

25 mars 2020

L'Ontario se joint à la lutte contre la COVID-19

Par Warren Lovely et Marc Pinsonneault

En pleine pandémie de COVID-19, alors que les autorités du monde entier multiplient les interventions et que les services non essentiels de la province ont été mis à l'arrêt, l'Ontario a tenu une séance législative extraordinaire pour présenter une mise à jour économique et financière. Intitulée *Plan d'action de l'Ontario contre la COVID-19*, cette mise à jour se limite à l'exercice 2020-2021. Elle se distingue ainsi d'un budget ordinaire, qui présente des prévisions sur plusieurs années. Malgré son horizon à court terme, le document et ses annexes présentent un aperçu préliminaire des pertes que pourraient subir la croissance économique et les revenus du fait du coronavirus. Et malgré la réponse de grande ampleur du gouvernement fédéral, l'Ontario a aussi pris des mesures fortes, représentant environ 2% de son PIB. L'objectif est de maintenir le système de santé en bon état opérationnel et de venir en aide aux entreprises durement touchées, aux personnes empêchées de travailler et aux membres les plus vulnérables de la population. D'autres mesures ont pour but de renforcer les liquidités ou de soutenir les flux de trésorerie. Ces efforts sont considérés comme la « première phase » ou la « première étape » de la réponse du gouvernement. À ce stade, l'Ontario prévoit un déficit de \$20.5 milliards en 2020-2021, ce qui correspond à des besoins d'emprunt à long terme de \$43.6 milliards. Un déficit largement creusé et un programme d'emprunt important (sans toutefois être inédit) sont donc à attendre. Il va sans dire que les données économiques et budgétaires présentées sont assorties d'un degré d'incertitude élevé. De ce fait, l'Ontario a intégré des provisions pour éventualités et des réserves exceptionnelles dans son plan 2020-2021. Des mises à jour régulières seront publiées, avec un budget à long terme complet attendu plus tard cette année (une fois que la visibilité sera meilleure sur les plans économique et budgétaire).

Points saillants

- **Perspectives économiques** – Sans être épargnée par certains soubresauts, l'économie de l'Ontario profitait d'une dynamique relativement solide avant que se déclare l'épidémie de COVID-19. Le marché du travail, en particulier, était sain, l'économie ayant atteint ce que la plupart des économistes considéreraient comme le « plein emploi ». Mais la donne a changé et les bouleversements attribuables au virus sont maintenant la règle : la croissance du PIB s'effondre dans toutes les économies du monde. L'Ontario en particulier et le Canada plus généralement ne sont pas épargnés. En termes d'hypothèses, la mise à jour d'aujourd'hui prévoit une croissance nulle du PIB réel de la province en 2020. Il n'existe pas vraiment de consensus fiable ou cohérent dans le secteur privé permettant de juger de la pertinence de cette hypothèse, les économistes modifiant constamment leurs pronostics. La croissance de l'emploi est elle aussi fortement rétrogradée pour cette année, même si, là encore, le ralentissement de l'embauche (et la hausse du taux de chômage qui en résulte, de 5.6% à 6.6% sur l'année complète) intervient après une croissance exceptionnelle. À mesure que les bouleversements liés au virus s'atténueront, l'Ontario entrevoit un retour à la normale pour l'économie, entraînant une croissance du PIB réel de 2% en 2021. Le déflateur du PIB est estimé à 2% pour cette année et la suivante. Là encore, nous soulignons le caractère hautement incertain des prévisions économiques, que la province reconnaît volontiers et qu'elle cherche à compenser. Veuillez consulter le paragraphe sur la prudence ci-dessous pour en savoir plus.
- **Résultats de l'exercice qui s'achève (2019-2020)** – Cet exercice étant pratiquement terminé, le déficit budgétaire de 2019-2020 est maintenant estimé à \$9.2 milliards, incluant \$200 millions de réserve résiduelle. Ce solde budgétaire est supérieur de \$1.1 milliard à ce qui était prévu il y a un an dans le Budget 2019 et pas loin du déficit de \$9 milliards (\$8 milliards avant réserve) annoncé dans une récente mise à jour financière du T3 (présentée en janvier 2020).
- **Perspectives budgétaires à court terme (2020-2021)** – L'exercice 2019 semble bien loin à présent et bien entendu la projection de l'exercice 2020-2021 révèle une évolution notable des perspectives économiques de l'Ontario due à la COVID-19. Officiellement, cette mise à jour établit le déficit de l'exercice à venir à \$20.5 milliards, soit environ 2.3% du PIB. À première vue, ce chiffre dépasse le précédent record du déficit provincial (en dollars) inscrit pendant la dernière crise financière mondiale et s'éloigne sensiblement du déficit de \$6.7 milliards que l'Ontario espérait pour l'exercice 2020-2021 (sur la base des estimations à moyen terme de novembre). Là encore, s'agissant d'une « mise à jour » et non d'un « budget » à proprement parler, le document ne fait pas de prévisions au-delà de 2020-2021.
- **Prudence** – Considérant que la situation est hautement incertaine et évolue rapidement, l'Ontario a opté pour des mesures de prudence sans précédent. La prudence prend plusieurs formes. La plus manifeste est la « réserve » de \$2.5 milliards, la plus importante jamais annoncée. Il y a aussi d'importantes provisions pour des dépenses imprévues, constituées à des fins générales et pour couvrir les répercussions du virus, fixées à \$1.3 et \$1 milliard, respectivement. La province met également l'accent sur ce qu'elle considère être des prévisions prudentes de revenus et de coûts du service de la dette. Pour les premières, la mise à jour prévoit que les revenus pourront être soumis à des chocs plus importants que ceux qui sont habituellement intégrés dans les prévisions économiques sous-jacentes, alors que, pour les deuxièmes, elle table sur des taux d'emprunt bien plus élevés que les taux actuels. La protection ainsi offerte est renforcée, ce qui pourrait s'avérer bien nécessaire. Les réserves à elles seules couvrent en théorie un écart négatif de 3.5 points de pourcentage (pp) de la croissance du PIB nominal (selon les analyses de sensibilité budgétaire, une baisse de 1 pp de la production

