

## Des revenus supérieurs permettent une hausse marginale des dépenses et une consolidation fiscale

Par Daren King, Warren Lovely et Taylor Schleich

### Points saillants

Malgré une croissance économique moins vigoureuse qu'en 2023, l'économie de l'Ontario devrait se porter mieux en 2024 que prévu, grâce à une nouvelle année de croissance démographique record. L'énoncé économique d'automne (EEA) l'Ontario a également apporté de bonnes nouvelles sur le plan budgétaire. La trajectoire du solde budgétaire a été revue à la hausse, le déficit prévu pour cette année ayant été ramené à 6,6 milliards \$ par rapport aux 9,8 milliards \$ prévus dans le budget 2024. Avec les révisions positives pour 2023-24 (concrétisées dans les comptes publics), il y a maintenant une réduction impressionnante de 9,1 milliards \$ de l'encre rouge attendue pour les quatre années se terminant en 2026-27 (par rapport au budget 2024). Bien que la province reste concentrée sur le retour à l'équilibre et qu'elle ait réaffirmé son calendrier pour 2026-27, nous notons que le budget 2025-26 est techniquement équilibré avant la prise en compte de la réserve de 1,5 milliard \$. Il est à noter que la province a été en mesure de fournir des orientations budgétaires nettement améliorées même après des initiatives de dépenses et des réductions d'impôts non négligeables, notamment un « rabais » de 200 \$ pour les contribuables, dont le coût est estimé à 3,0 milliards \$. Il existe toutefois des risques pour les finances publiques. La récente révision des cibles en matière d'immigration, qui devrait avoir un impact disproportionné sur l'Ontario, pourrait peser sur les finances de la province. Par ailleurs, l'amélioration des perspectives budgétaires et la réduction des besoins d'emprunt qui en découle ont conduit à une révision à la baisse de la trajectoire de la dette nette par rapport au PIB de 1,4 % par rapport au budget 2024 (pour atteindre 37,8 % du PIB en 2024-25). Le ratio des intérêts sur la dette par rapport aux recettes (c.-à.-d., la charge de la dette) a également été revu à la baisse par rapport au budget (de 6,8 % à 6,0 %). En ce qui concerne les emprunts, il y a 0,7 milliard \$ de moins à emprunter cette année que ce qui avait été prévu. La province a comblé 85 % de ses besoins officiels (37,5 milliards \$) à environ 58 % de la fin de l'exercice financier. Il est donc juste de qualifier le programme de financement de l'Ontario de confortablement « en avance sur le calendrier ».

■ **Perspectives économiques** - Bien que la croissance économique de l'Ontario ait ralenti au premier semestre 2024 par rapport à l'année précédente en raison de l'impact des taux d'intérêt élevés, le PIB a jusqu'à présent augmenté à un rythme plus élevé que la moyenne nationale cette année, soutenu par une forte croissance démographique. En outre, la performance économique de l'Ontario depuis le début de l'année a été meilleure que prévu dans le budget 2024, ce qui a conduit à une révision à la hausse de la croissance du PIB réel pour 2024, de 0,3 % à 0,9 %. Pour les années subséquentes, la croissance devrait s'améliorer pour atteindre 1,7 % en 2025 (révisé de 1,9 %) grâce à la baisse des taux d'intérêt et atteindre 2,3 % en 2026 et 2027 (révisé de 2,2 %). La croissance du PIB nominal en 2024 a également été revue à la hausse par rapport au budget, passant de 2,7 % à 3,8 %, ce qui explique la surprise positive au niveau des recettes de la province. Pour les années à venir, le PIB nominal devrait croître de 3,9 % en 2025 (inchangé par rapport au budget) et de 4,4 % en 2026 (révisé de 4,3 %) et 2027 (révisé de 4,1 %). Bien que ces prévisions soient prudemment inférieures à la médiane des prévisions des économistes du secteur privé en date du 19 septembre, les révisions importantes des cibles d'immigration annoncées la semaine dernière par le gouvernement fédéral ajoutent une incertitude supplémentaire à la capacité de l'économie de l'Ontario d'atteindre une telle croissance. En effet, l'Ontario sera impacté de manière disproportionnée par rapport aux autres provinces canadiennes par la volonté de réduire le poids des résidents non permanents à 5% de la population totale d'ici 2026, puisqu'ils représentent actuellement 8,5% de la population ontarienne contre 7,3% de la population de l'ensemble du pays. Par ailleurs, l'Ontario, qui accueille également une proportion importante de résidents permanents, sera également plus affecté par la réduction des cibles dans cette catégorie d'immigration. En ce qui concerne le marché du travail, l'Ontario a continué d'afficher des créations d'emplois depuis le début de l'année 2024, mais n'a pas réussi à suivre le rythme de la croissance démographique. Par conséquent, le taux de chômage est passé d'une moyenne de 5,7 % en 2023 à une moyenne de 6,8 % pour les trois premiers trimestres de 2024. Pour cette raison, le taux de chômage moyen pour 2024 a été revu à la hausse à 6,9 %, contre 6,6 % dans le budget. Il devrait ensuite rester stable à 6,9 % en 2025 (révisé de 6,6 %) avant de diminuer à 6,3 % en 2026 (révisé de 6,4 %) et à 6,0 % en 2027 (révisé de 6,2 %). Étant donné que la hausse récente du taux de chômage est due notamment à une augmentation importante du taux de chômage des nouveaux immigrants, l'abaissement des seuils d'immigration pourrait limiter les dégâts sur le marché de l'emploi et faire baisser plus rapidement le taux de chômage.

