

## Des mesures financées par la dette dans un budget préélectoral

Par Daren King, Warren Lovely & Taylor Schleich

### Points saillants

Dans un budget préélectoral, le gouvernement de Colombie-Britannique prend des mesures décisives sur plusieurs fronts, notamment au niveau de la pénurie et l'abordabilité du logement, ainsi que le coût global de la vie. Mais ces nouvelles mesures ont un prix, puisque le déficit provincial devrait croître à \$7.9 milliards en 2024-2025. Le déficit budgétaire s'en accroît donc, celui du budget sur trois ans étant nettement plus important que le déficit du budget équivalent défini il y a un an. Soyons clairs, le ralentissement de l'économie a nuï aux perspectives de revenus de sources autonomes, tandis que les taux d'intérêt élevés alourdissent la charge du service de la dette. Pour autant, les dépenses de programmes semblent augmenter sensiblement, avec des dépenses supplémentaires de \$13 milliards sur les trois ans du plan budgétaire pour les nouveaux investissements prioritaires et la demande croissante de programmes et services gouvernementaux. Il n'y a pas de calendrier d'élimination du déficit, et le budget ne dit rien non plus sur les garde-fous budgétaires. La combinaison d'un accroissement du déficit budgétaire et des importants besoins en capitaux entraînera une forte augmentation de la dette. Bien que celle-ci termine l'exercice 2023-2024 à un niveau meilleur que prévu, la pente du ratio de la dette publique au PIB est plus raide qu'il y a un an, cette mesure préférée passant de 17.6% à 21.0% en 2024-2025, et pointant à 27.5% à l'horizon 2026-2027. Partant d'un fardeau de la dette relativement plus faible (du moins par rapport aux autres provinces), la part des intérêts de la Colombie-Britannique – bien que destinée à augmenter – devrait toutefois rester relativement gérable. Il reste encore quelques emprunts à contracter pendant l'exercice en cours, dont \$2 milliards d'obligations brutes avant le 31 mars. L'offre pourrait être plus importante encore si la province optait pour le préfinancement. Abstraction faite d'un éventuel préfinancement, le besoin d'emprunt brut (tous marchés et sources confondus) est monté à \$24.2 milliards pour 2024-2025. Pour l'ensemble du plan budgétaire triennal, plus de \$82 milliards de nouveaux emprunts publics ont été prévus, soit 40% de plus que le montant correspondant dans le budget de l'année dernière. Il faut s'attendre à ce que la Colombie-Britannique tire parti de la diversité de sa base d'investisseurs, en sollicitant les marchés nationaux et internationaux pour mener à bien son programme d'obligations bonifié. Notons que l'élection générale provinciale est fixée au 19 octobre 2024.

