

Un drame politique s'invite à la mise à jour très attendue d'Ottawa

Par Daren King, Warren Lovely, Taylor Schleich et Ethan Currie

Note: Dans une séquence d'événements plutôt dramatique, la vice-première ministre et ministre des Finances du Canada, Chrystia Freeland, a annoncé sa démission le lundi 16 décembre, le jour même où elle devait présenter l'Énoncé économique d'automne (EEA) tant attendu du gouvernement libéral minoritaire. Malgré l'extraordinaire volatilité politique créée par la démission surprise de Mme Freeland, l'EEA du gouvernement a tout de même été présenté (sans discours d'accompagnement), tandis que Dominic Leblanc était simultanément assermenté en tant que nouveau ministre des Finances du Canada. Un résumé des éléments clés de l'EEA est présenté ci-dessous, bien que la capacité du gouvernement à maintenir la confiance des parlementaires restera à confirmer. Tout cela survient à un moment charnière pour une économie canadienne peu performante. Le président élu des États-Unis, M. Trump, a menacé de mettre en place des tarifs douaniers punitifs, ce qui ajoute une grande incertitude aux perspectives économiques et budgétaires. Des mesures claires et décisives seront probablement nécessaires de la part des dirigeants canadiens à différents niveaux de gouvernement dans tout le pays. Les lecteurs doivent noter que la situation politique du Canada est extrêmement évolutive.

Points saillants

En cette journée vraiment extraordinaire pour le gouvernement libéral au pouvoir, l'énoncé économique d'automne (EEA) très attendue a fait état d'un déficit beaucoup plus important pour 2023-24. Le déficit d'environ 62 milliards \$ confirmé pour l'année fiscale précédente a rompu (par une large marge) un engagement antérieur de limiter le déficit à 40 milliards \$. La détérioration budgétaire de l'année précédente reflétait des provisions supplémentaires pour les revendications des peuples autochtones et des remboursements plus faibles qu'anticipé des aides COVID. Malgré l'augmentation du déficit, le fardeau de la dette pour 2023-24 a été maintenu à 42,1 %, le gouvernement ayant bénéficié de révisions à la hausse significatives du PIB nominal. Pour l'exercice budgétaire en cours, Ottawa prévoit désormais un déficit de 48,3 milliards \$ (soit 1,6 % du PIB), ce qui représente une détérioration par rapport au déficit de 39,8 milliards \$ signalé en avril. Dans l'état actuel des choses, le gouvernement entend respecter sa promesse de réduire le déficit à moins de 1 % du PIB d'ici à 2026-27. Parallèlement, un ratio dette/PIB décroissant au fil du temps reste le « point d'ancrage budgétaire », les ajustements à la hausse du PIB semblant permettre aux autorités fédérales de s'endetter davantage sans enfreindre cet engagement théorique (peu importe que le fardeau de la dette ait augmenté en glissement annuel au cours de l'exercice 2023-24). Conformément à l'érosion budgétaire, il y a encore beaucoup d'emprunts à effectuer, une mini mise à jour du financement orientant l'offre marginale de bons et d'obligations. Alors qu'une exonération temporaire de la TPS précédemment annoncée est maintenue, Ottawa a choisi de ne pas accorder les chèques de 250 \$ prévus pour le début de l'année 2025. Par ailleurs, des mesures politiques ont été prises sur un certain nombre de fronts. Le plus important est sans doute le nouvel allègement fiscal destiné à stimuler l'investissement. Bien qu'elles aillent dans la bonne direction, il n'est pas certain que les incitations marginales visant à stimuler l'investissement et la recherche soient suffisantes pour entraîner le type de renaissance de la productivité dont notre économie, relativement stagnante, a désespérément besoin. Le montant de 1,3 milliard \$ sur six ans pour la sécurité des frontières ne semble pas non plus particulièrement transformateur, alors que l'action (ou l'absence d'action) sera certainement examinée de près par la future administration Trump. Bien que quelques dollars marginaux aient été alloués à la défense nationale, le Canada semble encore loin du niveau de dépenses auquel les membres de l'OTAN doivent s'engager. Il s'agit là d'une autre épine potentielle dans le pied des relations canado-américaines. Le plus important, bien sûr, est la menace de tarifs douaniers américains qui, s'ils étaient appliqués, bouleverseraient les perspectives économiques du Canada. En d'autres termes, les facteurs de risque géopolitiques ajoutent un degré élevé d'incertitude à cette mise à jour budgétaire. Il en va de même pour le contexte politique instable à Ottawa, où l'administration actuelle a constamment besoin du soutien des partis d'opposition dans un parlement minoritaire.

