

## Équilibre budgétaire maintenu grâce à la réduction de la réserve

### Faits saillants

- Malgré les initiatives annoncées dans le Budget déposé aujourd'hui totalisant 848 millions \$, le gouvernement prévoit un surplus de 850 millions \$ pour l'année financière 2017-2018. La loi requérant le versement de ce surplus à la réserve de stabilisation, celle-ci montera à 5,402 milliards \$.
- Pour 2018-2019, la croissance prévue des dépenses de programmes (+4,7 %) excédant celle des revenus (+2,2 %), le gouvernement prévoit prélever 1,587 milliard \$ pour maintenir l'équilibre budgétaire.
- Au cours des deux années financières suivantes, 1,415 milliard \$ sera prélevé dans la réserve de stabilisation pour maintenir l'équilibre budgétaire. De tels prélèvements ne seraient plus nécessaires pour maintenir l'équilibre lors des deux années subséquentes. Après les prélèvements prévus, il resterait 2,4 milliards \$ dans la réserve de stabilisation.
- Les nouvelles mesures contenues dans le budget représentent 16,1 milliards \$ sur six ans. De ce montant, 810 millions \$ seront consacrés à faire face aux défis du marché du travail, dont l'intégration des immigrants. Par ailleurs, 1,2 milliard \$ sera consacré sur cinq ans à des mesures en éducation et en enseignement supérieur. Les dépenses additionnelles en santé et services sociaux se chiffrent à 3,6 milliards \$ sur six ans. La réforme du régime de la taxe scolaire, quant à elle, coûtera 3,2 milliards \$ sur cinq ans.
- Des mesures totalisant 2,3 milliards \$ appuieront les PME, notamment la diminution de 8 % à 4 % de leur taux d'imposition, la réduction graduelle du taux de la cotisation au Fonds des services de santé et un rehaussement du seuil de la masse salariale donnant droit au taux réduit de la cotisation.
- Le volet favorisant l'innovation et les investissements des entreprises comportent des engagements de 1,1 milliard \$, dont 655 millions \$ pour appuyer les secteurs clés de l'économie, notamment le bioalimentaire, les technologies propres, les sciences de la vie et le secteur financier. Dans ce dernier cas, le taux de la taxe compensatoire des institutions financières sera réduit graduellement à compter du 1<sup>er</sup> avril 2018. Le budget confirme l'élimination de la taxe le 31 mars 2024. De plus, un plafond de masse salariale assujettie à la taxe sera mis en place afin de ne pas pénaliser les institutions financières ayant une plus forte présence au Québec.
- Des mesures visant à assurer l'équité fiscale ont aussi été annoncées. Il s'agit entre autres de rendre obligatoire la perception de la taxe de vente du Québec par les fournisseurs hors Québec. On prévoit des revenus de 350 millions \$ sur cinq ans de cette source.
- La croissance du PIB réel prévue est de 2,1 % en 2018, 1,7 % en 2019 et 1,5 % en 2020. Pour ces trois années, la croissance moyenne prévue du PIB nominal est de 3,3 %. Ces prévisions sont comparables à celles du secteur privé.
- L'amélioration de la situation financière permet de hausser les investissements du Plan québécois des infrastructures (PQI) 2018-2028 à un niveau historique. — Les investissements du PQI 2018-2028 sont établis à 100,4 milliards de dollars, ce qui représente un relèvement de 9,3 milliards de dollars par rapport au PQI 2017-2027.
- Avec le Budget 2018, le gouvernement annonce son intention de réduire le poids de la dette en utilisant 10 milliards \$ du Fonds des générations, à raison de 2 milliards \$ par année de 2018-2019 à 2022-2023 pour rembourser des emprunts arrivant à échéance. Malgré les ponctions annuelles prévues, la valeur comptable du Fonds continuera de croître pour passer de 12,8 milliards \$ au 31 mars 2018 à 17,8 milliards \$ au 31 mars 2023.
- Au 31 mars 2018, la dette brute du gouvernement devrait s'établir à 204,5 milliards \$, soit 49,6 % du PIB. Le ratio de la dette brute du gouvernement au PIB continue donc son déclin pour une troisième année consécutive et devrait, selon les documents budgétaires, se maintenir sur une tendance baissière pour atteindre 45 % au 31 mars 2023. Selon les résultats préliminaires, le programme de financement pour l'année 2017-2018 fut de 17,9 milliards \$, dont 9,3 milliards \$ de financement par anticipation. Le programme de financement se chiffre à 13,4 milliards \$ pour 2018-19 et à 18,6 milliards \$ pour 2019-20.

