

## Une démonstration de rigueur budgétaire relative

Par Daren King, Warren Lovely et Taylor Schleich

### Points saillants

À l'heure où beaucoup de provinces affichent des déficits et accumulent des dettes, le nouveau plan budgétaire de l'Alberta est comparativement marqué au coin de la prudence. Il y a toujours une incertitude économique et budgétaire ici, étant donné que l'Alberta s'en remet moins aux transferts fédéraux et mise depuis longtemps sur le levier des ressources naturelles (qui représentent une part importante de ses recettes). La conjoncture économique mondiale plus atone maintiendra probablement les prix de l'énergie sous le boisseau et on s'attend donc à un excédent budgétaire plus faible. Mais la province entend rester sur une trajectoire équilibrée, et par conséquent limite l'accumulation de dettes. C'est une approche qui diffère de celle constatée dans d'autres budgets provinciaux de 2024, où de nouveaux engagements de dépenses peuvent donner lieu à des déficits importants ou plus importants. Après avoir inscrit un excédent de plus de \$5 milliards en 2023-2024, l'Alberta projette un excédent relativement maigre de \$400 millions pour 2024-2025, alors que \$2 milliards de provisions pour éventualités ont été mis de côté. Les projections budgétaires de l'année à venir sont basées sur un prix moyen du brut WTI de US\$74.00 le baril, et le différentiel brut léger- brut lourd correspondant est fixé à US\$16.00 le baril sur la base de l'exercice. Globalement, les excédents ont été révisés à la baisse par rapport aux indications prospectives antérieures, mais le fardeau de la dette nette de la province reste limité. La dette nette est déjà inférieure à 10% du PIB, la part des intérêts de l'Alberta étant également avantageuse par rapport à la moyenne des provinces. L'excédent de trésorerie est canalisé vers le *Heritage Fund*, un plan pour accroître ce fond vital devant suivre. Jurant en apparence avec l'équilibre budgétaire, les besoins d'emprunts bruts déclarés par l'Alberta bondissent à \$19.8 milliards pour 2024-2025, mais cela comprend près de \$12 milliards de préfinancements d'une dette arrivant à échéance en 2025-2026. Essentiellement, l'élimination d'une plus forte proportion de ces échéances plus tôt implique une augmentation temporaire des émissions d'obligations, qui devrait être suivie par un rythme beaucoup plus limité d'émissions en 2025-2026 et au-delà.

