

Le plan est respecté : excédent en vue pour 2019-2020

Points saillants

- Le déficit de la Saskatchewan pour 2017-2018 est désormais estimé à \$595 millions (0.8% du PIB), soit \$13.6 millions de plus qu'à la mise à jour de mi-exercice et \$101 millions de moins que dans le budget 2017-2018.
- Pour 2018-2019, le déficit prévu s'élève à \$365.3 millions (0.4% du PIB), soit \$230 millions de moins que pour l'exercice qui vient de se terminer. Des excédents sont prévus pour les trois années suivantes, croissant chaque année jusqu'à atteindre \$212 millions (0.2% du PIB) pour l'exercice 2021-2022. Le contrôle des dépenses est un élément clé pour respecter le projet d'éliminer le déficit.
- Aucune hausse des taux d'imposition, mais la deuxième tranche de la réduction du taux d'imposition du revenu des particuliers (un demi-point de pourcentage devant prendre effet le 1^{er} juillet 2019) est reportée pour le moment. Le budget prévoit en outre la suppression, dès le 11 avril 2018, de l'exemption de la TVP sur les véhicules automobiles usagers et les appareils ménagers certifiés Energy Star®. Le budget 2018-2019 ne tient pas compte des recettes qui seront tirées de la vente de cannabis la première année.
- Le budget introduit l'incitatif à valeur agricole ajoutée en Saskatchewan, qui accorde un crédit non remboursable au titre de l'impôt des sociétés égal à 15% des nouvelles dépenses d'investissement admissibles, et l'incitatif au démarrage d'entreprises technologiques en Saskatchewan accorde un crédit d'impôt non remboursable pouvant atteindre 45% des nouveaux investissements désignés des petites entreprises admissibles.
- Après avoir été de 1.5% en 2017, la croissance du PIB réel devrait être de 1.3% en 2018 et de 2.3% en moyenne au cours des quatre années suivantes. La croissance du PIB nominal, établie à 4.9% en 2017, devrait atteindre 4.0% en 2018, pour une croissance moyenne de 4.4% au cours des quatre années suivantes.
- Le prix du baril pétrole West Texas Intermediate (WTI) devrait s'établir en moyenne à US\$59.00 cette année, en regard de US\$50.78 en 2017. Ce prix devrait se maintenir à \$US59 en 2019 et passer à \$US62 en 2020, \$US68 en 2021 et \$US72 en 2022. Après avoir été de \$US180.58 la tonne de KCl en 2017, le prix de la potasse devrait passer à \$US190.43 en 2018 et augmenter par la suite d'environ \$US3 dollar par an. Le prix libellé en dollars canadiens, sur lequel se fondent les redevances, devrait passer de \$384 la tonne de K₂O en 2017 à \$398 en 2018 et évoluer sans tendance autour de ce niveau au cours des quatre années suivantes. Le dollar canadien devrait s'apprécier quelque peu chaque année sur l'horizon des prévisions, ce qui ne contribue pas à l'augmentation des recettes provenant des ressources naturelles.
- La dette publique, qui était estimée à 22.5% du PIB à la fin de mars dernier, devrait atteindre 24.4% du PIB à la fin du présent exercice et plafonner à 25.1% du PIB à la fin de l'exercice 2019-2020, ce pourcentage devant s'orienter à la baisse les deux années suivantes.
- Les besoins de financement, estimés à \$2.4 milliards en 2017-2018, devraient s'établir à \$3.2 milliards en 2018-2019. De cette somme, \$586 millions sont prévus pour le refinancement des dettes parvenues à échéance, \$400 millions pour l'augmentation de la dette au titre des activités du Fonds général du revenu, la majeure partie du montant résiduel devant faciliter le financement des dépenses en immobilisations. Les besoins de financement de 2018-2019 prévoient l'emprunt de \$600 millions liés aux dépenses en immobilisations de 2019-2020.

Mise à jour du troisième trimestre

Dans la mise à jour financière du troisième trimestre, les chiffres du budget 2017-2018 ont été retraités afin d'être conformes aux comptes publics en ce qui concerne les charges pour les fonds de pension. Les coûts de retraite selon la méthode de comptabilité d'exercice sont désormais pris en compte dans le calcul des dépenses et des déficits. Dans le tableau de la page 5, ce retraitement a modifié les chiffres du budget 2017-2018 comme suit :

- Le service de la dette a été augmenté de \$224.8 millions.
- Les dépenses de programme ont été réduites de \$213.5 millions, \$112.3 millions au titre de l'éducation.

