

## Viser l'équilibre malgré des risques commerciaux accrus

Par Daren King, Warren Lovely, Taylor Schleich et Ethan Currie

### Points saillants

S'il y a une chose que le budget de la Saskatchewan, intitulé « Livrer pour vous » livre, ce sont des excédents budgétaires. Alors que le déficit pour l'exercice 2024-2025 sera plus important que prévu initialement (660,6 millions \$ contre 273,2 millions \$), le plan budgétaire suggère que les années jusqu'en 2028-2029 seront dans le vert. En effet, la province devrait enregistrer un léger excédent de 12,2 millions \$ en 2025-2026, qui devrait ensuite augmenter constamment pour atteindre 216,7 millions \$ en 2028-2029. Toutefois, le budget souligne une incertitude élevée sur le front géopolitique et commercial, qui pourrait avoir des répercussions importantes sur les résultats financiers de la province (la province cite une perte potentielle de revenus de 1,4 milliard \$ dans un scénario de guerre commerciale). Malgré les excédents prévus dans le plan financier quadriennal, la dette nette devrait suivre une tendance à la hausse dans les années à venir en raison de dépenses d'investissement plus élevées, bien qu'elle reste la deuxième plus faible parmi les provinces canadiennes. Plus précisément, elle devrait passer de 13,9 % au cours de l'exercice qui s'achève à 14,6 % en 2025-2026 et atteindre 15,0 % en 2027-2028. Pour sa part, la part des charges d'intérêts par rapport aux recettes devrait augmenter de 4,6 % en 2024-2025 à 5,0 % en 2025-2026, ce qui reste tout à fait gérable. Après avoir emprunté environ 5,0 milliards \$ en 2024-2025, soit près de 650 millions \$ de plus que prévu dans le budget précédent, les besoins d'emprunt de la Saskatchewan devraient diminuer à 4,0 milliards \$ en 2025-2026.

