

## **Fédéral : À l'action, dans un contexte difficile**

Par Warren Lovely, Taylor Schleich et Ethan Currie

### **Sommaire**

- Tout est plus grand aux États-Unis, dit-on. Mais le budget tant attendu d'Ottawa – un des plans budgétaires les plus importants de ces dernières années – a aussi de grandes ambitions. Vous y trouverez un vaste programme (sur plus de 500 pages), assorti de déficits après investissements plus grands et plus durables, des mesures de stimulation et de soutien de grande ampleur et à facettes multiples, un important changement des règles comptables, un fardeau de dettes plus lourd et plus coûteux, sans mentionner des besoins d'emprunt d'un niveau historiquement élevé. C'est un grand coup pour une petite économie ouverte en difficulté sur de nombreux fronts. Certaines mesures nécessaires y sont exposées, mais il reste à voir si l'action d'Ottawa suffira pour sortir le Canada de sa morosité.
- Le déficit 2025-2026 est estimé à 78,3 milliards \$, soit à 2,5 % du PIB. Auparavant, il était chiffré à 42,2 milliards \$. Le déficit accru du présent exercice est envisagé malgré un meilleur point de départ de 2024-2025 et reflète de nouvelles mesures et une conjoncture économique sobre. Le cadre budgétaire pluriannuel envisage un déficit de 65,4 milliards \$ pour 2026-2027 (2,0 % du PIB), qui diminuerait chaque année pour s'établir à 56,6 milliards \$ (1,5 % du PIB) en 2029-2030. Cela concorde avec une des deux « cibles budgétaires » annoncées : une baisse du ratio du déficit au PIB. Même si on tient compte d'un solde amélioré en 2024-2025, le budget ajoute 155 milliards \$ au déficit sur un horizon de plus de six ans jusqu'en 2029-2030 aux indications prospectives officielles antérieures. Cela en fait une des réévaluations pluriannuelles les plus importantes de mémoire récente.
- L'établissement d'un budget en automne est maintenant la norme. Un cadre comptable révisé sépare le budget en deux catégories : fonctionnement et investissement. La restriction/gains d'efficacité caractérisera la première, alors que la deuxième est conçue pour être le catalyseur de nouveaux investissements comme moyen d'assurer une croissance durable. Comme deuxième cible budgétaire, le gouvernement promet d'équilibrer le budget de fonctionnement d'ici 2028-2029. Des progrès devront être accomplis vite, puisqu'un déficit du budget de fonctionnement de 33 milliards \$ en 2025-2026 doit se contracter à moins de 9 milliards \$ d'ici un an. Pour parvenir à un équilibre du budget de fonctionnement, il faudra une sérieuse rétrogradation de la croissance des dépenses de programmes. Pour cela, un processus de réévaluation complet des dépenses définit quelque 12,5 milliards \$ par an d'économies/gains d'efficacité permanents.
- Au total, le budget propose des dépenses d'investissement de 280 milliards \$ d'ici 2029-2030 (dont certaines avaient déjà été annoncées) suivant trois axes : bâtir, protéger et donner plus de pouvoir aux Canadiens et Canadiennes. Il contient une longue liste de mesures – certaines offrant un soulagement à court terme aux secteurs et aux personnes vulnérables, mais surtout visant à dynamiser l'investissement, l'emploi et la productivité et à engendrer une croissance à long terme. Sur les 280 milliards \$, 115 milliards \$ sont prévus pour les infrastructures, 110 milliards \$, pour la productivité et la compétitivité, 30 milliards \$, pour la défense et 25 milliards \$, pour le logement. Ottawa reconnaît ouvertement le problème de sous-investissement actuel du Canada et cherche à s'attaquer à ses causes profondes par la compétitivité fiscale, des réformes de la réglementation et la politique industrielle. Pour attirer des investissements, il faudra transformer les ambitions en résultats tangibles; la réduction des impôts des sociétés est un pas dans la bonne direction, bien qu'une plus grande clarté concernant le rôle de l'énergie conventionnelle dans le plan de réindustrialisation du Canada renforcerait la proposition d'investissement globale.
- La dette fédérale équivaut à 42,4 % du PIB en 2025-2026, en hausse de 1,2 point de pourcentage par rapport à l'exercice précédent. Le fardeau de la dette doit légèrement augmenter au cours de chacune des deux premières années financières, pour culminer à 43,3 % en 2027-2028. Les engagements ou « cibles » budgétaires ne s'étendent pas jusqu'au fardeau de la dette, ce qui marque un éloignement de la plateforme électorale du Parti libéral qui promettait de maintenir un ratio de la dette au PIB sur une trajectoire descendante sur l'horizon budgétaire.
- À 55,6 milliards \$, les frais annuels de la dette publique dépassent un certain nombre d'enveloppes de dépenses clés (dont celle du Transfert canadien en matière de santé). Les intérêts consommaient à peine 7 % des recettes avant la pandémie, mais la charge d'intérêts est en hausse à 11 % et pourrait dépasser 13 % d'ici la fin de l'horizon de planification.
- Malgré cet alourdissement du déficit, la *Stratégie de gestion de la dette* n'annonce *pas* des besoins d'emprunt plus grands en 2025-2026. En fait, les émissions de bons du Trésor ont été légèrement réduites comparativement à la SGD de juillet, alors que le programme des obligations est demeuré intact. À l'avenir, les besoins d'emprunt *diminueront* en 2026-2027 en raison d'une réduction du déficit et de la diminution de la dette parvenant à échéance. Les émissions brutes d'obligations devraient plonger sous les 300 milliards \$ l'an prochain, avec des réductions modestes prévues pour les titres de 2, 5 et 10 ans. Ces changements modifient légèrement la durée moyenne pondérée des émissions de 7,1 à 7,3 ans.
- Après des mois de spéculation, la SGD fait la lumière sur les achats d'Obligations hypothécaires du Canada (OHC) par l'État. Ceux-ci continueront au rythme actuel d'un maximum de 30 milliards \$ par an. De plus, dans le cadre de son ambition de stimuler d'importants investissements dans le secteur du logement, le gouvernement haussera la limite d'émissions annuelles d'OHC à 80 milliards \$ (de 60 milliards \$ auparavant) à partir de 2026. Cela laisse aux investisseurs 20 milliards \$ d'OHC de plus à absorber.
- Nous ne nous attendons pas à ce que le plan budgétaire ait un impact important sur les perspectives de la Banque du Canada. Alors que l'autorité monétaire ne pouvait pas pleinement incorporer les mesures budgétaires dans ses projections, ce degré d'expansion budgétaire cadrerait

