



Canso INVESTMENT
COUNSEL LTD.

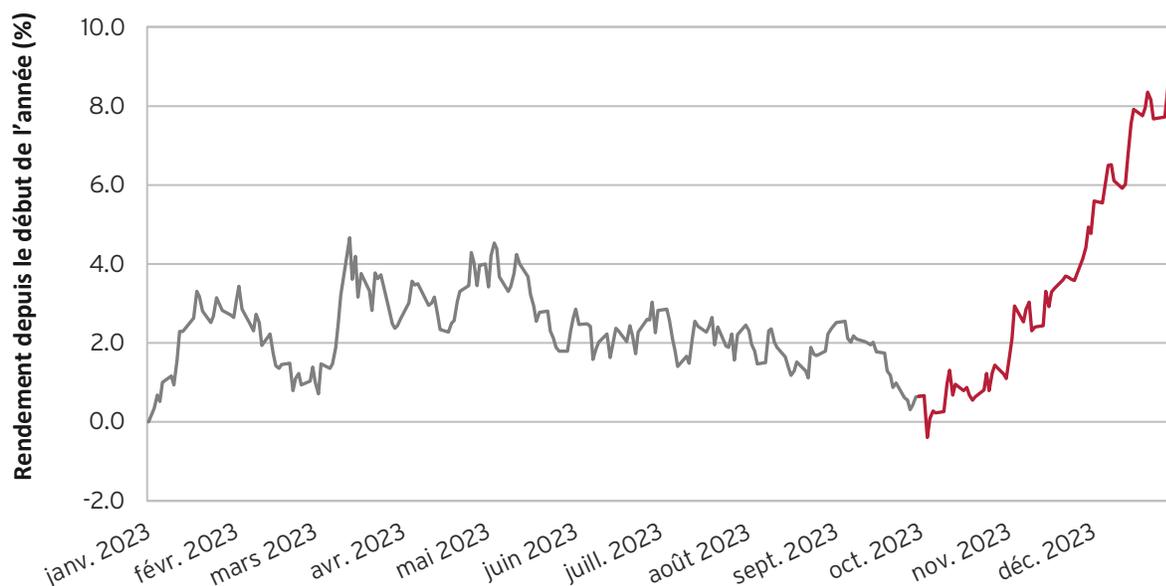
Infolettre sur les obligations de sociétés

JANVIER 2024

Sprint final

Les marchés des obligations de sociétés, revigorés par les nouveaux reculs de l'inflation, les signes de modération sur le vigoureux marché de l'emploi et l'évocation d'une éventuelle fin des mesures de hausse des taux de la part des responsables de la Réserve fédérale, ont grimpé en flèche au quatrième trimestre. Les rendements ont dégringolé sur toutes les courbes de rendement, entraînant une baisse de 91 points de base (pb) des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans et de 69 pb de celles des États-Unis. Ce revirement a déclenché une reprise fulgurante, propulsant les actions, les titres de qualité supérieure et les obligations à rendement élevé.

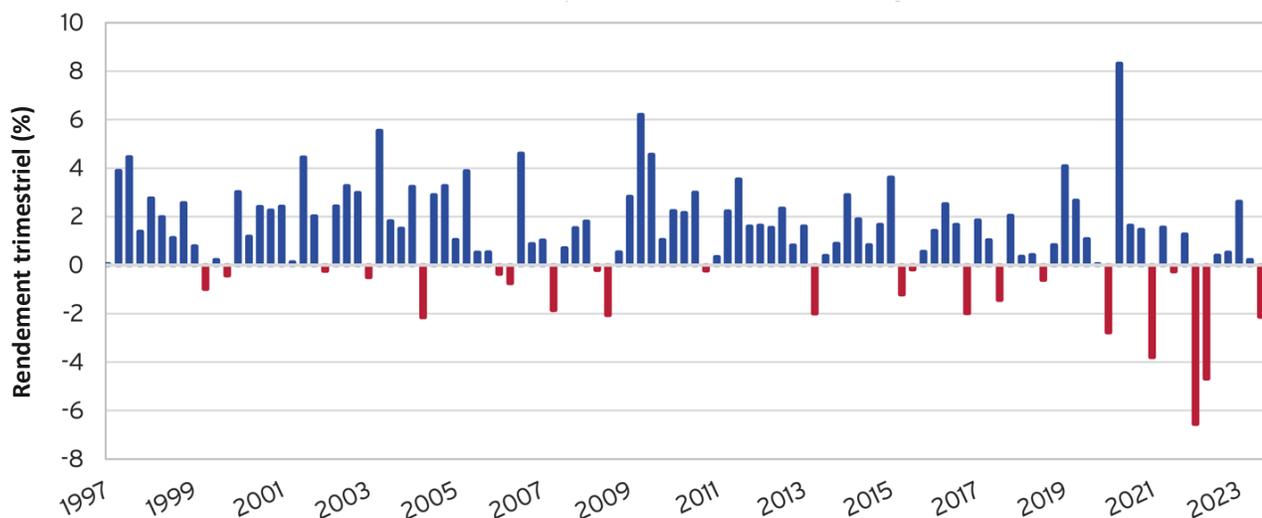
Rendement de l'indice ICE BofA Canada Corporate depuis le début de l'année



Source : Indices ICE BofA

La dernière fois que nous vous avons écrit en octobre, l'indice ICE BofA Canada Corporate risquait d'afficher une troisième baisse annuelle consécutive. L'indice n'avait progressé que de 0,6 % au cours des neuf premiers mois de l'année et flirtait en territoire négatif. Nous étions loin d'imaginer ce que novembre et décembre nous réservaient. Les fortes baisses des rendements des obligations gouvernementales et la diminution des primes de risque ont fait avancer les titres canadiens de qualité supérieure, avec un rendement trimestriel de 7,6 %, soit le deuxième meilleur rendement trimestriel du siècle.