### Sommaire des perspectives économiques de l'Ontario

(en pourcentage)

	2023	2024p	2025p	2026p	2027p
Croissance du PIB réel	1,4	0,9	1,7	2,3	2,3
Croissance du PIB nominal	4,3	3,8	3,9	4,4	4,4
Croissance de l'emploi	2,4	1,4	1,5	1,4	1,2
Inflation de l'IPC	3,8	2,5	2,1	2,0	2,0

p = projection de planification du ministère des Finances de l'Ontario fondée sur des sources externes au 19 septembre 2024.

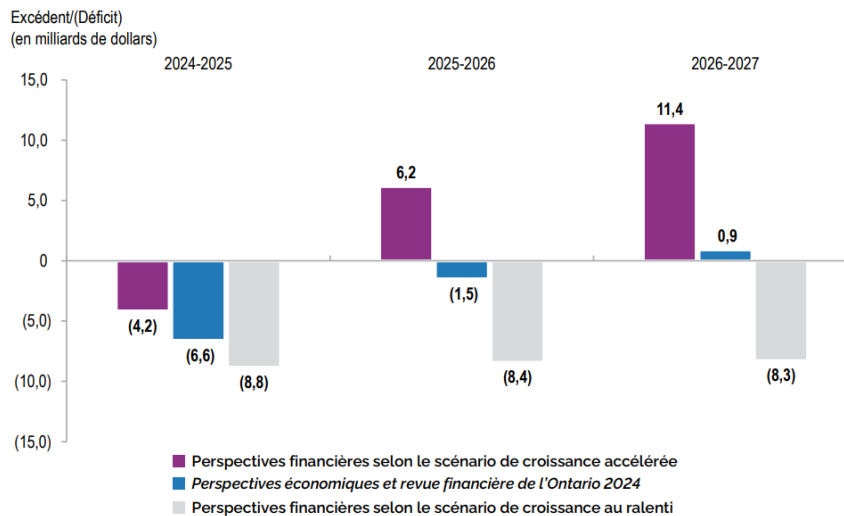
Sources : Statistique Canada et ministère des Finances de l'Ontario.