- **Perspectives économiques** - Comme en 2023, on estime que la production de la Saskatchewan a augmenté un peu plus rapidement que la moyenne nationale en 2024, avec une croissance du PIB réel de 1,6 %. Cette croissance a été soutenue par la deuxième plus forte croissance démographique jamais enregistrée (après un record historique l'année précédente), une solide construction commerciale et résidentielle et la troisième valeur d'exportation de biens la plus élevée de l'histoire de la province. Bien que la création d'emplois n'ait pas pu suivre le rythme de la croissance démographique, le taux de chômage de 5,4 % en Saskatchewan était le deuxième plus bas de la Confédération (après le Québec) et c'est également la province qui a connu la moindre détérioration de son marché du travail, le taux de chômage n'ayant augmenté que de 0,3 % par rapport à février 2024 (Canada : +0,7 %). Après avoir été fortement affecté par la chute des prix des matières premières en 2023, le PIB nominal, qui a un impact plus important sur les finances publiques, a rebondi de 4,2 % en 2024 après une baisse de 4,8 % l'année précédente. Pour l'avenir, le budget est basé sur la prévision moyenne du secteur privé qui, au moment de l'enquête, n'intégrait pas directement l'impact des droits de douane et ne prenait en compte que partiellement l'impact de l'incertitude entourant la guerre commerciale. Le budget prévoit une croissance du PIB réel de 1,8 % en 2025, soit une augmentation plus forte que l'année précédente. De 2026 à 2029, le PIB réel devrait croître à un taux moyen de 2,2 % par an. Le PIB nominal devrait augmenter de 2,6 % en 2025, soit un rythme plus lent qu'en 2024, notamment en raison de la baisse des prix des matières premières. De 2026 à 2029, le PIB nominal devrait ensuite rebondir et croître à un rythme moyen de 4,2 % par an. En ce qui concerne le marché du travail, la croissance de l'emploi devrait ralentir de manière significative et plus importante que la population en âge de travailler. Cela ferait passer le taux de chômage d'une moyenne de 5,4 % en 2024 à 5,6 % en 2025, avant de redescendre à 5,4 % en 2026. Enfin, le Budget présente une analyse (très) sommaire et à haut niveau de l'impact potentiel de l'introduction de tarifs douaniers sur tous les produits canadiens et de la mise en place de mesures de rétorsion par le Canada. Un tel scénario se traduirait par une diminution de 8,2 milliards \$ des exportations de la province (-30,4 %), une diminution de 4,9 milliards \$ du PIB réel (-5,8 %) et un manque à gagner de 1,4 milliard \$ dans les recettes de l'État.
- **Hypothèses sur les prix de l'énergie et sensibilités associées** – En ce qui concerne les hypothèses de planification, le budget prévoit que le prix moyen du WTI sera de 71 \$ US/baril au cours de l'exercice 2025-2026. Le jour de la publication du budget, le contrat à terme du WTI était inférieur au niveau prévu, s'échangeant légèrement au-dessus de 67 \$ US. À moyen terme, le WTI devrait augmenter progressivement jusqu'en 2026-2027 avant de s'accélérer et d'atteindre 78,25 \$ US/baril en 2029-2030, fin de l'horizon prévisionnel. Quant à l'écart de prix entre le pétrole léger et le pétrole lourd, il devrait s'établir en moyenne à 15,0 % du WTI en 2025-2026. Cet écart oscille actuellement autour de ce chiffre et devrait se maintenir en raison de la réduction de l'offre sur le marché nord-américain provenant d'autres sources de pétrole brut lourd et de l'amélioration de la capacité des oléoducs depuis la mise en service de l'agrandissement du réseau Trans Mountain au printemps dernier. Les sensibilités officielles impliquent que chaque variation de 1 \$ US/baril du WTI représente 17,9 millions \$ de revenus pour la province, toutes choses étant égales par ailleurs. Parallèlement, la production de pétrole devrait atteindre 166,9 millions de barils, soit un niveau légèrement supérieur à celui de l'exercice précédent. Par ailleurs, le prix de la potasse devrait s'établir en moyenne à 239 \$ US/tonne de KCl au cours du prochain exercice. C'est un peu plus que la moyenne de 223 \$ US de l'exercice précédent, mais toujours bien en dessous de la moyenne de 289 \$ US de 2023-2024. Enfin, le budget prévoit que le dollar canadien s'établira en moyenne à 70,39 cents US en 2025-2026, chaque cent US représentant 46,6 millions \$ de recettes provenant des ressources.
- **Solde budgétaire de l'année qui s'achève (2024-25)** — Dans la mise à jour du premier trimestre et la mise à jour semestrielle suivante, la Saskatchewan avait prévu des déficits budgétaires de plus en plus importants pour l'exercice 2024-2025. En effet, la dernière lecture officielle du déficit s'élevait à 744 millions \$, contre les 241 millions \$ (0,2 % du PIB) annoncés dans le budget de l'année dernière. La dernière lecture (non officielle) d'aujourd'hui montre techniquement une légère amélioration par rapport aux dernières prévisions, la province prévoyant désormais un déficit de 661 millions \$ (0,6 % du PIB). La détérioration par rapport au plan établi il y a un an peut être attribuée aux pressions exercées sur les dépenses, qui ont été supérieures de 934 millions \$ (+4,6 %) au budget. Cela s'explique principalement par les enveloppes consacrées aux soins de santé, à l'agriculture et à la protection des personnes et des biens. Les recettes ont également augmenté (grâce à l'impôt sur le revenu des personnes et des sociétés et aux revenus de la GBE), mais les 547 millions \$ supplémentaires par rapport au plan budgétaire (+2,8 %) n'ont pas suffi à compenser les dépenses marginales.

- **Perspectives budgétaires à moyen terme (2025-2026 et au-delà)** – Le retour du déficit en Saskatchewan en 2024-2025 pourrait être de courte durée, car la province devrait équilibrer son budget au cours du prochain exercice, avec un très léger excédent de 12 millions \$ officiellement estimé. Du côté des recettes, la forte augmentation des recettes fiscales, des transferts fédéraux et des recettes provenant des ressources non renouvelables compensera largement la baisse attendue des revenus du GBE. Les recettes globales devraient donc augmenter de 3,2 % d'une année sur l'autre. Cependant, la consolidation budgétaire dépend en réalité d'une maîtrise rigoureuse des dépenses, la province n'envisageant aucune augmentation globale des dépenses au cours de l'exercice à venir (techniquement, les dépenses diminueront de 0,1 %). Cela impliquera une légère baisse des dépenses dans les plus grands postes budgétaires de la province (santé et éducation), mais la plus grande source d'allègement des dépenses provient de l'agriculture, car l'exercice 2024-2025 a été marqué par des indemnités d'assurance-récolte plus importantes que prévu.

Au-delà de 2025-2026, la province prévoit rester dans le vert tout au long de la période de prévision (c'est-à-dire jusqu'en 2028-2029), avec des excédents annuels croissants. Plus précisément, nous parlons d'un excédent de 76 millions \$ (0,1 % du PIB) en 2026-2027, de 144 millions \$ (0,1 % du PIB) en 2027-2028 et de 217 millions \$ (0,2 % du PIB) en 2028-2029. Au cours de ces dernières années du plan budgétaire, les recettes devraient augmenter de 3,7 % par an, tandis que les dépenses devraient progresser de 3,4 % par an. La croissance des dépenses au cours de ces dernières années devrait correspondre à la prévision moyenne du secteur privé pour les taux de croissance combinés de la population et de l'inflation de la province. (Il s'agit également d'un taux de croissance beaucoup plus rapide que la baisse de -0,1 % des dépenses prévue en 2025-2026).