probablement avec la fourchette de ses attentes et, donc, ne devrait pas la conduire à repenser ses prévisions économiques et d'inflation. Conformément à ses indications prospectives récentes, la banque centrale maintiendra probablement le statu quo lors de sa prochaine décision de politique monétaire.

- En tout, 567 jours se sont écoulés entre les deux budgets fédéraux. Valait-il la peine d'attendre? Ce sera aux investisseurs, consommateurs, entreprises, parlementaire et peut-être aux électeurs d'en décider ultimement. Les marchés boursiers, de change et obligataires pourraient exprimer un premier verdict. Soulignons que les attitudes des investisseurs étrangers ne sont pas négligeables, étant donné la forte part de la dette du Canada actuellement détenue en dehors de nos frontières.
- Enfin, le fait que le parlement est minoritaire implique que les partis d'opposition auront également leur mot à dire; les réactions du Bloc québécois et du NPD méritent d'être surveillées le plus attentivement. Un rejet éventuel de la politique budgétaire du gouvernement risquerait de déclencher des élections en fin d'année, ce qui semble être au goût de peu de Canadiens. Les enjeux sont donc grands dans ce qui est de plus en plus devenu un moment fatidique pour le Canada.

## Quelques points saillants

### ▪ Contexte économique ➤ *Une conjoncture incertaine et fragile*

Le budget arrive à un moment de grand bouleversement économique pour le Canada. Le pays ayant une petite économie ouverte qui dépend fortement d'un accès prévisible et facile aux États-Unis, les frictions avec la plus grande économie mondiale – toujours irrésolues au moment du dépôt du budget – ont plombé le secteur du commerce extérieur et leurs effets se sont propagés à l'investissement et à l'emploi. L'incertitude élevée a sapé la confiance des consommateurs et des entreprises, mettant en péril le potentiel de croissance future. Un marché du travail jadis résilient est aujourd'hui sous tension, alors que le logement – qui a longtemps été un morceau démesuré du puzzle économique canadien – a toujours des hésitations, malgré les baisses des taux d'intérêt. Ce n'est pas la toile de fond économique la plus intéressante et bon nombre de mesures clés du budget visent franchement les points faibles à court et à long terme du pays.

