

6 avril 2021

De nouvelles protections retardent la réduction du déficit de la province

Par Warren Lovely et Daren King

Points saillants

Le budget 2021 de la Saskatchewan a renforcé l'effort de réponse à la COVID-19, avec de nouvelles protections, de nouvelles dépenses et un objectif d'allègement fiscal qui augmentent le déficit en 2021-2022, malgré une première année de reprise économique et une meilleure tenue des prix des produits de base. Le déficit du dernier exercice était plus faible que ce qui avait été indiqué, à environ \$1.9 milliard (2.4% du PIB), mais il augmentera à \$2.6 milliards en 2021-2022 (ou 3.2% du PIB). La réduction du déficit commencera sérieusement en 2022-2023, mais la province concède qu'il lui faudra jusqu'en 2026-2027 pour rétablir l'équilibre. Cela représente deux de croissance économique et les prix années de plus que ce qui avait été indiqué précédemment. Comme ailleurs, les prévisions sont tributaires d'une incertitude considérable, mais à ce stade, nous considérons les hypothèses clés de l'énergie pour la planification du budget comme prudentes. La Saskatchewan augmentera sa dette pour couvrir des insuffisances en frais de fonctionnement et financer un important programme d'immobilisations (dont des infrastructures de la Couronne). Cela implique que le fardeau de la dette augmentera; le ratio dette/PIB passera de 19% en 2020-2021 à un sommet de 26.3% d'ici 2024-2025. Certes, la dette part d'un niveau relativement bas ici selon les normes provinciales et la charge d'intérêts (qui retient de plus en plus l'attention) sera également gérable (en termes absolus et relatifs). Quelque \$4.7 milliards d'emprunts bruts ont été identifiés pour 2021-2022, dont certains sur les marchés de court terme, ce qui laisse \$4.1 milliards de financements à terme à réaliser. Les émissions d'obligations projetées sont en baisse par rapport aux \$4.5 milliards réalisées en 2020-2021 et semblent une fois de plus orientées principalement vers le marché intérieur (avec une durée moyenne un peu plus courte qu'avant la pandémie). Le financement à l'étranger sera envisagé sur une base opportuniste. Tout bien considéré, les déficits et dettes supplémentaires et la marche plus longue vers un retour à l'équilibre budgétaire pourraient être interprétés comme marginalement négatifs pour le crédit par les agences de notation, Moody's ayant déjà attribué à la note maximale Aaa de la province une perspective « négative ». Les trois autres notes à long terme de la province (celles de S&P, Fitch et DBRS) vont de AA à AA(bas) et semblent plus sûres/moins à risque, comme en attestent les perspectives actuellement qualifiées de « stables ».