nominale ampute de \$700 millions les revenus de la province). Grâce à cette planification prudente, le gouvernement « s'est doté d'une marge de manœuvre financière lui permettant de parer à l'évolution de la situation. »

- **Perspectives de revenus** – Les prévisions actuelles estiment que les revenus totaux baisseront d'environ \$0.5 milliard (soit de 0.3%) par rapport à l'exercice 2019-2020, en raison des ravages économiques causés par la COVID-19. Les prévisions de revenus seraient cependant inférieures en l'absence d'un effet de base positif attribuable à l'exercice précédent. Dans l'esprit du commentaire sur la prudence qui accompagne les prévisions de revenus, la mise à jour indique que celles-ci ont été réduites de 4 pp par rapport aux estimations précédentes, comparativement à une révision à la baisse de 1.5 pp de la croissance prévue du PIB nominal. Soulignons que les prévisions de revenus sont également quelque peu affectées par de nouvelles mesures d'allègement fiscal, que nous détaillons ci-dessous. L'Ontario s'attend à percevoir \$26.3 milliards de revenus du gouvernement fédéral (en grande partie de transferts pour la santé et les services sociaux, mais pas de péréquation), représentant environ 17% des revenus de l'exercice complet.
- **Perspectives de dépenses** – Les dépenses augmenteront fortement en 2020-2021, les dépenses de programmes prévues chiffrées à \$161 milliards représentant une hausse de 5.2% par rapport à l'exercice précédent. Là encore, ces chiffres incluent des provisions exceptionnelles et tiennent compte de plusieurs mesures du plan d'action.
- **Mesures pour combattre la COVID-19** – Nonobstant l'action et le leadership du gouvernement fédéral, la mise à jour de l'Ontario présente des mesures vastes et importantes sur trois fronts principalement :
 - i. Premièrement, \$3.3 milliards de capitaux frais pour la santé. La majorité de cette somme, \$2.1 milliards, représente l'action directe liée à la COVID-19, pour la combattre, la contenir, l'atténuer et y remédier, ce qui comprend une capacité de diagnostic et de traitement accrue dans les hôpitaux et les établissements de soins de longue durée ainsi que dans la collectivité, avec des ressources supplémentaires pour la télémédecine, de nouveaux équipements de protection et un fonds de prévoyance pour la santé de \$1 milliard. Le reste des nouveaux fonds pour la santé, \$1.2 milliard, est destiné à renforcer le réseau de la santé provincial plus généralement.
 - ii. Une enveloppe additionnelle de \$3.7 milliards a été présentée pour soutenir les personnes vulnérables et protéger les emplois. Un certain nombre d'initiatives précises sont prévues, notamment (mais pas seulement) une aide supplémentaire pour les aînés à faible revenu et une aide pour les familles affectées par les fermetures des écoles et des garderies (sous forme d'un paiement forfaitaire unique par enfant). Un délai de grâce de six mois est accordé pour le remboursement des prêts d'études provinciaux et un nouveau financement est réservé pour les services communautaires/d'urgence (dont les banques alimentaires, les centres d'hébergement, etc.). Comme cela a été annoncé précédemment, les Ontariens auront aussi droit à un allègement important de leurs factures d'électricité. Pendant ce temps, un doublement temporaire du seuil d'exonération de