Rendement trimestriel de l'indice ICE BofA Canada Corporate

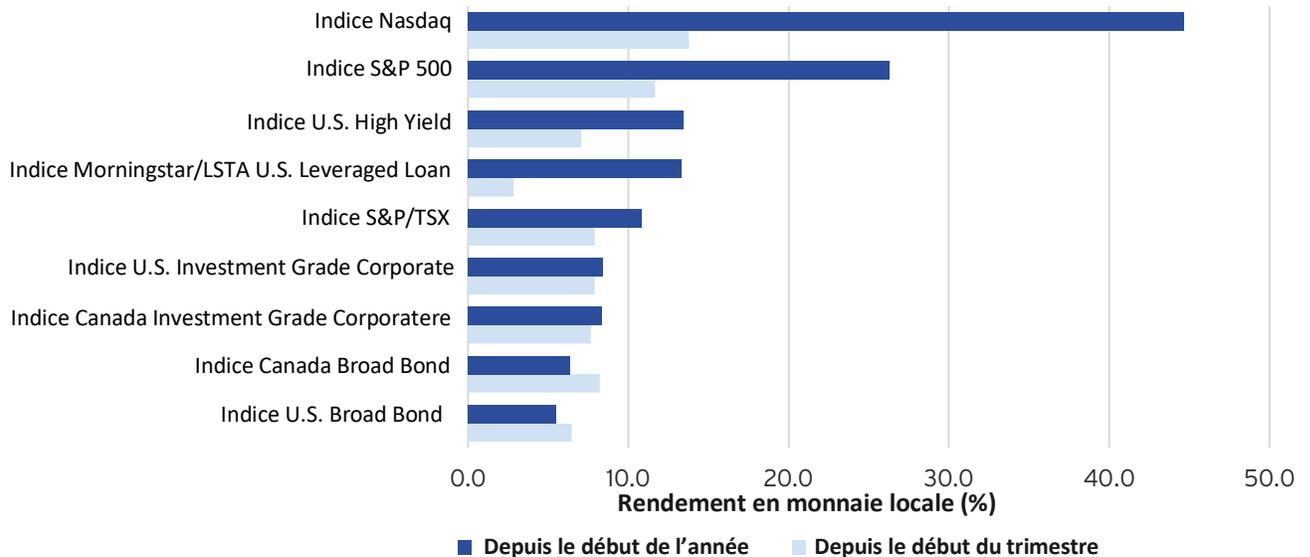


Source : Indices ICE BofA

En bref

Un quatrième trimestre vigoureux a clôturé une année 2023 victorieuse. Les actifs à risque ont rebondi après avoir enregistré des résultats décevants en 2022, l'indice composé Nasdaq ayant progressé de 45 % en 2023 après avoir reculé de 33 % l'année précédente. Le robuste rendement des actifs à risque s'est également fait sentir dans l'univers des titres de qualité inférieure. L'indice U.S. High Yield et l'indice U.S. Leveraged Loan ont tous deux augmenté de 13 % au cours de l'année, les écarts de taux s'étant resserrés et les défaillances des sociétés étant demeurées faibles.

Rendements des marchés canadien et américain Au 31 décembre 2023



Source : Indices ICE BofA, Morningstar/LSTA, Bloomberg

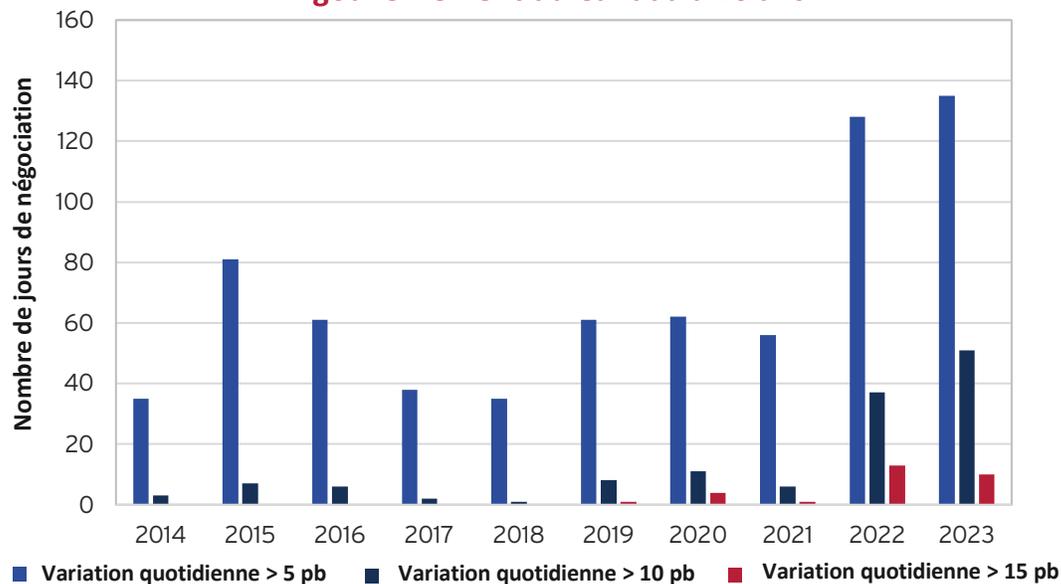
Les indices de titres de qualité supérieure ont également progressé, car la hausse des rendements, la chute des taux d'intérêt gouvernementaux et le resserrement des écarts de taux ont fait grimper les rendements. L'indice canadien Investment Grade a progressé de 8,3 % au cours de l'année, dopé par le rendement de 7,6 % enregistré au dernier trimestre. L'indice des titres américains Investment Grade a progressé de 8,4 % au cours de l'année. Rappelons que ces deux marchés avaient reculé de 10,1 % et de 15,4 %, respectivement, en 2022. Les marchés Broad, qui comprennent les obligations gouvernementales émises par des entités fédérales et provinciales, ont terminé l'année en territoire positif après un recul au cours des 9 premiers mois de l'année.

Hauts et bas obligataires

Il y a un an, nous avons entrepris l'étude ci-dessous pour évaluer la volatilité inhabituelle au sein du marché des obligations. Nous avons constaté que *« sur les marchés obligataires ennuyeux, une variation de plus de 5 pb en une journée est remarquable. »* Nous avons poursuivi l'étude en 2023 et il est clair que les investisseurs obligataires demeurent tout aussi confus.

Du côté des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans, 135 jours de négociation sur 259 en 2023 (donc plus de la moitié) se sont soldés par des variations de rendement de plus de 5 pb. De plus, les obligations ont connu une variation de plus de 15 pb sur 10 jours distincts, soit plus de jours en une seule année qu'au cours des dix années avant 2022. La fin du marché haussier des obligations en 2022 après plus de 40 ans et la transition en territoire inconnu continuent de semer la confusion chez les investisseurs.

Volatilité des rendements des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans

