



## Les déficits se creusent mais l'équilibre budgétaire toujours maintenu pour 2027-2028

Par Matthieu Arseneau, Daren King & Alexandra Ducharme

### Points saillants

Après le choc initial de la pandémie, le ministre Girard a eu le luxe d'annoncer continuellement de bonnes nouvelles aux Québécois quant à la situation des finances publiques dans un contexte de reprise vigoureuse et d'inflation élevée qui ont permis un redressement rapide des finances publiques. La mise à jour d'aujourd'hui tranche en ce sens que le déficit pour l'année en cours (5.2 milliards \$) est désormais beaucoup plus élevé qu'anticipé en août par Finance dans le rapport préélectoral (1.5\$ milliards \$) bien qu'inférieur à celui prévu dans le dernier budget (6.5 milliards \$). Pour l'année en cours, la détérioration des finances publiques est majoritairement attribuable à de nouvelles initiatives visant principalement à donner un répit à la population qui compose avec une forte augmentation du coût de la vie. Pour l'année prochaine, la révision du solde budgétaire est beaucoup moins grande, le déficit passant de 1.3 milliards \$ à 2.3 milliards \$. Cela s'explique par des dépenses en hausse stimulées par le nouveau support aux aînés, mais aussi par une baisse des recettes autonomes et des transferts fédéraux. Ces nouvelles mesures annoncées ne compromettent pas toutefois l'atteinte de l'équilibre budgétaire encore prévue pour 2027-2028.

Nous comprenons la volonté du gouvernement de vouloir amenuiser l'impact de l'inflation sur les ménages, mais il faut se rappeler que celle-ci est en partie attribuable à un excès de demande dans un contexte de plein emploi, une situation que tente de corriger la Banque du Canada avec son resserrement monétaire extrêmement agressif. Des mesures plus ciblées auraient eu moins de chance de contribuer à la surchauffe et ces sommes auraient pu être déployées en stimulus budgétaires à un moment où l'économie montrera des signes évidents de ralentissement marqué. Il n'en demeure pas moins que le choix budgétaire du gouvernement pourrait mieux paraître à posteriori advenant que l'économie sombre en récession, un scénario d'ailleurs présenté par le ministre Girard étant donné les risques actuels. Bien que les risques de récessions soient non négligeables, nous continuons de croire comme Finance qu'un tel scénario est encore évitable. Les ménages québécois sont dans une situation moins précaire que dans le reste du Canada pour composer avec le relèvement des taux d'intérêt étant donné le niveau d'endettement plus faible dans un contexte de prix des maisons plus bas qu'ailleurs. Qui plus est, le taux d'épargne plus élevé durant la pandémie suggère que les ménages disposent d'un coussin supplémentaire pour composer avec le choc d'inflation en cours et le ralentissement économique à venir.