l'impôt-santé des employeurs (charges salariales) réduira le fardeau pour les entreprises de l'ordre de \$355 millions, alors qu'un nouveau crédit d'impôt sur le revenu des sociétés vise à stimuler l'investissement dans les régions dont le marché du travail est moins performant. Une réévaluation de l'impôt foncier prévue pour 2021 a également été reportée. Les règles se rapportant aux camions de livraison ont été assouplies pour mieux assurer une livraison à temps de marchandises critiques (dont la nourriture). Avec le financement pour la santé (i), cela représente \$7 milliards d'aides directes et opportunes pour l'économie de la province, ses citoyens les plus vulnérables, les travailleurs et les entreprises.
 - iii. Une somme de \$10 milliards de plus est débloquée sous forme de mesures soutenant les liquidités/flux de trésorerie, en l'occurrence, un report de cinq mois des paiements d'impôts provinciaux pour les entreprises. Un report de 90 jours du paiement municipal de l'impôt foncier prélevé aux fins scolaires est aussi prévu dont on espère qu'il permettra aux administrations locales d'accorder elle aussi un report de paiement aux résidents et entreprises. De plus, l'Ontario reporte les cotisations à la Commission de la sécurité professionnelle et de l'assurance contre les accidents du travail (WSIB) par les entreprises pendant six mois. En tout, le plan d'action contre la COVID-19 de \$17 milliards de l'Ontario constitue une intervention sérieuse, équivalant à près de 2 pp du PIB provincial. Et les initiatives provinciales s'ajoutent à l'ensemble complet et encore en expansion des mesures budgétaires et de liquidité du fédéral dévoilées par le gouvernement Trudeau à Ottawa.
- **Perspectives de la dette** – À la lumière du déficit plus important et des investissements en immobilisations corporelles prévus, le niveau de la dette nette de l'Ontario devrait augmenter de quelque \$24 milliards en 2020-2021 pour atteindre \$379 milliards. Cela ferait monter le ratio dette/PIB, qui se situe à la fin de 2019-2020 légèrement sous 40%, à 41.7% d'ici mars 2021, établissant temporairement un nouveau record haut de cet indicateur d'endettement clé. Nous ne voulons pas banaliser la charge d'intérêts de \$13.2 milliards annoncée pour 2020-2021, qui représente le quatrième poste de dépenses le plus important du budget (après la santé, l'éducation et l'aide sociale). Mais en termes relatifs, cette charge restera assez gérable. Le service de la dette publique devrait, selon les prévisions, absorber 8.4 cents par dollar de revenu de l'Ontario (comparativement à 8.0% du revenu total en 2019-2020). En outre, comme il a été mentionné plus haut, le taux d'intérêt moyen pondéré pris en compte pour l'année à venir peut, à 2.71%, être considéré comme relativement prudent par comparaison au taux en vigueur sur les titres de créance de l'Ontario en circulation. L'analyse de sensibilité révèle qu'une baisse parallèle de 1 pp des taux d'intérêt (comparativement aux prévisions) permet d'épargner environ \$400 millions d'intérêts au cours de la première année.
- **Besoins d'emprunts à long terme** – L'Ontario termine un exercice 2019-2020 au cours duquel la province a émis l'équivalent de \$36 milliards d'emprunts à long terme. Cela dépassait de plus de \$4 milliards les besoins de financement sous-jacents, car la