- En accord avec la pratique passée, les hypothèses économiques sous-jacentes du budget reflètent le consensus actuel du secteur privé. Si certaines variables particulières prêtent à la controverse, les réserves devraient être adressées directement au cercle des prévisionnistes extérieurs (dont BNC fait partie).
- La croissance du PIB est estimée à tout juste 1,1 % en 2025, puisque les conséquences des droits de douane se sont soldées par une croissance décevante par rapport aux prévisions antérieures. Devant la grande incertitude, on n'attend pas de grande reprise en 2026, la croissance réelle étant projetée à 1,2 %. Une croissance annuelle oscillant autour de 2 % est envisagée sur le reste de l'horizon des prévisions (qui va jusqu'en 2029).
- Le PIB nominal – qui donne une indication des recettes de l'État – est également inférieur aux hypothèses de planification antérieures. Après une progression estimée à 3,5 % cette année, la croissance nominale devrait ralentir à 3,0 % en 2026 avant de revenir à au moins 4 % par an par la suite. Le déflateur du PIB implicite est par conséquent évalué en moyenne à 2 % à moyen terme, ce qui est en grande partie tributaire du maintien de l'inflation mesurée par l'IPC à la cible de 2 % de la Banque du Canada à partir de l'année prochaine. (Les prévisionnistes du secteur privé placent par conséquent leur foi dans la capacité de la banque centrale d'assurer une stabilité des prix durable.)
- Les perspectives de base sont assorties d'un scénario pessimiste et d'un scénario optimiste. Le scénario pessimiste conjugue des tendances négatives mondiales avec une croissance plus faible aux États-Unis et des ajustements des droits de douane à la hausse. Le scénario optimiste pose l'hypothèse d'une retombée des tensions commerciales, avec un environnement économique plus prévisible et des réformes structurelles qui dynamisent la production. Les implications financières qui s'y rapportent sont décortiquées ci-dessous.

### ▪ Perspectives budgétaires ➤ *Malgré un effet de base positif, Ottawa opte pour des déficits après investissements en capital plus importants et plus durables*

Le budget présente un net changement de la trajectoire financière globale du Canada. L'augmentation du déficit et de la dette marginale nécessite un déploiement partiel du dividende budgétaire du Canada acquis au prix de grands efforts. Malgré un point de départ depuis l'exercice précédent meilleur, la fragilité économique et les protections nécessaires contribuent à un déficit plus important que prévu pour l'exercice 2025-2026 en cours. Pendant ce temps, les nouvelles mesures axées sur les investissements en immobilisations engendreront des déficits hors investissements plus importants et persistants sur l'ensemble du cadre budgétaire. Globalement, cela représente un éloignement important, mais pas nécessairement surprenant, des indications budgétaires prospectives antérieures.

- Sur la base du cadre comptable établi, le déficit 2025-2026 est maintenant estimé à 78,3 milliards \$, soit à 2,5 % du PIB. Les indications prospectives officielles antérieures (dans l'Énoncé économique de l'automne) chiffraient le déficit à 42,2 milliards \$. Mais le mois de décembre 2024 appartenait de toute évidence à une autre époque, économiquement et politiquement parlant. La direction du parti au pouvoir a par la suite changé, après le scrutin du 25 avril. Mais surtout, une nouvelle administration américaine a rapidement adopté une attitude plus antagoniste et moins prévisible avec nombre de ses partenaires commerciaux, dont le Canada. La comparaison ne serait donc pas valable? Peut-être. Mais le déficit 2025-2026 est nettement plus important que celui sur lequel le Parti libéral a fait campagne au printemps (un déficit de 62,3 milliards \$ pour 2025-2026). Plus récemment (en septembre dernier), le directeur parlementaire du budget indépendant a identifié un déficit sous-jacent de 68,5 milliards \$ avant de prendre en compte les mesures budgétaires alors encore inconnues.

