

## Un premier pas vers l'élimination du déficit structurel

Par Matthieu Arseneau, Alexandra Ducharme et Daren King

### Points saillants

Contrairement à la divulgation de mars dernier, le gouvernement du Québec n'a pas annoncé une détérioration notable de la situation des finances publiques lors de cette mise à jour économique. Le déficit anticipé pour l'exercice en cours est resté inchangé à 11 milliards, après versement au Fonds des générations (déficit selon la loi sur l'équilibre budgétaire). Toutefois, nous notons que celui de 2025-26 est révisé à la hausse (de 8,5 milliards \$ à 9,2 milliards \$). Le gouvernement bénéficie d'une performance économique plus forte qu'escompté lors du budget 2024-25 (1,2 % contre 0,6 %). Les ménages québécois montrent une belle résilience malgré les taux d'intérêt élevés, grâce notamment à un niveau d'endettement plus faible qu'ailleurs. Mais il n'y a pas que cela. La vigueur plus forte que prévu dans le reste du Canada et la solide performance de l'économie américaine se reflètent dans les exportations, qui pourraient être plus élevées que prévu. Pour 2025, la croissance économique a été révisée à la baisse d'un dixième (1,6 % à 1,5 %) en raison d'un accroissement démographique moins important qu'estimé précédemment, et le ministère des Finances prévoit que le PIB devrait croître à un rythme similaire les années subséquentes. Nous avons des réserves quant à la possibilité qu'une telle croissance se concrétise au cours des trois prochaines années étant donné la baisse de population que nous anticipons, qui sera particulièrement concentrée chez les personnes en âge de travailler. Cela dit, il est important de garder à l'esprit que les variations de population ont un impact tant sur les revenus que sur les dépenses du point de vue des finances publiques. Il ne faut pas oublier non plus que l'économie québécoise n'est pas à l'abri d'une récession en bonne et due forme au cours des prochaines années, ce qui pourrait compromettre ces perspectives à long terme. Étant donné toutes ces incertitudes, nous saluons la détermination du gouvernement à éliminer le déficit structurel d'ici 2029-30, comme le stipule la Loi sur l'équilibre budgétaire. Il fait un pas dans la bonne direction avec cette mise à jour en résorbant 700 millions \$ du déficit structurel, qui était estimé à 3,9 milliards \$, grâce à une réduction des dépenses fiscales (augmentation du taux des gains en capital et ajustement au crédit pour prolongation de carrière) qui devraient s'intensifier lors de la présentation du budget 2025-2026. En contrepartie, le gouvernement annonce des mesures pour « répondre à des enjeux prioritaires » (voir nouvelles initiatives plus bas) et indexer le système fiscal des Québécois qui contribue entre autres à creuser le déficit de l'an prochain. En somme, nous encourageons le gouvernement à ne pas déroger à l'ancrage budgétaire visant à éliminer le déficit structurel d'ici 5 ans. Car s'il n'y parvient pas, cela signifierait que la dette nette serait passée de 40,9 % en 2019-20 à 38,6 % en 2028-29, soit très peu de progrès en neuf ans alors que le gouvernement vise un niveau de 30 % en 2037-2038, conformément à la loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations. Une baisse de 8,6 points de pourcentage entre 2028-2029 et 2037-2038 serait un défi de taille alors que les dépenses de santé seront grandement sous pression dans un contexte de population vieillissante. Dans un contexte où de moins en moins de gouvernements se soucient de la soutenabilité des finances publiques et font face à des taux d'intérêt plus élevés que par le passé, les investisseurs sont susceptibles de discriminer davantage les gouvernements en fonction de leur santé financière. La prudence financière est donc de mise, alors que les changements démographiques et le déficit de maintien des actifs représentent un défi pour les finances publiques du Québec au cours des prochaines années.