- **Perspectives économiques** – Comme ailleurs dans le monde, la pandémie de COVID-19 a eu des impacts sans précédent sur l'économie de la Saskatchewan. Entre février et mai 2020, 70,600 emplois ont été perdus, faisant monter le taux de chômage de 6.3% à un record de 12.4%. Pour 2020, la baisse du PIB réel est maintenant estimée à 4.2%, ce qui représente un recul important, mais moins grave que celui projeté l'automne dernier. Étonnamment, cela ne constituerait pas la contraction économique la plus forte, mais seulement la troisième après celles de 2009 et 1992. Entre mai 2020 et février 2021, quelque 47,600 emplois ont été récupérés et le taux de chômage est redescendu à 7.3%. Alors qu'une partie importante de l'activité économique réduite a été restaurée, il reste encore beaucoup de chemin à faire avant un rétablissement complet. Selon les prévisions du secteur privé établies entre décembre et mars, l'économie de la Saskatchewan devrait progresser de 4.6% en 2021. Par prudence, le budget a été basé sur une augmentation de 3.4%. Pour notre part, nous avons révisé à la hausse notre prévision de croissance du PIB réel pour 2021 depuis l'enquête du ministère en décembre, la portant de 4.5% à 4.7%. En l'état actuel des choses, les hypothèses de croissance en 2020 utilisées dans la planification nous semblent conservatrices. L'activité économique devrait revenir à son niveau d'avant la pandémie en 2022 après une croissance de 3.2%. En 2023 et 2024, le PIB réel devrait croître à un rythme annuel de 2.6% en moyenne. On estime que le PIB nominal a diminué de 7.8% en 2020 et devrait rebondir de 5.9% en 2021, croissant de 4.1% en 2022 et de 3.6% en moyenne en 2023 et 2024. En ce qui concerne le marché du travail, le taux de chômage moyen devrait baisser de 8.4% en 2020 à 6.5% en 2021. Cependant, on s'attend à ce qu'il ne revienne au niveau d'avant la pandémie que d'ici 2025 (c.-à-d. 2019R : 5.5%, 2025P : 5.4%).
- **Solde budgétaire de l'exercice qui s'achève (2020-2021)** – Les résultats non officiels indiquent que la Saskatchewan a eu un déficit de \$1.865 milliard pendant l'exercice 2020-2021 (2.4% du PIB). C'est nettement moins que ce qui avait été mentionné précédemment (c.-à-d., amélioration de \$180 millions par rapport au milieu de l'exercice), prolongeant une série d'ajustements budgétaires positifs par rapport au plan budgétaire d'origine de juin 2020 qui prévoyait un déficit de \$2.426 milliards. Comparativement au budget, les recettes ont dépassé les prévisions de prêt de \$450 millions, bien que cela masquait des écarts importants entre les sources de revenus clés (c.-à-d., recettes fiscales inférieures au plan, bénéfice net des entreprises du gouvernement soutenu par de robustes rendements des placements, transferts fédéraux largement supérieurs au plan grâce à l'aide supplémentaire d'Ottawa face au virus). Une provision pour risques liés aux revenus de \$100 millions incluse au milieu de l'année n'a pas été nécessaire. Pendant ce temps, les dépenses totales étaient légèrement inférieures au plan en 2020-2021, le budget ayant constitué une provision pour éventualités de \$200 millions pour la santé/sécurité publique.
- **Perspectives budgétaires à moyen terme (2021-2022 et au-delà)** – Nonobstant une reprise économique en cours qui devrait assurer une croissance des revenus de source propre non négligeable, d'importantes nouvelles protections ont augmenté les dépenses. Le résultat est un déficit plus important pour 2021-2022, chiffré à \$2.611 milliards et équivalent à 3.2% de GDP ou 18% des revenus totaux. Les toutes nouvelles prévisions financières à moyen terme anticipent un progrès dans la réduction du déficit à

partir de 2022–2023. Mais étant donné les nouveaux investissements et un déficit plus important pour cet exercice-ci, il faudra plus de temps à la Saskatchewan pour rétablir l'équilibre budgétaire que ce qui avait été prévu précédemment. Plus précisément, le budget vise un déficit de \$1.685 milliard pour 2022–2023 (2.0% du PIB), suivi d'un autre de \$1.160 milliard en 2023–2024 (1.3% du PIB) et d'un autre de \$770 millions en 2024–2025 (0.9% du PIB). Selon les documents du budget, le gouvernement s'attend à ce que cette trajectoire continue, se soldant par un budget équilibré en 2026–2027. Le retour à l'équilibre ne devrait pas reposer sur une augmentation de la fiscalité. On se souviendra qu'une mise à jour budgétaire du 1^{er} août 2020 projetait un retour à l'équilibre à l'horizon 2024–2025. La plate-forme électorale du parti au pouvoir en Saskatchewan – publiées avant l'élection générale d'octobre 2020 que le premier ministre Scott Moe a facilement remportée – réitérait également une promesse de retour à l'équilibre budgétaire en 2024, même après la comptabilisation de diverses promesses électorales. Alors que le budget 2021 à ajouter deux ans au délai de retour à l'équilibre, le trou budgétaire sous-jacent relativement plus petit de la Saskatchewan pourrait impliquer moins de risques d'exécution pour ce gouvernement majoritaire récemment reconduit au pouvoir que celui de certaines autres provinces. En outre, comme la province est moins endettée, elle disposerait de plus de latitude pour un endettement marginal supplémentaire pour protéger sa population et stimuler une reprise économique durable après la COVID-19.