- **Perspectives économiques** – Après avoir connu une reprise économique plus rapide que dans l'ensemble du Canada en 2021 et au premier trimestre 2022, l'économie du Québec a déçu au cours des derniers mois avec trois contractions mensuelles du PIB réparties d'avril à août. La croissance du PIB réel en 2022 a toutefois été revue à la hausse comparativement au Budget 2022, de 2,7 % à 3,1 %, mais à la baisse comparativement au 3,4 % prévu lors du Rapport préélectoral sur l'état des finances publiques. En effet, depuis ce moment, les perspectives économiques mondiales se sont assombries notamment en raison du conflit en Ukraine qui se prolonge amplifiant la crise énergétique en Europe et la forte hausse des taux d'intérêt. Bien qu'à notre avis une récession soit toujours évitable, quoique probable, un ralentissement économique important nous semble inévitable en 2023. En ce sens, la croissance prévue du PIB réel pour l'année à venir est passée de 2,0 % lors du dernier budget, à 1,7 % lors du Rapport préélectoral et à 0,7 % lors de la présente mise à jour. Par la suite, le PIB réel de la province devrait croître de 1,6 % en 2024 et 2025 et de 1,5 % en 2026. Somme toute, ces prévisions de croissance semblent réalistes et similaires à nos projections. La mise à jour présente également un scénario où l'économie de la province se contracterait de -1,0 % en 2023 dans le cas d'une récession, suivi d'un rebond de 1,2 % en 2024. Du côté positif, la croissance du PIB nominal en 2022 a été revue largement à la hausse, favorisant les revenus de l'État. En effet, le budget prévoyait une croissance de 6,4 %, qui a été réévalué à 9,6 % lors du rapport préélectoral et à 10,0 % lors de la mise à jour. Pour 2023, le PIB nominal a plutôt été revu à la baisse en raison du contexte économique, passant de 3,5 % lors du dernier budget à 2,8 % aujourd'hui. Le PIB nominal devrait ensuite croître de 4,0 % en 2024, 3,7 % en 2025 et 3,2 % en 2026. Au niveau du marché du travail, le Québec a connu une création d'emploi record de 169 400 postes (+4,1 %) en 2021. Cette dernière devrait ralentir à 2,4 % en 2022 et à 0,7 % en 2023. Pour ce qui est du taux de chômage, le Québec possède présentement le plus bas de la fédération à seulement 3,8 %, ce qui est aussi son niveau le plus bas jamais enregistré depuis que des données comparables sont disponibles en 1976. Pour l'ensemble de 2022, le taux de chômage moyen dans la province devrait s'élever à 4,5 % avant d'augmenter à 5,0 % en 2023 en raison du ralentissement économique à venir. Il devrait ensuite diminuer graduellement à 4,6 % en 2024 à 4,4 % en 2026.
- **Nouvelles mesures** – Depuis le budget de mars 2022, les nouvelles mesures représentent 13,869 milliards \$ sur cinq ans, dont beaucoup avaient déjà été annoncées ces dernières semaines. Les nouvelles mesures se déclinent en trois axes. Les premières mesures, qui représente également quasi-totalité des nouvelles sommes annoncées (13,171 milliards \$), visent à mettre en place un « bouclier anti-inflation ». En ce sens, le gouvernement vient bonifier le montant du crédit d'impôt remboursable pour le soutien des aînés, le faisant passer de 411 \$ à 2 000 \$. Le gouvernement a également annoncé l'élargissement du nombre d'aînés couverts, de sorte que 398 500 aînés supplémentaires pourront recevoir une aide additionnelle. Somme toute, cette nouvelle mesure coûtera 8,0 milliards \$ au gouvernement sur cinq ans, dont 1,545 milliard \$ dès l'année financière 2022-23. Cet axe inclut également le versement d'un montant ponctuel de 400 \$ à 600 \$ pour lutter contre l'augmentation du coût de la vie, dont les versements sont présentement en cours. Cette mesure représente un coût non récurrent de 3,5 milliards \$ pour l'exercice financier 2022-23. Dernier élément formant le bouclier anti-inflation, le gouvernement a annoncé la limitation de l'indexation de certains tarifs gouvernementaux (comme les permis de conduire, les immatriculations et les tarifs d'Hydro-Québec) à 3 % lors des quatre prochaines années. Pour protéger le pouvoir d'achat des Québécois, il compte également indexer

à 6,44 % les principaux paramètres du régime fiscal des particuliers et des programmes d'assistance sociale dès le 1<sup>er</sup> janvier 2023. Au total, l'indexation des différents tarifs et programmes gouvernementaux représentent un montant de 1,65 milliard \$ sur 5 ans. Le deuxième axe d'action du gouvernement est de favoriser l'abordabilité des logements en investissant une somme de 445 millions \$ sur 3 ans afin de permettre la construction de 3000 nouveaux logements sociaux et abordables grâce à de nombreux partenariats. La dernière mesure annoncée aujourd'hui vise à renforcer la sécurité à Montréal grâce à une somme de 253 millions \$ sur 5 ans, qui permettra l'embauche de 225 policiers et intervenants psychosociaux.

