

Deux années de déficits dus à la pandémie, suivies d'insuffisances modestes

Par Warren Lovely et Daren King

Points saillants

Les déficits dus à la pandémie en 2020-2021 et en 2021-2022 sont le résultat des importantes aides gouvernementales et de la faiblesse des revenus connexes. Sans le virus, le déficit chiffré à \$2.08 milliards en 2020-2021 (2.9% du PIB) aurait pu être un excédent de \$157 millions. Alors que l'économie et les flux de revenus clés se normalisent, une deuxième année de dépenses importantes au titre de la COVID (portant le total des deux années à \$3.2 milliards) entraînera un déficit d'environ \$1.6 milliard ou 2.1% du PIB en 2021-2022 (incluant une provision pour éventualités concernant le revenu de \$100 millions). Là encore, si ce n'avait été du virus, le Manitoba pense qu'il aurait pu dégager un excédent de près de \$200 millions au cours de cet exercice. Quand le virus sera maîtrisé, les dépenses extraordinaires cesseront, entraînant une importante amélioration du déficit à l'horizon 2022-2023 (c.-à-d., un déficit de \$374 millions ou d'à peine 0.5% du PIB). De nouveaux progrès vers l'équilibre sont attendus d'ici 2024-2025, mais le solde ne sera pas encore positif à la fin des quatre prochains exercices. Ces mêmes « déficits dus à la pandémie », ainsi que les dépenses en immobilisations, font monter la dette nette, qui se situe à un peu moins de 40% du PIB en 2021-2022. Le ratio d'endettement devrait diminuer à partir de là, alors que la charge d'intérêts du gouvernement – 5.6% à peine du revenu – restera gérable. En ajoutant le passif de Manitoba Hydro, la dette brute totale est plus élevée que celle de toute autre province. Les fardeaux de dette élevés sont un défi constant et représenteront un point d'action prioritaire une fois que le budget sera équilibré. Le Manitoba a émis des emprunts à terme records de \$7.7 milliards au cours du dernier exercice, faisant face à des conditions de marché tendu, pour finir par trouver un public d'investisseurs réceptifs (y compris pour ses toutes premières obligations d'un siècle). La province a préfinancé \$771 millions en vue de 2021-2022, si bien qu'il lui reste moins de \$5 milliards de financements bruts à réaliser au cours de cet exercice. Elle pourrait donc être beaucoup moins active sur le marché des capitaux d'emprunt, avec l'émission nette la plus limitée et des perspectives de note de crédit actuellement stables soutenant généralement les écarts de taux relatifs du Manitoba. Après une ponction de \$215 millions sur le compte de stabilisation financière en 2020-2021 pour limiter les emprunts additionnels, il reste \$585 millions dans le fonds de provoyance de la province.

- **Perspectives économiques** – Même si elle a été moins affectée que celle d'autres régions du pays, l'économie du Manitoba souffre des répercussions de la COVID-19. Entre février et avril 2020, 90,000 emplois ont été perdus, ce qui a porté le taux de chômage de 5.1% à un record de 11.4%. Pour 2020, la diminution du PIB réel est maintenant estimée à 5.3%. Cela représente la plus forte contraction économique à ce jour pour la province. Cependant, grâce à une économie qui est la plus diversifiée du pays, le PIB réel a reculé moins que celui de l'ensemble du Canada (-5.6%). Entre mai 2020 et février 2021, quelque 73,200 emplois ont été récupérés, ce qui constitue le rétablissement le plus important de toutes les provinces, et le taux de chômage est redescendu à 6.8%. Alors qu'une partie importante de l'activité économique réduite a été restaurée, il reste encore du chemin à faire jusqu'au rétablissement complet. Selon les prévisions du secteur privé, qui sont utilisées comme hypothèses de base pour le budget, l'économie du Manitoba devrait progresser de 4.1% en 2021. Cette hypothèse de croissance est, à notre avis, un peu trop prudente puisque notre prévision la plus récente de la croissance du PIB réel en 2021 était de 4.5%. L'activité économique devrait retourner à son niveau d'avant la pandémie en 2022 après une croissance de 3.6%. Étant donné le niveau élevé d'incertitude, le budget n'inclut pas de prévisions économiques pour la province au-delà de 2022. On estime que le PIB nominal a diminué de 3.5% en 2020 et devrait rebondir de 5.5% en 2021 et en 2022. En ce qui concerne le marché du travail, le taux de chômage moyen devrait baisser de 8.0% en 2020 à 6.9% en 2021 et à 6.0% en 2022.
- **Solde budgétaire de l'exercice achevé (2020-2021)** – En même temps que le budget, le Manitoba a présenté une mise à jour du troisième trimestre de l'exercice 2020-2021. Celui-ci comprenait une augmentation « modeste » du déficit à \$2.08 milliards comparativement à un déficit projeté de \$2.05 milliards en décembre, résultat des dépenses additionnelles liées à la COVID. Le déficit représente 2.9% du PIB ou 11.9% des revenus. Ce résultat non officiel/non audité contraste avec le plan budgétaire initial de mars 2020, qui tablait sur une perte nette de \$220 millions avant que l'étendue de la pandémie et les dépenses liées au virus étaient évidentes. Le ministre des Finances impute le déficit à la pandémie en disant que : « la province aurait été à l'équilibre en 2020-2021 sans les effets de la COVID-19 sur les revenus et les dépenses ». Plus précisément, le gouvernement estime qu'il aurait pu dégager un excédent de \$157 millions sans la pandémie.) Les dépenses totales ont bondi de \$1,6 milliard par rapport au plan budgétaire de 2020 (ce qui est entièrement imputable aux programmes et pressions liés au virus). Les revenus ont diminué de la somme nette de \$260 millions en dessous de ce qui avait été prévu alors que les perturbations économiques ont pesé sur les recettes fiscales et les revenus de source autonome (y compris avec un bénéfice net des entreprises du gouvernement plus faible, à cause de la fermeture des casinos). En bout de compte, les recettes de la taxe de vente sont établies à \$45 millions de plus que ce que prévoyait le budget, grâce au report d'une baisse du taux d'un point de pourcentage. La province a tiré \$215 millions du