- **Perspectives de revenus et de dépenses** – Au cours de cet exercice, les revenus de source autonome devraient rebondir nettement, sur une base généralisée, ce qui sera apprécié. Les recettes fiscales qui représentent environ 50% des revenus totaux semblent devoir récupérer beaucoup de terrain (y compris une augmentation des revenus de l'impôt des sociétés, dont un ajustement l'exercice précédent a réduit la base de comparaison). Les perspectives de revenus tirés des ressources non renouvelables bénéficient d'une amélioration de la tenue des prix et d'augmentations attendues de la production et des ventes (voir ci-dessous). À \$1.329 milliard, les revenus des ressources non renouvelables sont encore à environ \$400 millions de la tendance d'avant la pandémie, représentant un peu plus de 9% des revenus totaux en 2021–2022. Ensemble, les augmentations provenant de la fiscalité, des ressources naturelles et des revenus de source autonome compensent largement un recul du bénéfice net des entreprises du gouvernement (ce qui dans bien des cas reflète un retour à des conditions plus normales) et une plus petite enveloppe de transferts fédéraux (certaines subventions extraordinaires à durée limitée prenant fin). Nota : le budget n'intègre pas le soutien fédéral supplémentaire pour la santé et les municipalités annoncé le mois dernier. Après une augmentation de 2.7% en 2021–2022, les revenus totaux devraient croître en moyenne annuelle de 4.2% au cours des trois prochains exercices (se terminant en 2024–2025). Les dépenses totales augmenteront selon le budget de la proportion non négligeable de 7.1% en 2021–2022, renforcées par des investissements extraordinaires dus à la pandémie. À mesure que ces aides spéciales prendront fin, les dépenses totales diminueront, de 1.7% en 2022–2023, avant de reprendre une trajectoire contrôlée à la hausse par la suite (environ 1% par an en moyenne).
- **Hypothèses de prix de l'énergie et sensibilités connexes** – Pour 2021–2022, le budget table sur un prix moyen du WTI de US\$54.33 le baril. À titre de référence, le contrat à échéance rapprochée se négociait légèrement au-dessus de US\$59 le baril, le jour du budget. À plus long terme, le WTI devrait augmenter à environ US\$58 le baril d'ici l'exercice 2024–2025. Le différentiel de prix entre le brut léger et lourd est fixé à environ 20% du WTI (c.-à-d., US\$10.70 le baril pour l'exercice comparativement à environ US\$10 le baril aujourd'hui). Les sensibilités officielles impliquent que toute variation de US\$1 le baril de WTI représente \$14 millions de revenus pour la province, toutes choses étant égales par ailleurs. Quant à la potasse, le prix moyen pour 2021–2022 est par hypothèse de US\$191 la tonne de KCl, ce qui est à comparer à US\$180 en 2020–2021. L'analyse de sensibilité budgétaire situe l'impact d'un changement de US\$10 du prix de la tonne de KCl à \$43 millions. On notera qu'une augmentation des prix des produits de base s'accompagne souvent d'une appréciation du dollar canadien, et on estime que le huard s'établira en moyenne à 79.1 cents en 2021–2022. Il faut garder à l'esprit que les effets de change impliquent que toute appréciation de 1 cent US du CAD coûte à la Saskatchewan environ \$20 millions en revenus tirés des ressources naturelles, sur une base annualisée. En termes de volume de production des ressources clés en 2021–2022, la province a planifié une augmentation des barils de pétrole (+3.9% à 160 millions de barils) et des ventes de potasse un peu plus soutenues (+2.1% à 14.3 millions de tonnes de K₂O).
- **Protéger. Croître. Construire.** – Tel était le thème des nouvelles interventions. Sans surprise, le budget fait état d'une dépense record consacrée à la santé pour 2021–2022 (plus de \$6.5 milliards ou environ 38% des dépenses totales). Quelque \$90 millions sont prévus pour des mesures d'intervention sanitaires spécifiques contre le virus, des fonds frais destinés à la santé mentale et aux services de toxicomanie ainsi que pour embaucher du personnel d'aide aux soins à long terme. L'augmentation de l'enveloppe de l'éducation (qui représente 22% des dépenses totales) comprend des fonds pour une augmentation de salaire de 2% pour les enseignants, alors qu'une enveloppe d'assistance sociale élargie (9% du total des dépenses) et répondra aux pressions/besoins dans divers domaines. Une stratégie de croissance économique nécessite un financement pour le perfectionnement de la main-d'œuvre et une extension du réseau de bureaux de commerce/investissement à l'étranger, ainsi qu'un nouvel allègement fiscal pour le capital-risque et les redevances dans l'agriculture pour le captage du méthane. Un programme financé par l'État fédéral accélérera la dépollution de sites de puits de pétrole et de gaz abandonnés. Une réduction du prix de l'électricité réduira les factures de 10% pour tous les clients, alors qu'un rabais du fonds automobile annoncé précédemment permettra un allègement pour les propriétaires de véhicules automobiles. Un nouveau crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire doit couvrir \$66.4 de coûts dans ce domaine en 2021–2022. Les petites entreprises bénéficient d'un taux d'imposition de 0% depuis octobre 2020, et ce taux doit augmenter à 1% en juillet 2022 et remonter à un niveau toujours intéressant de 2% d'ici juillet 2023. Tout bien considéré, environ \$1.5 milliard d'aide face à la COVID-19 seront débloqués cet exercice, ce qui fait partie d'une réponse totale chiffrée maintenant à \$4.8 milliards. Environ \$1.3 milliard du programme COVID total sont prévus pour les années suivantes, principalement par une amélioration des dépenses en immobilisations. Le plan d'immobilisations de l'exercice en cours se chiffre à \$3.1 milliards,