- **Perspectives économiques** - Depuis le début de 2024, l'économie du Québec a été plus robuste qu'attendu lors du Budget 2024, le PIB réel ayant augmenté à un rythme annualisé de 3,6 % au 1er trimestre et de 2,7 % au 2e trimestre, une performance supérieure à ce qui est observé dans l'ensemble du pays. Quant à lui, le taux de chômage est passé de 4,5 % en janvier à 5,7 % en octobre (+1,2 %), soit une hausse plus forte que celle enregistrée en moyenne au pays (de 5,7 % à 6,5 %). Malgré tout, le taux de chômage demeure le plus faible des 10 provinces au pays. Au niveau de l'inflation, qui était plus élevée dans la province comparativement à l'ensemble du pays, est passée sous la moyenne nationale depuis juin et se situe désormais à 1,6 % (Canada : 2%), soit sous la cible de 2% de la Banque du Canada. Face à une économie plus résiliente que prévu lors du Budget 2024, la croissance du PIB réel attendue en 2024 lors de la Mise à jour d'automne a été doublée, passant de 0,6 % à 1,2 %, en ligne avec nos prévisions récentes. Cette révision à la hausse s'explique essentiellement par une consommation des ménages beaucoup plus forte qu'anticipé, tandis que les investissements des entreprises autant résidentiels que non résidentiels ont été plus faibles que prévu. Pour 2025, l'économie de la province devrait croître de 1,5 %, une légère révision à la baisse d'un dixième comparé au Budget. Bien que plus de diminutions de taux d'intérêt sont prévues qu'au printemps dernier, ce qui devraient aider à soutenir l'économie, la croissance économique anticipée en 2025 nous semble légèrement optimiste comparativement à notre prévision de 1,0% dans un contexte où la population risque de connaître une légère décroissance dans les 3 prochaines années. Pour les années subséquentes, le PIB réel devrait s'accroître légèrement avec des croissances de 1,6% en 2026 et 2027, puis de 1,7 % en 2028. En terme nominal, ce qui a un impact plus important pour les finances publiques, le PIB a été également revu à la hausse en 2024, passant de 4,0 % lors du Budget à 4,6 % aujourd'hui. Pour 2025, le PIB nominal devrait ralentir à 3,6 % (Budget 3,8 %) sous le poids d'une inflation moins élevée et maintenir ce rythme jusqu'en 2028. En ce qui a trait au marché du travail, le taux de chômage moyen devrait atteindre 5,4 % en 2024, une hausse par rapport au 5,2 % attendu lors du Budget. Le sommet initialement prévu cette année devrait être atteint en 2025, alors que le taux de chômage devrait passer à 5,8 % avant de diminuer graduellement jusqu'à 4,4 % en 2028. Soulignons toutefois que le taux de chômage a été revu à la hausse sur toute la période de prévision.
- **Perspectives budgétaires révisées pour 2024-25** – Le solde budgétaire de 2024-2025 au sens de la loi sur l'équilibre budgétaire (après versement au Fonds des générations et utilisation de la réserve de stabilisation) est inchangé par rapport à celui anticipé dans le Budget, à 10,998 milliards \$. En effet, une révision à la hausse de 2,325 milliards \$ des revenus l'utilisation de la moitié (750 millions \$) de la provision pour éventualités est contrebalancée par une augmentation de 3,054 milliards \$ des dépenses, qui émane principalement d'une révision à la hausse de 2,888 milliards \$ des dépenses de portefeuille. Mis en perspective, ce déficit représente 7,2 % des revenus ou 1,8 % du PIB. Avant versement au Fonds des générations, le déficit s'élevait à 8,755 milliards \$, une diminution de 21 millions \$ comparativement au dernier budget.

- Perspectives budgétaires pour les années à venir (2025-26 et 2026-27)** – Le solde budgétaire de 2025-2026 au sens de la loi sur l'équilibre budgétaire (après versement au Fonds des générations et utilisation de la réserve de stabilisation) devrait être plus important que celui anticipé dans le Budget, passant de 8,486 milliards \$ en mars à 9,244 milliards \$ aujourd'hui. Le déficit devrait ensuite diminuer à 4,198 milliards \$ en 2026-27 et continuer de diminuer par la suite. L'objectif présenté lors du budget de présenter un retour à l'équilibre budgétaire en 2029-30 demeure intact. Étant donné le contexte économique relativement inchangé, le ministre des Finances ne modifie pas sa provision pour éventualités. Le montant de provision pour éventualités demeure donc de 800 millions \$ en 2024-25, et de 1,5 milliards \$ pour tous les exercices de 2025-26 à 2028-29.

