



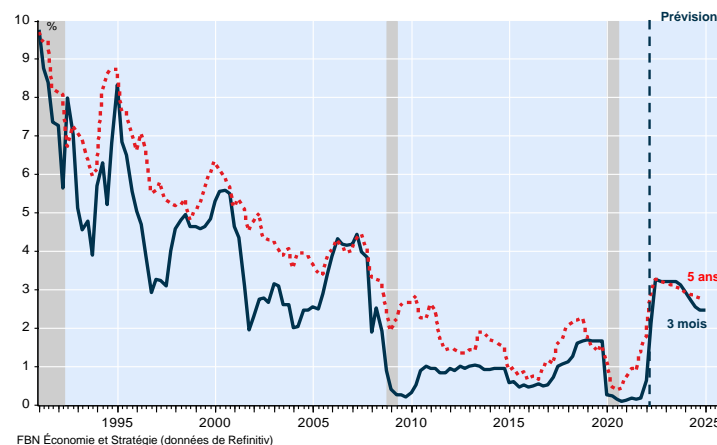
Hausse des taux d'intérêt et endettement des ménages: la cause d'une récession?

Par Matthieu Arseneau et Daren King

- Outre celles reliées au choc inflationniste, il y a beaucoup d'inquiétudes concernant la vulnérabilité des ménages canadiens aux fortes hausses de taux d'intérêt.
- Pour les ménages les plus endettés, la facture pourrait bien être salée. Pour ceux qui ont contracté un prêt hypothécaire de 4,5 fois leur revenu brut, le paiement mensuel augmenterait de 187 \$ à 281 \$ entre 2022 et 2024, accaparant pas moins de 2,6 % à 4,0 % de leur revenu net.
- Mais au niveau macroéconomique, c'est une autre histoire étant donné la forte proportion de propriétés sans hypothèque. Selon nos calculs, le choc de paiement relié au service de la dette accumulée représentera 0,65 % du revenu disponible au cours des trois prochaines années. C'est significatif, mais c'est gérable. À lui seul, ce choc ne précipitera pas l'économie dans une récession.

L'inflation a bondi au cours de la dernière année, atteignant des sommets inégalés en quatre décennies tant aux États-Unis qu'au Canada. Dans ce contexte, les banques centrales manifestent une grande détermination à la juguler en augmentant les taux d'intérêt à un rythme effréné. Du côté de la Réserve fédérale, la prévision médiane pour le taux des fonds fédéraux à la fin de 2022 représenterait une hausse de 325 pb en seulement 9 mois. Du côté de la Banque du Canada, le gouverneur Tiff Macklem a affirmé que le taux directeur pourrait devoir monter à 3 % ou même plus pour ramener l'inflation sous contrôle. De notre côté, nous anticipons un taux directeur à 3,25 % en fin de 2022 et un taux des obligations du Canada à 5 ans à 3,20 %, ce qui signifierait des taux d'intérêt à leur plus haut niveau depuis 2007.

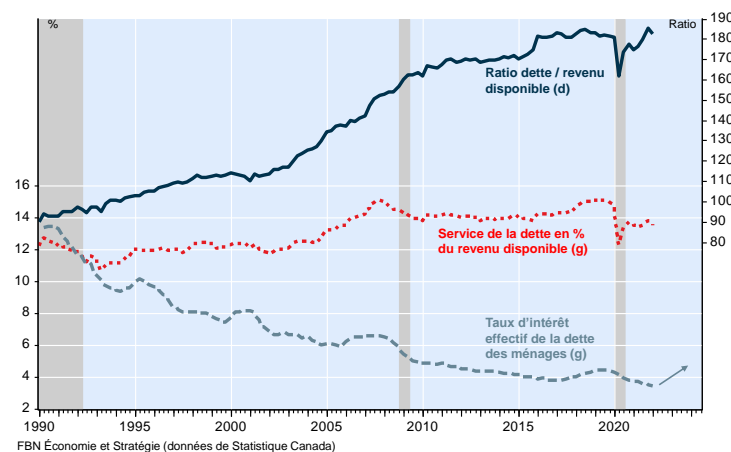
Augmentation considérable des taux d'intérêt sur une courte période
Rendements des obligations du Canada à 5 ans et des bons du Trésor à 3 mois (Prévisions de FBN de T3 2022 à T4 2024)