- Perspectives économiques – Avec une inflation élevée et des taux d'intérêt restrictifs de la part de la Banque du Canada, l'économie de la Colombie-Britannique a progressé à un rythme modéré en 2023, la croissance du PIB réel étant estimée à 1.0%, ce qui correspond à peu près à la moyenne nationale. Le marché du travail a également connu une modeste expansion, le nombre d'emplois ayant augmenté en moyenne de 1.6% en 2023, principalement au cours des cinq derniers mois de l'année. Cette création d'emplois trouve son origine dans la forte croissance démographique de 3% en 2023, le rythme le plus soutenu que la province ait connu depuis 1994. Mais le marché du travail n'a pas été en mesure d'absorber l'afflux important de nouveaux arrivants dans la province, si bien que le taux de chômage est passé de 4.5% en janvier 2023 à 5.4% en janvier 2024, malgré l'augmentation du nombre d'emplois. En dépit des taux d'intérêt élevés, le secteur de la construction neuve en Colombie-Britannique a bien résisté, les mises en chantier résidentielles atteignant le niveau record de 50,600 unités en 2023, une bonne nouvelle dans le contexte actuel de forte croissance démographique et de difficultés persistantes en matière d'abordabilité. À l'avenir, la politique monétaire restrictive devrait continuer de brider l'économie de la province. Pour 2024, le budget est basé sur une prévision de croissance du PIB réel de 0.8%, ce qui semble légèrement optimiste par comparaison au taux de 0.5% attendu en moyenne par le secteur privé. La croissance économique devrait redoubler de vigueur au cours des années suivantes, dans un contexte de taux d'intérêt plus favorables. Le PIB réel devrait augmenter de 2.3% en 2025 et de 2.4% en 2026, ce qui est légèrement supérieur aux taux de 2.1% et 2.3% attendus respectivement par le secteur privé en moyenne. Plus important pour les finances publiques, le PIB nominal devrait croître de 3.3% en 2024, de 4.4% en 2025 et de 4.5% en 2026, ce qui est légèrement plus optimiste que la moyenne des prévisionnistes (2.9%, 4.1% et 4.4%, respectivement). Le marché du travail devrait continuer de s'assouplir pendant l'exercice en cours, le taux de chômage devant atteindre un niveau moyen de 6.1% en 2024 avant de retomber à 5.9% en 2025 et 5.6% en 2026.
- Dernière estimation (encore non définitive) du solde budgétaire 2023-2024 – Comme dans d'autres provinces, le solde budgétaire de la Colombie-Britannique a souffert cette année, comme en témoigne la mise à jour des prévisions pour l'exercice 2023-2024 qui s'achève. En effet, le déficit de \$4.2 milliards prévu au budget de l'année dernière a été révisé à \$5.6 milliards dans la mise à jour du T2, pour être maintenant relevé à \$5.9 milliards (1.4% du PIB). Cette dernière révision peut être attribuée à la fois à des recettes plus faibles (en baisse de 0.4% par rapport à l'actualisation du T2) et à des pressions marginales sur les dépenses (en hausse de 0.9%). Notons que, bien qu'il reste un peu plus d'un mois à l'exercice en cours, il y a encore d'importantes provisions pour éventualités, totalisant \$5.5 milliards.
- Perspectives budgétaires à moyen terme (2024-2025 et au-delà) – Le solde budgétaire plus faible que prévu en 2023-2024 devrait encore se détériorer en 2024-2025, car la province s'oriente vers un déficit de \$7.9 milliards (1.9% du PIB). À blâmer, une augmentation considérable (+8.8%) des pressions sur les dépenses dans toutes les grandes enveloppes. Les soins de santé représentent la majeure partie des nouvelles dépenses nettes, mais l'augmentation des dépenses dans l'enseignement et du coût

du service de la dette y a aussi grandement contribué. Bien qu'insuffisante pour compenser les dépenses marginales, la croissance des recettes devrait être solide, en hausse de 5.4% par rapport à 2023-2024, essentiellement grâce à un bond important et temporaire des recettes tirées de l'impôt sur les bénéfices des sociétés. À plus long terme, les déficits seront maîtrisés, mais de peu. Un déficit de \$7.8 milliards (1.8% du PIB) a été prévu pour 2025-2026, et un autre de \$6.3 milliards est attendu pour 2026-2027 (1.4% du PIB). Le léger ralentissement dans les dernières années devrait être le résultat d'une croissance des recettes (3.0%) supérieure à une augmentation des dépenses mieux contenue (+1.8%). Contrairement aux budgets précédents, ce plan budgétaire ne prévoit pas de marge prévisionnelle. La province a toutefois prévu d'importantes provisions pour éventualités dans l'ensemble de son plan budgétaire (totalisant \$10.6 milliards sur les trois prochaines années). Les hypothèses économiques légèrement inférieures au consensus ajoutent encore à la prudence. Dans l'ensemble, ce plan budgétaire représente une détérioration non négligeable par rapport au plan établi il y a un an. Le déficit combiné sur les trois années qui se chevauchent (c'est-à-dire de 2023-2024 à 2025-2026) passe de \$11.0 milliards à \$21.6 milliards, et le déficit attendu pour la dernière année ajoutée à l'horizon de prévision (c'est-à-dire 2026-2027) est plus important que ce qu'aurait impliqué l'ancienne trajectoire.