## Un surplus de 850 millions \$ en 2017-2018

Dans le budget de l'an dernier, le gouvernement prévoyait un solde budgétaire nul pour 2017-2018. Les résultats s'avérant bien meilleurs que prévus, le gouvernement aurait réalisé un surplus de 3,037 milliards \$ au cours de cette année s'il s'en était tenu à son budget. Cela dit, les mesures de la mise à jour de novembre dernier ont entamé ce surplus de 1,34 milliard \$ (avec notamment une réduction du fardeau fiscal des particuliers). Dans le budget déposé aujourd'hui, de nouvelles initiatives sont initiées qui totalisent 848 millions \$ pour la présente année financière. Au final, le surplus budgétaire pour 2017-2018 s'établit donc à 850 millions \$. Conformément aux dispositions législatives, ce surplus sera versé à la réserve de stabilisation, laquelle atteindra par le fait même 5,402 milliards \$.

## Budget équilibré pour 2018-2019 et les années subséquentes

Pour 2018-2019, le gouvernement prévoit une croissance des dépenses de programmes de 4,7 %, alors que la croissance des revenus se limite à 2,2 %. Il demeurerait un surplus d'opération de 904 millions \$ mais le versement de 2,491 milliards \$ de revenus dédiés au Fonds des générations créerait un déficit de 1,587 milliard \$ au sens de la Loi sur l'équilibre budgétaire. Ce montant étant prélevé dans la réserve de stabilisation, le budget reste équilibré en bout de ligne.

C'est le rôle de la réserve de stabilisation d'être utilisée en priorité pour maintenir l'équilibre budgétaire. Subsidiairement, elle peut servir à la réduction de la dette par le versement de sommes au Fonds des générations.

Pour les années financières 2019-2020 et 2020-21, la croissance des revenus est prévue être supérieure à celle des dépenses, mais il subsiste des déficits de 936 millions \$ et 479 millions \$ après le versement des revenus dédiés au Fonds des générations. Ces montants seront prélevés dans la réserve, ce qui permettra au gouvernement de présenter un budget équilibré au sens de la Loi sur l'équilibre budgétaire.

À compter de l'exercice 2021-2022, le gouvernement prévoit réaliser l'équilibre budgétaire sans avoir recours à des prélèvements additionnels dans la réserve de stabilisation. Au terme de la période de planification, cette réserve est donc prévue s'établir à 2,4 milliards \$.

## Principales mesures du budget

Les nouvelles mesures contenues dans le budget représentent 16,1 milliards \$ sur six ans. De ce montant, 810 millions \$ seront consacrés à répondre aux défis du marché du travail. Notamment, 446 millions \$ seront dédiés à ce que le Québec dispose d'une main-d'œuvre suffisante. Pour les immigrants,

cela représente 190 millions \$ consacrés entre autres à la bonification des programmes de subventions salariales, l'intégration des nouveaux arrivants et des minorités visibles ou ethniques dans la fonction publique, aux services de francisation et au recrutement de travailleurs et d'étudiants étrangers.

Le crédit d'impôt pour travailleur d'expérience sera étendu aux personnes âgées de 61 ans, tandis que le revenu de travail admissible aux fins du calcul du crédit pour les travailleurs âgés de 62 ans ou plus sera augmenté de 1 000 \$. Cela représente un coût de 36,6 millions \$ pour 2018-2019 (199 millions \$ sur cinq ans). D'autres mesures viseront à augmenter le taux d'activité en général.

Une enveloppe de 278 millions \$ sera utilisée pour rehausser la compétence de la main-d'œuvre. Ces mesures comprennent entre autres la bonification du crédit d'impôt pour stage en milieu de travail et le développement de la formation continue.

