

3 novembre 2022

## Ottawa en meilleure situation budgétaire, mais les risques de ralentissement augmentent

Par Taylor Schleich, Daren King & Warren Lovely

### Sommaire

Alors que l'économie mondiale et les marchés financiers baignent dans un tumulte continu, la ministre des Finances, Chrystia Freeland, et le gouvernement libéral minoritaire ont proposé un nouvel aperçu des perspectives économiques et financières du Canada. Pour être clairs, ce qui nous a été présenté est une mise à jour, à ne pas confondre avec mini budget. Malgré les risques élevés d'une récession canadienne (et mondiale), le contexte financier sous-jacent est nettement amélioré par rapport au plan budgétaire présenté en avril 2022. (Cela semble familier ? C'est déjà ce qui s'était produit lors de la mise à jour du budget de 2021 où les comptes de multiples provinces présentaient aussi des résultats supérieurs aux prévisions.) Et il ne s'agit pas de clopinettes. Le déficit cumulé d'ici 2026-2027 semble plus petit d'environ \$60 milliards que ce qui avait été envisagé il y a sept mois à peine, comprenant une voie de retour de base à l'équilibre qui a maintenant été pavée (même si c'est encore à cinq années d'ici). Des déficits plus maigres (en rétrospective et en prospective) impliquent que la dette n'a pas besoin de croître autant qu'on le pensait auparavant. Pendant ce temps, un PIB nominal plus élevé que prévu aide aussi à réparer rapidement l'endettement relatif. Le ratio dette/PIB dont on pensait qu'il se situait à 46.5% l'an dernier et devait baisser à 41.5% à la fin de l'horizon de prévision a : (a) un meilleur point de départ (45.5% en 2021-2022) et (b) un point d'arrivée nettement amélioré (37.3% d'ici 2027-2028). Cela, comme vous le dira fièrement le gouvernement du Canada, représente le meilleur fardeau de dette nette de l'administration générale du G7, mais il faut dire que la concurrence n'est pas bien menaçante. C'est dans des périodes comme celle que nous traversons qu'un faible fardeau de dette importe, puisque l'augmentation de la charge d'intérêts consommera une part de plus en plus grande des recettes de l'État. Le gouvernement canadien est loin d'être à l'abri, mais disons que les choses pourraient être pires. Avec des recettes plus élevées et des déficits moins grands, le gouvernement n'a pas pu s'empêcher de dépenser une partie de la manne inattendue (c.-à-d., des recettes supérieures aux prévisions). Dans l'énoncé économique de l'automne, intitulé *Bâtir une économie qui fonctionne pour tous*, vous trouverez un soutien marginal et critiquement ciblé aux Canadiens à faible revenu (p. ex., allègement des dettes d'études, amélioration du crédit pour la TPS). Et en accord avec les priorités environnementales du gouvernement, il y a de nouveaux crédits d'impôt disponibles pour les entreprises qui investissent dans l'énergie et les technologies propres. Il y a quelques sources marginales de recettes également, puisque l'EEA signale l'intention d'emboîter le pas aux États-Unis et d'appliquer une taxe sur les rachats d'actions. Alors que l'EEA pose l'hypothèse d'un environnement de croissance très lente au cours de la prochaine année, le gouvernement concède qu'une récession est bien dans le domaine du possible et présente par conséquent aussi un scénario budgétaire pessimiste. Un tel scénario compromettrait bien entendu la trajectoire du retour à l'équilibre, mais l'endettement à plus long terme ne serait réellement pas plus grave qu'on le pensait en avril. Enfin, la mise à jour de la stratégie de gestion de la dette reflète la situation budgétaire plus ferme puisque les objectifs d'émission de bons et d'obligations du Trésor ont été réduits d'environ 10% par rapport aux indications prospectives antérieures. C'est une réduction bien équilibrée sur l'ensemble de la courbe, mais il vaut la peine de noter que le gouvernement a choisi d'éliminer le programme des obligations à rendement réel. Se reporter à la page trois les détails sur la gestion de la dette.