et est centré sur les écoles, les hôpitaux, les routes et les infrastructures de la Couronne, exerçant une influence remarquable sur la situation de la dette et des emprunts expliquée ci-dessous. Les dépenses en immobilisations prévues s'élèvent au total à \$11,6 milliards sur la projection financière de quatre ans. Le budget a annoncé certaines initiatives d'équité fiscale, augmentant les taxes sur les produits de vapotage/tabac et les véhicules électriques (pour couvrir l'entretien du réseau routier, ce à quoi sert la taxe sur l'essence pour les véhicules non électriques). Une augmentation des taux par mille municipaux accroîtra les revenus de l'impôt foncier au diapason de l'inflation.

- **Perspectives de la dette** – Avec sa note de crédit relativement plus forte, la Saskatchewan reste moins endettée que la normale des provinces, mais les déficits laissés dans le sillage de la pandémie et les dépenses en immobilisations supplémentaires ajouteront au levier financier utilisé. La dette publique totale, y compris les sociétés de la Couronne, est estimée à la fin de l'exercice 2020-2021 à \$23,6 milliards, soit \$772 millions de moins qu'inscrit au budget. Au cours du prochain exercice, la Saskatchewan s'attend à ajouter près de \$4,2 milliards à la dette publique (reflétant le déficit budgétaire, les dépenses en immobilisations du gouvernement et les obligations supplémentaires de la Couronne). La dette publique continue d'augmenter dans les dernières années du plan, atteignant \$36,4 milliards d'ici 2024-2025. Les comparaisons interprovinciales tendent à se concentrer sur le ratio dette nette/PIB, et sur ce plan, le ratio de 19% de la Saskatchewan en 2020-2021 était le plus bas de toutes les provinces. Alors que le fardeau de la dette nette de la Saskatchewan était similaire à celui de sa voisine pétrolière à l'ouest, l'Alberta, ce ratio clé augmente à un rythme plus contrôlé étant donné le déficit relativement plus faible en Saskatchewan. Le ratio dette nette/PIB devrait atteindre 21,7% en 2021-2022, culminant à 26,3% en 2024-2025 (la dernière année des prévisions financières). Les charges d'intérêts sont estimées à \$755 millions en 2021-2022, consommant une proportion gérable de 5,2% des revenus (comme pour le fardeau de la dette, cette proportion est faible en regard des normes provinciales). La charge d'intérêts comprend les intérêts courus sur les passifs retraite. Le budget suppose un taux de financement à court terme à 0,5% et à long terme, de 2% cette année. Pendant ce temps, l'analyse de sensibilité indique qu'une variation parallèle d'un point de pourcentage de tous les taux d'intérêt (par rapport aux hypothèses du budget) ajouterait quelque \$69 millions de charges de financement pendant la première année complète.
- **Besoin d'emprunts à long terme** – Les besoins d'emprunt de l'exercice passé se sont élevés à \$4½ milliards. La turbulence des marchés au début de l'exercice, qui correspondait avec le début de la pandémie, exigeait un certain degré de souplesse du financement et a donné lieu à des opérations moins conventionnelles sur les marchés de capitaux d'emprunt provinciaux (y compris en ce qui concerne la durée). Comme d'autres, la Saskatchewan a raccourci les échéances de certaines émissions. À mesure que les conditions se sont normalisées, la Saskatchewan et les