- **Perspectives économiques** - Beaucoup de choses ont changé dans l'économie canadienne depuis la présentation du dernier budget fédéral au printemps : l'inflation est revenue à la cible de 2%, la Banque du Canada a abaissé son taux directeur de 5% à 3,25%, les données historiques du PIB ont été révisées significativement à la hausse, Donald Trump a été élu président des États-Unis et menace de tarifs douaniers les exportations canadiennes, et la politique d'immigration du gouvernement fédéral pour les années à venir a été complètement révisée.

Depuis 1994, le consensus du secteur privé sert de base à la planification fiscale. Il n'y a pas eu de changement à cet égard, la dernière enquête ayant été réalisée en septembre. Depuis le budget 2024-25, la croissance du PIB réel a été revue à la hausse pour 2024, passant de 0,7 % au printemps à 1,3 % aujourd'hui. Cette amélioration est largement due à une croissance démographique plus forte que prévu, à une croissance des salaires plus robuste qui a stimulé la consommation, et à une révision positive des données historiques. En ce qui concerne 2025, la croissance du PIB réel devrait s'accroître pour atteindre 1,7 %, ce qui est inférieur à l'augmentation de 1,9 % prévue dans le budget, principalement en raison d'une modification importante des cibles en matière d'immigration. Il convient également de noter que l'enquête auprès des économistes du secteur privé a été réalisée avant l'élection de Donald Trump, et que l'effet de ses futures politiques potentielles n'a donc pas été pris en compte dans les prévisions de croissance sur lesquelles se base l'EEA. Pour les années suivantes, l'économie canadienne devrait croître de 2,1 % en 2026 et 2027, puis de 2,0 % en 2028 et 2029.

En ce qui concerne le PIB nominal, qui a un impact beaucoup plus important sur les finances publiques et les ancrages fiscaux, l'EEA prévoit une croissance de 4,3 % en 2024, une révision à la hausse par rapport aux 3,7 % prévus dans le budget. Cette amélioration est entièrement due à la révision positive du PIB réel, alors que l'inflation du PIB est restée stable à 3,0 %. La croissance du PIB nominal devrait ensuite ralentir à 3,7 % en 2025 en raison d'une inflation plus faible. Il convient également de noter que la prévision pour l'année à venir a également été revue à la baisse par

rapport au 3,9 % initialement prévu ce printemps. Pour les années suivantes, le consensus prévoit une accélération de la croissance jusqu'à 4,2 % en 2026, avant un ralentissement progressif jusqu'à 4,0 % en 2029.

S'il est un domaine où l'EEA dresse un tableau beaucoup moins reluisant, c'est bien celui du marché de l'emploi. En effet, le taux de chômage au pays a atteint 6,8 % en novembre. En conséquence, le taux de chômage moyen en 2024 a été revu à la hausse, passant de 6,3 % au moment du budget à 6,4 % aujourd'hui. Si cette révision peut sembler marginale, celle pour 2025 est beaucoup plus sévère, puisque le taux de chômage devrait atteindre 6,7 % en moyenne l'année prochaine, contre les 6,3 % initialement prévus au printemps. Les années suivantes, le taux de chômage devrait rester plus élevé que prévu dans le budget sur toute la période de prévision, passant de 6,2 % en 2026 à 5,7 % en 2029.