- **Perspectives économiques** – L'économie de l'Alberta a profité d'un important coup de pouce en 2023, avec une expansion de sa population de 4.1% par rapport à l'année précédente. Il s'agit de la croissance démographique la plus forte de toutes les provinces canadiennes et la plus forte enregistrée en Alberta depuis 1981. Résultat, on estime que le PIB réel de l'Alberta a augmenté de 2.5% en 2023, soit plus du double de l'augmentation nationale, malgré une croissance à peine marginale de la production de pétrole et la stagnation de la production de gaz naturel comparativement à 2022. Cependant, le PIB nominal a en revanche chuté de 4.1% en 2023, miné par une baisse du prix du pétrole et de celui du gaz naturel, qui a diminué de plus de la moitié. On notera aussi que le marché du travail fonctionne bien, le nombre d'emplois ayant augmenté de 3.6% en moyenne en 2023, soit le deuxième taux le plus élevé de toutes les provinces (après l'Î.-P.-É.). Cependant, ce rythme n'a pas été suffisant pour absorber totalement la forte croissance démographique, le taux de chômage ayant augmenté de 6.0% en janvier 2023 à 6.2% en janvier 2024. Pour l'avenir, le budget 2024 est basé sur une croissance du PIB réel de 2.9% en 2024, alors que les réductions futures des taux d'intérêt stimuleront la consommation et l'investissement malgré un ralentissement de la croissance de la population et une faible augmentation de la production de pétrole et de gaz. Ce taux de croissance semble particulièrement optimiste puisqu'il est pratiquement deux fois plus élevé que la prévision moyenne du secteur privé de 1.3%. Le PIB réel devrait ensuite croître de 3.3% en 2025 (ce qui est également très optimiste comparativement aux 2.4% attendus par la moyenne du secteur privé), 2.8% en 2026 et 2.6% en 2027 (similaire au consensus). En termes de PIB nominal, qui a un impact plus grand sur les finances publiques, le budget prévoit une croissance de 3.5% en 2024 (en accord avec la moyenne des prévisions), alimentée par de robustes augmentations des salaires et un différentiel pétrole léger-pétrole brut plus faible malgré l'anticipation d'une légère diminution des prix du pétrole et une reprise modérée de ceux du gaz naturel. Le PIB nominal devrait ensuite croître de 6.1% en 2025 (comparativement à 4.6 pour la moyenne des prévisions du secteur privé), 5.5% en 2026 et 4.9% en 2027 (similaire au consensus). En ce qui concerne le marché du travail, la création d'emplois devrait ralentir à 3.0% en 2024, ce qui ferait remonter le taux de chômage d'une moyenne de 5.9% en 2023 à 6.5% en 2024. Le taux de chômage commencerait ensuite à redescendre au cours des années subséquentes, se stabilisant à 6.0% en 2025, 5.8% en 2026 et 5.6% en 2027.
- **Solde budgétaire de l'exercice qui s'achève (2023-2024)** – Il reste un mois dans cet exercice, mais il est clair que l'Alberta le terminera avec un excédent une troisième année de suite en 2023-2024. Techniquement, les \$5.2 milliards (1.2% du PIB) estimés pour l'exercice qui s'achève représentent un peu moins que les \$5.6 milliards (1.3% du PIB) notés dans la mise à jour de milieu d'exercice de novembre, puisque la croissance des charges (+2.5%) a dépassé celle des revenus (+1.8%). Néanmoins, ce dernier chiffre est bien meilleur que l'excédent de \$2.4 milliards qui avait initialement été budgété il y a un an (c'est vrai même si on exclut la provision pour éventualités qui avait été constituée). Quelle est la source du dépassement du budget de l'an dernier? Sans surprise, cela provient de revenus plus étoffés qui étaient supérieurs de 7% au plan. Les impôts sur le revenu des particuliers, les impôts des sociétés, les revenus récurrents (c.-à-d. redevances sur le bitume) et les revenus de placement ont contribué le plus. Les dépenses ont également dépassé le budget (+5.4%) essentiellement en raison des incendies de forêt et de l'assistance à l'agriculture sinistrée.

- **Perspectives budgétaires à moyen terme (2024-2025 et au-delà)** – Un tassement présumé des prix du pétrole devrait se solder par une diminution des revenus tirés des ressources naturelles ce qui, étant donné la proportion importante de ce poste dans l'ensemble des revenus (environ 25%), signifie que les recettes totales devraient baisser en 2024-2025. Néanmoins, la chute de 3% des revenus ne suffira pas pour plonger la province dans une situation déficitaire. Malgré la pression sur les dépenses de fonctionnement en 2024-2025, le retrait d'un poste de \$2.9 milliards – celui de la lutte contre les incendies de forêt et l'aide à l'agriculture sinistrée – limite la croissance totale des dépenses à tout juste un peu plus de 1%. Cela devrait se solder par un excédent étroit de \$400 (0.1% du PIB). Une provision pour éventualités de \$2 milliards ajoute un peu de marge de manœuvre à cette estimation.

À plus long terme, le solde budgétaire positif devrait se maintenir. Un excédent de \$1.4 milliard (0.3% du PIB) a été projeté pour 2025-2026 et il devrait augmenter à \$2.6 milliards (0.5% du PIB) l'exercice suivant. Sur tout l'horizon de prévision, une provision pour éventualités de \$2 milliards a été constituée comme protection contre l'instabilité des flux de revenus. Pour être clairs, les soldes budgétaires à moyen terme sont un peu plus maigres que ceux présentés dans les mises à jour antérieures. L'excédent combiné de \$1.8 milliard des deux prochains exercices (c.-à-d., 2024-2025 et 2025-2026) est en baisse par rapport à l'indication prospective de \$5.0 milliards fournie lors de la mise à jour de mi-exercice et inférieur de \$3.4 milliards aux estimations du budget 2023. Cela s'explique en partie par la baisse des prix du pétrole qui ont été révisés négativement.

Après la baisse de revenus attendue pendant le prochain exercice, les recettes devraient remonter, croissant à une moyenne de 3.5% en 2025-2026 et 2026-2027. Cela découle davantage de la croissance de l'impôt sur le revenu puisque les recettes de ressources non renouvelables augmentent plus modestement dans le plan budgétaire. Le renforcement des revenus n'est pas le seul facteur expliquant la croissance de l'excédent à un horizon plus lointain. Bien qu'il y ait un bond non négligeable des frais de fonctionnement en 2024-2025 (+3.9%), celui-ci devrait diminuer les années subséquentes. De fait, la hausse des dépenses annuelles de 2.2% pourrait bien finir par être plus limitée étant donné les pressions sur le coût de la vie que tant de gouvernements se sentent obligés de contrer avec de nouvelles initiatives de dépenses et/ou des allègements fiscaux.