- **Perspectives budgétaires révisées pour 2024-25** - 3,2 milliards \$ ont été retranchés du manque à gagner signalé dans le budget de printemps, le déficit étant maintenant télégraphié à 6,6 milliards \$ (0,6 % du PIB). Pour ce qui est des raisons de cet embelli, la province peut remercier une amélioration majeure des perspectives de revenus, puisque l'on s'attend maintenant à ce que 6,9 milliards \$ supplémentaires (+3,4 %) soient versés dans les coffres de l'État. L'augmentation des recettes de l'impôt sur le revenu (+5,6 % par rapport au budget), de la taxe de vente (+3,1 %) et de l'impôt sur les sociétés (+12,0 %) est à l'origine de la majeure partie de l'amélioration des prévisions. De l'autre côté des résultats, la province a pu réduire de 1,2 milliard \$ ses dépenses d'intérêt prévues. Grâce à cela et aux recettes imprévues, un pouvoir de dépense supplémentaire est devenu disponible et, en effet, les dépenses de programmes devraient être supérieures de 5 milliards \$ (2,5 %) aux prévisions du budget de 2024. Plus particulièrement, les dépenses marginales serviront à financer une « remise » de 200 \$ pour les contribuables ontariens, tandis qu'un milliard de dollars supplémentaires ont été alloués à l'enveloppe de la santé. Enfin, la réserve pour l'année reste fixée à 1 milliard \$, ce qui procure à l'Ontario une amélioration budgétaire marginale si toutes les recettes et les dépenses sont réalisées comme prévu.
- **Perspectives budgétaires pour les années à venir (2025-26 et 2026-27)** - Les perspectives budgétaires sont également plus favorables pour les deux années à venir. Le déficit prévu pour 2025-26 a été réduit de 3,2 milliards \$ et n'est plus que de 1,5 milliard \$ (0,1 % du PIB). Il est à noter que ce montant équivaut à la réserve budgétée, ce qui signifie qu'un retour à l'encre noire l'année prochaine est envisageable. Par ailleurs, le léger excédent qui avait été prévu pour 2026-27 (0,5 milliard \$) semble maintenant un peu plus sain, à 0,9 milliard \$ (0,1 % du PIB). La réserve de 2,0 milliards \$ mise de côté pour 2026-27 reste inchangée par rapport au budget. À l'instar des prévisions actualisées pour 2024-25, les recettes et les dépenses des années ultérieures sont en hausse par rapport au plan budgétaire précédent, mais les 7,5 milliards \$ d'entrées supplémentaires compensent largement les 3,9 milliards \$ d'augmentation des dépenses. Si l'on exclut la baisse attendue des charges d'intérêt, les dépenses de programme supplémentaires (+5,4 milliards \$) sont encore inférieures aux recettes marginales.

Il convient d'ajouter que les comptes publics 2023-24 ont révélé que le déficit de l'année dernière était inférieur de 2,4 milliards \$ à l'estimation du budget 2024. Si l'on additionne tous ces éléments, la mise à jour d'aujourd'hui réduit de 9,1 milliards \$ l'encre rouge cumulée des projections budgétaires du mois de mars. Il va sans dire que ces développements sont encourageants et devraient être accueillis favorablement par les agences de notation. Parallèlement, les risques budgétaires doivent être signalés et les hypothèses économiques qui sous-tendent ces projections budgétaires pourraient s'avérer trop optimistes. Ce n'est pas la faute de la province - après tout, elle suppose (prudemment) que la croissance du PIB sera légèrement inférieure à la moyenne des projections du secteur privé - mais les récentes révisions apportées par le gouvernement fédéral à ses plans d'immigration sont sans équivoque négatives pour les perspectives du PIB. Cela n'est peut-être pas assez important pour effacer ces améliorations budgétaires, mais les risques liés aux futures mises à jour sont orientés à la baisse.

En ce qui concerne les scénarios alternatifs, l'EEA présente des scénarios de croissance plus rapide et plus lente et les impacts budgétaires associés. Selon le scénario de croissance plus lente, le déficit en 2024-25 passerait à 8,8 milliards \$ et resterait supérieur à 8 milliards \$ les deux années suivantes. Le scénario de croissance plus rapide, quant à lui, prévoit un déficit de 4,2 milliards \$ cette année et des excédents de 6,2 milliards \$ et de 11,4 milliards \$ par la suite.

### Scénarios des perspectives financières de l'Ontario



Source : ministère des Finances de l'Ontario.

- **Nouvelles initiatives** - L'Ontario a profité de sa mise à jour de mi-année pour lancer ou améliorer certaines politiques sur les mêmes axes que ceux identifiés en 2023 : « Œuvrer pour vous » et « Bâtir l'Ontario ». Le premier thème comprend la mesure la plus importante de l'EEA, un remboursement d'impôt de 200 \$ qui sera distribué au début de 2025 à l'ensemble des 12,5 millions de contribuables ontariens et à 2,5 millions d'enfants admissibles (qui ont droit à la Prestation canadienne pour enfants). Cette mesure devrait coûter 3 milliards \$. Parmi les autres mesures de l'axe « Œuvrer pour vous », l'EEA annonce également la prolongation de la réduction de la taxe sur l'essence de 5,7 cents par litre jusqu'en juin 2025 (une mesure que le gouvernement a prolongée tous les six mois depuis juillet 2022). Il y a aussi un investissement supplémentaire de 150 millions \$ pour élargir le Programme de fertilité de l'Ontario et un engagement à instaurer un nouveau crédit d'impôt pour la fertilité dans le budget 2025-26.