- **Bilan budgétaire final 2023-24** - Le déficit pour le dernier exercice budgétaire (2023-24) est enfin confirmé. Comme le laissent entendre les rumeurs (les craintes ?), le déficit est considérablement plus important que ce qui avait été annoncé précédemment. Rappelons que le gouvernement s'était précédemment engagé à maintenir le déficit 2023-24 à un niveau égal ou inférieur aux 40 milliards \$ initialement prévus dans le budget 2023. En fin de compte, le déficit fédéral a atteint 61,9 milliards \$ en 2023-24, dépassant les 2 % du PIB. On peut difficilement parler d'erreur d'arrondi, étant donné que le niveau d'environ 40 milliards \$ avait été réitéré (réestimé) pas plus tard qu'en avril. L'ampleur du déficit est en grande partie due aux ajustements de fin d'exercice, dont les plus importants sont les provisions supplémentaires pour les revendications des peuples autochtones (16,4 milliards \$) et les prêts/soutiens non recouverts liés au COVID (4,7 milliards \$). En ce qui concerne les provisions supplémentaires pour les revendications des peuples autochtones, ils sont qualifiés de « paiements futurs potentiels... pour lesquels des actions en justice sont toujours en cours et évoluent ». En ce qui concerne le caractère tardif de l'ajustement budgétaire, le gouvernement note que les provisions supplémentaires pour les revendications des peuples autochtones ont été confirmées après la fin de l'exercice budgétaire. Ainsi, le déficit de 2023-24 enfreint de manière significative un engagement antérieur. Toutefois, la nature ponctuelle de certains éléments signifie que les soldes des exercices budgétaires actuels et futurs sont beaucoup moins radicalement modifiés, comme nous le détaillons ci-dessous.
- **Perspectives budgétaires révisées pour 2024-25** - Selon l'EEA Ottawa prévoit maintenant un déficit de 48,3 milliards \$ (ou 1,6 % du PIB) pour 2024-25. Cela représente une détérioration nette de 8,5 milliards \$ par rapport au plan budgétaire d'avril 2024, qui prévoyait un déficit de 39,8 milliards \$. L'érosion en cours d'exercice tient compte à la fois de l'évolution économique depuis le dépôt du budget et des nouvelles mesures politiques (dont certaines avaient été annoncées avant l'EEA et d'autres ont été confirmées aujourd'hui). Au total, les mesures politiques postérieures au budget ajoutent 5,5 milliards \$ au déficit en 2024-25 (ce qui équivaut à une légère augmentation de 0,2 % du PIB).
- **Perspectives budgétaires à moyen terme** - Bien qu'elle doive être interprétée avec une certaine prudence, compte tenu de l'évolution de la situation politique à Ottawa, l'EEA présente une trajectoire budgétaire révisée sur une base prospective de cinq ans (c'est-à-dire jusqu'en 2029-30). Dans l'ensemble, les exercices à venir sont un peu plus marqués à l'encre rouge que le budget 2024, bien que la détérioration nette du solde annuel moyen soit relativement modeste par rapport aux recettes fédérales ou au PIB nominal. Il est certain que le changement par rapport au budget pour les années à venir est beaucoup moins frappant que ce qui a été confirmé pour le dernier exercice (c'est-à-dire 2023-24). Tout en manquant clairement l'objectif budgétaire fixé pour 2023-24, l'EEA réitère un engagement distinct selon lequel le ratio du déficit au PIB doit tomber en dessous de 1 % d'ici à 2026-27. Des détails supplémentaires sur le « point d'ancrage budgétaire » le plus important et le plus souvent répété du gouvernement - le ratio de la dette fédérale au PIB - peuvent être trouvés ci-dessous.
- **Fardeau de la dette et part des intérêts** - Compte tenu du déficit nettement plus important prévu pour 2023-24, la dette fédérale s'est élevée à 1 236 milliards \$ à la fin de l'exercice fiscal précédent. En fin de compte, il y avait donc 21 milliards \$ de plus de dette non planifiée en mars 2024. Il convient toutefois de noter que les révisions favorables (positives) du PIB nominal - communiquées précédemment par Statistique Canada - aident le calcul du ratio de la dette au PIB, qui fait l'objet d'une attention particulière. Le fardeau de la dette a terminé l'exercice 2023-24 à 42,1 %, ce qui n'est peut-être pas une coïncidence, mais correspond exactement au ratio estimé pour la dernière fois dans le budget 2024. Le fait que l'augmentation de la charge de la dette d'une année à l'autre soit plus importante que ce qui avait été envisagé précédemment est moins clairement reconnu. Parallèlement, l'EEA réaffirme que le principal objectif budgétaire du gouvernement - son « ancrage budgétaire » - reste la diminution du ratio de la dette fédérale au PIB au fil du temps. Ainsi, après avoir augmenté au cours de l'exercice précédent, le nouveau plan budgétaire prévoit une légère diminution du ratio dette/PIB à partir de 2024-25 (à 41,9 %). Compte tenu du profil budgétaire à moyen terme, le scénario de base prévoit que le ratio dette/PIB diminue chaque année jusqu'en 2029-30 (où un ratio de 38,6 % est sommairement estimé). Une fois de plus, pour être clair, l'encours de la dette fédérale sera plus élevé que prévu, compensé dans une certaine mesure par l'amélioration du point de départ de la production nominale. Entre-temps, les charges de la dette fédérale devraient absorber près de 11 % des recettes fédérales totales en 2024-25 et les années suivantes. Cette charge d'intérêt était en moyenne plus proche de 7 % des recettes avant la pandémie, la facture d'intérêt annuelle ayant plus que doublé au cours des deux derniers exercices (de 2022-23 à 2024-25). En dépit de la situation budgétaire moins favorable décrite ici (par rapport au budget), il y avait une section habituelle soulignant les caractéristiques budgétaires relativement favorables du Canada par rapport à de nombreux pays avancés. Cela inclut le ratio dette nette des administrations publiques/PIB le plus bas du G7 et ce que l'EEA appelle « l'avantage du Canada en matière de taux d'intérêt ». L'EEA fait également référence aux travaux du directeur parlementaire du budget, un organisme non partisan, qui avait précédemment qualifié la politique budgétaire fédérale de soutenable à long terme. Ces rappels sont vraisemblablement destinés à apaiser les inquiétudes suscitées par l'augmentation des déficits fédéraux et l'alourdissement de la dette actuelle.
- **Nouvelles initiatives** - L'EEA 2024 prévoit un stimulus marginal de 21,3 milliards \$ jusqu'en 2029-30. Le budget est divisé en trois chapitres, qui mettent l'accent sur la réduction des coûts, les initiatives d'investissement et la sécurité/gouvernance. Les éléments clés sont mis en évidence ci-dessous.