revenus à l'émission de titres de référence de durée ordinaire, tout en profitant de la demande des investisseurs d'obligations particulièrement longues. La province a ainsi émis pour \$250 millions d'un nouveau titre échéant en 2060, en plus des \$700 millions de la réouverture d'une obligation échéant en 2050 (portant le flottant de ce titre de référence de 30 ans à la somme appréciable de \$2,5 milliards). Cet exercice, les besoins d'emprunts totaux sont fixés à \$4,657 milliards. On s'attend à ce que le programme de billets à ordre de la province croisse du montant net de \$557 milliards, laissant la partie à court terme de la dette publique en circulation au niveau relativement prudent de 7%. Cela laisse une offre brute de \$4,1 milliards d'obligations pour cet exercice, en baisse par rapport à environ \$4,5 milliards de financements à terme réalisés en 2020-2021. On s'attend à ce que les marchés intérieurs se voient à nouveau adjuger la part du lion de ces émissions, bien que les marchés internationaux pourraient être sollicités sur une base opportuniste. Étant donné le financement nécessaire pour couvrir le déficit de fonctionnement, on peut s'attendre à une année de plus au cours de laquelle la durée moyenne pondérée des émissions est un peu plus courte que la tendance d'avant la pandémie. Cela dit, et comme nous l'avons vu au dernier exercice, la province pourrait émettre des titres de dette à plus long terme si les conditions du marché y sont favorables – le financement à long terme tendant à convenir particulièrement aux nouveaux actifs immobilisés ayant une longue durée utile. On s'attend à ce que les besoins d'emprunts bruts ralentissent à partir de 2022-2023 et chutent sous les \$4 milliards par an d'ici 2024-2025 (toutes choses étant égales par ailleurs).
- **Notes de crédit à long terme actuelles** – S&P: AA, Stable | Moody's: Aaa, **Négatif** | DBRS: AA(bas), Stable | Fitch: AA, Stable
S&P a émis son dernier rapport détaillé sur la notation en juin 2020, dans lequel le profil de crédit autonome (SACP) était réputé être « aa » – à égalité avec la note de crédit à long terme attribuée. S&P, qui a rétrogradé la Saskatchewan d'un cran en 2016 et en 2017, a attribué une perspective « stable » en juin dernier en prévoyant que la détérioration de la performance budgétaire de la Saskatchewan à la suite de la pandémie sera temporaire, la province enregistrant une amélioration régulière des résultats budgétaires au cours de deux années suivantes.

Moody's attribue la plus haute note, Aaa, pour le long terme à la Saskatchewan depuis 2014. (La Colombie-Britannique est la seule autre province ayant actuellement la note Aaa de Moody's.) Dans une opinion sur le crédit de septembre 2020, la Saskatchewan s'est vu attribuer une évaluation de crédit de base de « aa1 », la note finale obtenant une augmentation d'un cran en raison de la grande probabilité d'un soutien extraordinaire du Canada lui-même noté Aaa. Moody's a cependant une perspective négative de la province, en raison d'un important risque de baisse des prévisions de prix des produits de base et de la susceptibilité de la province à l'incertitude continue découlant de la pandémie. Nonobstant la vigueur récente des prix des produits de base, le déficit/la dette supplémentaires prévus au budget risquent de compromettre la note Aaa.