### Points saillants

#### ▪ Perspectives économiques

Depuis 1994, le gouvernement utilise la moyenne des prévisions économiques du secteur privé comme base pour la planification budgétaire. Reflétant la probabilité élevée d'une récession, l'Énoncé économique de l'automne présente un scénario de base et un scénario pessimiste. Les principaux éléments de ces prévisions sont les suivants :

- **PIB** – Étant donné les problèmes persistants des chaînes d'approvisionnement mondiales, le conflit en Ukraine, l'inflation élevée et la hausse des taux d'intérêt qui pèsent lourdement sur les finances des ménages et des entreprises, la croissance du PIB réel au Canada pour 2022 a été révisée à la baisse de 3.9% dans le budget à 3.2% dans le scénario de base. Contrastant fortement avec la prévision initiale du budget de 3.1%, la croissance en 2023 s'augmenterait que de 0.7% dans le scénario de base et pourrait même diminuer de 0.9% en cas de récession. Cependant, la récession dans ce scénario pessimiste est de courte durée et de faible intensité. Pour 2022 et 2023, les perspectives de croissance de base concordent largement avec nos propres prévisions. À plus longue échéance, le PIB réel devrait augmenter en moyenne de 2.1% entre 2024 et 2027 dans le scénario de base. Néanmoins, d'ici la fin de 2026, le niveau du PIB réel devrait rester à environ 2% en dessous des projections du budget 2022. Du côté positif pour les finances publiques, le PIB nominal a été fortement révisé à la hausse en 2022 de 8.0% à 11.8%, grâce à une inflation plus forte que prévu et aux augmentations de prix de plusieurs produits de base. Cependant, le ralentissement attendu de 2023 a réduit la prévision de PIB nominal de 4.8% à

2.6% dans le scénario de base et à tout juste 0.9% dans le scénario pessimiste. Par la suite, le PIB nominal devrait augmenter en moyenne de 4.0% de 2024 à 2027 dans le scénario de base.

- **Marchés du travail** – La projection du taux de chômage pour 2022 a été révisée à la baisse de 5.8% à 5.4%. Cependant, étant donné les perspectives économiques moins favorables pour l'année à venir, ce chiffre devrait augmenter à 6.1% en 2023 et à 6.2% en 2025 dans le scénario de base (contre 5.5% dans le budget). Dans le scénario pessimiste, il grimperait à 6.6% en 2023 et 2024, bien qu'une telle augmentation du taux de chômage resterait relativement modeste comparativement à la crise financière de 2008 où il a atteint 8.7%. Par la suite, le taux de chômage du scénario de base devrait graduellement diminuer de 6.0% en 2025 à 5.7% en 2027.
- **Taux d'intérêt** – Étant donné la politique monétaire de plus en plus restrictive de la Banque du Canada, les perspectives des taux des bons du Trésor canadien ont été révisées nettement à la hausse, de 140 pb en 2022 et de 70 pb en 2023, ce qui donne pour ce taux à court terme 2.2% en 2022 et 3.6% en 2023. La mise à jour projette ensuite des taux des bons de 2.8% en 2024, 2.3% en 2025 et 2.1% en 2026 et 2027. Les taux à 10 ans ont aussi été révisés à la hausse. Ils devraient se situer à 2.8% en 2022, 3.1% en 2023, 2.8% en 2024 et 2025, 2.9 en 2026 et 3.0% en 2027. En clair, étant le niveau auquel ils se trouvent actuellement, les risques ici penchent plutôt du côté de la hausse.

### ■ Perspectives budgétaires

Comme il a été noté précédemment, l'EEA arrive au moment d'une transition pour l'économie canadienne, alors qu'une croissance plus lente va s'installer à mesure que le resserrement monétaire énergique se répercutera dans le système. Pour le moment cependant, nous continuons de recevoir des nouvelles budgétaires principalement positives des gouvernements canadiens, grâce à une trajectoire de dérive du PIB nominal plus vigoureuse que prévu. Cette tendance était bien en évidence ici les perspectives sous-jacentes de revenus ayant augmenté de \$40 milliards par rapport au budget.