Réduire le coût de la vie au quotidien (3,15 milliards \$): L'élément le plus important de ce chapitre est ce que le gouvernement appelle « offrir un congé de taxe à toute la population canadienne », ou le congé de deux mois pour la TPS/TVH annoncé précédemment. Un montant de 1,64 milliard \$ a été affecté à cette mesure. Il est à noter que les chèques de 250 \$ initialement annoncés précédemment ne sont pas inclus dans l'EEA. Ce chapitre contient également une poignée de mesures liées au logement, notamment des prêts sans intérêt pour les coûts des propriétaires liés à la rénovation énergétique et des fonds supplémentaires pour l'initiative fédérale de logement communautaire.

Investir pour faire augmenter les salaires (18,5 milliards \$): C'est le chapitre de l'EEA qui contient les dépenses les plus importantes. L'impact fiscal le plus important réside dans la prolongation de l'incitation à l'investissement accéléré (IIA), dont le coût est estimé à 17,4 milliards \$ jusqu'en 2029-30. L'EEA a proposé de rétablir complètement l'IIA dans le but de stimuler l'investissement dans les entreprises domestiques. Cette mesure fiscale

permettra de bonifier les déductions pour amortissement pour la machinerie et l'équipement de fabrication ou de transformation, ainsi que pour la production d'énergie propre, la conversion ou l'équipement pour véhicules. Le gouvernement veut s'assurer que l'impôt sur les sociétés du Canada reste compétitif parmi les pays du G7, en soulignant que le taux marginal d'imposition effectif du Canada est actuellement le plus bas de tous les pays du G7. Le gouvernement cherche également à renforcer le secteur de l'IA au Canada en annonçant la Stratégie canadienne sur la capacité de calcul souveraine pour l'IA, qui fournira 2,4 milliards \$ au cours des six prochaines années afin de « préserver la position du Canada en tant que leader mondial de l'IA ». L'EEA présente également les projets du gouvernement fédéral visant à « débloquer l'investissement dans les fonds de pension au Canada ». Plus précisément, la mise à jour expose certaines initiatives, notamment la suppression de la règle des 30 % pour les entités canadiennes, ce qui facilitera l'investissement des fonds de pension nationaux. La mise à jour fiscale a également annoncé que le gouvernement envisageait d'assouplir les restrictions sur la propriété par le secteur privé des sociétés de services publics appartenant aux municipalités, et de consulter sur des réglementations potentielles visant à accroître la transparence des investissements des fonds de pension pour les plus grands régimes sous réglementation fédérale. Un autre point important de ce chapitre vise à « stimuler la recherche scientifique et le développement expérimental » (RS&DE) par le biais d'incitatifs fiscaux. L'EEA propose une poignée de nouvelles améliorations au programme de RS&DE, notamment une extension bonifiée des crédits remboursables aux sociétés canadiennes cotées en bourse, une augmentation de la limite des dépenses annuelles pour le crédit d'impôt à l'investissement majoré à 35 % pour les sociétés privées, et un relèvement des seuils d'imposition progressif du capital imposable. Ces propositions représentent un coût total de 1,9 milliard \$ au cours des six prochaines années. Sur ce montant, 0,75 milliard \$ serait financé par le budget 2024.