Morningstar DBRS a rétrogradé la Saskatchewan en juin 2020, abaissant les notes à la fois à long terme et à court terme d'un cran à AA(bas) et R-1(moyen) respectivement. Selon DBRS, les rétrogradations reflètent la détérioration cumulative attendue du profil de crédit de la province découlant de (1) l'impact de la correction des prix des produits de base de 2014-2016 et (2) du double

choc de la pandémie de COVID-19 et de l'effondrement des prix du pétrole en 2020. DBRS a affecté à la note de la Saskatchewan une tendance « stable », une intervention négative subséquente étant jugée « improbable » en juin dernier.

Fitch a récemment confirmé la note de la Saskatchewan pour le long terme ainsi que la note de défaut d'émetteurs (IDR) à « AA », avec une perspective stable. Le profil de crédit autonome de la province a été confirmé à « aa ». Les motifs possibles de baisse de la note comprennent l'augmentation de la dette fédérale dans le contexte d'une faiblesse provinciale et les défis du retour à l'équilibre budgétaire.

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

Saskatchewan

Millions \$

État des revenus-dépenses consolidé

	Budget	Prévision	Budget	Plan		
	2020-2021	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025
Recettes totales	13,648.7	14,095.7	14,478.3	15,107	15,729	16,367
Recettes fiscales	7,202.8	6,706.2	7,238.0			
<i>dont la taxe de vente provinciale</i>	1,996.0	1,971.1	2,144.0			
Ressources non renouvelables	997.4	1,096.2	1,328.5			
Revenu net des entreprises du gouvernement	728.8	1,104.9	899.2			
Autres recettes	1,933.1	1,969.1	2,104.1			
Transfert fédéral	2,786.6	3,219.3	2,908.5			
Dépenses totales	16,074.7	15,960.5	17,089.2	16,792	16,889	17,137
Dépenses de programme	15,356.5	15,247.0	16,334.2			
Dont santé	6,176.3	6,362.0	6,535.3			
Dont éducation	3,361.9	3,379.2	3,753.2			
Dont autres	5,818.3	5,505.8	6,045.7			
Service de la dette	718.2	713.5	755.0			
Surplus (déficit)	(2,426.0)	(1,864.8)	(2,610.9)	(1,685)	(1,160)	(770)

Dette publique (en fin d'année - nette des fonds d'amortissement)

Dette du Fonds général de revenus et des agences gouvernementales	14,336.6	14,239.3	17,855.4	20,800	23,300	25,200
Dette des entreprises publiques commerciales	10,032.6	9,357.5	9,910.9	10,500	10,900	11,200
Total: Dette publique	24,369.2	23,596.8	27,766.3	31,300	34,200	36,400

Dette nette

En début d'année	12,288.9	12,288.9	14,512.3	17,585		
Déficit consolidé (surplus)	2,426.0	1,864.8	2,610.9	1,685	1,160	770
Acquisition d'actifs tangibles	1,044.2	988.8	1,089.9			
Amortissement, aliénation et ajustements	(637.3)	(630.2)	(628.1)			
Solde en fin d'année	15,121.8	14,512.3	17,585.0			
<i>En % du PIB</i>	20.8%	19.0%	21.7%	24.6%	26.0%	26.3%

Emprunts

Emprunts	4,457.5	4,546.1	4,657.0	4,300	4,100	3,800
Fonds général de revenus et des agences gouvernementales	3,400.0	3,520.0	3,900.0			
Entreprises publiques commerciales	1,057.5	1,026.1	757.0			

Passifs des fonds de pension

En début d'année	7,152.3	7,152.3	6,573.5			
Ajustement des coûts des pensions	(514.5)	(578.8)	(99.8)			
En fin d'année	6,637.8	6,573.5	6,473.7			

Source: Documents budgétaires, ministère des Finances de la Saskatchewan.

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 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 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.