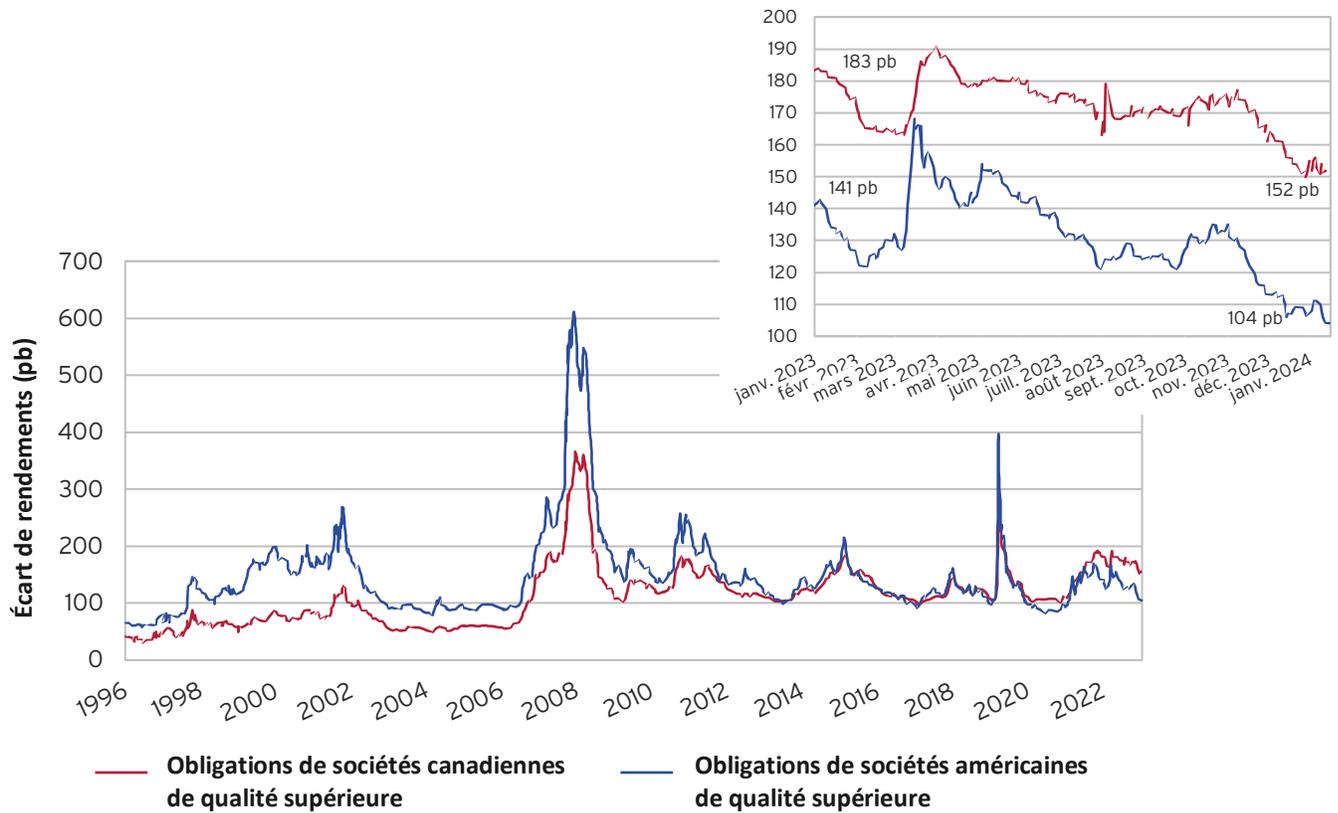


Source : Bloomberg

Au tour des sociétés

Contrairement à la volatilité des taux gouvernementaux, les écarts de taux des titres de qualité supérieure ont continué de bien se comporter. Les écarts de taux au Canada et aux États-Unis se sont resserrés au cours du trimestre, se conjuguant à la chute des rendements des obligations gouvernementales, à la grande satisfaction des investisseurs. Le resserrement des primes de risque des titres de qualité supérieure a suivi des trajectoires très semblables au Canada et aux États-Unis au cours de l'année. Le graphique ci-dessous en illustre l'évolution jusqu'en 2023. Les deux marchés se suivent de près cette année et les écarts des titres de qualité supérieure au Canada semblent toujours offrir une meilleure valeur relative, car ils se sont stabilisés à un niveau supérieur.

Écarts de taux des obligations de qualité supérieure canadiennes et américaines

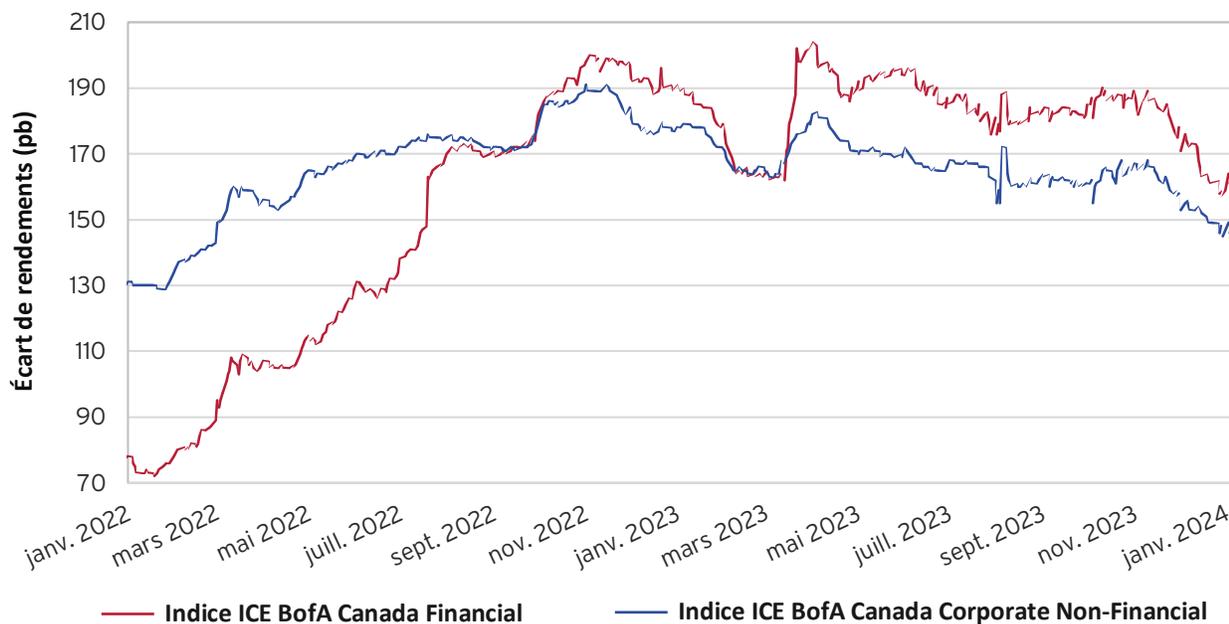


Source : Indices ICE BofA

Dépendance financière

Cet écart s'explique par la contre-performance relative des services financiers au Canada l'an dernier, lesquels continuent d'augmenter les écarts de taux des indices. Comme nous l'avons déjà mentionné, les six grandes banques canadiennes ont inondé le marché intérieur de nouvelles émissions obligataires d'une valeur de 61,7 milliards de dollars en 2022, ce qui a plus que doublé le volume des émissions des deux dernières années. Il en est résulté des écarts de taux régulièrement plus élevés, ce qui a entraîné un recul de l'indice global des titres de qualité supérieure par rapport à son homologue américain. L'élargissement régulier de l'indice des entreprises de services financiers au Canada jusqu'en 2022 étaye ce point.