Sur un an, ce serait le plus important relèvement de taux d'intérêt depuis 1995 dans un contexte où le niveau d'endettement est beaucoup plus important qu'à l'époque. En 1995, l'endettement représentait 105 % du revenu disponible alors qu'il se situe désormais à 182 %, soit essentiellement à son niveau d'avant la pandémie¹.

Perspective historique de la dette des ménages

Ratio dette/revenu disponible, coût du service de la dette et taux effectif de la dette (1990 - 2022)

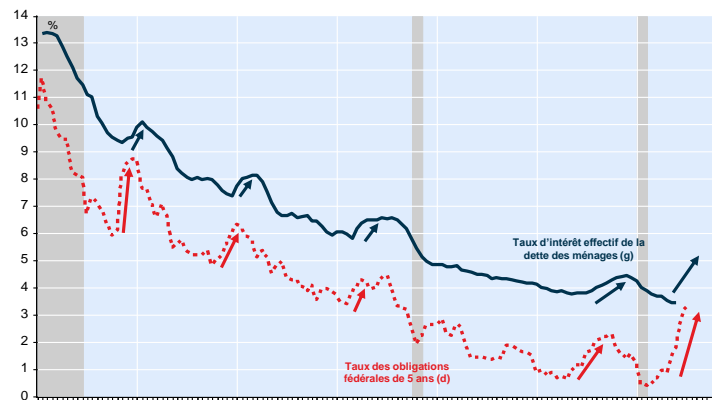


Le taux d'intérêt effectif qui continuait de baisser au premier trimestre de 2022 est appelé à augmenter au cours des prochains trimestres. Alors que les consommateurs subissent déjà un choc du pouvoir d'achat par le biais de l'inflation, ils verront simultanément augmenter le fardeau de leur dette. Dans quelle mesure ce choc de paiement ralentira-t-il la consommation au Canada? Dans cette étude spéciale, nous nous interrogeons sur la vulnérabilité de l'économie canadienne à une hausse des coûts d'emprunt sur la dette déjà contractée.

¹ La dette des ménages inclue celle des entreprises non-incorporées.

Le taux d'intérêt effectif des ménages canadiens appelé à monter

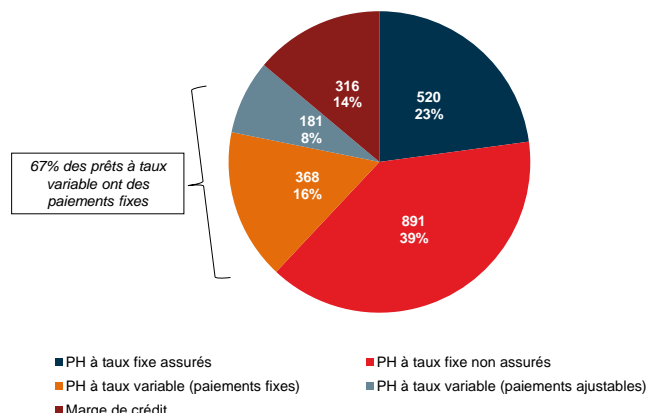
Taux d'intérêt effectif sur la dette des ménages et taux des obligations fédérales de 5 ans



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada et Refinitiv)

Dettes des ménages exposées à un choc de paiement d'intérêts

Dettes des ménages au T4 2021, en milliards \$



FBN Économie et Stratégie (Statistique Canada)