## Impact financier des initiatives annoncées depuis mars 2022

(en millions de dollars)

	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027	Total
<b>Mettre en place le Bouclier anti-inflation</b>						
- Bonifier le montant pour le soutien des aînés	-1 545	-1 574	-1 605	-1 631	-1 653	-8 008
- Verser un nouveau montant ponctuel pour le coût de la vie	-3 514	—	—	—	—	-3 514
- Limiter l'indexation des tarifs à 3 %	-32	-377	-604	-302	-335	-1 650
<b>Sous-total</b>	<b>-5 091</b>	<b>-1 951</b>	<b>-2 209</b>	<b>-1 933</b>	<b>-1 988</b>	<b>-13 171</b>
<b>Favoriser l'abordabilité des logements</b>	<b>-244</b>	<b>-106</b>	<b>-95</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>-445</b>
<b>Renforcer la sécurité à Montréal</b>	<b>-53</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-253</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-5 388</b>	<b>-2 107</b>	<b>-2 354</b>	<b>-1 983</b>	<b>-2 038</b>	<b>-13 869</b>

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

Source : Ministère des Finances

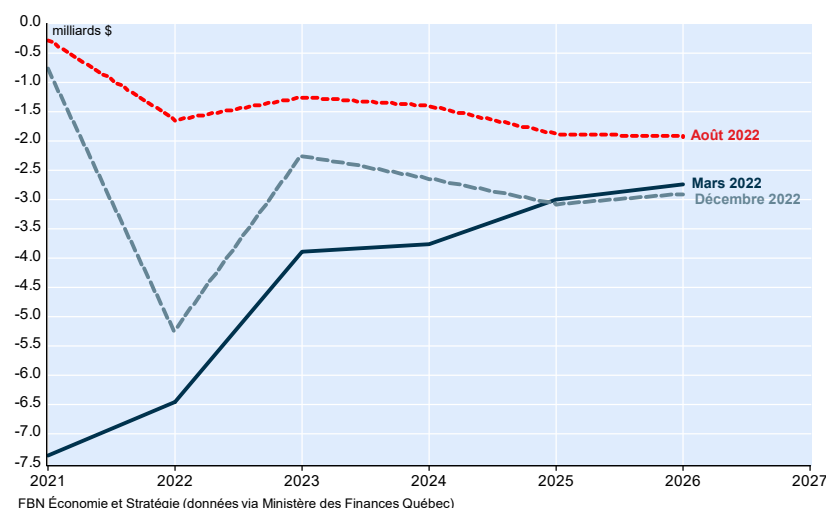
- Perspectives budgétaires à moyen terme** – Par rapport à son rapport préélectoral, le ministre des Finances entrevoit une situation financière moins favorable dans la province. Le solde budgétaire de 2021-2022, après versement au Fonds des générations, mais avant comptabilisation de la réserve de stabilisation, passe d'un déficit estimé à 0,3 milliard \$ en août 2022 à 0,8 milliard \$ dans la mise à jour d'automne 2022. Pour 2022-2023 et 2023-2024, le déficit sera également plus important que prévu, soit respectivement de 5,2 milliards (comparativement à 1,7 milliard \$ estimé en août 2022) et de 2,3 milliards (comparativement à 1,3 milliard \$). Il faut également mentionner que le gouvernement prévoit toujours atteindre l'équilibre budgétaire en 2027-2028.

Les revenus autonomes, qui ont bondi de 19,3 % en 2021-2022, sont projetés croître de 5,1 % en 2022-2023 pour atteindre 115,2 milliards \$ et de 2,8 % en 2023-2024 (118,4 milliards \$). Cependant, les revenus de transferts fédéraux, eux, auront une hausse limitée à 1,5 % en 2022-2023, suivant une baisse de 5,0 % en 2021-2022. Les transferts sont projetés de diminuer de 1,1 % l'année suivante. Une hausse de 3,1 % est prévue en 2024-2025, ce qui reflète la croissance de l'enveloppe du Transfert canadien en matière de santé et de la péréquation.

Les dépenses de portefeuilles, en hausse de 11,1 % en 2021-2022 (117,9 milliards \$), sont projetées d'augmenter de 13,0 % en 2022-2023. Une hausse de 0,7 % est prévue pour 2023-2024, ce qui portera les dépenses de portefeuilles à 134,3 milliards \$. Le ministre des Finances prévoit que le service de la dette augmentera au cours de 2022-2023, passant de 8,6 milliards \$ en 2021-2022 (6,2 % des revenus) à 10,5 milliards \$ en 2022-2023 (7,3 % des revenus). L'ensemble des dépenses, qui est estimé à 126,6 milliards \$ en 2021-2022, est projeté d'augmenter de 13,6 % en 2022-2023 et de rester essentiellement stable en 2023-2024 avec une baisse de 0,1 %.