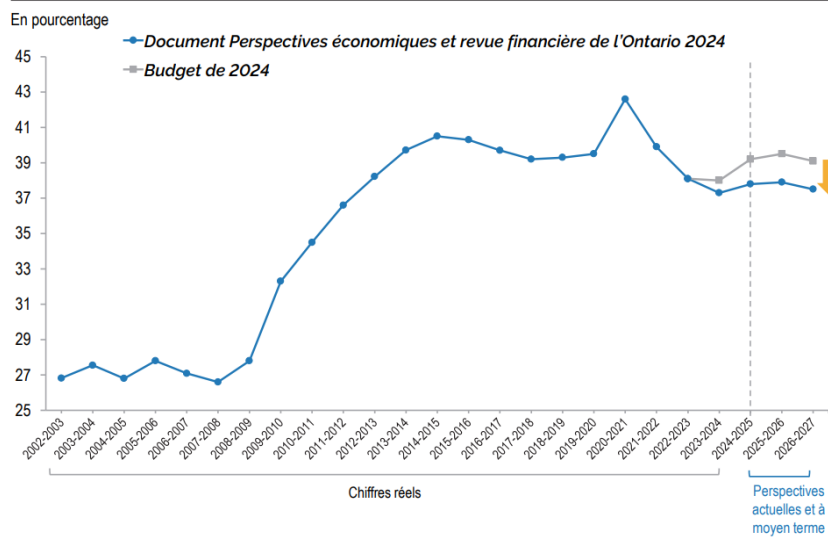
En ce qui concerne les mesures de l'axe « Bâtir l'Ontario », l'EEA propose d'investir 94 millions \$ supplémentaires pour la phase 2 de la stratégie des sciences de la vie et d'allouer 100 millions \$ supplémentaires au Fonds Investir Ontario afin d'attirer des investissements majeurs dans la province. Elle prévoit également d'augmenter le Fonds de partenariat avec les municipalités de l'Ontario de 100 millions \$ au cours des deux

prochaines années afin de soutenir la vitalité économique et la soutenabilité des municipalités rurales. Enfin, la province a annoncé qu'elle évaluera la faisabilité d'un nouveau tunnel routier et de transport en commun sous l'autoroute 401.

- **Fardeau de la dette et part des intérêts** - Compte tenu du nouveau tableau budgétaire amélioré pour 2024-25 (et des ajustements finaux de l'année précédente, qui ont servi de base ou de point de départ), la dette nette de l'Ontario devrait s'élever à 429 milliards \$ à la fin de l'exercice financier. Cela représente une baisse de 10 milliards \$ par rapport au niveau projeté dans le budget de mars. Une stratégie de réduction de la dette fixe des limites à l'endettement relatif, ce qui implique de rapporter la dette nette au PIB nominal et aux recettes totales. Selon le premier critère, la dette nette est désormais estimée à 37,8 % du PIB pour 2024-25, alors que la limite est fixée à 40 %. Compte tenu du niveau réduit de la dette et d'une économie plus résiliente, il y a eu un bel ajustement par rapport au plan budgétaire qui prévoyait un ratio dette/PIB de 39,2 %. Le scénario de base prévoit que le ratio dette/PIB diminuera légèrement au cours de chacun des deux prochains exercices budgétaires, pour atteindre 37,5 % en 2026-27. En ce qui concerne le ratio dette/ revenus, l'Ontario s'attend toujours à dépasser légèrement la limite de 200 % qu'elle s'est imposée en 2024-25. Toutefois, l'ampleur du dépassement est considérablement moindre que dans le plan budgétaire (202 % contre 214 % dans le budget). La dette pourrait continuer à osciller légèrement au-dessus de 200 % des recettes au cours du prochain exercice, l'objectif du gouvernement devant être atteint en 2026-27.