Par ailleurs, 1,2 milliard \$ sera consacré sur cinq ans à des mesures en éducation et en enseignement supérieur. Les dépenses additionnelles en santé et services sociaux représentent 3,6 milliards \$ sur six ans.

Des mesures totalisant 2,3 milliards \$ appuieront les PME, notamment la diminution de 8 % à 4 % de leur taux d'imposition, la réduction graduelle du taux de la cotisation au Fonds des services de santé et un rehaussement du seuil de la masse salariale donnant droit au taux réduit de la cotisation.

Le volet favorisant l'innovation et les investissements des entreprises comportent des engagements de 1,1 milliard \$, dont 655 millions \$ pour appuyer les secteurs clés de l'économie, notamment le bioalimentaire, les technologies propres, les sciences de la vie et le secteur financier. Dans ce dernier cas, le taux de la taxe compensatoire des institutions financières sera réduit graduellement à compter du 1<sup>er</sup> avril 2018. À cette date, le taux pour les banques passera de 4,48 % à 4,29 %, pour diminuer à 4,22 % le 1<sup>er</sup> avril 2019 et à 4,14 % le 1<sup>er</sup> avril 2020. Le taux sera fixé à 2,8 % le 1<sup>er</sup> avril 2022. Le budget confirme l'élimination de la taxe le 31 mars 2024. De plus, un plafond de masse salariale assujettie à la taxe sera mis en place afin de ne pas pénaliser les institutions financières ayant une plus forte présence au Québec.

On annonce des mesures pour assurer l'équité fiscale. Il s'agit entre autres de rendre obligatoire la perception de la taxe de vente du Québec par les fournisseurs hors Québec. On prévoit des revenus de 350 millions \$ sur cinq ans de cette source.

La réforme du régime de la taxe scolaire, quant à elle, coûtera 3,2 milliards \$ sur cinq ans.

## Gestion de la dette et besoins d'emprunts

Avec l'adoption de la loi instituant le Fonds des générations en 2006, le gouvernement s'engageait sur la voie de la réduction du poids de la dette. Un peu plus de dix ans après son instauration, la valeur comptable du Fonds atteignait 12,8 milliards \$. Ce montant représente la somme des revenus de placement générés par le Fonds et des montants dédiés à la réduction de la dette qui y ont été déposés. Avec le Budget 2018, le gouvernement annonce son intention d'utiliser 10 milliards \$, à raison de 2 milliards \$ par année de 2018-2019 à 2022-2023, pour rembourser des emprunts arrivant à échéance. Cependant, le Fonds continuera à recevoir les revenus dédiés à la réduction de la dette. Ceux-ci sont estimés à 2,5 milliards \$ pour 2018-19 et devraient atteindre 3,5 milliards \$ en 2022-2023. Par conséquent, malgré les ponctions annuelles de 2 milliards \$ prévues, la valeur comptable du Fonds continuera de croître pour passer de 12,8 milliards \$ au 31 mars 2018 à 17,8 milliards \$ au 31 mars 2023. Le Fonds continuera donc de profiter de l'effet de levier qui a contribué à sa croissance. En fait, la part des revenus de placement dans les sommes versées annuellement au Fonds devrait passer de 18,2 % en 2017-2018 à 27,1 % en 2022-2023.

Au 31 mars 2018, la dette brute du gouvernement devrait s'établir à 204,5 milliards \$, soit 49,6 % du PIB. Le ratio de la dette brute du gouvernement au PIB continue donc son déclin pour une troisième année consécutive. Bien que la dette brute devrait augmenter de 12,3 milliards \$ au cours des cinq prochaines années en raison principalement des investissements en immobilisations pour atteindre 216,9 milliards \$, le ratio de la dette brute au PIB devrait, selon les documents budgétaires, se maintenir sur une tendance baissière pour atteindre 45 % au 31 mars 2023.