province a profité de conditions du marché antérieures plus favorables pour se préfinancer. Cette décision semblait relever de la prescience vu les turbulences récentes. Comme on s'y attendait, la majorité du financement entrepris en 2019-2020 (\$25.4 milliards ou 70%) était orienté vers le marché intérieur (en CAD) — principalement sous forme d'opérations syndiquées sur des titres de référence, mais cela comprenait aussi une adjudication annuelle d'obligations et deux opérations portant sur des obligations vertes (\$1,25 milliard au total). Pendant ce temps, quelque \$10.5 milliards (d'équivalent en CAD) ont été placés sur les marchés internationaux (principalement en USD). Depuis un certain temps, l'Ontario s'efforçait de profiter des faibles taux d'intérêt pour allonger les échéances, affichant une durée moyenne pondérée de 14.3 ans des nouveaux emprunts de l'exercice qui se termine — un nouveau record cyclique. Pour 2020-2021, \$43.6 milliards d'emprunts à long terme sont prévus, après déduction des \$4.1 milliards préfinancés et avec une augmentation planifiée de \$2 milliards de l'encours à court terme. Cela représente évidemment des besoins d'obligations plus importants que ce qu'a connu l'Ontario ces dernières années, reflétant le déficit budgétaire supplémentaire. Mais cela n'est pas exactement sans précédent; un peu moins de \$44 milliards d'emprunts à terme avaient été contractés avec succès en 2009-2010 (à une époque où les marchés des capitaux d'emprunts mondiaux et les économies étaient plus petits qu'aujourd'hui). Et pendant trois exercices distincts depuis, les emprunts à long terme de l'Ontario oscillaient autour de \$40 milliards (2010-2011, 2014-2015 et, plus récemment, 2018-2019). Environ 70-80% du financement de l'année à venir seront réalisés sur le marché intérieur et, en général, la préférence bien établie pour un allongement des durées se maintient. Les obligations vertes demeurent également un objectif stratégique, on peut donc s'attendre à ce que l'Ontario en reste un « émetteur actif » en 2020-2021... en CAD et peut-être même en une autre monnaie. Étant donné la volatilité des marchés financiers, l'Ontario (à l'instar d'un nombre de plus en plus grand d'émetteurs) a opté pour une approche plus pragmatique de l'émission d'emprunts, ajustant *temporairement* certaines de ses lignes directrices et pratiques. Les tailles minimums nécessaires pour invoquer la procédure de syndication de grands ordres sont réduites de \$200 millions pour chacune des trois durées clés de référence. Les nouveaux minimums sont les suivants : 5 ans, \$400 millions; 10 ans, \$300 millions; 30 ans, \$200 millions. De la même manière, les critères pour les obligations additionnelles qui doivent accompagner un ordre important ont été assouplis (30% comparativement à 60% auparavant). La province envisagera, là encore sur une base temporaire, de rouvrir d'anciennes émissions de référence, sous réserve d'une taille minimum de \$250 millions, distribuées par un seul courtier (ou un petit groupe de courtiers) à une poignée d'investisseurs au nom du syndicat. L'Ontario émettra aussi des obligations extra longues pour \$50 millions ou plus sans exiger un retour aux obligations longues de référence actuelles. Les changements mentionnés ci-dessus devraient être temporaires par nature, mais comme toujours, la province conserve le droit de modifier davantage ses lignes directrices ou son approche si les conditions justifiaient une souplesse plus grande. À la lumière de la volatilité actuelle du marché, il est bon de noter que l'Ontario dispose de \$36 milliards de réserves liquides, ce qui permettrait de maintenir le bon fonctionnement de la province, dans un scénario extrême d'interruption totale de l'accès au marché des capitaux. Enfin, nous relevons que l'Ontario a accédé avec succès au nouveau Programme d'achat de titres provinciaux sur les marchés monétaires de la Banque du Canada, qui ne représente qu'une partie de la vaste gamme de mesures concernant la liquidité des marchés financiers prises par le gouvernement du Canada en réaction à la pandémie de COVID-19.

- **Notes de crédit à long terme actuel** – S&P: A+, Stable | Moody's: Aa3, Stable | DBRS: AA (Faible), Stable | Fitch: AA-, Stable