D'une façon ou d'une autre, Ottawa a affecté une partie de ce revenu en prime à de nouvelles mesures, dont les plus récentes sont (on ne s'en étonnera pas) centrées sur l'objectif de « rendre la vie plus abordable ». Le déficit budgétaire qui en résulte pour 2022-2023, à \$36.4 milliards, équivaut à la proportion limitée de 1.3% du PIB. Le chiffre du déficit révisé représente une amélioration non négligeable par rapport au budget d'avril, où on le prévoyait plutôt à \$52.8 milliards, et il prolonge le rétablissement budgétaire global gouvernement fédéral. À titre de référence, au plus fort de la pandémie, les bouleversements économiques et l'aide gouvernementale extraordinaire avaient fait gonfler le déficit fédéral à \$327.7 milliards. Celui-ci a été réduit à \$90.2 milliards en 2021-2022 quand la reprise a commencé à se concrétiser.

Selon les perspectives budgétaires à moyen terme, l'effet de base positif des recettes devrait se prolonger, nonobstant une croissance plus lente en vue. Comme les ajustements positifs comblent largement les nouveaux engagements, l'EEA annonce des déficits progressivement plus faibles à chacun des exercices pour se terminer par un excédent de \$4.5 milliards en 2027-2028 d'après le nouveau scénario de base. Les comparaisons détaillées année par année avec le budget d'avril révèlent une révision budgétaire moyenne à la hausse de \$10 milliards par an. En d'autres termes, le déficit cumulatif (jusqu'en 2026-2027) est maintenant plus faible de \$60 milliards que ce qui avait été envisagé en avril, ce qui signifie moins de dettes fédérales qu'on l'avait laissé entendre précédemment (aujourd'hui et à plus long terme).

La combinaison de déficits plus faibles avec un niveau révisé à la hausse de la production nominale pourrait représenter un joli progrès pour le ratio dette/PIB fédéral, qui reste l'ancrage annoncé du gouvernement. Ce paramètre suivi de près devrait terminer l'année 2022-2023 à 42.3% comparativement aux 45.1% prédits au moment du budget. Le scénario de base implique un progrès limité du ratio dette/PIB en 2023-2024 avant de reprendre un élan plus significatif à la baisse dans les dernières années du plan (le ratio dette/PIB atteindrait 37.3% dans cinq ans).

Les taux d'intérêt ont évolué rapidement et fortement et cela engendre des charges d'intérêts plus lourdes pour tous les paliers de gouvernement. Pour Ottawa, les charges de la dette publique devraient croître, selon les projections, à un rythme annuel moyen de plus de 10% jusqu'en 2027-2028. C'est plus du double du taux de croissance correspondant des recettes, ce qui implique que la part des intérêts augmentera, quoique partant d'un niveau relativement bas. Plus précisément, le ratio intérêts/recettes devrait culminer à 9.4% en 2023-2024 comparativement au niveau de 5.9% enregistré en 2021-2022 avant que les banques centrales n'amorcent la hausse des taux directeurs. Cette mesure de l'abordabilité de la dette reste confortablement en dessous des niveaux enregistrés des années 1980 jusqu'à la grande crise financière.

Devant la grande incertitude et pour refléter l'humeur économique plus morose d'aujourd'hui, un scénario pessimiste a été présenté, dans lequel les soldes budgétaires actuels et futurs sont plus faibles de l'ordre de \$13-22 milliards par an. Dans ce scénario de croissance plus lente, le retour à l'équilibre serait retardé au-delà de 2027-2028, toutes choses étant égales par ailleurs. À noter que le scénario négatif présenté dans l'EEA impliquerait un revers temporaire du ratio dette/PIB en 2023-2024. Ce ratio se maintiendrait néanmoins sur une trajectoire descendante avec le temps et serait très peu différent de celui prévu dans le plan budgétaire d'avril, ce qui dénote clairement un point de départ nettement amélioré.

L'EEA profite de l'occasion pour rappeler à toutes les parties prenantes, y compris les porteurs d'obligations, que le Canada a le ratio dette nette/PIB le plus bas du G7, alors que les nouvelles prévisions du FMI laissent penser que l'avantage budgétaire du Canada pourrait bien augmenter à partir de là.