- **Hypothèses de prix de l'énergie et sensibilités connexes** – Les prix du pétrole brut étaient plus faibles que l'hypothèse de planification du budget en 2023-2024 (US\$79 le baril contre US\$76.50 le baril). Pour le nouvel exercice (2024-2025), on présume que le prix du WTI s'établira en moyenne à US\$74 le baril. (Le contrat à court terme sur le WTI clôturait légèrement au-dessus de US\$78.3 le baril le jour du budget.) On estime que le prix moyen du WTI devrait ensuite rester stable jusqu'en 2026-2027. Quant au différentiel de prix du brut léger avec le brut lourd – ce qui est toujours une considération importante en Alberta –, on pose l'hypothèse de US\$16.00 le baril pour l'exercice 2024-2025, \$2.3 le baril de moins que l'année précédente grâce à la diminution de l'offre imputable à une période de maintenance saisonnière plus importante que la normale des installations de sables bitumineux au printemps et en été et à une demande plus forte des raffineries américaines et mondiales de bruts plus lourds pendant la saison estivale. Le différentiel entre le brut léger et le brut lourd devrait continuer de se contracter, atteignant US\$13.60 le baril en 2026-2027, grâce notamment à l'ouverture du pipeline TMX au deuxième semestre de 2024. Les sensibilités officielles, qu'il convient d'interpréter avec prudence, indiquent que chaque variation de US\$1 le baril du prix du WTI pourrait avoir une incidence financière annualisée de \$630 millions, alors qu'une variation de US\$1 le baril du différentiel entre le brut léger et le brut lourd pourrait valoir \$600 millions, toutes choses étant égales par ailleurs. Ces sensibilités officielles ont été rehaussées ces dernières années, reflétant (en partie) le fait que davantage de projets pétroliers sont parvenus à la phase post-rentabilisation. Cela rend le budget de l'Alberta encore plus sensible à une variation des prix du pétrole brut. Comme toujours, il est important de tenir compte de l'interaction entre les prix du pétrole et le taux de change du dollar canadien. Des prix du pétrole en US\$ plus élevés augmentent les perspectives de redevances, mais chaque cent d'appréciation du huard a un effet financier/de change de \$490 millions, toutes choses étant égales par ailleurs. En hausse, les hypothèses de prix du gaz naturel tablent sur une amélioration par rapport au creux de 2023-2024, le prix de référence de l'Alberta s'établissant en moyenne CA\$2.9/GJ en 2024-2025. Une variation de 10 cents du prix moyen du gaz naturel équivaut à une variation comparativement modeste de \$10 millions pour le gouvernement.
- **Perspectives d'endettement** – Après un pic en 2020-2021, l'Alberta a réduit/remboursé une somme considérable de dettes. Et alors que la majorité des provinces ont renoué avec le déficit en 2023-2024, l'Alberta a conservé un solde positif, ce qui permet une année de remboursement de la dette de plus. Conformément au nouveau cadre budgétaire, on estime que la dette nette a baissé de \$4.7 milliards en 2023-2024 à \$40.9 milliards. Cela porterait la réduction cumulative de la dette nette sur trois ans à \$18.6 milliards par rapport au pic de 2020-2021. Pour l'exercice qui s'achève, le fardeau relatif de la dette représente moins de 10% du PIB (9.3% pour être précis), ce qui contraste nettement avec une moyenne provinciale pondérée d'environ 30%. La poursuite des excédents budgétaires devrait maintenir le solde de l'Alberta en relativement bonne forme, la dette nette devant diminuer en proportion de la production de la province chaque année jusqu'en 2026-2027 (où le ratio de la dette nette devrait être comparativement faible à 7.7% du PIB). Étant donné le fardeau de la dette relativement léger par rapport aux normes provinciales), la part des intérêts de l'Alberta est relativement limitée, les coûts du service de la dette devant consommer en moyenne 4.2% du total des revenus au cours des trois prochains exercices.