- **Nouvelles mesures –** Intitulé « Taking Action For You » (*S'engager pour vous*, en traduction libre), le budget 2024 comprend quatre grandes lignes d'action : « aider les citoyens à faire face aux coûts de la vie quotidienne », « construire plus rapidement plus de logements pour la population », « renforcer les services et les soins de santé » et « développer une économie plus robuste et plus propre ». En ce qui concerne le coût de la vie, le budget prévoit \$248 millions pour augmenter de 25% l'allocation familiale de la Colombie-Britannique entre juillet 2024 et juin 2025. Au total, 340,000 familles, dont 66,000 nouvellement installées, devraient bénéficier d'une augmentation moyenne de \$445 sur cette période. Le gouvernement annonce également l'introduction du BC Electricity Affordability Credit (Crédit pour une électricité abordable) pour un coût de \$370 millions, qui permettra aux ménages d'économiser en moyenne \$100 sur leur facture d'électricité entre avril 2024 et mars 2025. Le budget relève également le seuil d'exemption de l'impôt-santé des employeurs de \$500K à \$1 million, ce qui représente un manque à gagner d'environ \$100 millions par année. Du côté du logement, le gouvernement annonce une nouvelle taxe ciblant les activités de spéculation sur l'achat de logements en vue d'une revente rapide (*flipping*) à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2025. Il s'agira d'une taxe sur la plus-value réalisée lors de la vente d'un bien résidentiel dans un délai de deux ans à compter de son achat. Les recettes de cette taxe seront directement affectées à la construction de logements en Colombie-Britannique, à l'instar de l'actuelle taxe sur la spéculation et les logements vacants. Le budget prévoit en outre une enveloppe supplémentaire de \$198 millions sur trois ans pour couvrir les frais de fonctionnement et assurer le financement de BC Builds afin de livrer plus de logements destinés à la location, et \$102 millions par an pour réduire les coûts pour les acheteurs d'un premier bien résidentiel et les personnes qui achètent une maison neuve grâce à des mesures bonifiées d'exonération de l'impôt sur le transfert de propriété. Pour ce qui est des soins et des services de santé, le budget prévoit \$8 milliards de nouvelles mesures sur trois ans, dont \$968 millions pour l'augmentation des inscriptions de la maternelle à la 12<sup>e</sup> année, \$398 millions pour les services de justice et de sécurité publique, \$300 millions pour aider davantage de personnes recevant une aide au revenu et une pension d'invalidité, \$270 millions pour les traitements contre le cancer, \$354 millions pour les services de soins à domicile et communautaires pour les personnes âgées, \$215 millions à destination de la santé mentale, des toxicomanies et des traitements, et \$68 millions pour réduire les coûts liés à la fécondation *in vitro* dès 2025. Enfin, pour favoriser une économie plus robuste et plus propre, le gouvernement compte investir \$1.3 milliard supplémentaire sur quatre ans, dont \$405 millions pour répondre aux urgences climatiques, \$435 millions pour le programme climatique de la province, CleanBC, et le développement de l'économie propre, et \$474 millions à destination des réseaux de transport critiques et des infrastructures communautaires.
- **Perspectives de la dette et charge d'intérêts –** La mesure préférée de la dette de la Colombie-Britannique - la dette à la charge des contribuables - devrait terminer l'exercice 2023-2024 à \$71.9 milliards, inférieur de \$3.8 milliards à l'objectif budgétaire initial pour 2023. Toutefois, comme les déficits et les projets d'investissement stratégiques à financer ne manquent pas, le niveau absolu de la dette et les principaux ratios connexes sont nettement plus élevés. Près de \$55 milliards de dette nette supplémentaire à la charge du contribuable doivent être contractés au cours des trois prochains exercices, dont \$16.7 milliards en 2024-2025. On s'attend à ce que le fardeau de la dette à la charge des contribuables s'alourdisse considérablement au cours des trois prochains exercices. Par rapport au PIB nominal, il devrait passer de 17.6% en 2023-2024 à 21.0% en 2024-2025, pour finalement atteindre 27.5% d'ici 2026-2027. (À titre de comparaison, le ratio de la dette au PIB oscillait autour de 15% avant la pandémie et était plus ou moins revenu à ce niveau en 2022-2023, avant d'entamer sa récente ascension selon les prévisions). En rapportant la dette aux recettes totales, les ratios correspondants évoluent (lire augmentent) de manière globalement similaire, passant de 95% en 2023-2024 à 112% en 2024-2025, puis à 151% d'ici 2026-2027. On peut considérer qu'il s'agit d'une accumulation relativement rapide de la dette, même si les dernières prévisions de fardeau de la dette en 2024-2025 (par rapport au PIB ou aux recettes) ne sont pas plus élevées que ce qui avait été annoncé il y a un an (c.-à-d. dans le budget de 2023). Pour le moment, nous ne disposons pas d'autres budgets provinciaux de 2024 pour établir des comparaisons. Nous pensons toutefois que le déficit après immobilisations de la Colombie-Britannique pourrait être plus important que la moyenne provinciale, ce qui laisse présager une accumulation relativement plus rapide de la dette par rapport à d'autres grandes provinces.