### ■ Nouvelles mesures

Aujourd'hui, le gouvernement a annoncé pour un total de \$6.1 milliards de dépenses additionnelles consacrées à de nouvelles mesures cette année seulement qui ne figuraient pas dans le budget. Globalement, il s'attend à dépenser \$30.6 milliards de plus d'ici 2027. Les nouvelles mesures suivent trois axes :

- **Rendre la vie plus abordable** : D'importantes annonces ont été faites dans ce domaine ces dernières semaines, notamment le doublement du crédit pour la taxe sur les produits et services (TPS) au cours des six prochains mois (\$2.475 milliards), le nouveau programme dentaire national et un supplément de \$500 pour l'Allocation canadienne pour le logement des locataires à faible revenu (\$1.1 milliard). Parmi les nouvelles mesures qui n'avaient pas déjà été annoncées, Ottawa permettra désormais des paiements anticipés automatiques trois fois par an de l'Allocation canadienne pour les travailleurs (ACT), au lieu d'un paiement unique au moment de la déclaration des revenus (\$3.945 milliards). L'EEA pérennise aussi la suspension des intérêts sur les prêts fédéraux aux étudiants et aux apprentis (\$2.787 milliards). Une suspension était auparavant en place jusqu'en 2023. L'EEA prévoit aussi un montant de \$1.3 milliard pour la reconstruction dans la région atlantique du Canada et l'est du Québec après le passage de l'ouragan Fiona.
- **Emplois, croissance et une économie qui fonctionne pour tous** : La principale composante de cette section de l'EEA vise à assurer la compétitivité du Canada et à créer des emplois de bonne qualité pour les travailleurs. Pour cela, le gouvernement propose l'introduction d'un nouveau crédit d'impôt remboursable de 30% du coût en capital de l'investissement dans les technologies propres (\$6.65 milliards).
- **Un gouvernement équitable et efficace** : La principale mesure incluse dans cette section est l'instauration d'une taxe sur les sociétés de 2%, qui s'appliquerait à la valeur nette de tous les types de rachats d'actions par des sociétés cotées en bourse du pays (+\$2.12 milliards). Les détails de cette nouvelle taxe, similaire à celle qui a été mise en place aux États-Unis, seront annoncés lors du prochain budget fédéral.

### ■ Mise à jour de la stratégie de gestion de la dette

Qu'impliquent les perspectives budgétaires révisées du gouvernement pour les plans d'émission de titres d'emprunt souverains pendant le reste de l'année? Analysons quelques-uns des points importants à retenir de la Mise à jour de la Stratégie de gestion de la dette, présentée en annexe de l'EEA d'aujourd'hui.

- Le gouvernement a révisé à la baisse son objectif des bons du Trésor en circulation à la fin de l'année de \$213 milliards dans la SGD du printemps à \$192 milliards aujourd'hui. Ce représente à peine \$5 milliards de plus que le stock de bons du Trésor en circulation aujourd'hui et implique que les adjudications de bons du Trésor resteront à \$16 milliards pendant le reste de l'exercice.
- Pendant ce temps, l'émission brute d'obligations de \$212 milliards signalée dans la SGD d'avril a été révisée à la baisse à \$191 milliards (-10%). Sur la base des chiffres présentés ici, les émissions brutes d'obligations de la deuxième moitié de l'exercice (octobre 2022 à mars 2023) devraient s'établir à \$90 milliards (dont \$5 milliards d'obligations vertes), après juste un peu plus de \$100 milliards pendant la première moitié de l'année.
- Par rapport à la SGD d'avril, les plans d'émission ont été réduits modestement sur l'ensemble de la courbe en fonction de la taille plus petite du programme. Cela impliquera aussi un objectif moindre de la taille des obligations de référence. Les réductions signalées aujourd'hui s'ajoutent à l'annulation des obligations ultras longues plus tôt dans l'année. Cette annulation réduit techniquement la durée moyenne pondérée de 7.7 ans prévue dans le budget 2022 à 7.0 ans aujourd'hui, mais cela fait maintenant bien partie du passé. Aucun des ajustements marginaux d'aujourd'hui des plans d'émission ne devrait avoir un impact sur les caractéristiques techniques de la courbe des rendements. Il vaut cependant la peine de noter que les émissions de 10 ans et de 30 ans restent bien au-dessus du taux courant d'avant la COVID, alors que les plans d'emprunt à 3 ans et à 5 ans concordent avec les totaux de l'exercice 2019-2020 (les émissions de titres de 2 ans sont encore plus élevées de 25%). Par conséquent, alors que l'augmentation rapide des taux a rendu l'allongement des échéances moins séduisant et a entraîné un raccourcissement des échéances par rapport à leur point culminant, l'offre de nouvelles obligations est encore nettement plus longue en durée que dans le programme d'emprunt à ultra courte durée qui prévalait à la fin des années 2010.
- Adieu les émissions d'obligations à rendement réel. En une décision surprise, le gouvernement a choisi de cesser l'émission d'ORR avec effet immédiat. Pourquoi? La décision « découle d'une faible demande pour ce produit et permettra au gouvernement de promouvoir la liquidité en consolidant le financement au sein de ses propres secteurs de base ».
- La deuxième émission d'obligations du Canada vertes arrivera sur le marché « avant la fin de 2022-2023 », avec une valeur nominale toujours de \$5 milliards. Pour ce qui est des détails, « les décisions futures quant à la taille, à l'échéance et au calendrier de la prochaine émission d'obligations vertes tiendront compte des points de vue des participants au marché et de la disponibilité en ce qui a trait aux dépenses vertes admissibles. » (On se souvient que la première émission l'an dernier avait pour échéance 2029). En plus des obligations vertes, le gouvernement « étudiera également l'élaboration d'un cadre d'obligations durable », ce qui lui permettra d'émettre également des obligations sociales ou de transition.
- La mise à jour a également réitéré l'intention du gouvernement d'émettre des obligations de souveraineté de l'Ukraine d'une valeur de \$500 millions pour les investisseurs canadiens du secteur détail. « L'équivalent du produit de cette émission d'obligations sera acheminé sous forme de prêt, par l'intermédiaire du compte administré par le Fonds monétaire international, pour soutenir le gouvernement et le peuple ukrainiens. »