Pièdre rendement des services financiers

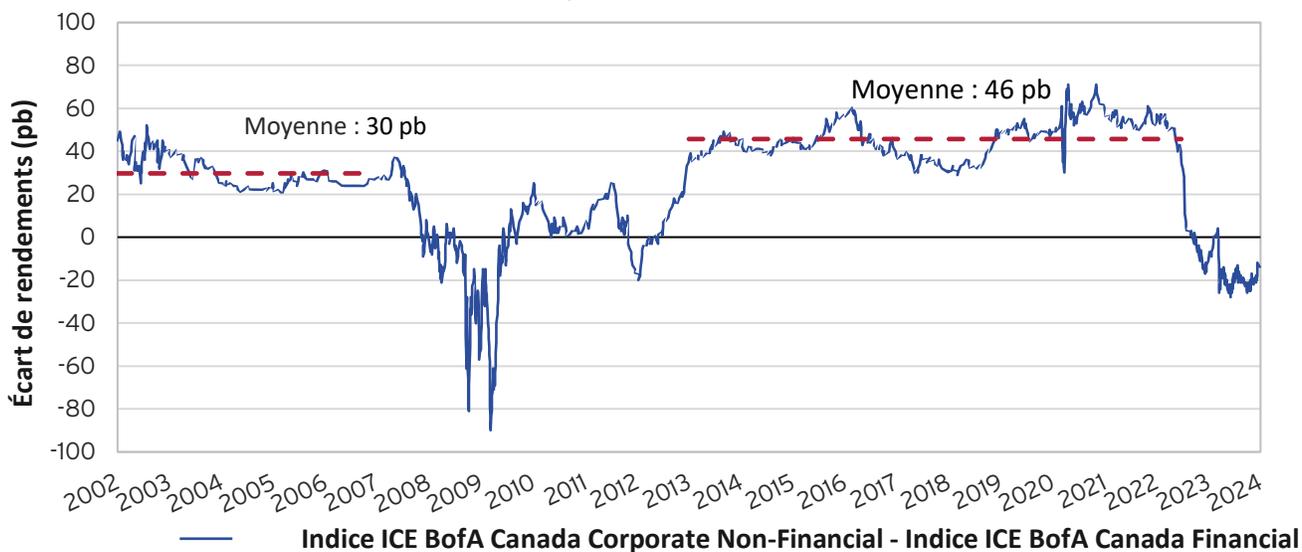


Source : Indices ICE BofA

La situation s'est stabilisée l'année dernière, lorsque la quantité de nouvelles émissions est revenue à la normale. Les émissions des six grandes banques canadiennes ne se chiffraient qu'à 33,5 milliards de dollars en 2023, tandis que les émissions de titres de sociétés augmentaient à un peu moins de 70 milliards de dollars, ce qui représente une augmentation d'environ 33 % d'une année à l'autre.

L'écart relatif du secteur financier par rapport au reste de l'indice des obligations de sociétés au Canada se situe actuellement à un niveau semblable à celui des crises financières antérieures. Nous avons tracé ci-dessous la différence entre les écarts de taux de l'indice non financier et de l'indice financier. Dans des conditions plus normales, les titres non financiers portent des écarts de taux de 30 à 40 pb supérieurs à ceux des services financiers. Depuis la création de l'indice, cette relation ne s'est inversée que pendant la crise du crédit, la crise de la dette en Europe, puis de nouveau à compter de 2022.

Écart de l'indice canadien des obligations de sociétés non financières, moins l'indice financier



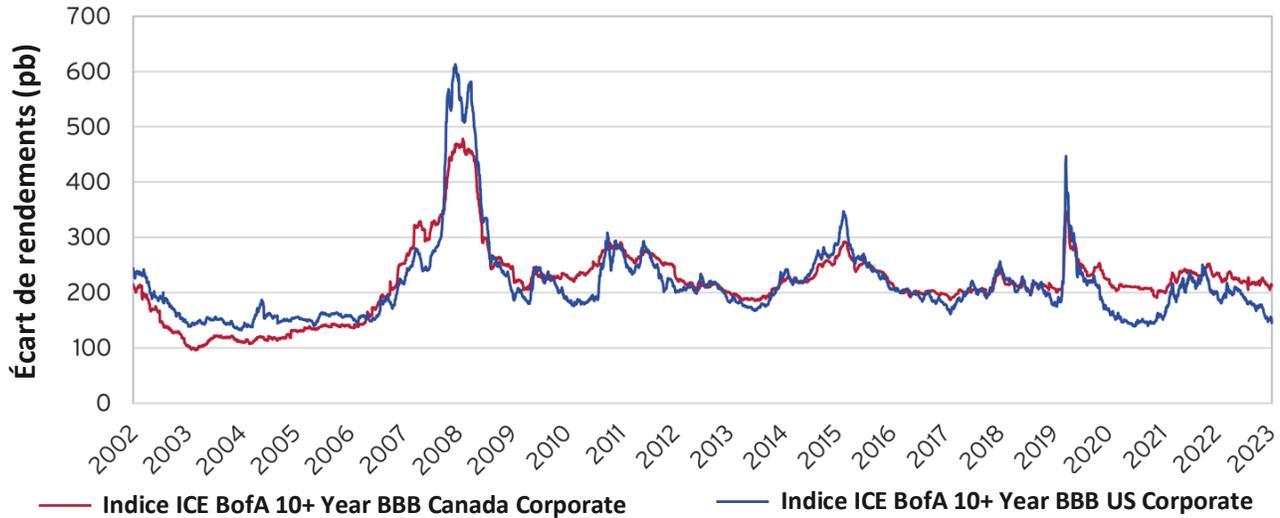
Source : Indices ICE BofA

Il convient de signaler qu'il ne s'agit pas d'une comparaison parfaite. Les sociétés du secteur des services financiers ont une préférence pour les titres de qualité supérieure, avec seulement 20 % en obligations notées BBB, tandis que près de 62 % des obligations des sociétés des autres secteurs sont notées BBB. Le secteur des services financiers privilégie également d'un terme plus court; l'indice ayant une moyenne pondérée de 3,8 ans, comparativement à 11,4 ans dans les secteurs non financiers. Ces divergences devraient favoriser des écarts relatifs plus serrés dans le secteur des services financiers, ce qui a toujours été le cas.

L'appétit du rendement

Dans l'attribution du différentiel des écarts de taux, nous avons également relevé les écarts relatifs des obligations de sociétés à long terme. L'incidence globale n'est pas aussi importante que dans le secteur des services financiers, mais il convient de la noter. Aux États-Unis, les grandes sociétés profitent d'un bassin beaucoup plus vaste apte (et désireux) d'acheter à long terme, ce qui peut grandement resserrer les écarts. Le graphique ci-dessous compare les obligations de sociétés à long terme notées BBB dans chaque marché. Au Canada, les obligations à long terme notées BBB se sont rarement resserrées à moins de 200 pb, alors que les cours ont augmenté beaucoup plus au sud de la frontière. Ce fut le cas au cours de la dernière année, alors que l'écart des obligations à long terme notées BBB aux États-Unis s'est resserré à 145 pb par rapport à celui du marché canadien, qui s'établissait à 212 pb.