## Québec: Perspective sur le solde budgétaire

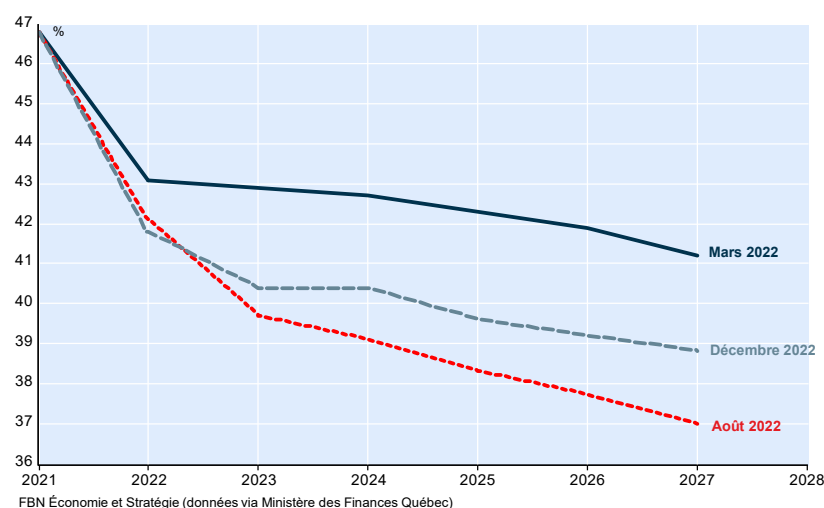
Solde budgétaire selon la loi sur l'équilibre budgétaire (i.e. après versement au Fonds des générations)



- Gestion de la dette** – Au 31 mars 2022, la dette brute, qui correspond à la dette sur les marchés financiers plus les engagements relatifs aux régimes de retraite et moins le solde du Fonds des générations, s'élevait à 210,1 milliards \$, soit 41,8 % du PIB. Selon les estimations du ministère des Finances, le ratio de la dette brute au PIB devrait diminuer à 40,4 % au 31 mars 2023, rester stable à 40,4 % au 31 mars 2024 et poursuivre sa tendance baissière ensuite pour atteindre 38,8 % du PIB au 31 mars 2027. La loi de réduction de la dette et instituant le Fonds des générations prévoit que, pour l'exercice 2025-2026, la dette brute ne doit pas dépasser 45 % du PIB, tandis que la dette représentant les déficits cumulés ne doit pas dépasser 17 % du PIB. Les deux objectifs cités semblent en voie d'être atteints, le ratio de la dette représentant les déficits cumulés au PIB étant prévu d'atteindre 16,6 % au 31 mars 2026. La dette nette, qui correspond à l'ensemble des passifs du gouvernement, desquels sont retranchés les actifs financiers, représentait 38,1 % du PIB au 31 mars 2021 et devrait diminuer à 36,0 % au 31 mars 2023 et 35,7 % au 31 mars 2024. La part des revenus dédiée au service de la dette était de 6,2 % en 2021-2022 et devrait augmenter très légèrement pour atteindre 6,6 % en 2025-2026. Le service de la dette représentera toutefois 7,3 % des revenus en 2022-2023 alors que le taux d'intérêt a rapidement augmenté, entraînant des pertes ponctuelles « sur disposition d'actifs dans le cadre de la gestion des activités de placement du Fonds d'amortissement afférent à des emprunts du gouvernement ».