## Tableau : Émissions brutes d'obligations (de nouveau) inférieures aux indications antérieures

Émissions brutes d'ici la fin de l'exercice (2022-2023 prévue et mise à jour à titre de référence)

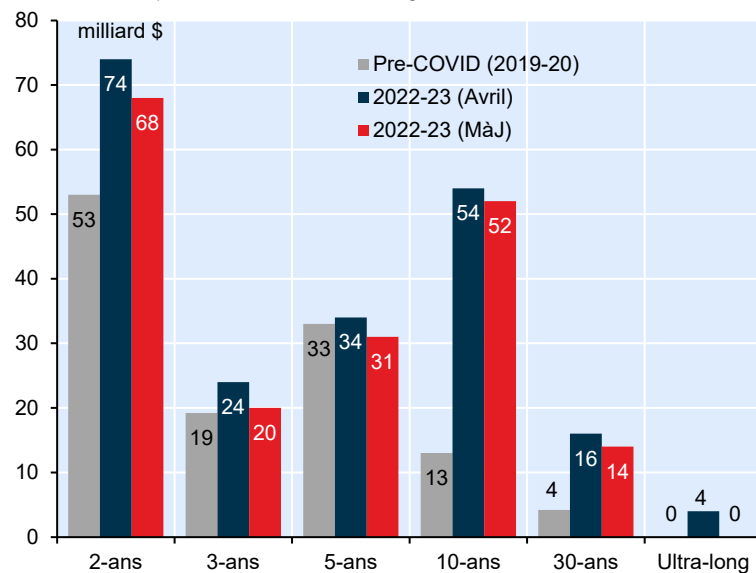
	Taille cible référence	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23 (avril)	2022-23 (MàJ)
2 ans	\$14-18 G	53.0	129.0	67.0	74.0	68.0
3 ans	\$8-12 G	19.2	56.5	29.0	24.0	20.0
5 ans	\$14-18 bln	33.0	81.5	40.0	34.0	31.0
10 ans	\$18-24 G	13.0	73.5	79.0	54.0	52.0
30-year	\$25-40 G	4.2	32.0	30.0	16.0	14.0
Ultra longues	\$8-12 G	0.0	0.0	4.0	4.0	0.0
ORR	-	1.8	1.4	1.4	1.4	0.7
Vertes	-	-	-	5.0	5.0	5.0
<b>Total</b>	-	<b>124.2</b>	<b>373.9</b>	<b>255.4</b>	<b>212.4</b>	<b>190.7</b>

DMP	-	5.1	7.0	9.4	7.7	7.0
2A/3A/5A%	-	86%	72%	55%	64%	64%
10A+%	-	14%	28%	45%	36%	36%

Source : FBN, BdC, Mise à jour économique et financière | Nota : La DMP et la répartition des émissions excluent les ORR et les obligations vertes. Le calcul de la DMP repose sur des durées génériques. P. ex., une émission dans la catégorie 2 ans est présumée avoir une durée exacte de 2 ans.