L'Ontario se concentre également sur l'abordabilité de la dette, ayant fixé une limite de 7,5 % pour le ratio étroitement surveillé des intérêts sur la dette par rapport aux recettes (c.-à.-d., la charge de la dette). Cette mesure est maintenant projetée à 6,0 % pour 2024-25. Bien que la part des intérêts soit en hausse par rapport au niveau record de 5,5 % atteint en 2023-24, l'EEA révèle une marge non négligeable et relativement plus importante par rapport à la limite imposée par la réglementation que ce qui avait été prévu au moment de l'élaboration du budget (6,8 %). En outre, ce ratio clé devrait rester relativement contenu à 6,3 % pour chacun des deux prochains exercices. En termes absolus, le montant cumulé des intérêts sur la période de quatre ans allant de 2023-24 à 2026-27 a diminué de plus de 4 milliards \$ depuis le budget - un soulagement bienvenu pour une province dont l'encours de la dette n'est pas négligeable. (Note : À partir du budget 2025, l'Ontario a l'intention de modifier la façon dont il déclare ses frais d'intérêt, en passant d'un concept net à un concept brut. Toutefois, par souci de continuité, le ratio net des intérêts de la dette sur les recettes sera toujours présenté). Dans l'ensemble, l'amélioration de la trajectoire budgétaire mise en évidence précédemment se reflète plus que pleinement dans un fardeau de la dette plus léger et plus abordable, ce dont les agences de notation prendront probablement note.

## Ratio de la dette nette au PIB de l'Ontario



Sources : Statistique Canada et ministère des Finances de l'Ontario.

- **Programme d'emprunt** – Au moment du budget 2024, le plan d'emprunt de l'Ontario prévoyait 38,2 milliards \$ d'émissions brutes à long terme en 2024-25. Ce chiffre a été légèrement revu à la baisse lors d'une mise à jour en août, passant à 37,5 milliards \$. C'est ce montant qui est maintenu dans l'EEA d'aujourd'hui, car l'amélioration fiscale nette offre la possibilité d'augmenter les réserves de liquidités. Pour mettre les choses en perspective, le besoin à long terme de 37,5 milliards \$ équivaut à un peu plus de 2 300 \$ pour chaque Ontarien, ce qui reste confortablement inférieur au besoin moyen pondéré par habitant pour toutes les provinces en 2024-25 (qui est plus proche de 3 300 \$). Il faut reconnaître que l'Ontario a fait d'importants progrès en matière de financement au début de l'exercice financier. À l'heure actuelle, 31,4 milliards \$, soit près de 85 % des besoins officiels, ont été comblés avec 58 % de l'exercice financier complété. Il est donc juste de qualifier le programme de financement de l'Ontario de confortablement « en avance sur le calendrier ». Les progrès par rapport à l'objectif d'emprunt officiel ont été facilités par l'offre d'obligations nationales d'une valeur de 25,3 milliards \$. Les émissions en dollars canadiens représentent actuellement 80 % du total des recettes obligataires, ce qui est conforme à l'objectif de 75 à 90 %. L'Ontario reste très doué pour créer régulièrement des émissions nationales liquides et de grande taille. La province est également restée un chef de file dans le domaine des obligations vertes, ayant lancé deux émissions au cours de l'exercice, y compris la toute première obligation verte provinciale à 30 ans. À l'avenir, on s'attend à ce qu'il y ait plusieurs émissions vertes par exercice. Les marchés internationaux de capitaux ont constitué une importante source de financement en 2024-25, la province ayant obtenu collectivement l'équivalent de 6,1 milliards \$ en dollars américains et en dollars australiens. En ce qui concerne l'avenir, l'Ontario a réduit ses besoins bruts à long terme pour 2025-26 à 35 milliards \$, soit une baisse de 2,7 milliards \$ par rapport au budget 2024, étant donné que l'amélioration du déficit de l'année prochaine atténue les besoins nets de trésorerie. À titre indicatif, l'Ontario prévoit un besoin de financement brut à long terme de 32,6 milliards \$ pour 2026-27 (ce qui est techniquement plus léger, mais pas matériellement différent des prévisions antérieures). En tenant compte des échéances, nous considérons que l'offre nette d'obligations de l'Ontario signalée ici est éminemment gérable/digestible, en particulier à la lumière de la récente traction fiscale, d'une économie nationale jusqu'ici résiliente, de caractéristiques de liquidité favorables et de risques de notation de crédit à la hausse.

## Programme d'emprunt pour 2024-2025 et perspectives à moyen terme

(en milliards de dollars)