- On notera que le déficit 2025-2026 accru fait suite à un « effet de base » remarquablement positif, maintenant que nous avons appris que pas moins de 12 milliards \$ ont été supprimés du déficit de 2024-2025 par rapport au niveau estimé dans l'ÉÉA (passant de 48,3 milliards \$ à 36,3 milliards \$). Considérant la base nouvelle et améliorée, le déficit fédéral augmente à plus du double en 2025-2026, que ce soit en somme monétaire ou en proportion du PIB nominal.
- Dans l'examen du changement du déficit de 2025-2026 passé de 42,2 milliards \$ à 78,3 milliards \$, une partie (7 milliards \$) peut être imputée à une conjoncture économique plus sobre. Mais une partie plus importante du trou budgétaire supplémentaire est attribuable à diverses mesures politiques : 29 milliards \$ au total, dont 20 milliards \$ annoncés dans le budget.
- Le cadre budgétaire pluriannuel envisage un déficit de 65,4 milliards \$ pour 2026-2027 (2,0 % du PIB), le déficit d'Ottawa diminuant modestement à chaque exercice pour finir à 56,6 milliards \$ (1,5 % du PIB) en 2029-2030. Au cours des quatre prochains exercices, on présume que les revenus totaux augmenteront à un rythme annuel moyen de 3,5 % comparativement à 2,6 % pour le total des dépenses (de tous types, fonctionnement et investissements, y compris les frais d'intérêts).
- Une baisse du ratio du déficit au PIB est une des cibles budgétaires déclarées. L'autre engagement budgétaire vise l'équilibre du budget de fonctionnement et est expliqué ci-dessous. L'engagement électoral à maintenir le fardeau de la dette sur une voie décroissante ne figure plus nulle part. En général, les promesses budgétaires d'Ottawa ont toujours été diluées au fil des ans. Les investisseurs en titres à revenu fixe ont sans doute très envie de voir la version la plus récente des cibles budgétaires fédérales tenir.
- Même avec l'amélioration du solde en 2024-2025, le budget ajoute 155 milliards \$ de déficit total au cours des 6 années d'ici 2029-2030, comparativement aux indications prospectives officielles antérieures du gouvernement de l'ÉÉA de décembre 2024. Il s'agit de l'une des réévaluations pluriannuelles les plus importantes dans l'histoire contemporaine.
- Les deux principaux scénarios du budget (pessimiste et optimiste) donnent une idée des risques budgétaires relatifs en cas de surprise dans la conjoncture économique et/ou commerciale. Dans le scénario pessimiste, 9,2 milliards \$ s'ajouteraient au déficit annuel (en moyenne sur l'horizon de planification), en raison de la baisse des recettes fiscales. Le scénario optimiste effacerait 5,0 milliards \$ du déficit annuel (en moyenne).
- L'analyse de sensibilité officielle est une autre manière de jauger les risques budgétaires au cas où la conjoncture économique et/ou les conditions des marchés financiers s'écarteraient de l'opinion qui fait consensus. Par exemple, une baisse d'un point de pourcentage de la croissance du PIB réel ajouterait 5,4 milliards \$ au déficit dès la première année. Une surprise équivalente d'un point de pourcentage du déflateur du PIB vaut 2,3 milliards \$ dès la première année. Pendant ce temps, un glissement parallèle de 100 points de base des taux d'emprunt d'Ottawa aurait une incidence budgétaire de 4,9 milliards \$ la première année, croissant à 7,9 milliards \$ au cours de la quatrième (à mesure que les taux d'un ou de plusieurs titres de créances sont ajustés).

## ■ **Nouveau cadre comptable** ➤ *L'histoire de deux soldes budgétaires (fonctionnement et investissements en capital)*

Comme cela avait été annoncé précédemment, le gouvernement fédéral met en place un nouveau cadre comptable, séparant le budget annuel entre les catégories fonctionnement et investissement en capital. Les restrictions et gains d'efficacité caractériseront la première, alors qu'une série de mesures relevant de la deuxième catégorie visent à être des catalyseurs pour de nouveaux investissements comme moyen d'assurer une croissance durable. La présentation budget de fonctionnement/budget d'investissement, qui s'inspire de la budgétisation britannique, s'ajoute au mode comptable antérieur et ne le remplace pas. Ainsi, le nouveau cadre a été qualifié d'amélioration ou de modernisation. Ne vous y trompez pas, la nouvelle approche – inspirée de la philosophie « dépenser moins, investir plus » – guidera les engagements budgétaires du gouvernement, qui (comme cela a été dit) ont été quelque peu dilués. Au-delà de la présentation budgétaire « améliorée », Ottawa est maintenant passé à un cycle de budgétisation d'automne, destiné à offrir un champ de vision plus clair aux constructeurs et investisseurs avant la très importante saison de construction du printemps. Des mises à jour économiques auront lieu au printemps.