Notez que bien que la Saskatchewan n'ait pas adopté de perspectives économiques de « guerre commerciale » à part entière (elles sont basées sur les prévisions du secteur privé au 19 février), elles offrent quelques indications sur ce à quoi pourrait ressembler le « pire des scénarios » (c'est-à-dire des droits de douane de 25 % avec des représailles canadiennes). Ce scénario pourrait entraîner une perte de revenus de 1,4 milliard \$, effaçant facilement le léger excédent actuellement prévu pour 2025-2026.

- **Nouvelles initiatives** - Intitulé « Livrer pour vous », le budget 2025 de la Saskatchewan vise à agir sur plusieurs fronts (six en particulier). Il s'agit notamment de l'abordabilité, de l'éducation K-12, des soins de santé, des communautés provinciales, ainsi que des infrastructures et du développement économique. Dans le cadre de ce budget, la Saskatchewan accordera plus de 250 millions \$ d'économies d'impôt aux résidents et aux petites entreprises. L'indexation du système d'impôt sur le revenu des particuliers permettra aux contribuables de la Saskatchewan d'économiser 41 millions \$ sur leurs impôts de 2025 par rapport à 2024. 8,1 milliards \$ seront alloués pour offrir un meilleur accès aux patients et des soins de santé plus adaptés et efficaces aux résidents de la Saskatchewan. En matière d'éducation, 3,5 milliards \$ seront consacrés à l'amélioration des opportunités et du soutien pour les élèves et les enseignants de la maternelle à la terminale dans toute la Saskatchewan, tandis qu'environ 788 millions \$ seront alloués à l'enseignement supérieur, en fonction des besoins de la main-d'œuvre et de l'économie de la province. Enfin, la Saskatchewan souligne que 2 milliards \$ seront investis dans la sécurité des communautés entre l'exercice fiscal sortant et 2025-2026.
- **Perspectives de la dette et charge des intérêts** – La dette nette devrait augmenter légèrement (bien que son niveau de départ soit relativement faible), car 1,04 milliard \$ devraient s'y ajouter au cours du prochain exercice. À 17,33 milliards \$, le niveau projeté de la dette nette en mars 2026 équivaldrait à 14,6 % du PIB, en hausse par rapport à l'année précédente (13,9 %). Selon les nouvelles perspectives à moyen terme, le ratio dette nette/PIB devrait légèrement augmenter pour atteindre un sommet de 15,0 % en 2027-2028. Malgré l'augmentation de la dette, le fardeau de la dette de la Saskatchewan resterait inférieur au pic de 17,5 % lié à la pandémie et continuerait de se situer dans la partie inférieure de la fourchette provinciale. Les frais de financement en 2025-2026 devraient augmenter par rapport à l'exercice précédent, en raison des intérêts sur la nouvelle dette du Plan d'investissement de la Saskatchewan et des taux plus élevés sur la dette refinancée. Dans le cas de la Saskatchewan, une augmentation à deux chiffres (par rapport à 2024-2025) ferait passer les frais de financement à 5,0 % du total des recettes en 2025-2026, ce qui reste gérable. Encore une fois, c'est relativement faible par rapport aux normes provinciales, même si la part des intérêts augmentera par rapport aux 4,6 % de l'exercice précédent.
- **Programme d'emprunt** – La Saskatchewan a été un émetteur d'obligations plus actif en 2024-2025, le financement à terme brut d'environ 5,0 milliards \$ ayant augmenté d'environ 2 milliards \$ par rapport à l'exercice précédent et de près de 650 millions \$ par rapport au plan budgétaire initial. La quantité d'obligations émises au cours de l'année écoulée, plus importante que prévu, reflète la décision prudente de préfinancer une partie du plan d'investissement de 2025-2026 et tient également compte des besoins supplémentaires pour la GBE. Pour 2024-2025, moins de 30 % des émissions réalisées ont été dirigées vers le marché intérieur par le biais de quatre transactions de référence (1x10 ans, 3x30 ans) totalisant 1,4 milliard \$. La part du lion de l'émission d'obligations 2024-25 est allée aux marchés internationaux : 38 % en euros, 30 % en dollars américains, 3 % en francs suisses. Compte tenu des perspectives économiques et budgétaires de base, la Saskatchewan prévoit un besoin total d'emprunt de 4 milliards \$, répartis comme suit : refinancement de 1,5 milliard \$ ; nouvelle dette soutenue par les contribuables de 1,8 milliard \$ ; dette nette autofinancée de 0,8 milliard \$. En tenant compte de l'augmentation prévue des encours à court terme, le besoin brut d'obligations qui en résulte s'élève à un peu plus de 3,9 milliards \$, ce qui indique un ralentissement potentiel du rythme d'émission par rapport à 2024-2025 (avant d'entreprendre tout préfinancement éventuel). La Saskatchewan s'est engagée à développer/maintenir des références nationales, la taille cible étant fixée à 1,25-1,5 milliard \$ sur 10 ans et à 2-2,5 milliards \$ à long terme. Au-delà du ralentissement prévu de l'offre brute et de l'accès démontré aux marchés des capitaux d'emprunt au pays et à l'étranger, les besoins de financement par habitant de la Saskatchewan devraient être inférieurs à la moyenne provinciale pondérée sur la base de nos hypothèses d'exploitation actuelles (la moitié des budgets provinciaux de 2025 n'étant pas encore connus).
- **Notes de crédit à long terme actuelles** — S&P: AA, Stable | Moody's: Aa1, StablePositive | DBRS: AA, Stable