Sûreté, sécurité et gouvernance équitable (+0,5 milliard \$): Le renforcement des sanctions contre la criminalité financière (+0,63 milliard \$) et la répression de l'évasion fiscale (+2,88 milliards \$) font de ce chapitre une source de recettes nettes, bien qu'il y ait quelques initiatives supplémentaires en matière de dépenses. Il convient de noter que 1,3 milliard \$ a été alloué à la sécurisation de la frontière, en réponse à une question soulevée par le président élu Trump. L'EEA propose également de fournir une enveloppe à Sécurité publique Canada, à l'Agence des services frontaliers du Canada, au Centre de la sécurité des télécommunications et à la GRC afin de protéger la sécurité publique et l'intégrité de notre système d'immigration. Toujours dans le domaine de la sécurité publique, l'EEA propose un plan triennal de 0,6 milliard \$ pour financer Sécurité publique Canada et la GRC dans leur objectif de retirer les armes à feu interdites des communautés.

- **Mise à jour de la stratégie de gestion de la dette** – Avec un déficit plus important que prévu et des transactions non budgétaires supplémentaires, la question du financement se pose naturellement. Une mise à jour de la stratégie de gestion de la dette peut apporter certaines réponses, bien que les indications sur le programme d'emprunt se limitent à 2024-25 (c'est-à-dire aux trois prochains mois). Néanmoins, nous allons passer en revue quelques points importants pour le reste de l'année fiscale :
 - Le gouvernement émettra 23 milliards \$ supplémentaires de bons du Trésor par rapport aux prévisions du budget 2024, l'objectif d'encours en fin d'année étant relevé de 272 milliards \$ à 295 milliards \$.
 - L'émission brute d'obligations de 224 milliards \$ signalée en avril a également été revue à la hausse. Il y aura 13 milliards \$ d'obligations supplémentaires vendues en 2024-25.
 - Au total, cela représente 36 milliards \$ de nouvelles offres nettes par rapport à ce qui avait été prévu dans le budget (soit une augmentation de 7,2 %).
 - Les 13 milliards \$ d'émissions marginales d'obligations se répartiront comme suit : +6 milliards \$ à 2 ans, +3 milliards \$ à 5 ans, +3 milliards \$ à 10 ans et +1 milliard \$ à 30 ans. Il est à noter que la nouvelle offre d'obligations est répartie sur la courbe de *manière largement* proportionnelle au plan précédent, de sorte qu'il n'y a pas d'impact majeur sur la durée moyenne pondérée. Cependant, une part disproportionnée des nouveaux besoins sera financée sur le marché des bons, ce qui signifie que l'encours global de la dette sera plus court que dans le plan précédent.
 - Pour tenir compte de l'augmentation des émissions obligataires au cours des trois prochains mois, la taille des émissions de référence a été revue à la hausse dans tous les cas (de 2 milliards \$ pour les obligations à long terme à 6 milliards \$ pour les obligations à 2 ans et à 10 ans). En outre, une cinquième émission à 2 ans sera ajoutée au calendrier trimestriel des émissions obligataires (qui sera probablement publié dans le courant de la semaine).
 - En ce qui concerne la taille des émissions, nous pouvons déduire que les adjudications pour le dernier trimestre de l'année fiscale seront les suivantes : 5,5 milliards \$ pour les 2 ans, 6 milliards \$ pour les 5 et 10 ans et 2,5 milliards \$ pour les 30 ans.
 - En ce qui concerne le programme d'obligations vertes, le gouvernement a l'intention d'émettre 2 milliards \$ sur le reste de l'année fiscale. Avec la réouverture en octobre de l'obligation verte de mars 2033 pour un montant de 2 milliards \$, le gouvernement atteindrait son objectif d'émission de 4 milliards \$ à partir du budget 2024.