Pour ce qui est des revenus en 2025-26, ils devraient être supérieurs de 772 millions \$ comparativement au Budget 2024 pour atteindre 157,3 milliards \$. Cette hausse s'explique par une augmentation de 282 millions \$ des transferts fédéraux, tandis que les revenus autonomes totaux devraient être en hausse de 488 millions. Cette révision à la hausse des revenus autonomes pour 2024-25 s'explique une hausse au niveau des revenus fiscaux (impôt des particuliers, impôts des sociétés, etc.) et des autres revenus autonomes excluant ceux provenant des entreprises gouvernementales, qui a plus que contrebalancé une révision à la baisse de ces entreprises, notamment en raison des exportations plus faibles d'Hydro Québec en raison de la faible hydraulité. Pour 2026-27, les revenus devraient augmenter de 4,8 % grâce à une hausse de 4,7 % des revenus autonomes et de 5,2 % des transferts fédéraux.

- Nouvelles initiatives** – Depuis le budget de mars, les nouvelles mesures représentent 2,083 milliards \$ sur cinq ans. Plus de la moitié de cette somme, soit 1,180 milliards \$, sera allouée au « développement des collectivités », ce qui comprend un montant de 880 millions \$ sur quatre ans pour le transport collectif. Le secteur forestier bénéficiera pour sa part d'un montant de 252 millions \$ sur cinq ans, dont 100 millions \$ seront versés sous forme de prêts aux entreprises. Le reste sera dédié à encourager les efforts de reboisement, de concert avec la somme de 220 millions \$ octroyée par le gouvernement du Canada. Du côté du logement, une somme additionnelle de 208 millions \$ sera investie, notamment pour accélérer la construction. Finalement, un montant de 433 millions \$ est prévu pour venir en aide aux individus et aux infrastructures touchées par les récentes inondations (262 millions \$), pour soutenir les forces policières au Nunavik (155 millions \$) et pour améliorer la couverture cellulaire du Bas-Saint-Laurent, de la Mauricie et du Saguenay–Lac-Saint-Jean (16 millions \$).

## Impact financier des actions pour répondre aux enjeux prioritaires

(en millions de dollars)

	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028	2028-2029	Total
Augmenter le soutien au secteur forestier	-15	-22	-32	-92	-92	-252
Consolider le soutien aux Québécois	-60	-80	-38	-31	-9	-218
Favoriser le développement des collectivités	—	-325	-327	-290	-237	-1 180
Assurer la sécurité des collectivités	-290	-37	-34	-34	-39	-433
<b>TOTAL</b>	<b>-365</b>	<b>-463</b>	<b>-431</b>	<b>-447</b>	<b>-377</b>	<b>-2 083</b>

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

De plus, le gouvernement a annoncé poursuivre l'examen des dépenses fiscales. Les résultats complets devraient être annoncés au prochain budget, mais la mise à jour budgétaire inclut déjà deux mesures visant à actualiser le régime fiscal. La première concerne l'harmonisation, déjà annoncée, du traitement fiscal des gains en capital avec celui du gouvernement fédéral, une mesure qui permettra une réduction des dépenses de 2,475 milliards \$ sur cinq ans. La seconde mesure vise à reporter de 60 à 65 ans l'âge minimum pour être éligible au crédit d'impôt pour la prolongation de carrière, tout en ajustant le montant octroyé de manière plus progressive en fonction des revenus des contribuables. Ces deux ajustements combinés permettront une économie de 3,362 milliards \$ sur cinq ans. Par ailleurs, une somme de 5,210 milliards \$ sera allouée à l'indexation de 2,85 % du régime fiscal actuel.

## Mesures pour optimiser et actualiser le régime fiscal

(en millions de dollars)

	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028	2028-2029	Total
Poursuivre l'examen des dépenses fiscales	972	640	202	675	873	3 362
Indexer le régime fiscal de 2,85 % au bénéfice de tous les Québécois <sup>(1)</sup>	-279	-1 203	-1 224	-1 243	-1 262	-5 210

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

(1) Les sommes sont déjà incluses dans le cadre financier à travers les prévisions des revenus autonomes du gouvernement.