## Graphique : Tous les secteurs en baisse; la DMP reste plus longue qu'avant la COVID

Émission brute par secteur nominal : Budget d'avril et MàJ de l'automne



Source : FBN, BdC, Mise à jour économique et financière

Tableau 1

## Évolution de la situation économique et budgétaire, interventions et mesures stratégiques

en milliards de dollars

	Projections						
	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028
<b>Solde budgétaire – budget de 2022</b>	-113,8	-52,8	-39,9	-27,8	-18,6	-8,4	
Incidence de l'enquête de septembre menée auprès du secteur privé et autres aspects de l'évolution budgétaire	23,6	29,8	18,8	11,0	10,2	11,4	
<b>Solde budgétaire avant les mesures stratégiques et les investissements</b>	-90,2	-23,0	-21,1	-16,8	-8,4	3,0	12,8
Mesures stratégiques prises depuis le budget de 2022		-7,3	-4,3	-2,9	-1,8	-1,8	-3,5
<b>Mesures de l'Énoncé économique de l'automne de 2022 (par chapitre)</b>							
Rendre la vie plus abordable		-4,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
Emplois, croissance et une économie qui fonctionne pour tous		-0,1	-2,1	-2,3	-1,8	-2,3	-2,4
Un gouvernement équitable et efficace		-0,6	-0,8	-0,2	0,4	0,5	0,6
Provision pour contraintes prévues à court terme <sup>1</sup>		-1,0	-1,0	-2,0	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Total – Mesures de l'Énoncé économique de l'automne de 2022</b>		-6,1	-5,2	-5,8	-4,2	-4,6	-4,7
<b>Solde budgétaire – Scénario de référence</b>	-90,2	-36,4	-30,6	-25,4	-14,5	-3,4	4,5
Incidence budgétaire du scénario pessimiste		-12,7	-21,8	-16,8	-15,9	-15,3	-12,8
<b>Solde budgétaire – Scénario pessimiste</b>	-90,2	-49,1	-52,4	-42,3	-30,4	-18,6	-8,3
<b>Scénario de référence</b>							
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,6	-1,3	-1,1	-0,9	-0,5	-0,1	0,1
Dette fédérale (% du PIB)	45,5	42,3	42,2	41,6	40,4	38,9	37,3
<b>Scénario pessimiste</b>							
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,6	-1,8	-1,9	-1,5	-1,0	-0,6	-0,3
Dette fédérale (% du PIB)	45,5	43,0	44,5	44,1	43,2	42,0	40,6
<b>Prévisions indiquées dans le budget de 2022</b>							
<b>Solde budgétaire (% du PIB)</b>	-4,6	-2,0	-1,4	-0,9	-0,6	-0,3	
<b>Dette fédérale (% du PIB)</b>	46,5	45,1	44,5	43,8	42,8	41,5	

Nota – Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.

<sup>1</sup> Provision de 8,5 milliards de dollars au cours des six prochaines années, pour les contraintes qui devraient se concrétiser à court terme.

### Économie et Stratégie

#### Bureau Montréal

514 879-2529

##### Stéfane Marion

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

##### Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint  
matthieu.arseneau@bnc.ca

##### Kyle Dahms

Économiste  
kyle.dahms@bnc.ca

##### Daren King, CFA

Économiste  
daren.king@bnc.ca

##### Jocelyn Paquet

Économiste  
jocelyn.paquet@bnc.ca

##### Alexandra Ducharme

Économiste  
alexandra.ducharme@bnc.ca

##### Angelo Katsoras

Analyste géopolitique  
angelo.katsoras@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. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 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 SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

### Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.