Conclusion

Qu'on appelle cela un budget non, le document présenté aujourd'hui donne une idée de l'orientation de l'économie et des finances de l'Ontario à court terme, même si beaucoup d'hypothèses clés sont empreintes d'une incertitude extrême. Comme toujours avec une pandémie mondiale, le tableau n'est pas exactement rose : la croissance économique tombe en panne, le déficit augmente nettement, les progrès provisoires concernant le fardeau de la dette sont balayés et il faut emprunter nettement plus (au moins temporairement). On notera que si le déficit supplémentaire est partiellement fonction d'un profil du PIB plus faible, il inclut aussi le plan d'action important de l'Ontario pour combattre la COVID-19. Plutôt que de laisser les choses au hasard et de s'en remettre uniquement au gouvernement fédéral pour répondre à cette crise sanitaire, l'Ontario s'est joint à la lutte d'une manière très concrète. En ce qui concerne l'action, elle doit être robuste, rapide et coordonnée. Une mise en garde cependant : avec la mise à l'arrêt économique obligatoire des services non essentiels et l'incertitude quant à la date de reprise des activités, la ponction dans les réserves et marges de prévoyance financières risque bien de devenir nécessaire. Pour notre part, nous attendons maintenant à une contraction de 5% du PIB réel à l'échelle nationale en 2020. Plus positivement, dans la mesure où la réponse fédérale-provinciale combinée est couronnée de succès, l'économie pourrait être remise sur les rails plus tard cette année, permettant au déficit gonflé temporairement de se contracter et restaurant une trajectoire de la dette plus soutenable (que suivait l'Ontario avant la crise sanitaire mondiale). Entre-temps, l'Ontario a du travail à faire sur les marchés des capitaux d'emprunt, mais ce n'est pas une première et la province a fait de son mieux pour cultiver la demande des investisseurs de ses titres relativement liquides, au Canada et à l'étranger. Nous n'aurons probablement pas longtemps à attendre pour jauger la réaction des investisseurs à la nouvelle réalité économique et financière de l'Ontario, puisque la province envisage de démarrer son programme d'emprunts 2020-2021 immédiatement (dès jeudi sur le marché intérieur et dès la semaine prochaine pour tout financement à l'international).

Ontario

	Réel	Budget	Prévu	Plan	Mise à jour
\$ milliards	2018/2019	2019/2020	2019/2020	2020/2021	2020/2021
Revenus	153.7	154.2	156.7	159.8	156.3
Revenus fiscaux	105.5	106.1	108.7	109.8	108.2
<i>Impôt sur le revenu des particuliers</i>	35.4	36.6	37.6	38.2	37.3
<i>Taxe de vente</i>	27.8	28.1	29.1	28.9	29.1
<i>Impôt des sociétés</i>	16.6	15.2	15.4	15.7	15.2
<i>Impôts fonciers prélevés aux fins scolaires</i>	6.2	6.1	6.2	6.2	6.3
<i>Contribution-santé</i>	3.8	4.0	4.1	4.2	4.1
<i>Autres</i>	15.7	16.2	16.2	16.7	16.3
Transferts fédéraux	25.1	25.5	25.4	26.6	26.3
Revenus tirés des entreprises publiques	5.5	5.8	5.7	6.2	4.1
Autres revenus non fiscaux	17.6	16.8	16.9	17.2	17.6
Charges	161.1	163.4	165.7	165.6	174.3
Dépenses de programmes	148.8	150.1	153.1	151.9	161.1
Intérêt sur la dette	12.4	13.3	12.6	13.7	13.2
Réserve	-	1.0	0.2	1.0	2.5
Surplus (Déficit)	(7.4)	(10.3)	(9.2)	(6.8)	(20.5)
En pourcentage du PIB	-0.9%	-1.2%	-1.0%	-0.7%	-2.3%
Dette nette	338.5	359.9	355.2	372.3	379.2
En pourcentage du PIB	39.5	40.7	39.9	40.7	41.7
Déficit accumulé	216.6	230.0	225.6	235.8	243.6
En pourcentage du PIB	25.3	26.0	25.3	25.8	26.8
Intérêt sur la dette en % des revenus	8.1%	8.6%	8.0%	8.6%	8.4%
Besoins d'emprunt	36.0	36.0	32.8	43.6	
(Surplus) Déficit	10.3	9.2	6.8	20.5	
Dette arrivant à échéance	27.5	27.4	26.4	26.6	
Investissements dans les immobilisations	11.6	11.6	11.1	10.4	
Pré-financement de 2016-17 pour 2017-2018	-	4.1	-	(4.1)	
Autres	(13.4)	(16.3)	(11.6)	(9.9)	

Source: Mise à jour économique et financière de mars 2020.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

*Stratège principal Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie*
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

*Associé Stratégie Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie*
taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

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

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

Résidents du Canada

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. 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.