Structure de l'endettement des ménages

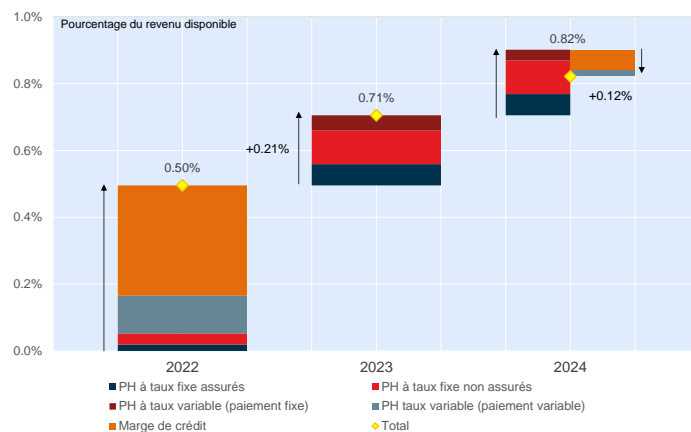
Au quatrième trimestre de 2021, la dette accumulée des Canadiens atteignait 2 657 milliards \$. Toutefois, ce n'est pas toute cette dette qui est affectée par une hausse des taux d'intérêt. En effet, la vaste majorité des prêts à tempérament sont amortis complètement au taux contracté, ce qui ne provoque pas de hausse du fardeau d'intérêts lorsque les taux montent. Idem pour les cartes de crédit dont le taux n'est pas modifié fréquemment. Selon nos estimations, la dette qui peut faire l'objet de hausses des taux d'intérêt demeure considérable à 2 276 milliards \$, soit 87 % de l'endettement total. Le paiement des intérêts sur les marges de crédit (316 milliards \$) est directement affecté par une fluctuation du taux directeur. Pour ce qui est des prêts hypothécaires assurés (520 milliards \$) ou non assurés (891 milliards \$) à taux d'intérêt fixe, l'impact des hausses de taux d'intérêt sera graduel, car il dépend des montants à renouveler et des taux hypothécaires en vigueur au moment du dernier renouvellement ou à la signature initiale du prêt, selon cas. Pour les prêts hypothécaires à taux variable (549 milliards \$), bien que le montant payé en intérêts varie avec le taux directeur, le paiement total n'est pas toujours affecté. En effet, nous estimons que 67 % des prêts à taux variable ont un paiement qui demeure fixe (368 milliards \$), de sorte que l'impact des hausses de taux d'intérêt se fera également au renouvellement pour cette partie de l'endettement. Pour les 33 % de prêts hypothécaires à taux variable restants (181 milliards \$), leur paiement est immédiatement ajusté par une modification du taux directeur.

À quoi s'attendre?

Selon nos estimations², le montant supplémentaire que les ménages canadiens devraient déboursier en raison de l'augmentation des taux d'intérêt de 2022 à 2024 serait de 30,4 milliards \$, soit 7,4 milliards \$ en 2022, 10,6 milliards \$ en 2023 et 12,4 milliards \$ en 2024. En termes de revenu disponible, ce sera 0,50 % du revenu des ménages en 2022 qui servirait à couvrir cette augmentation des paiements, à quoi s'additionneraient 0,21 % en 2023 pour un total de 0,71 % et 0,12 % de plus en 2024 pour un total de 0,82 %.

Le service de la dette en perspective

Augmentation du service de la dette en pourcentage du revenu disponible



FBN Économie et Stratégie

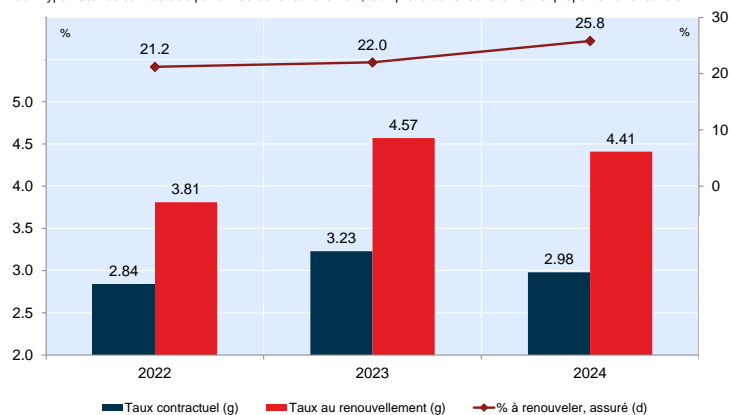
En 2022, la majorité de l'augmentation des paiements est due à la hausse rapide et importante du taux directeur. Celui-ci a un impact immédiat sur les marges de crédit et le crédit hypothécaire à taux et paiements variables qui est estimé à 6,7 milliards \$. Pour ce qui est des prêts hypothécaires assurés et non assurés à taux fixe, les taux d'intérêt en vigueur à la fin de leur terme seront plus élevés que celui contracté