compte de stabilisation budgétaire en 2020-2021 pour aider à payer les dépenses reliées à la COVID et limiter les emprunts additionnels, laissant \$585 millions dans son fonds de prévoyance au début de cet exercice.

- **Résultats de Manitoba Hydro pour 2020-2021** – Au cours des neuf mois terminés le 31 décembre, Manitoba Hydro a enregistré un bénéfice net consolidé de \$34 millions, ce qui représente une belle amélioration par rapport à la même période de l'exercice précédent grâce à l'augmentation des ventes en dehors de la province (+28% grâce à de nouveaux contrats d'exportation ferme et à une augmentation de la production). Sur la base de l'ensemble de l'exercice, la société projette maintenant un bénéfice net de \$111 millions, plus du double du gain net inscrit au budget de \$47 millions. L'amélioration anticipée par rapport au budget tient compte d'un retard de l'entrée en service de la centrale Keeyask, ce qui reporte à plus tard les charges financières et l'amortissement. La première des sept unités de la centrale Keeyask 695 mégawatts est officiellement entrée en service commercial en février 2021. Le projet représente une collaboration entre Hydro et quatre Premières Nations; l'électricité propre produite marginalement à cette centrale aidera le Manitoba à honorer ses engagements d'exportation tout en faisant progresser le pays vers un avenir moins carboné. Les travaux continuent sur une ligne de transport entre le Manitoba et la Saskatchewan, qui permettra à Manitoba Hydro d'exporter davantage d'électricité propre vers son voisin de l'Ouest. Le premier rapport sur la responsabilité sociale de l'entreprise (publié en novembre 2020) présente les détails de la contribution de Manitoba Hydro à l'environnement et ses priorités sociales.
- **Perspectives budgétaires à moyen terme (2021-2022 et au-delà)** – Malgré de nouvelles protections/aides, la reprise de l'économie conduit le Manitoba à s'attendre à des progrès à court terme en ce qui concerne le déficit. Le budget projette un déficit de \$1.597 milliard pour 2021-2022, équivalant à 2.1% du PIB et en baisse à 9% du revenu total. La projection du déficit comprend une provision de prévoyance de \$100 millions pour les revenus. Le rythme de la consolidation budgétaire d'une année à l'autre débouche sur \$483 millions ou 0.8% point de pourcentage comparativement à 2020-2021. Étant donné que les importantes dépenses reliées à la COVID faussent temporairement le budget, la province ne considère pas son déficit comme structurel. Les estimations du gouvernement chiffrent l'excédent sous-jacent à \$197 millions pour 2021-2022, sans la COVID-19. De nouvelles prévisions à moyen terme annoncent des déficits liés à la pandémie élevés en 2020-2021 et 2021-2022 suivis de déficits considérablement plus faibles dans les années subséquentes. Pour être précis, le budget estime un déficit de \$374 millions en 2022-2023 (à peine 0.5% du PIB), suivi d'un déficit de \$254 millions en 2023-2024 et de \$209 millions en 2024-2025 (la dernière année du plan). Étant donné l'incertitude toujours élevée, le Manitoba a (comme d'autres) présenté deux scénarios budgétaires, l'un avec une croissance plus forte et une croissance plus lente. Le scénario le plus optimiste (caractérisé par un PIB supérieur à la moyenne) laisse penser que le déficit pourrait être éliminé d'ici 2022-2023. À l'inverse, une croissance du PIB nominal inférieure à la moyenne se soldera par un déficit stagnant à environ \$1¼ milliard par an dans les dernières années. À noter que le budget de l'an dernier a mis fin à la pratique du crédit approuvé non utilisé comme technique budgétaire, qui tablait précédemment sur l'hypothèse que les dépenses réelles seraient inférieures au plan (c.-à-d., prévisions pour éventualités négatives). Nous avons applaudi le changement et remarquons que le budget 2021 ne comprend une fois de plus pas de dépenses approuvées non effectuées.