Selon les résultats préliminaires, le programme de financement pour l'année 2017-2018 fut de 17,9 milliards \$, dont 9,3 milliards \$ de financement par anticipation. Pour 2018-2019, le programme de financement se chiffre à 13,4 milliards \$, dont 1,9 milliard \$ pour le Fonds Général après l'utilisation du Fonds des générations et de la variation de l'encaisse ainsi que 10,1 milliards \$ pour le Fonds de financement et 1,4 milliard \$ pour Financement-Québec. Pour 2019-2020, le programme de financement est prévu atteindre 18,6 milliards \$ et de se maintenir en moyenne à 18,8 milliards \$ au cours des trois années subséquentes. Il est à noter qu'au cours des 10 dernières années le gouvernement a procédé, en moyenne, à des emprunts par anticipation totalisant 6,6 milliards \$.

## Programme de financement du gouvernement (millions de \$)

	2018-2019	2019-2020
<b>FONDS GÉNÉRAL</b>		
Besoins financiers nets <sup>(1)</sup>	5 012	2 556
Remboursements d'emprunts	8 252	8 215
Utilisation du Fonds des générations pour rembourser des emprunts venant à échéance	-2 000	-2 000
Variation de l'encaisse <sup>(2)</sup>	-9 342	—
<b>FONDS GÉNÉRAL</b>	<b>1 922</b>	<b>8 771</b>
<b>FONDS DE FINANCEMENT</b>	<b>10 100</b>	<b>7 500</b>
<b>FINANCEMENT-QUÉBEC</b>	<b>1 400</b>	<b>2 300</b>
<b>TOTAL</b>	<b>13 422</b>	<b>18 571</b>
Dont : remboursements d'emprunts	16 559	14 079

## Conclusion

Une solide croissance de l'économie combinée à la rigueur budgétaire des dernières années a permis une marge de manœuvre considérable au gouvernement du Québec en cette année électorale. Ce budget est résolument électoraliste dans la mesure où les dépenses de mission croîtront de 4,7 % en 2018-2019 par rapport à 3,0 % en moyenne au cours des quatre exercices précédents. De nombreuses nouvelles mesures ont été annoncées représentant cette année 848 millions \$, qui s'ajoutent aux 1,34 milliard \$ annoncé lors de la mise à jour de novembre dernier. Pour les quatre exercices subséquents, la croissance des dépenses décélèrent en dessous de 3 %. Toutefois, cette décélération n'étant pas suffisante pour équilibrer les budgets des trois prochaines années, il a fallu que le gouvernement puise dans la réserve de stabilisation. Avec un tel soutien du gouvernement, l'économie québécoise pourrait croître au-dessus du potentiel pour les deux prochaines années telles qu'anticipé par le Ministère des finances. Toutefois, au-delà de cet horizon, on ne peut écarter qu'un ralentissement ou une récession compromette ces prévisions relativement optimistes alors que le cycle économique prend de l'âge. À ce titre, nous saluons l'initiative d'un décaissement partiel du Fonds des générations pour rembourser la dette.

Par ailleurs, nous accueillons favorablement les mesures structurantes pour hausser le potentiel de croissance de l'économie québécoise et ainsi limiter l'impact défavorable associé à la baisse de la population en âge de travailler sur les finances publiques. À ce sujet, une majoration du bouclier fiscal pour l'incitation au travail des bas salariés a été

# Québec • Budget 2018

annoncée tout comme une bonification du crédit d'impôt aux travailleurs d'expérience. Le taux de chômage des nouveaux arrivants au Québec est de 6 points de pourcentage supérieur à celui du reste du Canada, une situation qui contribue à la migration interprovinciale négative. À ce titre, le gouvernement entend accorder des ressources pour assurer

une meilleure intégration des immigrants au marché du travail. Enfin, les PME bénéficient d'un allègement fiscal qui pourraient favoriser l'investissement à terme.

**Marc Pinsonneault**

TABLEAU A.8

## Cadre financier consolidé de 2017-2018 à 2022-2023

(en millions de dollars)