Notez que les lignes directrices de l'Alberta concernant la gestion budgétaire responsable exigent qu'au moins la moitié de l'excédent de trésorerie soit affectée au remboursement de la dette. Le reste peut être investi dans le Heritage Fund ou affecté à des dépenses ponctuelles (qui n'exigent pas un financement continu). Le Heritage Fund est un aspect important de l'avantage financier/bilan relatif de l'Alberta par rapport aux autres provinces. Si l'on tient compte de la rétention continue du revenu de placement et de l'affectation de l'excédent de trésorerie, le solde en fin d'année du Heritage Fund et d'autres fonds de dotation

sont sur le point de franchir les \$26 milliards d'ici 2024-2025 – soit l'équivalent d'environ un tiers des revenus annuels ou environ 15% du PIB. En ce qui concerne le Heritage Fund spécifiquement, l'Alberta compte élaborer un plan pour faire croître ce fonds clé à \$250-400 milliards d'ici 2050 – soit au moins dix fois le niveau actuel. Détails à suivre.

- **Besoin d'emprunts** – Il y a quelques nuances importantes à faire dans l'interprétation du programme d'emprunt de l'Alberta. À partir de 2023-2024, l'Alberta a décidé d'emprunter à l'avance par rapport à ses besoins immédiats de trésorerie. (Notez que les besoins financiers nets propres du gouvernement sont relativement limités étant donné les excédents opérationnels continus.) En réalité, ce que l'on voit dans le tableau d'emprunt mis à jour, c'est une province qui cherche proactivement à refinancer certaines échéances importantes. On se souviendra que d'importantes dettes ont été contractées au plus fort de la pandémie, où les soubresauts des marchés financiers ont forcé davantage d'émissions à plus court terme que celles à long terme que privilégient historiquement les provinces).

Officiellement donc, les besoins d'emprunt totaux de l'Alberta pour 2024-2025 sont de \$19.8 milliards. Mais cela comprend \$11.6 milliards d'emprunts anticipés pour des dettes arrivant à échéance en 2025-2026 (ce préfinancement atteint un peu moins de \$3 milliards par trimestre). On s'attend à ce que des besoins totaux proviennent du marché monétaire et qu'un peu soit obtenu par des P3. Il reste donc un programme obligataire brut de \$17.7 milliards soit près de quatre fois le montant de 2023-2024 (\$4.5 milliards). Si l'on exclut le préfinancement planifié pour des échéances de 2025-2026, les besoins en obligation sous-jacents de la province semblent se situer à l'extrémité basse du spectre provincial en regard du revenu ou de la population.

Pour répondre à son besoin d'obligations temporairement accru, l'accent reste mis sur les titres de référence canadiens liquides. Un financement international sera envisagé si des économies de coûts peuvent être démontrées. On s'attend à ce que le préfinancement indiqué ci-dessus permette à l'Alberta de mieux normaliser son profil d'échéances, la trésorerie reliée devant être investie dans des obligations de grande qualité sur la base de l'appariement des échéances. Strictement parlant, l'augmentation des emprunts en 2024-2025 fera monter l'encours de la dette totale, mais pas sur une base nette, puisque davantage d'actifs financiers seraient dirigés vers un fonds de remboursement de la dette. Les coûts supplémentaires de service de la dette seraient également atténués par des revenus de placement additionnel (c.-à-d., les intérêts sur la trésorerie investie).

Globalement, cette stratégie de préfinancement proactive positionne l'Alberta comme un émetteur relativement fréquent pour 2024-2025. Mais dans la mesure où le préfinancement planifié est exécuté, les besoins en obligations chuteront de manière appréciable (c.-à-d. se normaliseront) à partir de 2025-2026. Selon le budget, les \$17.7 milliards d'émissions d'obligations brutes pour le prochain exercice doivent être suivis par seulement \$2.9 milliards en 2025-2026 et \$6.5 milliards en 2026-2027. Et au risque de nous répéter, il ne faut jamais confondre le préfinancement avec le financement légitime de déficits budgétaires ou des plans d'immobilisation exceptionnels. Les excédents budgétaires sont rares ces temps-ci, et la trajectoire budgétaire et financière de l'Alberta se compare avantageusement à celle de la plupart des autres provinces. Nonobstant une perspective incertaine, on constate ici simplement une rigueur budgétaire plus grande (et une restriction de l'endettement) que dans certaines autres provinces.