- Gestion de la dette** - Le gouvernement garde le cap sur sa nouvelle cible qui vise à faire diminuer graduellement le ratio dette nette sur PIB à 30% d'ici 2037-38, ce qui est près de la moyenne des provinces canadiennes.

Au 31 mars 2025, la dette nette devrait s'élever à 236,6 milliards \$, soit 39,0% du PIB, inchangé par rapport à mars 2024, mais en hausse par rapport à la mise à jour économique de l'automne dernier (37,8 %). Le ratio de la dette nette au PIB devrait ensuite monter à 39,8 % du PIB en 2026, puis suivre une trajectoire à la baisse dans les années suivantes, jusqu'à atteindre 38,6 % en 2029. Cela est plus bas que la trajectoire initialement prévue dans le Budget 2024 (39,5 %).

- **Besoins d'emprunt** – La mise à jour apporte une révision des besoins d'emprunt de l'exercice 2024-2025, qui à 32,5 milliards \$ sont en baisse par rapport aux 36,5 milliards \$ télégraphiés en mars. La révision à la baisse des besoins financiers nets, l'utilisation des emprunts effectués par anticipation en 2023-24 et les transactions en vertu de la politique de crédit sont les principaux facteurs qui expliquent cette diminution. Le programme de financement est complété pour 2024-25. De ces emprunts, 35 % ont été faits sur les marchés étrangers (23,9 % en dollar américain, 5,7 % en euro, 3,7 % en dollar australien et 1,3 % en franc suisse), une proportion plus importante que celle observée au cours des 10 dernières années (~30 %). Au moment de publier la mise à jour budgétaire, les transactions de l'exercice 2024-2025 avaient été réalisées, en moyenne, à un coût de 4,15 % et à échéance de 15,9 ans, supérieur au coût de la dette totale en mars 2024 (3,87 %) à échéance moyenne de 11,3 ans. Pour les années subséquentes, le programme de financement prévoit des emprunts de 29,2 milliards \$ en 2025-26, de 30,1 milliards \$ en 2026-27, de 27,9 milliards \$ en 2027-28 et de 28,5 milliards \$ en 2028-29.

### Programme de financement du gouvernement en 2024-2025

(en millions de dollars)

	Mars 2024	Révisions	Novembre 2024
Besoins financiers nets <sup>(1)</sup>	28 472	-2 024	26 448
Remboursements d'emprunts	16 904	-89	16 815
Utilisation des emprunts effectués par anticipation en 2023-2024	—	-3 150	-3 150
Utilisation du Fonds des générations pour le remboursement d'emprunts	-4 400	—	-4 400
Retrait du Fonds des congés de maladie accumulés	—	-165	-165
Retrait du Fonds d'amortissement des régimes de retraite	-2 500	—	-2 500
Augmentation de l'encours des bons du Trésor du Québec	-2 000	—	-2 000
Variation de l'encaisse	—	—	—
Transactions en vertu de la politique de crédit <sup>(2)</sup>	—	-1 581	-1 581
Financement par anticipation réalisé en 2024-2025	—	3 082	3 082
<b>TOTAL</b>	<b>36 476</b>	<b>-3 927</b>	<b>32 549</b>

Note : Un montant négatif indique une source de financement, alors qu'un montant positif représente un besoin de financement.

(1) La révision à la baisse des besoins financiers nets s'explique notamment par des revenus de transfert encaissés au début de 2024-2025 relativement à des ententes avec le gouvernement fédéral conclues à la fin de 2023-2024.

(2) Dans le cadre de la politique de crédit, qui vise à limiter le risque relatif aux contrepartistes, le gouvernement débourse ou encaisse des sommes à la suite notamment des mouvements des taux de change. Ces sommes n'ont pas d'effet sur la dette.