	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023
<b>Revenus consolidés</b>						
Impôt des particuliers	29 115	30 549	31 974	33 250	34 594	35 909
Cotisations pour les services de santé	6 049	6 028	6 168	6 291	6 430	6 567
Impôts des sociétés	7 900	8 028	8 060	8 168	8 352	8 537
Impôt foncier scolaire	2 242	1 817	1 706	1 779	1 863	1 948
Taxes à la consommation	20 299	20 921	21 418	21 910	22 433	23 078
Droits et permis	3 947	3 797	3 979	4 117	4 215	4 365
Revenus divers	10 240	10 451	10 820	11 243	11 708	12 077
Entreprises du gouvernement	4 735	4 332	4 470	4 786	5 021	5 264
<b>Revenus autonomes</b>	<b>84 527</b>	<b>85 923</b>	<b>88 595</b>	<b>91 544</b>	<b>94 616</b>	<b>97 745</b>
<i>Variation en %</i>	<i>2,2</i>	<i>1,7</i>	<i>3,1</i>	<i>3,3</i>	<i>3,4</i>	<i>3,3</i>
Transferts fédéraux	22 669	23 674	24 764	25 296	25 621	26 001
<i>Variation en %</i>	<i>12,3</i>	<i>4,4</i>	<i>4,6</i>	<i>2,1</i>	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>
<b>Total des revenus consolidés</b>	<b>107 196</b>	<b>109 597</b>	<b>113 359</b>	<b>116 840</b>	<b>120 237</b>	<b>123 746</b>
<i>Variation en %</i>	<i>4,2</i>	<i>2,2</i>	<i>3,4</i>	<i>3,1</i>	<i>2,9</i>	<i>2,9</i>
<b>Dépenses consolidées</b>						
Santé et services sociaux	-40 240	-42 062	-43 768	-45 455	—	—
Éducation et culture	-22 572	-23 781	-24 645	-25 446	—	—
Économie et environnement	-13 833	-14 374	-14 338	-14 232	—	—
Soutien aux personnes et aux familles	-10 113	-10 372	-10 489	-10 675	—	—
Gouverne et justice	-8 059	-8 724	-8 826	-8 888	—	—
<b>Dépenses de missions</b>	<b>-94 817</b>	<b>-99 313</b>	<b>-102 066</b>	<b>-104 696</b>	<b>-107 294</b>	<b>-110 480</b>
<i>Variation en %</i>	<i>6,5</i>	<i>4,7</i>	<i>2,8</i>	<i>2,6</i>	<i>2,5</i>	<i>3,0</i>
Service de la dette	-9 237	-9 380	-9 422	-9 532	-9 578	-9 664
<i>Variation en %</i>	<i>-3,0</i>	<i>1,5</i>	<i>0,4</i>	<i>1,2</i>	<i>0,5</i>	<i>0,9</i>
<b>Total des dépenses consolidées</b>	<b>-104 054</b>	<b>-108 693</b>	<b>-111 488</b>	<b>-114 228</b>	<b>-116 872</b>	<b>-120 144</b>
<i>Variation en %</i>	<i>5,6</i>	<i>4,5</i>	<i>2,6</i>	<i>2,5</i>	<i>2,3</i>	<i>2,8</i>
Provision pour éventualités	—	—	-100	-100	-100	-100
<b>SURPLUS</b>	<b>3 142</b>	<b>904</b>	<b>1 771</b>	<b>2 512</b>	<b>3 265</b>	<b>3 502</b>
<b>LOI SUR L'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE</b>						
Versements des revenus dédiés au Fonds des générations	-2 292	-2 491	-2 707	-2 991	-3 265	-3 502
Utilisation de la réserve de stabilisation	—	1 587	936	479	—	—
<b>SOLDE BUDGÉTAIRE<sup>(1)</sup></b>	<b>850</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

(1) Il s'agit du solde budgétaire au sens de la Loi sur l'équilibre budgétaire, après utilisation de la réserve de stabilisation.

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

#### Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef  
stefane.marion@bnc.ca

#### Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

#### Krishen Rangasamy

Économiste principal  
krishen.rangasamy@bnc.ca

#### Marc Pinsonneault

Économiste principal  
marc.pinsonneault@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

Économiste principal  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

Analyste géopolitique  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Kyle Dahms

Économiste  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

Économiste  
jocelyn.paquet@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

DG RF, Chef Recherche et stratégie,  
Dette publique  
warren.lovely@bnc.ca

### Général

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

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

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

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

**Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.**

### 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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

## Résidents des États-Unis

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des **membres du personnel** employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces **membres du personnel** hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement reliée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

**Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.**

## Résidents de HK

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

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

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

## Droits d'auteur

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