Dans la mise à jour financière du troisième trimestre, le déficit prévu pour 2017-2018 s'établit à \$595 millions (0.8% du PIB), soit \$13.6 millions de plus que dans la mise à jour de mi-exercice et \$101 millions de moins que dans le budget (retraité) de 2017-2018. Par rapport à la mise à jour de mi-exercice, les recettes sont en recul de \$168.6 millions, par suite de révisions à la baisse des recettes fiscales et des transferts fédéraux (partiellement compensées par des révisions à la hausse du bénéfice net des entreprises publiques gouvernementales (EPG), des recettes provenant des ressources non renouvelables et d'autres revenus autonomes), tandis que les dépenses étaient revues en baisse de \$155.3 millions.

Sur la voie de l'élimination du déficit

En 2017-2018, après des années difficiles au cours desquelles les recettes tirées des ressources naturelles ont baissé de plus de \$1 milliard, suite surtout au recul des prix du pétrole et de la potasse, le gouvernement a établi un plan triennal pour réduire la dépendance de la province à l'égard des recettes tirées de ressources naturelles et équilibrer son budget en 2019-2020. Le budget 2018-2019 maintient ce plan sur la bonne voie en contrôlant les dépenses publiques, tout en consentant de nouveaux investissements importants dans la santé, l'éducation et les services sociaux.

Pour 2018-2019, le déficit prévu s'élève à \$365 millions, soit \$230 millions de moins que prévu en 2017-2018. Les recettes totales devraient augmenter de \$300 millions (+2.2%) et les dépenses de \$71 millions (+0.5%). Sans le service de la dette, la hausse prévue des dépenses de programme est encore plus modeste, soit de \$20 millions (+0.1%).

L'augmentation des recettes totales s'explique par la hausse des recettes fiscales, des recettes provenant des ressources non renouvelables et des transferts fédéraux, annulée en partie par la diminution du bénéfice net des EPG et de revenus autonomes d'autres sources. Les recettes fiscales prévues au budget augmentent de \$419 millions par rapport aux prévisions de 2017-2018. Les recettes provenant de la taxe de vente provinciale (TVP) sont prévues augmenter de \$226 millions, par suite surtout de la suppression de

l'exemption de la TVP sur les véhicules automobiles usagers, de l'incidence sur un exercice complet de la hausse l'année dernière de la TVP sur les primes d'assurance (exclusion faite des primes d'assurance agricole, d'assurance-vie et d'assurance-santé) et de l'augmentation de l'assiette imposable à la suite de l'accroissement de l'activité économique. Les recettes provenant de l'impôt des particuliers et des sociétés prévues au budget augmentent respectivement de \$129 millions et de \$31 millions. Ces hausses découlent essentiellement d'importants ajustements à la baisse au titre d'exercices antérieurs qui ont été apportés en 2017-2018 et qui ne devraient pas se reproduire en 2018-2019. L'ensemble des autres mesures fiscales prévues devraient rapporter \$33 millions de plus.

Les recettes provenant des ressources non renouvelables sont supposées augmenter de \$62 millions. Elles demeurent nettement inférieures au niveau enregistré au cours des années antérieures. Ainsi, la prévision budgétaire pour 2018-2019 de \$1.5 milliard est inférieure de \$1.1 milliard aux recettes encaissées en 2014-2015. Les redevances sur le pétrole et le gaz naturel prévues au budget augmentent de \$39 millions par rapport à la prévision de 2017-2018, la production de pétrole augmentant de 0.4%. Les recettes provenant de la potasse devraient augmenter de \$9 millions. Les recettes provenant de la surtaxe sur les ressources devraient rapporter \$20 millions de plus, du fait surtout de la hausse du prix du pétrole et de la potasse.