Écarts de taux des obligations à long terme notées BBB au Canada et aux États-Unis

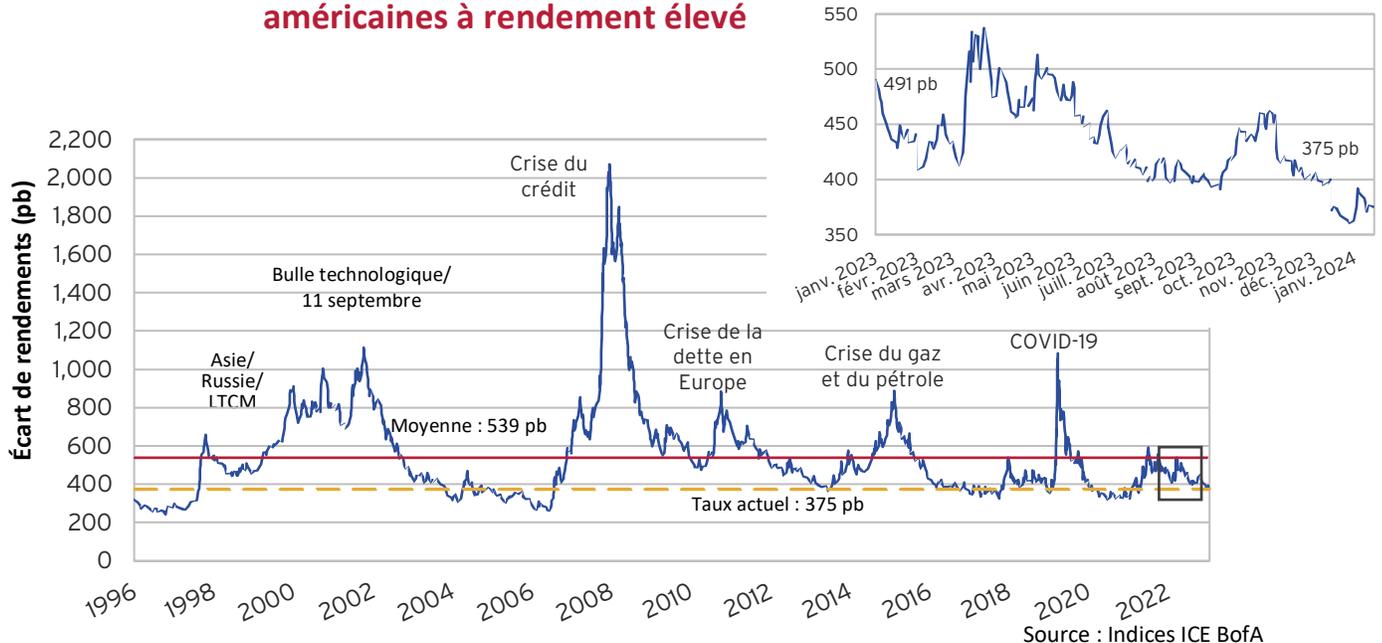


Source : Indices ICE BofA

Vaines illusions

Les écarts de taux des titres à rendement élevé ont également grandement profité de la reprise dopée par la Réserve fédérale au cours des deux derniers mois de 2023. Les écarts se sont fortement resserrés au début de novembre, puis encore une fois en décembre, alors que les marchés progressaient et s’attendaient à un assouplissement plus prononcé au cours de l’année à venir. Au moment où les investisseurs ont fermé boutique pour le temps des Fêtes, les écarts avaient réduit de 53 pb pour le trimestre et s’étaient stabilisés confortablement dans l’étroite fourchette de 400 pb pour l’année. Même après leur augmentation au début de la nouvelle année, les écarts continuent de se situer bien en deçà de la moyenne de la série et, selon les précédents historiques, sont bien minces en fonction du risque.

Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé



Mêlée générale

L'optimisme renouvelé a revitalisé les nouvelles émissions, car les conditions du marché primaire se sont améliorées à l'instar de la demande croissante pour les obligations à rendement élevé existantes. Selon Pitchbook LCD, les rendements des obligations américaines à rendement élevé nouvellement émises ont chuté à 8,9 % au cours du trimestre et les émetteurs ont profité de l'occasion pour augmenter la taille des émissions afin de tirer parti de la forte demande. Le marché a également vu les émetteurs se relancer dans le marché avec des émissions non garanties qui, comme nous l'avons déjà écrit, se déroulent dans le contexte d'une année dominée par des émissions garanties à des niveaux sans précédent. Bien que les émissions notées CCC aient été presque inexistantes cette année, la société d'assurance USI Inc. a réussi à émettre 620 millions de dollars américains le 14 décembre dans le cadre de la première transaction notée CCC à être mise en marché depuis avril. Ce renouveau nous donne l'impression que la rareté des capitaux n'est qu'une illusion dans les secteurs les plus spéculatifs du marché du crédit.