² Voir annexe sur la méthodologie et les hypothèses

préalablement, mais l'impact sera moins important que sur celui des produits à taux variables, avec une hausse des paiements de seulement 778 millions \$. Il s'avère que pour ce type d'endettement, l'impact est beaucoup plus graduel sur l'économie, car seulement une partie arrive à échéance chaque année (entre 21 et 26% pour les prêts assurés). Il n'en demeure pas moins que pour les emprunteurs détenant des prêts hypothécaires assurés et qui doivent les renouveler en 2022, la facture sera salée, le taux étant en moyenne 97 pb plus élevé que celui qu'ils ont contracté.

Le choc des paiements pour les prêts hypothécaires assurés

Taux hypothécaires contractuels par année de renouvellement, taux prévu au renouvellement et proportion à renouveler



FBN Économie et Stratégie

Pour les prêts hypothécaires à taux variable et paiement fixe qui devront être renouvelés, le choc de paiement sera minime en 2022 avec une légère hausse de 13 millions \$.

En 2023, nous prévoyons que les taux hypothécaires fixes devraient atteindre un sommet au cours du premier trimestre, mais demeurer nettement plus élevés que ceux des prêts arrivant à la fin de leur terme. La hausse des paiements pour ces deux produits à taux fixe serait donc de 2,5 milliards \$ en 2023. Pour les produits à taux variables, le taux directeur de la Banque du Canada devrait atteindre un sommet de 3,25% à la fin de 2022 et demeurer stable tout au long de 2023. Résultat, nous ne prévoyons pas de fardeau additionnel provenant des marges de crédit et des prêts hypothécaires à taux et paiement variables. Toutefois, les prêts à taux variable et paiement fixe feront face à un choc de paiement au renouvellement s'élevant à 674 millions \$ de plus que l'année précédente.

En 2024, un écart subsistera entre le taux d'intérêt au moment du renouvellement et celui contracté préalablement pour les prêts hypothécaires assurés et non assurés à taux fixe, entraînant une augmentation des paiements de 2,5 milliards \$. Pour les trois années de notre scénario, les ménages devront déboursier un total de 9,8 milliards \$ additionnels pour ces deux produits. Pour les produits à taux variable, nous prévoyons que le taux directeur de la Banque du Canada devrait diminuer pour s'établir à 2,50% à la fin de 2024. Résultat, le paiement des marges de crédit et des

hypothèques à taux et paiement variables devrait diminuer de 1,2 milliard \$ comparativement au montant payé l'année précédente. Toutefois, ce taux continuera d'être plus élevé que celui en vigueur au début de 2022. De 2022 à 2024, les ménages canadiens auront payé une somme cumulative supplémentaire de 18,8 milliards \$ pour ces deux produits. Finalement, pour les hypothèques à taux variable et paiement fixe, le taux d'intérêt au renouvellement sera toujours plus élevé que lui actuellement en vigueur, entraînant une augmentation des paiements de 475 millions \$. Au total, il s'agit d'une augmentation cumulative de 1,9 milliard \$ de 2022 à 2024 pour ce produit.