- **Perspectives de revenus** – Les revenus totaux devraient augmenter de \$361 millions soit de 2.1%, ce qui est considéré comme une performance à la hauteur de la situation d'avant la COVID. Une reprise des revenus personnels devrait entraîner une augmentation des recettes de l'impôt sur le revenu, alors que la recette de la taxe de vente sera bonifiée par une poursuite de la réouverture de l'économie. Les frais d'études et autres flux de revenus de source autonome seront soutenus par un retour à des conditions plus normales. Le bénéfice net des entreprises du gouvernement devrait également remonter, particulièrement ceux de la Société manitobaine des alcools et des loteries (dont les activités ont été fortement affectées en 2020-2021). Les revenus seront freinés par l'élimination planifiée de la taxe foncière. Pendant ce temps, les transferts fédéraux diminueront de \$227 millions, avec le retrait des aides ponctuelles face à la COVID.
- **Nouvelles aides face à la COVID et priorités de dépenses du budget** – Comme il avait été annoncé juste avant le budget, environ \$1.2 milliard sont prévus pour des protections et des mesures supplémentaires contre la COVID. Avec les quelque \$2 milliards dépensés en 2020-2021, la province a maintenant engagé en tout \$3.2 milliards dans la lutte contre le virus, ce qui représente le troisième niveau le plus élevé des provinces en proportion de la population ou du PIB. Les fonds nouveaux comprennent \$230 millions pour l'équipement de protection individuel, les tests et les infrastructures de vaccination; \$350 millions pour préparer le réseau de la santé aux prochaines vagues; \$160 millions d'aide aux écoles et à l'éducation; \$100 millions pour le programme de vaccination de la province; \$40 millions pour des initiatives à l'échelle municipale. Le financement global des soins de santé augmentera de \$156 millions à \$6.98 milliards. Un nouveau ministère de la Santé mentale, du Mieux-être et du Rétablissement est établi. Les places en garderie sont augmentées alors que les frais reliés seront bloqués pendant trois ans. De l'argent a été ajouté au programme d'aide au loyer pour les personnes à faible revenu, avec un gel des lignes directrices sur les loyers pour 2022 et 2023, en plus d'une aide supplémentaire pour les personnes handicapées. La province consacre davantage de fonds aux salles de classe, soutenant l'apprentissage en ligne/en distanciel et introduit un crédit d'impôt pour frais d'enseignement. L'entretien des établissements postsecondaires a été renforcé alors que les bourses ont été bonifiées. La taxe de vente au détail sera supprimée sur certains services personnels (dont les coupes de cheveux), alors que les droits d'immatriculation des véhicules baisseront et que la taxe foncière pour l'éducation sera progressivement retirée. Une stratégie pour l'emploi comprend une augmentation du seuil d'exemption des charges sociales, une extension des crédits d'impôt pour la culture, \$62 millions pour le rétablissement des emplois et la formation des travailleurs et \$25 millions pour l'incitation à l'embauche de jeunes et d'étudiants. Pendant ce temps, \$2.1 milliards sont réservés pour l'infrastructure stratégique (p. ex., routes, installations sanitaires, écoles). À

partir du 1^{er} décembre 2021, les marchés en ligne, les plates-formes d'hébergement en ligne et les services de diffusion en direct devront percevoir et verser une taxe de vente sur leurs chiffres d'affaires avec des Manitobains.