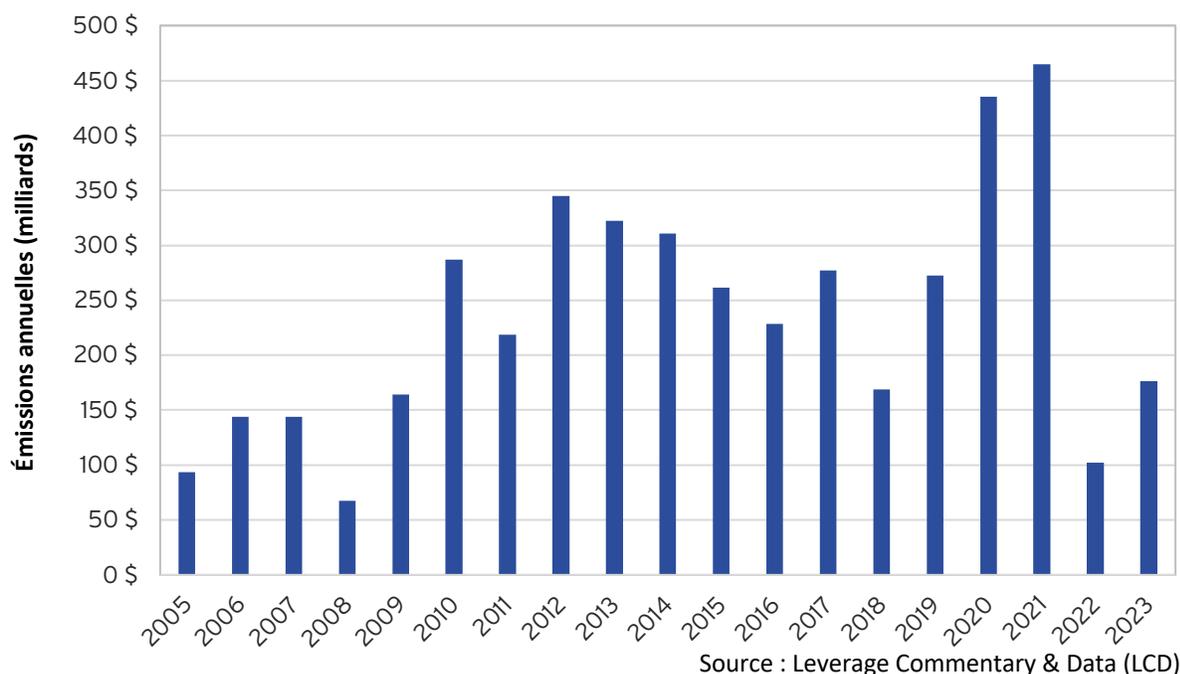
Bon retour

UBS a réintégré le marché des titres de catégorie 1 supplémentaires (« AT1 » ou « obligations convertibles conditionnées ») en novembre pour la première fois depuis son acquisition de Crédit Suisse. Rappelons que, 8 mois auparavant, les régulateurs suisses avaient radiés 16 milliards de francs suisses de dette AT1 de Crédit Suisse. Malgré cela, UBS a réussi à obtenir 3,5 milliards de dollars américains en nouvelles dettes AT1 à des taux de coupon de 9,75 % dans le cadre d'une émission qui aurait été sursouscrite 10 fois.

Toujours là

Les émissions opportunistes effectuées en novembre et en décembre ont considérablement fait augmenter les émissions annuelles totales d'obligations américaines à rendement élevé. Le graphique ci-dessous illustre cette augmentation et donne également une idée de l'ampleur des activités d'émission en 2020 et en 2021. Les émissions ont totalisé 176,1 G\$ en 2023, soit 72 % de plus que le total de 2022, mais 35 % de moins que la moyenne des 10 dernières années.

Émission annuelle de titres américains à rendement élevé



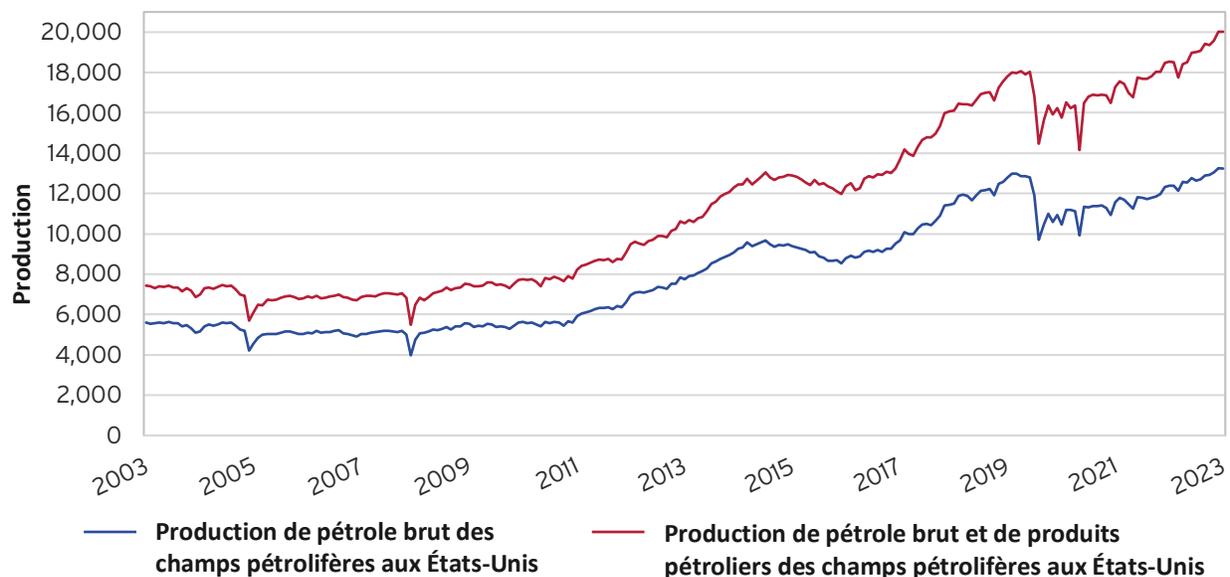
Parmi les émissions du cours du dernier exercice, les activités de refinancement sont revenues à des niveaux plus normaux. Selon les calculs de Pitchbook LCD, les émissions liées au refinancement ont représenté 63 % du volume total des nouvelles émissions au cours de la dernière année, en hausse par rapport à 48 % en 2022. Tout au long de 2022, la hausse marquée des rendements et le resserrement des conditions du marché ont mis bon nombre d'émetteurs sur la touche, une position pas trop désagréable, car ils avaient remboursé leurs dettes dans des conditions très favorables en 2020 et 2021. L'an dernier, de plus en plus d'émetteurs ont été forcés de se lancer sur le marché pour des raisons d'échéance et de financement. Parmi ces émetteurs se trouvaient des émetteurs de qualité inférieure notés B, ainsi que d'autres qui ont choisi de refinancer des prêts institutionnels au moyen d'obligations afin de réduire leurs coûts de financement.

Encore et encore

Les émetteurs du secteur pétrolier et gazier s'engagent de nouveau sur la seule voie connue : l'expansion. Les activités de fusion et d'acquisition se sont intensifiées avec une multitude d'opérations de grande envergure. En commençant par un poids lourd en octobre, ExxonMobil, notée AA-, a annoncé une prise de contrôle de Pioneer Natural Resources de 65 milliards de dollars américains, tandis que Chevron, notée AA-, a annoncé une prise de contrôle de Hess Corporation de 60 milliards de dollars américains. En décembre, Occidental Petroleum, notée BBB-, a emboîté le pas, annonçant l'acquisition de CrownRock LP pour 12 milliards de dollars américains et, plus récemment, Chesapeake Energy, notée BB, et Southwestern Energy, notée BB+, ont annoncé une fusion se chiffrant à 7 milliards de

dollars américains. La croissance de la production aux États-Unis au cours des 15 dernières années a été prodigieuse, les progrès technologiques ayant permis de plus de doubler la production.

Production torrentielle



Source : Bloomberg

Le cycle des capitaux est impitoyable dans le secteur pétrolier et gazier. En 2014, les prix du pétrole ont diminué de moitié au cours du second semestre de l'année, pour finalement chuter de plus de 70 %, passant d'un prix supérieur à 100 \$ US le baril à moins de 30 \$ US le baril. Au cours des années suivantes, les producteurs ont réduit leurs dépenses en immobilisations et leurs dépenses d'exploitation pour compenser ces baisses. En 2019, le prix du pétrole était remonté au-dessus de 60 \$ US le baril, et l'expansion a repris du poil de la bête, comme en témoigne la surenchère d'Occidental et de Chevron à l'égard d'Anadarko Petroleum. Occidental a finalement remporté la palme avec 57 milliards de dollars américains, somme qui a été financée en grande partie par des emprunts.