Contribution des différents produits au choc de paiement

Impact sur le paiement de la dette en lien avec l'augmentation des taux d'intérêt, en dollars et en proportion du revenu disponible

	2022	2023		2024		Cumul. (\$M)
	Impact (M\$)	Impact marginal (M\$)	Impact (M\$)	Impact marginal (M\$)	Impact (M\$)	
PH à taux fixe assurés	292	959	1,251	955	2,207	3,750
PH à taux fixe non assurés	486	1,522	2,007	1,517	3,525	6,018
PH à taux variable (paiements fixes)	13	674	687	475	1,162	1,862
PH taux variable (paiements ajustables)	1,702	-	1,702	(306)	1,396	4,801
Marge de crédit	4,956	-	4,956	(890)	4,066	13,977
Total	7,449	3,155	10,604	1,752	12,356	30,408
Total % du revenu personnel disponible	0.50%	0.21%	0.71%	0.12%	0.82%	0.65%

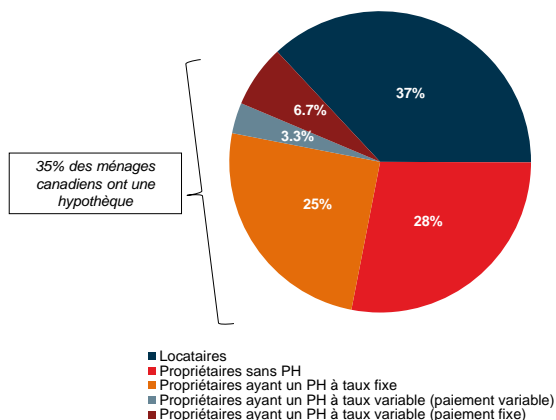
* Nous supposons une augmentation de 1% du revenu personnel disponible par trimestre.
FBN Économie et Stratégie

Une répartition inégale de l'augmentation du fardeau de l'endettement

Comme mentionné préalablement, l'augmentation des paiements de la dette en raison de la hausse des taux d'intérêt représenterait 0,50% du revenu disponible en 2022, 0,71% en 2023 et 0,82% en 2024. Pour les trois années cumulées, cela équivaut à un total de 0,65% du revenu personnel disponible. Bien que ce choc soit important et qu'il ralentira la consommation, il ne nous apparaît pas suffisant à lui seul pour précipiter l'économie dans une récession. Certains pourraient être surpris par les résultats de nos calculs, les montants apparaissant relativement faibles au niveau agrégé. Il faut comprendre que le fardeau du relèvement des taux d'intérêt ne se fera pas sentir uniformément sur les ménages. Prenons l'exemple de la dette hypothécaire. Au Canada, bien que 63% des ménages soient propriétaires selon la dernière Enquête sur la Sécurité Financière (2019), 44% d'entre eux n'ont pas d'hypothèque. Cela signifie que seulement 35% des ménages devront absorber une augmentation des paiements en lien avec les prêts et les marges de crédit hypothécaire.

Une majorité des ménages canadiens n'ont pas d'hypothèque

Répartition des ménages canadiens



FBN Économie et Stratégie (Banque du Canada & estimation FBN)

Il existe aussi une forte disparité entre les emprunteurs. Ces dernières années ont été marquées par une forte augmentation des prix des propriétés qui a amené beaucoup d'acheteurs à emprunter des montants importants en proportion de leur revenu pour pouvoir accéder à la propriété. En effet, une proportion non négligeable d'emprunteurs a eu recours à un prêt qui dépasse le seuil de 4,5 fois leur revenu brut, seuil souvent utilisé pour identifier les emprunteurs considérés comme étant à risque, notamment par le Bureau du surintendant des institutions financières.

Prenons l'exemple d'un couple sans enfants, habitant en Ontario et gagnant un revenu brut de 50 000 \$ chacun pour un revenu familial brut total de 100 000 \$ (revenu net d'environ 85 000 \$). Ce couple a contracté un crédit hypothécaire à taux fixe avec un terme de 5 ans et un amortissement de 25 ans qui arrivera à échéance prochainement. Si son prêt représentait 2,5 fois son revenu brut et qu'il devait le renouveler entre 2022 et 2024, l'augmentation du paiement mensuel en raison la hausse des taux d'intérêt serait de 104 \$ à 156 \$, ou de 1,5 % à 2,2 % de son revenu disponible. Si le couple avait contracté un prêt de 4,5 fois son revenu brut, le paiement mensuel augmenterait de 187 \$ à 281 \$, soit 2,6 % à 4,0 % de son revenu net, une proportion beaucoup plus élevée que les chiffres que nous avons présentés précédemment pour l'ensemble des ménages canadiens.