- **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, sauf indication contraire)

	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028	2028-2029	TCAM <sup>(1)</sup>
<b>Revenus</b>							
Impôt des particuliers	41 863	44 990	47 057	48 696	50 776	52 780	
Cotisations pour les services de santé	8 533	8 825	9 144	9 390	9 675	9 944	
Impôts des sociétés	11 402	12 868	12 848	13 235	14 186	14 750	
Impôt foncier scolaire	1 150	1 206	1 357	1 492	1 616	1 725	
Taxes à la consommation	27 083	27 523	28 587	29 470	30 392	31 383	
Droits, permis et redevances	5 888	6 065	6 315	6 726	6 980	7 262	
Revenus divers	13 505	14 778	15 292	15 985	16 394	17 049	
Entreprises du gouvernement	5 241	5 329	6 018	7 544	7 811	7 851	
<b>Revenus autonomes</b>	<b>114 665</b>	<b>121 584</b>	<b>126 618</b>	<b>132 538</b>	<b>137 830</b>	<b>142 744</b>	
<i>Variation en %<sup>(2),(3)</sup></i>	<i>-0,7</i>	<i>6,0</i>	<i>4,1</i>	<i>4,7</i>	<i>4,0</i>	<i>3,6</i>	<i>4,5</i>
Transferts fédéraux	30 876	31 042	30 712	32 305	32 508	32 188	
<i>Variation en %<sup>(4)</sup></i>	<i>7,4</i>	<i>0,5</i>	<i>-1,1</i>	<i>5,2</i>	<i>0,6</i>	<i>-1,0</i>	<i>0,8</i>
<b>Total des revenus</b>	<b>145 541</b>	<b>152 626</b>	<b>157 330</b>	<b>164 843</b>	<b>170 338</b>	<b>174 932</b>	
<i>Variation en %</i>	<i>0,9</i>	<i>4,9</i>	<i>3,1</i>	<i>4,8</i>	<i>3,3</i>	<i>2,7</i>	<i>3,7</i>
<b>Dépenses</b>							
Dépenses de portefeuilles	-141 553	-150 703	-153 877	-156 382	-160 751	-164 134	
<i>Variation en %<sup>(5)</sup></i>	<i>3,2</i>	<i>6,5</i>	<i>2,1</i>	<i>1,6</i>	<i>2,8</i>	<i>2,1</i>	<i>3,0</i>
Service de la dette	-9 982	-9 928	-9 753	-10 248	-10 996	-11 411	
<i>Variation en %<sup>(6)</sup></i>	<i>-2,3</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,8</i>	<i>5,1</i>	<i>7,3</i>	<i>3,8</i>	<i>2,7</i>
<b>Total des dépenses</b>	<b>-151 535</b>	<b>-160 631</b>	<b>-163 630</b>	<b>-166 630</b>	<b>-171 747</b>	<b>-175 545</b>	
<i>Variation en %</i>	<i>2,8</i>	<i>6,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>	<i>3,1</i>	<i>2,2</i>	<i>3,0</i>
Écart à résorber	—	—	750	1 500	1 500	1 500	
Provision pour éventualités	—	-750	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500	
<b>SURPLUS (DÉFICIT) COMPTABLE<sup>(7)</sup></b>	<b>-5 994</b>	<b>-8 755</b>	<b>-7 050</b>	<b>-1 787</b>	<b>-1 409</b>	<b>-613</b>	
<i>En % du PIB</i>	<i>1,0</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	

**Solde budgétaire au sens de la Loi sur l'équilibre budgétaire**

(en millions de dollars, sauf indication contraire)

	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028	2028-2029
<b>SURPLUS (DÉFICIT) COMPTABLE</b>	<b>-5 994</b>	<b>-8 755</b>	<b>-7 050</b>	<b>-1 787</b>	<b>-1 409</b>	<b>-613</b>
<i>En % du PIB</i>	<i>1,0</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>
Versements des revenus consacrés au Fonds des générations	-2 047	-2 243	-2 194	-2 411	-2 528	-2 635
<b>SOLDE BUDGÉTAIRE AU SENS DE LA LOI SUR L'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE</b>	<b>-8 041</b>	<b>-10 998</b>	<b>-9 244</b>	<b>-4 198</b>	<b>-3 937</b>	<b>-3 248</b>
<i>En % du PIB</i>	<i>1,4</i>	<i>1,8</i>	<i>1,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>

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



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

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

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

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

**Résidents du Canada :** FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

**Résidents du Royaume-Uni :** Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne 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 de l'UE :** En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

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

**Résidents des États-Unis :** En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

**Résidents de HK :** En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

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