Le bénéfice net des EPG est prévu diminuer de \$109 millions, ce qui s'explique surtout par la baisse respective de \$101 millions et de \$25 millions des rentrées de la Commission des accidents du travail et du Fonds automobile, par suite essentiellement de profits ponctuels réalisés sur des placements en 2017-2018 qui ne devraient pas se répéter. Le revenu net de SaskEnergy devrait en outre diminuer de \$36 millions, essentiellement en raison d'un retour à la normale des conditions météorologiques et de quantités de gaz commercialisées plus normales. Ces baisses devraient être partiellement compensées par une hausse de \$39 millions chez SaskPower, grâce surtout à la hausse tarifaire de 3.5% entrée en vigueur le 1^{er} mars 2018 et à une augmentation de \$11 millions chez SaskTel avec la croissance prévue des revenus tirés des entreprises et des consommateurs.

Les autres revenus de sources autonomes sont prévus diminuer de \$92 millions, par suite essentiellement de recettes ponctuelles en 2017-2018 qui ne devraient pas se reproduire, au titre notamment de profits sur des placements, de la vente de terres agricoles, de profits sur la cession d'actifs, de recouvrements au titre de la lutte contre les incendies à l'extérieur de la province et de remboursements divers.

Les transferts fédéraux prévus s'accroissent de \$20 millions, le Transfert canadien en matière de santé et le Transfert canadien en matière de programmes sociaux augmentent de

\$26 millions et de \$6 millions, respectivement. Les autres ententes fédérales de partage des coûts inscrites au budget se traduisent par une baisse de \$12 millions qui s'explique en grande partie par la diminution des contributions pour les infrastructures dans le cadre d'accords et de projets en voie de prendre fin.

De 2018-2019 à 2021-2022, les recettes totales devraient croître au rythme annuel moyen de 2.9%, tandis que la croissance des dépenses est fixée à 1.6%. C'est ce qui explique qu'un excédent est supposé être dégagé l'année prochaine et augmenter les deux années suivantes.

Contrôle des dépenses

Le fait qu'en 2018-2019 les dépenses devraient être à peu près du même niveau que dans les prévisions de 2017-2018 découle de la poursuite des efforts consentis par le gouvernement pour gérer de façon serrée ses dépenses. De nombreux ministères et organismes prévoient des dépenses inférieures à l'exercice précédent. Le contrôle des coûts de la rémunération, le principal poste des dépenses du gouvernement, est essentiel pour maintenir le plan fiscal de la Saskatchewan sur la bonne voie. Outre les règlements négociés, des économies de \$70 millions sont prévues au cours des deux prochaines années, soit \$35 millions dans le présent budget et \$35 millions l'exercice suivant. Ces économies seront pour une grande partie le fruit de mesures d'efficacité et de l'attrition.

Comme exemple de mesures d'efficacité obtenue grâce à un changement positif se trouve la création d'une seule Autorité de santé en Saskatchewan. Le regroupement des 12 autorités régionales a été réalisé l'année dernière. Cet effort d'intégration et de coordination a débouché sur des économies de \$19 millions dans le présent budget, réalisées sur les salaires, par la fusion de services TI et par une diminution des coûts de gouvernance. Le ministère des Services centraux a réduit de 14.7% le budget du parc des véhicules du gouvernement, économisant ainsi plus de \$5 millions en ayant recours notamment à la location de véhicules privés quand c'était plus efficace et moins cher.

Hypothèses économiques et sensibilité des recettes

En 2018, la production agricole devrait s'élever à 34.4 millions de tonnes, soit légèrement moins qu'en 2017 mais nettement plus que la moyenne décennale. Le prix du baril pétrole West Texas Intermediate (WTI) devrait s'établir en moyenne à US\$59.00 cette année, en regard de US\$50.78 en 2017. En conséquence, le forage devrait s'intensifier. Pour 2018-2019, le prix réalisé moyen de la potasse est fixé à US\$191 par KCl la tonne dans le budget (CA\$399 par tonne de K₂O), en regard de US\$183 (CA\$388) en 2017-2018. Les ventes de K₂O devraient passer de 12.2 millions de tonnes en 2017-2018 à 12.6 millions de tonnes en 2018-2019.

La suspension des activités de la mine McArthur River pendant 10 mois au début de janvier 2018 devrait réduire sensiblement la production d'uranium au cours de l'année, ce qui pèse sur les perspectives de croissance du PIB de la Saskatchewan cette année. Le PIB réel de la Saskatchewan devrait néanmoins augmenter de 1.3% en 2018 selon les prévisions actuelles. Le PIB nominal est supposé augmenter de 4.0%. La croissance devrait s'améliorer en 2019. Le PIB réel augmenterait de 2.5% et le PIB nominal de 4.3%.