	Budget de 2024	Variation en cours d'exercice	Perspectives actuelles	Perspectives à moyen terme	
			2024-2025	2025-2026	2026-2027
Déficit/(Excédent)	9,8	(3,2)	6,6	1,5	(0,9)
Investissements dans les immobilisations	17,7	–	17,7	20,9	20,6
Ajustements au calendrier des opérations hors trésorerie et en espèces	(11,0)	–	(11,0)	(12,0)	(13,9)
Prêts nets et investissements	(0,3)	1,1	0,8	(0,2)	–
Dette arrivant à échéance et rachats	28,0	–	28,0	33,1	26,9
<b>Total des besoins en matière de financement</b>	<b>44,2</b>	<b>(2,1)</b>	<b>42,2</b>	<b>43,3</b>	<b>32,6</b>
Diminution/(Augmentation) des emprunts à court terme	(5,0)	–	(5,0)	–	–
Augmentation/(Diminution) de la trésorerie et des équivalents de trésorerie <sup>1</sup>	(1,0)	1,3	(0,3)	(8,3)	–
<b>Total des emprunts à long terme</b>	<b>38,2</b>	<b>(0,7)</b>	<b>37,5</b>	<b>35,0</b>	<b>32,6</b>

<sup>1</sup> À compter de 2024-2025, les emprunts anticipés seront inscrits dans l'augmentation de la trésorerie et des équivalents de trésorerie de fin d'exercice.

Nota : Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des chiffres, qui ont été arrondis.

Source : Office ontarien de financement.

- **Notes de crédit à long terme actuelles** — S&P: A+, Positive | Moody's: Aa3, Positive | DBRS: AA, Stable | Fitch: AA-, Stable

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



Plan financier détaillé à moyen terme de l'Ontario<sup>1</sup>

(en milliards de dollars)

	Chiffres réels 2023-2024	Perspectives actuelles 2024-2025	Perspectives à moyen terme 2025-2026 2026-2027	
<b>Revenus</b>				
Impôt sur le revenu des particuliers	50,8	54,8	57,2	60,9
Taxe de vente	39,9	40,0	41,0	43,4
Impôt des sociétés	23,1	27,9	27,6	28,8
Contribution-santé de l'Ontario (CSO)	5,0	5,1	5,3	5,6
Impôts fonciers prélevés aux fins scolaires	5,8	5,8	5,8	5,9
Tous les autres impôts et taxes	17,3	18,1	20,2	21,2
<b>Total des revenus fiscaux</b>	<b>141,9</b>	<b>151,7</b>	<b>157,2</b>	<b>165,6</b>
Gouvernement du Canada	34,3	36,3	37,6	38,7
Revenus tirés des entreprises publiques	7,4	6,7	7,5	7,5
Autres revenus non fiscaux	22,3	18,0	18,5	18,9
<b>Total des revenus</b>	<b>205,9</b>	<b>212,6</b>	<b>220,8</b>	<b>230,7</b>
<b>Programmes</b>				
Secteur de la santé	85,5	86,0	88,1	90,0
Secteur de l'éducation <sup>2</sup>	37,2	37,6	38,8	39,5
Secteur de l'éducation postsecondaire	13,2	12,2	12,5	13,1
Secteur des services à l'enfance et des services sociaux et communautaires	19,4	20,0	20,1	20,1
Secteur de la justice	6,0	6,2	5,7	5,7
Autres programmes	33,9	43,6	41,6	45,0
<b>Total – Programmes</b>	<b>195,2</b>	<b>205,5</b>	<b>206,8</b>	<b>213,3</b>
Intérêt sur la dette	11,4	12,7	14,0	14,5
<b>Total des charges</b>	<b>206,6</b>	<b>218,3</b>	<b>220,8</b>	<b>227,8</b>
<b>Excédent/(Déficit) avant réserve</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(5,6)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>2,9</b>
Réserve	–	1,0	1,5	2,0
<b>Excédent/(Déficit)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(6,6)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>0,9</b>
Dette nette en pourcentage du PIB	37,3 %	37,8 %	37,9 %	37,5 %
Dette nette en pourcentage des revenus	198,1 %	201,8 %	202,6 %	200,2 %
Intérêt sur la dette en pourcentage des revenus	5,5 %	6,0 %	6,3 %	6,3 %

<sup>1</sup> Pour un sommaire financier, en millions de dollars, des revenus, des charges et des excédents/(déficits) à moyen terme, consultez le tableau 3.1.

<sup>2</sup> Exclut le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario. Les charges au titre de ce régime sont incluses dans le poste Autres programmes.

*Nota* : Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des chiffres, qui ont été arrondis. Les perspectives actuelles et à moyen terme représentent en majeure partie les renseignements disponibles au 30 septembre 2024.

Sources : Secrétariat du Conseil du Trésor de l'Ontario et ministère des Finances de l'Ontario.



**Abonnez-vous à nos publications : [BNC.EconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNC.EconomieetStrategie@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 Prudential 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. 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. 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.