- **Perspectives de la dette et charge d'intérêts** – La dette nette sommaire est estimée à la fin de l'exercice 2020-2021 à \$27.64 milliards, augmentant de plus de \$2.4 milliards d'une année à l'autre et s'établissant à plus de \$1 milliard au-dessus du niveau de \$26.44 milliards planifié dans le budget 2020. Le ratio dette net/PIB correspondant se situait à 38.8% au 31 mars 2021, ayant augmenté de 4.6 points par rapport à l'exercice précédent (avant l'impact du virus). Comme le budget le souligne, le Manitoba a le niveau le plus élevé de dette *brute* par habitant de toutes les provinces, à environ \$38,000 par personne. Le Manitoba prévoit d'ajouter \$2.36 milliards à la dette nette en 2021-2022, ce qui laisse un niveau absolu d'un peu moins de \$30 milliards et fait monter le fardeau de la dette à 39.9% du PIB. Cela devrait être le point culminant du ratio d'endettement, puisque des déficits nettement plus réduits se combineront à la croissance continue du PIB nominal pour faire passer le ratio dette/PIB à 39.1% en 2022-2023 et 38.4% d'ici 2024-2025. Conformément aux scénarios de croissance plus rapide et plus lente mentionnés ci-dessus, le ratio dette nette/PIB pourrait redescendre à 32.9% d'ici 2024-2025 si le Manitoba enregistrait une croissance du PIB nominal supérieur à la moyenne. Le scénario de croissance lente situerait le ratio d'endettement à 45% d'ici quatre ans. On constate un mouvement croissant de concentration sur l'abordabilité de la dette autant que sur les ratios d'endettement; la part des intérêts (c.-à-d., fardeau de la dette par rapport aux revenus) devient un paramètre clé. Pour 2021-2022, les coûts du service de la dette planifiés du Manitoba de \$994 millions représenteraient \$42 millions de plus que l'année précédente (où la facture d'intérêts était une fois de plus moins élevée que prévu). Cependant, le service de la dette devrait s'établir à tout juste 5.6% des revenus totaux (2020-2021 : 5.4%). Malgré une remontée des taux d'intérêt, le fardeau de la dette reste abordable avec une durée moyenne pondérée de l'encours de la dette relativement longue qui atténue le risque de taux d'intérêt à court terme dans le secteur provincial.
 - **Situation financière de Manitoba Hydro** – En décembre 2020, la dette à long terme de Manitoba Hydro s'élevait à \$22.9 milliards, sensiblement en hausse de \$1,5 milliard par rapport à l'année précédente. La société a enregistré une augmentation d'environ 4% depuis le début de l'exercice des coûts de financement net, puisque des dettes supplémentaires ont été contractées pour assurer une liquidité adéquate pendant la période initiale des turbulences financières engendrées par le virus.
- **Besoins d'emprunt à long terme** – Pendant l'exercice 2020-2021, le Manitoba a émis un record de \$7.7 milliards de nouveaux emprunts à terme (près de 90% sur le marché intérieur). Alors que les conditions du marché étaient difficiles au début de l'exercice, le Manitoba (comme d'autres provinces) a bénéficié de l'introduction des programmes extraordinaires d'achat de titres provinciaux sur le marché monétaire et d'obligations provinciales de la Banque du Canada. La province a émis ses toutes premières obligations d'un siècle, dirigeant le produit de ces émissions extrêmement longues vers Manitoba Hydro (pour laquelle la province contracte le financement avant de lui prêter les fonds). À noter que les financements réalisés comprenaient \$0.77 milliard de préfinancements pour l'exercice 2021-2022, alors que la province a profité de conditions du marché favorables pour amorcer de manière non négligeable son programme de cette année. Pour l'exercice 2021-2022 qui vient de commencer, les besoins d'emprunts bruts (incluant Hydro) s'élèvent à \$5.7 milliards, dont \$2.7 milliards se rapportent à du refinancement. En déduisant les \$771 millions préfinancés l'exercice précédent, les besoins à terme résultants/restants sont de \$4.9 milliards. En d'autres termes, le Manitoba pourrait être considérablement moins actif sur les marchés des capitaux d'emprunt au cours de cet exercice, ce qui serait favorable à l'écart de crédit de la province.
- **Notes de crédit à long terme actuelles** – S&P: A+, Stable | Moody's: Aa2, Stable | DBRS: A(élevé), Stable
S&P a émis son dernier rapport détaillé sur la notation en mai 2020, dans lequel les perspectives de la note A+ du Manitoba sont passées de « positives » à « stables » en raison des impacts de la COVID. Le profil de crédit autonome de la province a été confirmé à « a+ », ce qui concorde avec la note à long terme attribuée. Selon S&P: « la baisse de la production économique et des revenus d'exploitation entraînée par la pandémie de COVID-19... inversera temporairement l'élan budgétaire positif de plusieurs années précédentes. Nous nous attendons à ce que le PIB négatif et les taux de croissance des revenus d'exploitation entraînent un déficit important après immobilisations en 2020 avant de se rétablir au cours des prochaines années ... Les perspectives stables reflètent notre prévision selon laquelle malgré la contraction économique de la province en 2020, une reprise devrait s'en suivre et permettre au Manitoba de revenir graduellement à des résultats budgétaires plus durables sur l'horizon de prévision. »