Impact important au renouvellement pour les ménages lourdement endettés

Augmentation prévue du paiement mensuel au renouvellement pour un prêt hypothécaire assuré amorti sur 25 ans avec un terme de 5 ans pour un prêt de 2.5X, 3.5X et 4.5X le revenu brut d'un couple sans enfants de 100 000 \$ (Net environ 85 000 \$)

		2022	2023	2024
Taux actuel		2.84%	3.23%	2.98%
Taux prévu au renouvellement		3.81%	4.57%	4.41%
\$250,000	Différence	+104\$	+148\$	+156\$
	Différence / Revenu disp.	1.5%	2.1%	2.2%
\$350,000	Différence	+145\$	+207\$	+218\$
	Différence / Revenu disp.	2.0%	2.9%	3.1%
\$450,000	Différence	+187\$	+267\$	+281\$
	Différence / Revenu disp.	2.6%	3.8%	4.0%

FBN Économie et Stratégie

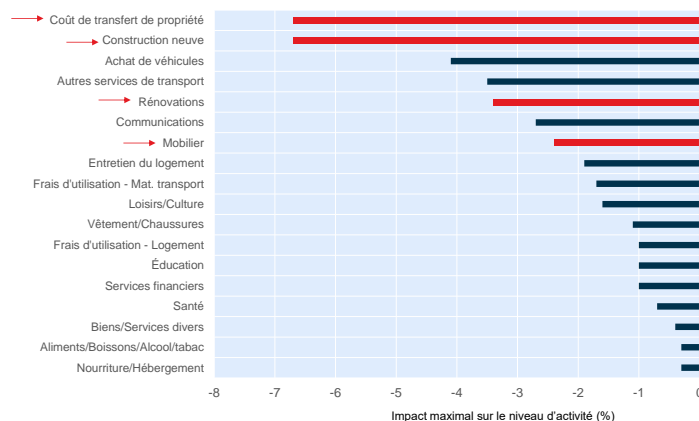
Conclusion

Outre celui relié au choc inflationniste, il y a beaucoup d'inquiétudes concernant la vulnérabilité des ménages canadiens aux fortes hausses de taux d'intérêt. Alors que certains emprunteurs seront assurément plus sensibles à des hausses, la structure actuelle de l'endettement des ménages suggère que le choc de paiement est important, mais gérable, en ce sens qu'il ne précipitera pas à lui seul l'économie dans une récession. Cela suppose que le taux directeur se stabilise autour de 3,25 %. Quand on sait que le revenu disponible réel a crû en moyenne de 2,2 % par année au cours des 10 dernières années, le choc de paiement de 0,65 % du revenu disponible sur trois ans ne représente qu'un coup de frein pour la consommation. Cela contraste avec l'alarmisme du discours ambiant voulant que la consommation soit appelée à s'effondrer pour cette raison.

Cela dit, il est difficile de dire quelle sera la goutte qui fera déborder le vase et les observateurs ont raison de se préoccuper des risques de récession. En effet, il s'avère que le choc de paiement n'est qu'un des multiples canaux de transmission de la politique monétaire sur l'économie. En raison de l'envolée des taux d'intérêt, les ménages connaissent également un effet de richesse négatif, car ils enregistrent en ce moment des pertes tant dans leurs portefeuilles d'actions que d'obligations. Les prix des actifs immobiliers pourraient également connaître des reculs au cours des prochains mois, sapant encore davantage leur confiance. De plus, les taux d'intérêt moins avantageux signifient que les particuliers seront plus hésitants à acquérir des propriétés, à rénover et dépenser, les composantes du PIB reliées à l'immobilier étant les plus vulnérables dans le contexte actuel. Enfin, l'augmentation substantielle du coût du capital devrait freiner l'ardeur des entreprises en matière d'investissement d'autant plus que les craintes grandissantes d'une récession imminente pourraient inciter les dirigeants à la prudence.