La Colombie-Britannique se situe historiquement à l'extrémité inférieure du spectre des emprunteurs provinciaux et a un fardeau de charges d'intérêts relativement modeste/limité. Pour l'exercice qui se termine, le service de la dette des contribuables ne devrait représenter que 3.2% des recettes. (Bien qu'il y ait moins de dettes à la charge des contribuables en 2023-2024 que prévu, la hausse des taux d'emprunt moyens se solde par des charges d'intérêts plus importantes que prévu.) La combinaison d'emprunts

supplémentaires et de l'augmentation des taux d'intérêt affectera l'abordabilité de la dette (et ajoutera aux pressions des dépenses). Néanmoins, les charges d'intérêts de la Colombie-Britannique ne devraient pas dépasser les 5½% des revenus d'ici 2026-2027.

À titre de référence, le taux des obligations du Canada de 10 ans s'élève en moyenne à 3.25% en 2024, l'abaissement implicite des taux directs ramenant le rendement moyen à 3.07% en 2025. L'analyse de sensibilité budgétaire laisse entrevoir qu'une augmentation de 1 point de pourcentage des taux d'intérêt a une incidence budgétaire de \$174 millions.

- **Besoins d'emprunts à long terme** – Le déficit 2023-2024 plus important que prévu implique des besoins d'emprunt supplémentaires. Les besoins de financement bruts de l'exercice qui s'achève (toutes sources) se situent maintenant à un peu plus de \$20 milliards comparativement à \$18.9 milliards dans le budget. Si l'on exclut les sources de financement internes, le programme d'obligations brut rajusté s'élève à \$16.6 milliards. À ce stade, \$14.6 milliards de dette à long terme ont été émis, la majorité étant adressée aux marchés internationaux. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela laisse \$2 milliards d'émissions d'obligations brutes à réaliser au cours du dernier mois avant le changement d'exercice (qui se termine le 31 mars). La province pourrait, cependant, opter pour le préfinancement d'une partie des besoins relativement importants du prochain exercice si les conditions du marché sont généralement favorables.

Hormis tout préfinancement prospectif (et facultatif), la combinaison de déficits plus importants, les besoins accrus de capital et (ces dernières années) des échéances extraordinaires entraîneront des besoins d'emprunts plus importants pour la période de trois ans à venir. À partir de 2024-2025, la Colombie-Britannique annonce maintenant de nouveaux emprunts de \$24.2 milliards. (Ce chiffre était de \$20.6 milliards dans le budget 2023.) Là encore, les besoins d'emprunts bruts de l'exercice à venir excluent un éventuel préfinancement, alors que les soldes sous-jacents comprennent des mesures de prudence non négligeables, dont des provisions pour dépenses éventuelles mentionnées plus haut. En l'état actuel des choses, les emprunts gouvernementaux devraient friser les \$30 milliards en 2025-2026, diminuant quelque peu au montant toujours appréciable de \$28.4 milliards d'ici 2026-2027. Sur l'ensemble des trois années, le cadre financier du budget 2024 comprend \$82.1 milliards d'emprunts gouvernementaux, ce qui se situe à environ 40% au-dessus du total des trois années correspondantes présenté dans le budget de l'an dernier. (Conformément à la section précédente sur la dette nette, l'ajustement en fonction des échéances et des fonds d'amortissement continue de prévoir une augmentation rapide de la dette nette dans le cadre du plus récent plan budgétaire.)

En ce qui concerne la stratégie d'emprunt, on notera qu'une partie des besoins totaux pourrait être satisfaite de manière interne et/ou sur les marchés à court terme. De plus, ne perdez pas de vue les révisions potentielles de la situation de trésorerie de début d'année quand les résultats finaux de 2023-2024 seront confirmés par les comptes publics à venir. La Colombie-Britannique a démontré avec aisance son solide accès aux marchés des capitaux d'emprunt nationaux et internationaux et on soupçonne que la province ménagera ses options de financement en 2024-2025. De fait, il y a un intérêt affirmé à élargir la base des investisseurs. Et comme nous l'avons vu dans l'exercice qui s'achève, puiser dans des basins profonds de liquidité sur des marchés internationaux clés peut rapidement et nettement faire avancer le programme d'emprunt provincial. Dernier point : en plus des périodes d'exclusion de financement traditionnelles qui accompagne généralement la production de rapports financiers et de la notation du crédit, le programme d'emprunt de la Colombie-Britannique devra aussi composer avec une élection générale provinciale, prévu pour le 19 octobre 2024.