[Se reporter à notre [Provincial Ratings Snapshot](#) pour des renseignements plus détaillés sur les facteurs/critères déterminant la notation]

**Saskatchewan**

Millions \$

**État des revenus-dépenses consolidé**

	<b>Budget</b>	<b>Prévision</b>	<b>Budget</b>	<b>Plan</b>		
	2024-2025	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028	2028-2029
<b>Recettes totales</b>	<b>19,861.9</b>	<b>20,408.4</b>	<b>21,056.1</b>	<b>21,835.2</b>	<b>22,643.1</b>	<b>23,480.9</b>
Recettes fiscales	9,723.3	10,082.8	10,449.5			
<i>dont la taxe de vente provinciale</i>	3,196.4	3,071.4	3,331.3			
Ressources non renouvelables	2,686.3	2,502.6	2,699.4			
Revenu net des entreprises du gouvernement	657.0	874.9	705.2			
Autres recettes	3,015.6	3,229.0	3,265.0			
Transfert fédéral	3,779.7	3,719.1	3,937.0			
<b>Dépenses totales</b>	<b>20,135.1</b>	<b>21,069.0</b>	<b>21,043.9</b>	<b>21,759.4</b>	<b>22,499.2</b>	<b>23,264.2</b>
Dépenses de programme	19,223.6	20,121.4	19,985.4			
Dont santé	7,639.8	8,022.0	8,004.9			
Dont éducation	4,414.5	4,454.8	4,428.1			
Dont autres	7,169.3	7,644.6	7,552.4			
Service de la dette	911.5	947.6	1,058.5			
<b>Surplus (déficit)</b>	<b>(273.2)</b>	<b>(660.6)</b>	<b>12.2</b>	<b>75.8</b>	<b>143.9</b>	<b>216.7</b>

**Dettes publiques (en fin d'année - nette des fonds d'amortissement)**

Dettes du Fonds général de revenus et des agences gouvernementales	21,063.1	21,711.8	23,458.8
Dettes des entreprises publiques commerciales	13,749.4	14,127.0	14,873.3
<b>Total: Dette publique</b>	<b>34,812.5</b>	<b>35,838.8</b>	<b>38,332.1</b>

**Dettes nettes**

En début d'année	15,168.8	14,346.7	15,988.3			
Déficit consolidé (surplus)	273.2	660.6	(12.2)			
Acquisition d'actifs tangibles	1,597.1	1,748.9	1,832.9			
Amortissement, aliénation et ajustements	(691.8)	(767.9)	(777.2)			
Autre	-	-	295.5			
<b>Solde en fin d'année</b>	<b>16,347.3</b>	<b>15,988.3</b>	<b>17,327.3</b>			
<i>En % du PIB</i>	14.0%	13.9%	14.6%	14.9%	15.0%	14.8%

**Emprunts**

Fonds général de revenus et des agences gouvernementales	4,364.0	5,002.8	4,043.4
Entreprises publiques commerciales	2,827.4	3,458.1	2,849.3
	1,536.6	1,544.7	1,194.1

**Passifs des fonds de pension**

En début d'année	6,110.4	6,109.0	5,939.5
Ajustement des coûts des pensions	(135.4)	(169.5)	(361.9)
<b>En fin d'année</b>	<b>5,975.0</b>	<b>5,939.5</b>	<b>5,577.6</b>

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



## Abonnez-vous à nos publications : [BNCeconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCeconomieetStrategie@bnc.ca) – Pour nous joindre : 514 879-2529

**Général :** Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), 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 récupérez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

**Résidents de l'UE :** En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

**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 FBN.