La valeur du dollar canadien a été projetée en moyenne à US78.34 cents pour 2018-2019, en hausse par rapport à celle de US77.82 cents en 2017-2018. Comme les prix des ressources naturelles de la Saskatchewan sont libellés en dollars US sur les marchés mondiaux, toute hausse du taux de change a pour effet de réduire les prix en dollars canadiens, toutes choses étant égales par ailleurs.

Pour 2018-2019, les estimations sont les suivantes :

- une variation de US\$1 du cours moyen du baril de brut WTI entraînerait une variation des redevances pétrolières estimée à \$16 millions;
- une variation de US\$10 la tonne de KCl (CA\$21 la tonne de K₂O) du prix réalisé moyen de la potasse entraînerait une variation des redevances sur la potasse estimée à \$35 millions,
- une variation de 1 cent US du taux de change moyen entraînerait une variation des recettes tirées des ressources non renouvelables estimée à \$21 millions.

Mesures budgétaires

Il n'y a pas de hausse des taux d'imposition dans le budget. Cependant, certaines baisses de taux d'imposition ou exemptions qui étaient prévues sont reportées. Dans le budget 2017-2018, il avait été annoncé que le taux d'imposition du revenu des particuliers feraient l'objet d'une réduction en deux étapes — une première réduction d'un demi-point le 1^{er} juillet 2017 et une seconde d'un demi-point le 1^{er} juillet 2019. Dans le budget 2018-2019, une suspension du plan de réduction du taux d'imposition a été annoncée. Pour le moment, les taux d'imposition restent au niveau actuel, déterminés par la mise en œuvre de la première étape de la réduction. Le budget prévoit en outre la suppression de l'exemption de la TVP sur les véhicules automobiles usagers et les appareils certifiés Energy Star® dès le 11 avril 2018.

Le budget introduit l'incitatif à valeur agricole ajoutée en Saskatchewan qui accorde un crédit non remboursable au titre de l'impôt des sociétés égal à 15% des nouvelles dépenses d'investissement admissibles; l'incitatif au démarrage d'entreprises technologiques en Saskatchewan accordera un crédit d'impôt non remboursable pouvant atteindre 45% des nouveaux investissements admissibles des petites entreprises admissibles. Le budget 2018-2019 ne tient

pas compte des recettes qui seront tirées de la vente de cannabis la première année.

Dette et emprunt

Au 31 mars 2018, la dette publique (déduction faite des fonds d'amortissement) était en baisse de \$448.2 millions par rapport à ce qui avait été prévu dans le budget de l'exercice précédent, du fait surtout d'une réduction de la dette des EPG. En 2018-2019, la dette publique devrait s'accroître de \$2.3 milliards. Cette hausse découlera essentiellement de nouveaux emprunts de \$1.5 milliard pour permettre au Trésor de financer des infrastructures dans le cadre du programme *Saskatchewan Builds Capital Plan*, de \$0.5 milliard pour l'augmentation de la dette des sociétés de services publics de la Couronne et de \$0.4 milliard pour les activités du Fonds du revenu général. Ces hausses sont annulées en partie par des réductions de la dette d'autres organismes de services publics.

La dette publique, qui était estimée à 22.5% du PIB à la fin de mars dernier, devrait atteindre 24.4% du PIB à la fin de cet

exercice et plafonner à 25.1% du PIB à la fin de l'exercice 2019-2020, ce pourcentage devant s'orienter à la baisse les deux années suivantes.

Les besoins de financement, estimés à \$2.4 milliards en 2017-2018, devraient s'établir à \$3.2 milliards en 2018-2019. De cette somme, \$586 millions sont prévus pour le refinancement des dettes parvenues à échéance, \$400 millions pour l'augmentation de la dette au titre des activités du Fonds général du revenu, la majeure partie du montant résiduel devant faciliter le financement des dépenses en immobilisations. Les besoins de financement de 2018-2019 prévoient l'emprunt de \$600 millions pour des dépenses en immobilisations en 2019-2020. L'emprunt de ces fonds a été devancé pour profiter des taux d'intérêt historiquement bas dans le contexte actuel.