- **Notes de crédit à long terme actuelles** — S&P: AAA, Stable | Moody's: Aaa, Stable | DBRS: AAA, Stable | Fitch: AA+, Stable

[Se reporter à notre *Provincial Ratings Snapshot* pour des renseignements plus détaillés sur les facteurs/critères déterminant la notation]

État sommaire des opérations

Tableau A1.6

État sommaire des opérations

en milliards de dollars

	Projections						
	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026	2026- 2027	2027- 2028	2028- 2029	2029- 2030
Revenus budgétaires	459,5	495,2	516,2	537,1	563,1	586,3	612,8
Charges de programmes excluant les pertes actuarielles nettes	466,7	485,7	500,3	509,3	529,7	549,7	570,3
Frais de la dette publique	47,3	53,7	54,2	57,6	62,0	66,3	69,4
Total des charges, excluant les pertes actuarielles nettes	513,9	539,5	554,5	567,0	591,7	615,9	639,7
Solde budgétaire avant les pertes actuarielles nettes	-54,4	-44,3	-38,3	-29,8	-28,6	-29,6	-27,0
Pertes actuarielles nettes	-7,5	-4,0	-3,8	-1,1	-1,8	1,9	4,0
Solde budgétaire – Énoncé économique de l'automne de 2024	-61,9	-48,3	-42,2	-31,0	-30,4	-27,8	-23,0
Situation financière							
Total des passifs	2 057,8	2 150,9	2 268,5	2 363,7	2 463,6	2 559,8	2 643,7
Actifs financiers	705,0	748,2	819,3	879,5	945,8	1 010,7	1 067,7
Dette nette	1 352,8	1 402,7	1 449,2	1 484,2	1 517,8	1 549,1	1 576,0
Actifs non financiers	116,6	121,3	125,6	129,6	132,9	136,4	140,3
Dette fédérale¹	1 236,2	1 281,5	1 323,6	1 354,6	1 385,0	1 412,7	1 435,7
Pourcentage du PIB							
Revenus budgétaires	15,7	16,2	16,3	16,3	16,4	16,4	16,5
Charges de programmes excluant les pertes actuarielles nettes	15,9	15,9	15,8	15,4	15,4	15,4	15,3
Frais de la dette publique	1,6	1,8	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
Solde budgétaire	-2,1	-1,6	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6
Dette fédérale	42,1	41,9	41,7	41,0	40,2	39,5	38,6

¹ Le niveau projeté de la dette fédérale pour 2024-2025 comprend une estimation d'autres gains globaux de 0,4 milliard de dollars pour les sociétés d'État entreprises et d'autres entreprises publiques, et une estimation de 2,6 milliards de dollars pour les gains nets de réévaluation sur les instruments financiers, y compris les accords de swap, les contrats à terme sur devises et autres instruments financiers.

² Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.



Abonnez-vous à nos publications : 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.