Canada : L'activité résidentielle très sensible aux taux d'intérêt

Sensibilité au choc de 100 points de base sur le taux directeur



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Annexe : Méthodologie et hypothèses

Pour la réalisation de cette étude, nous avons développé une méthodologie qui nous a amenés à poser un certain nombre d'hypothèses afin d'évaluer l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur l'endettement des ménages déjà accumulé (nous ne faisons pas de prévision sur l'endettement futur).

Méthodologie

1. Déterminer les volumes des différents produits qui seront affectés par une variation des taux d'intérêt (prêts hypothécaires à taux fixe au renouvellement, prêts à taux variable en cours de terme et au renouvellement et marges de crédit).
2. Pour les prêts pour lesquels le choc de paiement survient au renouvellement (taux fixe et taux variable à paiement fixe), déterminer le taux d'intérêt du prêt arrivant à échéance et faire une prévision sur les nouveaux taux d'intérêt en vigueur lors du renouvellement.
3. Grâce aux volumes et à l'écart entre les anciens et les nouveaux taux d'intérêt, calculer la variation du paiement des intérêts au renouvellement pour les prêts hypothécaires à taux fixe et à taux variable avec paiement fixe. Cette variation du paiement d'intérêts n'est toutefois pas ressentie entièrement par les ménages lors du renouvellement, car le paiement du capital qui diminue de son côté viendra amoindrir ce choc. Selon nos simulations, seulement 60 % de l'augmentation des intérêts se traduiront en choc de paiement final étant donné la baisse du paiement du capital.
4. Pour les marges de crédit et les prêts hypothécaires à taux et paiement variables, appliquer la variation des taux d'intérêt à l'ensemble du portefeuille.
5. Mettre l'augmentation du paiement d'intérêts en proportion du revenu disponible pour voir le poids additionnel qui devra être assumé par les ménages.

Hypothèses

Déterminer les volumes

- Selon les [données de Statistique Canada](#) à la fin du quatrième trimestre de 2021, le total du crédit des ménages canadiens était de 2657 milliards \$, dont 1954 milliards \$ en crédit hypothécaire et 703 milliards \$ en crédit non hypothécaire.
- Grâce aux [données de la Banque du Canada](#) sur le crédit des ménages octroyé par les banques à charte, nous sommes en mesure de faire la distinction du crédit hypothécaire pour les banques entre les prêts assurés (30%) et non assurés (70%). Grâce à ces données, nous sommes également en mesure de connaître la répartition du portefeuille de prêts à taux fixe et variable pour les banques (83% à taux fixe pour les prêts assurés, 67% pour les prêts non assurés).
- Pour les prêteurs non bancaires, nous avons utilisé les [données de la SCHL](#) pour établir la répartition des prêts hypothécaires

assurés (39%) et non assurés (61%), mais nous ne sommes toutefois pas en mesure de connaître la répartition entre les prêts à taux fixe et variable. Nous avons donc supposé la même répartition que pour les prêteurs bancaires.

- Pour les prêts non hypothécaires, nous avons supposé que l'ensemble des prêts personnels et des volumes sur carte de crédit étaient à taux fixe et serait entièrement remboursé à la fin de l'amortissement. Nous sommes conscients que certains prêts personnels peuvent avoir un taux variable et que le taux sur les avances de fonds des cartes de crédit fluctue avec le taux directeur de la Banque du Canada, mais cela demeure une faible proportion.
- Le volume sur les marges de crédits (personnelles et hypothécaires) des banques a été déterminé à partir des [données de Statistique Canada](#). Pour les prêteurs non bancaires, pour lesquels cette information n'est pas disponible, nous avons utilisé la même proportion de marge de crédit sur l'ensemble du crédit non hypothécaire que celle observée pour les banques.
- Pour l'exercice, nous supposons que la taille et la répartition du portefeuille de crédit des ménages sont fixes dans le temps.