- **Notes actuelles du crédit à long terme** – S&P: AA-, Stable | Moody's: Aa2, Stable | DBRS: AA, Stable | Fitch: AA-, Positive  
*[Se reporter à notre publication Provincial Ratings Snapshot pour des informations complémentaires sur les facteurs/considérations particuliers concernant la notation du crédit]*

### Alberta

(millions \$)

SUR LA BASE DES ÉTATS FINANCIERS CONSOLIDÉS

	Budget 2023-2024	Prévision 2023-2024	Budget 2024-2025	Cible 2025-2026	Cible 2026-2027
<b>Recettes</b>	<b>70 653</b>	<b>75 628</b>	<b>73 537</b>	<b>76 051</b>	<b>78 816</b>
Impôt sur le revenu des particuliers	14 069	15 239	15 604	16 514	17 512
Impôt sur le revenu des sociétés	5 911	7 204	7 028	7 052	7 320
Autres impôts	5 012	4 470	6 013	6 329	6 535
Revenus tirés des ressources - bitume	12 555	14 367	12 538	12 857	12 888
Revenus tirés des ressources - autres	5 806	5 049	4 777	4 982	5 051
Transferts fédéraux	12 552	12 656	12 640	13 161	13 644
Revenus de placement	3 154	4 467	3 267	3 433	3 672
Revenu net des entreprises du gouvernement	2 727	2 526	2 123	2 200	2 481
Primes, tarifs et droits	5 040	5 300	5 384	5 551	5 752
Autres	3 827	4 349	4 164	3 973	3 960
<b>Dépenses</b>	<b>68 303</b>	<b>70 394</b>	<b>73 170</b>	<b>74 614</b>	<b>76 176</b>
Dépenses de fonctionnement	57 038	57 876	60 124	61 595	62 798
Subventions	2 821	2 375	3 469	3 576	3 863
Amortissement/prélèvement dans stocks / pertes sur dispositions	4 418	4 419	4 576	4 695	4 720
Service de la dette	2 848	3 136	3 365	3 121	3 174
Provisions pour pensions	(322)	(358)	(364)	(373)	(378)
Dépenses avant contingence / catastrophe et aide d'urgence	66 803	67 448	71 170	72 614	74 177
Contingence / Catastrophe et aide d'urgence	1 500	2 946	2 000	2 000	2 000
<b>Surplus (déficit)</b>	<b>2 350</b>	<b>5 234</b>	<b>367</b>	<b>1 437</b>	<b>2 640</b>
Avoirs financiers	71 851	90 102	96 651	89 858	93 106
Passif des fonds de pension	7 838	7 914	7 550	7 177	6 799
Emprunts pour immobilisations	42 829	42 530	44 933	47 629	49 756
Autres dettes supportées par les contribuables	35 463	33 536	33 445	33 348	33 246
Passif d'agences de crédit émettrices de dette	17 660	17 915	17 966	18 102	18 055
Autres dettes	14 566	29 106	34 373	24 800	24 468
<b>Avoirs financiers nets</b>	<b>(46 505)</b>	<b>(40 899)</b>	<b>(41 616)</b>	<b>(41 198)</b>	<b>(39 218)</b>
Avoirs non financiers (nets de l'amortissement)	61 197	61 294	62 396	63 407	64 055
Contributions différées à des immobilisations	(3 844)	(3 847)	(3 865)	(3 857)	(3 845)
<b>Avoir net (variation égale surplus (déficit))</b>	<b>10 848</b>	<b>16 548</b>	<b>16 915</b>	<b>18 352</b>	<b>20 992</b>
<b>Besoins de financement externe</b>	<b>6 666</b>	<b>10 768</b>	<b>8 200</b>	<b>4 376</b>	<b>8 012</b>
Gouvernement	5 464	7 330	7 289	3 571	6 853
Sociétés d'état	469	525	503	455	459
Entreprises publiques	733	2 913	408	350	700
<b>Sources de financement</b>					
Marché monétaire (net change)	-	9 279	2 000	1 500	1 500
Partenariats public-privé	64	-	120	-	-
Dette à terme	6 602	4 489	17 680	2 876	6 512

Source: Gouvernement de l'Alberta, *budget 2024*

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

#### Stéfane Marion

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

#### Kyle Dahms

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Alexandra Ducharme

*Économiste*  
alexandra.ducharme@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Daren King, CFA

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

*Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public*  
warren.lovely@bnc.ca

#### Taylor Schleich

*Stratège, Taux d'intérêt*  
taylor.schleich@bnc.ca

### Général

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

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