En l'espace d'un an, l'expansion et les prix avaient de nouveau atteint un sommet, et le cycle a repris de plus belle. Les confinements liés à la crise du Covid ont miné la demande, faisant chuter les prix de 70 % (ils se sont même temporairement rendus en territoire négatif). Les producteurs ont réduit leurs dépenses en immobilisations et d'exploitation en 2020 et ont fortement emprunté sur le marché des obligations de sociétés. Lorsque les prix se sont stabilisés en 2021, puis repris leur envol en 2022, les producteurs ont agi comme s'ils avaient enfin appris leur leçon. Les excédents de trésorerie ont été affecté au remboursement de la dette, au détriment de l'expansion. Plus le temps est passé, plus les priorités sont passées du remboursement de la dette au rachat d'actions, puis à l'augmentation des dividendes. Il semble maintenant que « l'expansion » ait retrouvé son lustre.

Occidental est le seul acquéreur mentionné ci-dessus qui prévoit émettre des titres d'emprunt pour financer son acquisition. Occidental avait une note de qualité supérieure lorsqu'elle a réalisé l'acquisition d'Anadarko en 2019, avant de se faire rabrouer pendant trois ans par les agences de notation (avec une note de qualité inférieure) de 2020 à 2023. La société cherchera à tirer profit de son retour à la catégorie de qualité supérieure avec des émissions se chiffrant à 9 milliards de dollars

américains au premier trimestre de 2024 pour financer l'opération. Les investisseurs garderont-ils à l'œil l'avancée du cycle?

Contre vents et marées

Rogers Communications, notée BBB-, a conclu une transaction qui l'aidera à réduire sa dette plus rapidement que prévu. La société a été étroitement surveillée par les agences de notation, car elle adopte des mesures pour réduire son endettement à la suite de son acquisition importante de Shaw Communications. Rogers a vendu la totalité de sa participation dans Cogeco inc. et dans sa filiale, Cogeco Communications, à la Caisse de dépôt et placement du Québec. Par la suite, la Caisse a vendu une partie de ces actions au public et une partie à Cogeco inc. Pour Cogeco Communications, qui porte une note de BBB-, le rachat d'actions entraînera une légère augmentation de l'endettement, ce qui a incité l'agence de notation S&P à attribuer une perspective négative à la note de Cogeco. L'écart des obligations garanties de Cogeco libellées en dollars canadiens s'est légèrement élargi en raison de cette nouvelle.

Match des étoiles

Loin des marchés obligataires, Shohei Ohtani a conclu en décembre une entente de 700 millions de dollars américains sur 10 ans avec les Dodgers de Los Angeles. La nouvelle entente dépasse de loin l'entente record de 426,5 millions de dollars américains sur 12 ans conclue en 2019 avec son ancien coéquipier Mike Trout. D'après nos calculs, même avec l'inflation relativement élevée des quatre dernières années, M. Shohei en sort gagnant.

Pour les intéressés du secteur financier, l'aspect intrigant de l'entente conclue par M. Ohtani est sa structure. Le jeune homme de 29 ans ne recevra que 2 millions de dollars américains par année de 2024 à 2033 alors qu'il joue pour l'équipe. Il recevra ensuite 68 millions de dollars américains par année en paiements différés de 2034 à 2043. Cette structure devient intéressante pour les Dodgers en grande partie grâce à Jerome Powell. Ces paiements futurs sont actualisés en dollars courants au taux fédéral à moyen terme, qui était de 4,43 % en octobre 2023. Cela porte la masse salariale à 46 millions de dollars américains par année, contre 70 millions de dollars américains sans actualisation. À l'époque où l'entente de M. Trout a été conclue en 2019, le taux fédéral à moyen terme était de 1,51 %. À ce rythme, les mêmes paiements différés dans le cadre de l'entente conclue avec M. Ohtani auraient coûté aux Dodgers 61 millions de dollars américains par année.

Bonjour 2024

Les années se suivent et se ressemblent. Nous amorçons la nouvelle année avec perspective, anticipation et un optimisme prudent. L'économie américaine poursuit son expansion, tandis que le PIB du Canada vient signer un recul de -1,1 % au troisième trimestre de 2023 et pourrait être au bord d'une récession technique. La frénésie d'investir à la fin de l'année dernière s'est dissipée au cours des premières semaines de janvier, lorsque les investisseurs ont repris leurs esprits. Pendant ce temps, nous demeurons convaincus que de meilleures occasions de crédit se présenteront et nous continuons de miser sur les liquidités jusqu'à ce que nous soyons rémunérés pour la prise d'un risque accru.

Ce n'est qu'un au revoir

Le monde des placements a perdu un parangon en novembre, Charlie Munger étant décédé à 99 ans. La sagesse, la connaissance du marché et les répliques savoureuses de Charlie nous manqueront, car il était un investisseur et un commentateur exceptionnel. Il faut un expert pour pouvoir expliquer des idées complexes en toute simplicité.

Plus ça change...

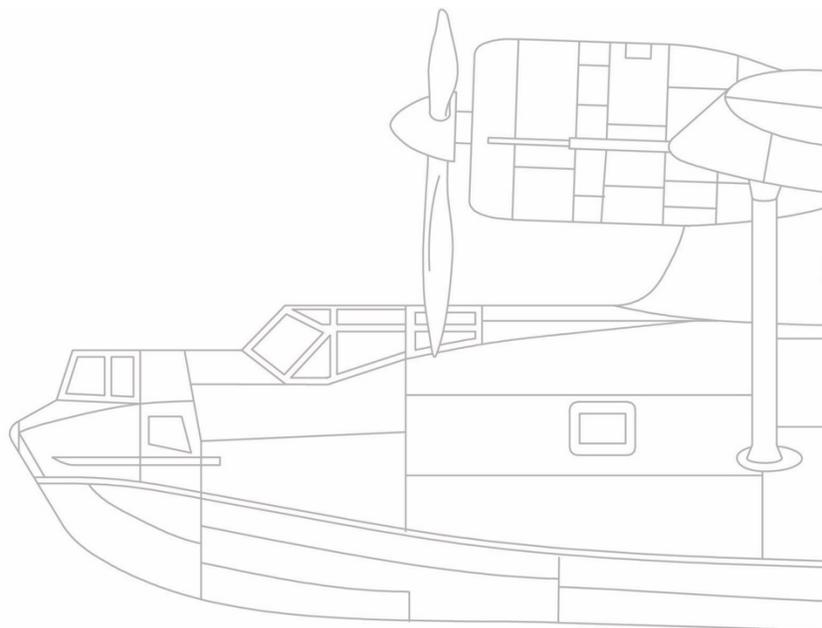
Comme par les années passées, nous ne formulons aucune prévision d'ordre macroéconomique. Morgan Housel, rédacteur financier, a publié un nouveau livre intitulé *Same as Ever (Comme toujours)*, dans lequel il dit : « *Nous avons tendance à bien prédire l'avenir, sauf lorsqu'il nous surprend et au final, c'est la seule chose qui compte.* » Chez Canso, nous ne faisons pas de prévisions sur l'évolution des taux d'intérêt, sur l'inflation ou sur ce que les autres investisseurs pourraient faire. Nous mettons plutôt l'accent sur les sociétés individuelles, la qualité de leurs flux de trésorerie, les modalités de leurs obligations et la rémunération que nous prévoyons recevoir en prêtant nos rares capitaux.

