échéance)



Sources : London Stock Exchange Group et Groupe de travail sur le TARCOM

Exhibit 1-4 Encours notionnel des opérations hebdomadaires compensées par LCH, swaps sur taux CORRA (en dollars canadiens, par échéance)



Sources : London Stock Exchange Group et Groupe de travail sur le TARCOM

Nota : Les graphiques ci-dessus sont tirés du [point hebdomadaire sur la transition des dérivés](#) du TARCOM

Principales ressources :

- Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien : documents clés (TARCOM) :
<https://www.banqueducanada.ca/marches/groupe-travail-taux-reference/tarcom-documents-cles/>
- Taux CDOR : questions fréquentes sur la transition (TARCOM) :
<https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2023/08/taux-cdor-questions-frequentes-transition.pdf>

Autres ressources sur la transition CORRA-CDOR :

Organisme	Document	Hyperlien
TARCOM	Survol de la transition du taux CDOR au taux CORRA	Lien
TARCOM	Mandat du Groupe de travail sur le TARCOM	Lien
TARCOM	TARCOM jalons – Plan de transition et jalons sur une page	Lien
TARCOM	Examen du taux CDOR par le Groupe de travail sur le TARCOM : analyse et recommandations	Lien
TMX	Série de webdiffusions sur la transition du taux CDOR	Lien
TARCOM	Amélioration de la méthode de calcul du taux CORRA	Lien
Bloomberg	IBOR Fallbacks: Spread Fixing Event for CAD CDOR	Lien
TARCOM	Point hebdomadaire sur la transition des dérivés	Lien

Conventions et clauses de repli :

Organisme	Document	Hyperlien
TARCOM	Convention pour les OTV fondées sur le taux CORRA	Lien
TARCOM	Conventions applicables aux prêts fondés sur le taux CORRA	Lien
TARCOM	Clauses de repli pour les OTV fondées sur le taux CDOR	Lien
TARCOM	Clauses de repli pour les OTV fondées sur le taux CORRA	Lien
ISDA	Supplément de l'ISDA sur les nouvelles clauses de repli	Lien
TARCOM	Méthode de calcul du taux CORRA composé à terme échu	Lien
TMX	Méthodologie du taux CORRA à terme	Lien

Perspective sur la réforme mondiale des taux de référence :

Organisme	Document	Hyperlien
OICV	Principes de l'OICV	Lien
FSB	Reforming Major Interest Rate Benchmarks	Lien
ISDA	Benchmark Reform and Transition from LIBOR Informational Page	Lien
ARRC	A User's Guide to SOFR	Lien
ISDA	IBOR Fallback Protocol	Lien
TARCOM	Taux de référence sans risque – Panorama international	Lien

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. FNB 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 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 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 SCF 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.