- Notes de la dette à long terme : S&P : AA, négatif | Moody's : Aaa, stable | DBRS : AA(élevé), stable | Fitch : AA+, stable

**Colombie-Britannique**

\$000 000

Budget	Prévu	Budget	Plan	Plan
2023-2024	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027

Revenu de taxation	45,324	46,219	49,214	49,394	52,655
Revenu tiré des ressources	4,764	3,015	3,150	3,432	3,769
Autre	10,520	10,851	11,400	11,382	11,516
Transferts fédéraux	13,593	14,023	14,446	14,889	14,674
Revenu net des sociétés de la Couronne	3,489	3,207	3,313	3,741	3,794
<i>dont Insurance Corporation of British Columbia (ICBC)</i>	-	140	-	400	400
<b>Revenu total</b>	<b>77,690</b>	<b>77,320</b>	<b>81,523</b>	<b>82,838</b>	<b>86,408</b>

Dépenses de programme	72,471	74,434	81,444	83,776	85,290
Service de la dette	3,235	3,300	4,105	4,815	5,676
Contingences	4,500	4,500	3,885	2,020	1,730
<b>Dépenses totales</b>	<b>80,206</b>	<b>82,234</b>	<b>89,434</b>	<b>90,611</b>	<b>92,696</b>
Contingences pour pandémie et reprise	(1,000)	(1,000)	-	-	-
Provision pour incertitude	(700)	-	-	-	-
<b>Surplus/Déficit</b>	<b>(4,216)</b>	<b>(5,914)</b>	<b>(7,911)</b>	<b>(7,773)</b>	<b>(6,288)</b>

**Changement de la dette provinciale**

Déficit (surplus) avant provision pour incertitude	3,516	5,914	7,911	7,773	6,288
Immobilisations supportées par les contribuables	11,813	10,107	14,104	15,082	14,083
Immobilisations sociétés de la Couronne et agences	4,027	4,752	4,652	3,955	4,623
Revenus non distribués des sociétés de la Couronne	744	487	751	1,150	1,151
Amortissement, imm. supportées par les contribuables	3,016	3,012	3,170	3,455	3,686
Autres éléments	(8,681)	(9,915)	(11,104)	(9,422)	(10,118)
<b>Accroissement net de la dette totale</b>	<b>14,435</b>	<b>14,357</b>	<b>19,484</b>	<b>21,993</b>	<b>19,713</b>
<b>Dette provinciale totale</b>	<b>107,924</b>	<b>103,783</b>	<b>123,267</b>	<b>145,260</b>	<b>164,973</b>
<b>Dette supportée par les contribuables</b>	<b>75,617</b>	<b>71,863</b>	<b>88,639</b>	<b>109,182</b>	<b>126,499</b>
<b>Dette, sociétés de la Couronne et agences</b>	<b>31,607</b>	<b>31,920</b>	<b>34,628</b>	<b>36,078</b>	<b>38,474</b>
<b>Provision pour incertitude</b>	<b>700</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Dette provinciale totale / PIB	27.0%	25.4%	29.2%	33.0%	35.8%
supportée par les contribuables	18.9%	17.6%	21.0%	24.8%	27.5%

<b>Dépenses d'immobilisations</b>	<b>15,840</b>	<b>14,859</b>	<b>18,756</b>	<b>19,037</b>	<b>18,706</b>
Supportées par les contribuables	11,813	10,107	14,104	15,082	14,083
Autres	4,027	4,752	4,652	3,955	4,623

<b>Besoins de financement bruts</b>	<b>19,046</b>	<b>20,193</b>	<b>24,406</b>	<b>29,812</b>	<b>28,628</b>
Déficit (surplus)	4,216	5,914	7,911	7,773	6,288
Dépenses d'immobilisations	15,840	14,859	18,756	19,037	18,706
Refinancements	3,632	4,397	3,670	6,295	6,257
Autres sources de financement	(4,642)	(4,977)	(5,931)	(3,293)	(2,623)

Source: Documents budgétaires du Ministère des Finances de la Colombie-Britannique.

### 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 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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.