Nous comprenons que les marchés sont cycliques, que le crédit fluctue selon les cycles et qu'il a tendance à dépasser les attentes avant de chuter tout autant. Il est vrai que les marchés se déconnectent des données fondamentales et peuvent s'élancer vers des valeurs extrêmes pendant de longues périodes. Ils l'ont toujours fait et le feront toujours. Lorsque nous ne croyons pas être rémunérés pour la prise de risques, nous n'en prenons pas. Nous préférons protéger notre capital plutôt que de tout miser sur le rendement, même si cela signifie que nous ne pouvons pas nous joindre à la fête de fin de cycle.

« Il faut du caractère pour rester là à ne rien faire lorsqu'on détient beaucoup d'encaisse. Si je suis parvenu à mon niveau actuel, ce n'est pas parce que je profitais d'occasions médiocres. » - Charlie Munger

Janvier 2024

Infolettre sur les obligations de sociétés



Coordonnées

Service à la clientèle de Canso

clientservice@cansofunds.com

905 881-8853

Comme toujours, nous vous sommes reconnaissants de votre intérêt envers Canso et du soutien que vous lui accordez.

Inscrivez-vous à LinkedIn et à Twitter pour vous tenir au courant des derniers commentaires de Canso sur le marché.

Cette publication a été préparée par Canso Investment Counsel Ltd., uniquement à des fins d'information. Les renseignements contenus aux présentes ne doivent pas être interprétés comme constituant des conseils légaux, fiscaux ou de placement et sont fournis « en l'état ». Les informations contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune obligation de mettre à jour ces renseignements, en tout ou en partie.

Certains renseignements dans cette publication proviennent de sources présumées fiables et/ou crédibles. Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune responsabilité en regard de l'exactitude, l'actualité, la fiabilité ou la justesse de renseignements provenant de sources externes.

Ce document pourrait contenir des hypothèses constituant des « énoncés prospectifs ». Les énoncés concernant les objectifs, les buts, les stratégies, les intentions, les projets, les convictions, les attentes et les estimations d'un fonds ou d'une entité et leurs affaires, leurs activités, leurs rendements financiers et leurs conditions constituent des énoncés prospectifs. Les termes « croire », « attendre », « prévoir », « estimer », « entendre », « viser », « être », « devoir », « pouvoir » et toute autre expression similaire, de même que leur forme négative, sont destinés à identifier les énoncés prospectifs, bien que les énoncés prospectifs ne contiennent pas tous ces termes identifiables. Ces énoncés prospectifs sont assujettis à divers risques et incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats soient considérablement différents des résultats prévus. Le lecteur ne devrait pas se fier indûment sur ces énoncés prospectifs. Bien que Canso Investment Counsel Ltd. considère ces risques et incertitudes comme étant raisonnablement fondés sur les renseignements actuellement disponibles, ceux-ci pourraient s'avérer inexacts.

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). BARCLAYS® est une marque commerciale et une marque de service de Barclays Bank Plc (collectivement, avec ses sociétés affiliées, « Barclays »), utilisée sous licence. Bloomberg ou les parties concédantes de Bloomberg, incluant Barclays, détiennent tous les droits exclusifs dans les indices Bloomberg Barclays. Bloomberg et Barclays n'approuvent pas ni n'endossent ce document, ne garantissent d'aucune façon l'exhaustivité et l'exactitude des renseignements aux présentes ou les résultats qui pourraient en découler et, dans la mesure permise par la loi, se dégagent de toute responsabilité pour quelque perte ou dommage lié aux présentes.

Toute utilisation ou divulgation non autorisée est interdite. Aucune disposition aux présentes ne doit aucunement être considérée comme modifiant les droits ou obligations légaux prévus dans les ententes conclues entre toute entité de ICE Data Services (« ICE ») et leurs clients relativement à l'un des indices, produits ou services décrits dans les présentes. Les renseignements aux présentes fournis par ICE peuvent être modifiés sans préavis et ne constituent aucune forme de représentation ou d'engagement. ICE et ses sociétés affiliées n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à la commercialité et la convenance pour un but particulier ou tout autre sujet lié aux renseignements fournis. Sans limiter la portée de ce qui précède, ICE et ses sociétés affiliées n'effectuent aucune représentation et n'offrent aucune garantie d'exhaustivité ou d'absence d'erreur, d'omissions ou de défauts en regard des renseignements fournis aux présentes. Tous les renseignements fournis par ICE appartiennent à ICE ou font l'objet d'une licence concédée à ICE. ICE conserve la propriété exclusive des indices ICE, incluant les indices ICE BofAML et les analyses sur lesquelles se fonde cette analyse. ICE peut, à sa discrétion absolue et sans préavis, réviser ou résilier les indices et les analyses de renseignements de ICE, et ce, à tout moment. Les renseignements indiqués dans cette analyse ne sont destinés qu'à l'usage interne et toute rediffusion de ces renseignements est expressément interdite.

Ni l'analyse, ni les renseignements contenus aux présentes ne constituent un conseil d'investissement, une offre ou une invitation à offrir d'acheter ou de vendre tout titre ou toute option, contrat à terme ou produit dérivé lié à ces titres. Les renseignements et les calculs contenus dans cette analyse ont été obtenus de diverses sources, incluant des sources autres que ICE, et ICE n'en garantit pas l'exactitude. Avant de vous fier à tout renseignement de ICE ou d'exécuter une opération sur titre sur la base de tels renseignements de ICE, vous êtes invités à consulter votre courtier ou un autre représentant financier, afin de vérifier les renseignements tarifaires. Il n'existe aucune assurance que les résultats hypothétiques seront identiques aux résultats réels sous quelque condition de marché que ce soit. LES RENSEIGNEMENTS DE ICE SONT FOURNIS « EN L'ÉTAT ». NI ICE, NI SES SOCIÉTÉS AFFILIÉES NI TOUT AUTRE FOURNISSEUR DE DONNÉES TIERS NE SERONT RESPONSABLES ENVERS TOUTE UTILISATION OU TOUTE AUTRE PERSONNE POUR L'INTERRUPTION, L'INEXACTITUDE, LES ERREURS OU LES OMISSIONS, QUELLE QU'EN SOIT LA CAUSE, EN REGARD DE TOUT RENSEIGNEMENT FOURNI PAR ICE OU POUR TOUT DOMMAGE EN RÉSULTANT. En aucun cas ICE ou ses sociétés affiliées, leurs employés, dirigeants, administrateurs ou agents ne sont tenus responsables de quelque responsabilité que ce soit envers une personne ou entité, en lien ou résultant de ces analyses des renseignements ou des indices contenus aux présentes.