Une opinion sur le crédit de **Moody's** en juin 2020 a confirmé la note de crédit à long terme de Aa2 avec une perspective « stable ». La note Aa2, en place depuis le milieu de 2015, est soutenue par une « solide abordabilité de la dette grâce à des taux d'intérêt bas, un solide cadre institutionnel et la diversité économique ». Les défis relevés comprennent « les déficits continus et l'augmentation de la dette à des niveaux supérieurs à nos attentes antérieures », alors que la dette élevée de Manitoba Hydro « reste un risque de passif éventuel ». L'incertitude implique une poursuite des risques de baisse dans les hypothèses clés. Le comité de notation a attribué une évaluation de crédit de base de « a1 », un cran de moins que le résultat indiqué par le tableau de bord de « aa3 ». Par conséquent, la notation à long terme du Manitoba bénéficie actuellement de deux crans de rehaussement par rapport à l'évaluation de base en raison de la probabilité d'un soutien du gouvernement fédéral en cas de difficultés graves. Nota : ce concept de rehaussement de la note n'est pas exclusif au Manitoba. Sur la base des perspectives de crédit les plus récentes disponibles, Moody's attribue 1 à 2 crans de rehaussement par rapport à l'évaluation de base du comité de notation à toutes les autres provinces, sauf la Colombie-Britannique dont l'évaluation de base (aaa) équivaut à la note à long terme (Aaa).



DBRS Morningstar a attribué au Manitoba la note A(élevé), avec une tendance « stable » depuis 2003. Un rapport sur la notation de novembre 2020 constatait « une économie bien diversifiée et résiliente, d'une concentration accrue sur la durabilité budgétaire avant l'écllosion de la pandémie de COVID-19, et une gestion prudente de la dette » pour soutenir la notation et les perspectives. On estimait que le Manitoba avait « une grande flexibilité pour résister à la détérioration à court terme des facteurs de risque financier ». En d'autres termes, les facteurs de notation critiques étaient considérés comme « bien ancrés »..

[Se reporter à notre publication Provincial Ratings Snapshot pour des informations complémentaires sur les facteurs/considérations particuliers concernant la notation du crédit]

Manitoba

\$000 000

Budget	Prévu	Budget	Plan		
2020/2021	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	2024/2025

BUDGET SOMMAIRE

Recettes	17,737	17,477	17,838	18,535	19,217	19,864
Impôts	4,621	4,169	4,455			
Autres taxes	4,523	4,236	4,280			
Droits et autres recettes	2,358	2,237	2,407			
Transferts fédéraux	5,136	5,867	5,640			
Recettes nettes des entreprises publiques commerciales	747	662	750			
Fonds d'amortissement et autres bénéfices nets	352	306	306			

Dépenses	19,934	19,557	19,435	18,909	19,471	20,073
Dépenses excluant COVID-19	17,957	17,580	18,255			
<i>Dont service de la dette</i>	1,001	952	994			
Dépenses liées COVID-19	1,977	1,977	1,180			

Recettes nettes sommairess	(2,197)	(2,080)	(1,597)	(374)	(254)	(209)
Service de la dette en % des revenus	5.6%	5.4%	5.6%			
Recettes nettes sommairess en % du PIB	-3.1%	-2.9%	-2.1%	-0.5%		

DETTE NETTE SOMMAIRE

Au début de l'année	25,220	25,220	27,635			
Recettes nettes sommairess (déficit si positif)	2,197	2,080	1,597			
Acquisition d'actifs tangibles	1,338	1,129	1,587			
Amortissement des actifs tangibles	(789)	(794)	(821)			
= Augmentation de la dette nette	2,746	2,415	2,363			
Dette nette sommaire en fin d'exercice	27,966	27,635	29,998			
Dette nette sommaire en % du PIB	39.3%	38.8%	39.9%	39.1%	38.7%	38.4%

BESOINS DE FINANCEMENT (Millions \$)

Refinancement	2,720
Nouveaux besoins d'encaisse	3,779
Moins repaiements	827
Moins pré-financement	
Besoins de financement totaux	4,901
Dont Manitoba Hydro	1,264

Source: Province du Manitoba, documents du *Budget*.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Camille Baillargeon

Économiste stagiaire
camille.baillargeon@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 placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

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

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

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupérez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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.