Prêts hypothécaires à taux variable

- Une distinction a été faite entre les prêts à taux et paiement variables et les prêts à taux variable et paiement fixe.
- Pour les prêts à taux et paiement variables, le paiement fluctue avec chaque modification du taux préférentiel.
- Pour les prêts à taux variable et paiement fixe, nous posons l'hypothèse que le renouvellement survient après 5 ans (une proportion infime de prêts n'a pas cette échéance). Il est vrai que si le taux préférentiel venait à augmenter de façon trop importante, l'emprunteur pourrait se retrouver dans une situation où il ne paierait pratiquement plus de capital sur son prêt. Dans un tel scénario, une modification du paiement peut survenir si le seuil indiqué au contrat hypothécaire est atteint. Toutefois, [ce seuil ne devrait pas être atteint selon notre scénario](#). Nous avons donc posé comme hypothèse que le paiement de ce type de prêts hypothécaires ne changera pas en cours de terme.
- Ayant préalablement déterminé la taille du portefeuille de prêts hypothécaires à taux variable, nous estimons ensuite la répartition entre ceux à paiement fixe et variable. Pour ce faire, nous nous sommes basés sur les [données de la Banque du Canada \(graphique 1-B\)](#) qui indiquent que 80 % des prêteurs bancaires offrent un prêt hypothécaire à taux variable et paiement fixe (Banque Nationale et Banque Scotia étant les exceptions). Outre Desjardins, la vaste majorité des prêteurs non bancaires offrent un produit à paiement variable. En utilisant les [données de la SCHL](#) pour évaluer les parts de marché des prêteurs non bancaires, nous estimons qu'environ 67 % du total des crédits hypothécaires à taux variable sont à paiement fixe.

Volume de renouvellements des prêts hypothécaires

- Pour calculer l'impact du choc d'intérêts au renouvellement des prêts hypothécaires, nous avons utilisé les [données de la Banque du Canada](#) sur l'émission de nouveaux prêts hypothécaires en fonction de leur terme et de leur poids dans l'ensemble du portefeuille. Cet exercice a été fait de façon séparée pour les prêts assurés à taux fixe, les prêts non assurés à taux fixe et les prêts à taux variable. Nous sommes donc en mesure d'estimer les volumes hypothécaires qui arrivent à échéance tous les trimestres.

Taux d'intérêt historique et scénario de taux d'intérêt

- Pour le scénario de taux d'intérêt, nous avons fait des prévisions sur les taux d'intérêt hypothécaires pour un terme de 5 ans et avons posé comme hypothèse que tous les prêts assurés et non assurés à taux fixe allaient être renouvelés à ce taux.
- Le taux historique des prêts hypothécaires à taux fixe qui arrivent au renouvellement a été estimé à partir des données recueillies sur le marché des titres adossés à des créances hypothécaires.
- Pour le scénario de taux pour les marges de crédit et les prêts hypothécaires à taux variable, nous utilisons nos prévisions du taux directeur de la Banque du Canada.
- Le taux historique des prêts hypothécaires à taux variable et paiement fixe qui arrivent au renouvellement a été estimé à partir des [données de la Banque du Canada](#). Le taux des nouveaux prêts émis il y a 5 ans a été utilisé comme taux au renouvellement. En nous basant sur nos prévisions du taux directeur, nous avons estimé le nouveau niveau du taux variable au moment du renouvellement.
- Pour les marges de crédit et les prêts hypothécaires à taux et paiement variables, nous avons appliqué la variation du taux directeur comme choc de taux d'intérêt. Le taux préférentiel bancaire évolue généralement au diapason du taux directeur.

Revenu disponible

- Nous avons utilisé les [données de Statistique Canada](#) sur le revenu disponible des ménages. Nous utilisons les données du premier trimestre de 2022 et appliquons ensuite une augmentation de 1% par trimestre sur l'ensemble de la période de projection.

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

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 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.