Marc Pinsonneault

Saskatchewan • Budget 2018

Saskatchewan

| Millions \$ | Budget | Prévu | Budget | Plan | | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2017-18 | 2017-18 | 2018-19 | 2019-20 | 2020-21 | 2021-22 |
| État des revenus-dépenses consolidé | | | | | | |
| Recettes totales | 14,165.1 | 13,943.0 | 14,243.5 | 14,761.0 | 15,114.0 | 15,518.0 |
| Recettes fiscales | 7,286.6 | 6,796.3 | 7,214.9 | | | |
| <i>dont la taxe de vente provinciale</i> | <i>2,049.5</i> | <i>1,929.5</i> | <i>2,155.0</i> | | | |
| Ressources non renouvelables | 1,406.4 | 1,419.7 | 1,482.1 | | | |
| Revenu net des entreprises du gouvernement | 1,053.7 | 1,186.5 | 1,078.0 | | | |
| Autres recettes | 1,964.9 | 2,098.2 | 2,006.5 | | | |
| Transfert fédéral | 2,453.5 | 2,442.3 | 2,462.0 | | | |
| Dépenses totales | 14,811.1 | 14,538.0 | 14,608.8 | 14,755.0 | 15,006.0 | 15,306.0 |
| Dépenses de programme | 14,205.4 | 13,934.7 | 13,954.2 | | | |
| Dont santé | 5,627.4 | 5,730.0 | 5,765.3 | | | |
| Dont éducation | 3,531.0 | 3,449.4 | 3,263.3 | | | |
| Dont autres | 5,047.0 | 4,755.3 | 4,925.6 | | | |
| Service de la dette | 605.7 | 603.3 | 654.6 | | | |
| Mesures sur la rémunération | (250.0) | - | - | - | - | - |
| Contingence | 300.0 | - | - | - | - | - |
| Surplus (déficit) | (696.0) | (595.0) | (365.3) | 6.0 | 108.0 | 212.0 |

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

| | | | | | | |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Dette du Fonds général de revenus et des agences gouvernementales | 9,062.5 | 9,027.8 | 10,775.1 | 12,000.0 | 12,600.0 | 13,300.0 |
| Dette des entreprises publiques commerciales | 9,137.5 | 8,724.0 | 9,259.8 | 9,500.0 | 9,700.0 | 9,800.0 |
| Total: Dette publique | 18,200.0 | 17,751.8 | 20,034.9 | 21,500.0 | 22,300.0 | 23,100.0 |
| <i>En % du PIB</i> | 22.6% | 22.5% | 24.4% | 25.1% | 25.0% | 24.8% |

Dette nette

| | | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|----------|---------|---------|
| En début d'année | 10,780.8 | 10,191.9 | 11,774.6 | 12,647.8 | | |
| Déficit consolidé (surplus) | 696.0 | 595.0 | 365.3 | (6.0) | (108.0) | (212.0) |
| Acquisition d'actifs tangibles | 1,487.5 | 1,558.9 | 1,118.0 | | | |
| Amortissement, aliénation et ajustements | (582.9) | (571.2) | (610.1) | | | |
| Solde en fin d'année | 12,243.7 | 11,774.6 | 12,647.8 | | | |

Emprunts

| | | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|--|--|--|
| Emprunts | 2,717.0 | 2,369.3 | 3,206.1 | | | |
| Pour les sociétés de la Couronne | 1,062.0 | 714.3 | 731.1 | | | |
| Pour les opérations du gouvernement | 555.0 | 555.0 | 975.0 | | | |
| Pour le plan d'immobilisations du Gouvernement | 1,100.0 | 1,100.0 | 1,500.0 | | | |

Passifs des fonds de pension

| | | | | | | |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|--|--|--|
| En début d'année | 7,784.4 | 7,786.1 | 7,695.5 | | | |
| Ajustement des coûts des pensions | 11.3 | (90.6) | (393.2) | | | |
| En fin d'année | 7,795.7 | 7,695.5 | 7,302.3 | | | |

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, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

*DG RF, Chef Recherche et stratégie,
 Dette publique*
warren.lovely@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.

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

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 a 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

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des membres du personnel employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces membres du personnel hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement reliée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.

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 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 SCF 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.