## Québec: Perspective sur la dette brute

Dette brute en pourcentage du PIB



- Besoins d'emprunts** – La mise à jour apporte une révision des besoins d'emprunt de l'exercice 2022-2023, qui à 25,9 milliards \$ sont en baisse par rapport aux 27,6 milliards \$ télégraphiés en mars. La révision à la hausse des emprunts effectués par anticipation est le principal facteur qui explique cette diminution. Au 17 novembre 2022, 57 % du programme prévu avait été réalisé. De ces emprunts, 8,4 % ont été faits sur les marchés étrangers (8,0 % en Livre sterling et 0,4 % en dollar australien), une proportion moins importante que celle observée au cours des 10 dernières années (~27 %). Au moment de publier la mise à jour budgétaire, les transactions de l'exercice 2022-2023 avaient été réalisées, en moyenne, à un coût de 3,80 % et à échéance de 18 ans, supérieur au coût de la dette totale en mars 2022 (3,06 %) à échéance moyenne de 11 ans. Pour les deux années subséquentes, le programme de financement prévoit des emprunts respectifs de l'ordre de 27,6 et 32,0 milliards \$.
- Notes de crédit à long terme actuelles** – S&P: AA-, Stable | Moody's: Aa2, Stable | DBRS: AA(Low), Stable | Fitch: AA-, Stable  
*[Se reporter à notre Provincial Ratings Snapshot pour des renseignements plus détaillés sur les facteurs/critères déterminant la notation]*

## Cadre financier pluriannuel

(en millions de dollars)

	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026	2026- 2027	TCAM <sup>(1)</sup>
<b>Revenus</b>							
Impôt des particuliers	40 924	43 228	45 024	46 476	48 193	49 886	
Cotisations pour les services de santé	7 402	7 788	7 911	8 120	8 378	8 585	
Impôts des sociétés	12 926	12 673	12 633	13 794	14 597	15 308	
Impôt foncier scolaire	1 076	1 113	1 194	1 294	1 367	1 434	
Taxes à la consommation	24 597	26 554	27 196	28 030	28 791	29 527	
Droits et permis	6 057	5 677	5 520	5 574	5 711	5 821	
Revenus divers	10 705	11 554	12 389	12 875	13 264	13 832	
Entreprises du gouvernement	5 960	6 638	6 561	6 844	6 835	7 115	
<b>Revenus autonomes</b>	<b>109 647</b>	<b>115 225</b>	<b>118 428</b>	<b>123 007</b>	<b>127 136</b>	<b>131 508</b>	
<i>Variation en %</i>	<b>19,3</b>	<b>5,1</b>	<b>2,8<sup>(2)</sup></b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>
Transferts fédéraux	29 184	29 608	29 287	30 201	31 179	31 790	
<i>Variation en %</i>	-5,0	1,5	-1,1	3,1	3,2	2,0	1,7
<b>Total des revenus</b>	<b>138 831</b>	<b>144 833</b>	<b>147 715</b>	<b>153 208</b>	<b>158 315</b>	<b>163 298</b>	
<i>Variation en %</i>	<b>13,2</b>	<b>4,3</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>
<b>Dépenses</b>							
Dépenses de portefeuilles	-117 953	-133 285	-134 280	-139 223	-144 651	-148 254	
<i>Variation en %</i>	11,1	13,0 <sup>(3)</sup>	0,7 <sup>(3)</sup>	3,7	3,9	2,5	4,7
Service de la dette	-8 640	-10 523	-9 387	-10 086	-10 409	-11 248	
<i>Variation en %</i>	12,4	21,8 <sup>(4)</sup>	-10,8 <sup>(4)</sup>	7,4	3,2	8,1	5,4
<b>Total des dépenses<sup>(5)</sup></b>	<b>-126 593</b>	<b>-143 808</b>	<b>-143 667</b>	<b>-149 309</b>	<b>-155 060</b>	<b>-159 502</b>	
<i>Variation en %</i>	<b>11,2</b>	<b>13,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>
Dépenses liées aux mesures de soutien et de relance COVID-19	-9 393	-1 997	-368	—	—	—	
Provision pour risques économiques et autres mesures de soutien et de relance	—	-1 000	-2 000	-2 000	-1 500	-1 500	
<b>SURPLUS (DÉFICIT)</b>	<b>2 845</b>	<b>-1 972</b>	<b>1 680</b>	<b>1 899</b>	<b>1 755</b>	<b>2 296</b>	

### 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.