- Pour vous faire une idée de ce qu'impliquent ces nouvelles règles de budgétisation, voyez l'exercice en cours, celui de 2025-2026. Comme il a été relevé plus haut, le déficit est maintenant fixé à environ 78 milliards \$. Cela se répartit entre un déficit de fonctionnement courant de 33 milliards \$ et un plan d'investissement de 45 milliards \$.
- Un engagement budgétaire de premier ordre stipule un retour à l'équilibre du budget de fonctionnement d'ici 2028-2029. C'est l'une des deux « cibles budgétaires » et elle réitère une promesse faite par les libéraux pendant la campagne électorale. Beaucoup de progrès devront être accomplis en 2026-2027, où le déficit du budget de fonctionnement doit descendre sous les 9 milliards \$.
- Pour atteindre l'équilibre du budget de fonctionnement, il faudra un net ralentissement des dépenses de programmes directes (de 8,1 % par an pendant la décennie précédente à seulement 0,5 % par an sur la durée du plan budgétaire). Pour y parvenir, il faudra procéder à des restructurations et à une consolidation, avec notamment un effectif allégé et plus durable (certaines réductions se faisant par attrition). Le budget expose une série de mesures d'économie et d'amélioration de l'efficacité à la suite d'un processus complet de réexamen des dépenses pour un total de 12,5 milliards \$ par an sur une base permanente.
- C'est sur le côté des investissements en capital que se concentre principalement le budget. De fait, le gouvernement parle de budget d'investissement. Quelque 280 milliards \$ de dépenses de capital (en comptabilité d'exercice) ont été exposés sur cinq ans, ce qui, en comptabilité de caisse, se rapproche plus de 450 milliards \$. Les initiatives – qui vont des infrastructures au développement industriel en passant par la recherche-développement et le logement – visent à engendrer plus de 1 000 milliards \$ d'investissements totaux sur cinq ans, ce qui, d'après le gouvernement, pourrait augmenter le niveau du PIB réel de 3,5 points de pourcentage d'ici 2030.

## ■ **Nouvelles mesures** ➤ *Avancer sur plusieurs fronts, du soutien à court terme aux initiatives à long terme*

Le budget 2025 s'étale sur près de 550 pages (bien plus que celui de 2024), prévoyant des investissements en capital de 280 milliards \$ sur un horizon de cinq ans qui se termine en 2029-2030. Des projets pour *bâtir*, *protéger* et *donner plus de pouvoir* au Canada et aux Canadiens et Canadiennes misent sur la possibilité de concentrer les dépenses sur des axes nécessitant beaucoup d'investissements, engendrant une transformation économique, financés *en partie* par une augmentation des gains d'efficacité de l'administration et une approche plus prudente dans les dépenses de fonctionnement. Globalement, il y a une longue liste de mesures, certaines destinées à apporter une aide à court terme aux secteurs et personnes les plus vulnérables et beaucoup d'autres conçues pour stimuler l'investissement, l'emploi, les gains de productivité et donc une croissance économique à long terme. Comme par le passé, un certain nombre de mesures étaient connues et/ou annoncées à l'avance. Certaines nouvelles mesures importantes n'ont été dévoilées qu'aujourd'hui. Les investissements en capital de 280 milliards \$ qui doivent être faits au cours des cinq prochaines années se répartissent comme suit : 115 milliards \$ pour les infrastructures, 110 milliards \$ reliés à l'amélioration de la productivité et de la compétitivité, 30 milliards \$ affectés à la défense et 25 milliards \$ réservés au logement. Au-delà de ces agrégats généraux, les principaux éléments du plan sont :

- **Bâtir** → Le premier chapitre du plan est centré sur l'objectif de bâtir une économie canadienne plus forte. Avec la concentration claire du gouvernement sur les grands projets d'intérêt national, il n'est pas étonnant de voir que ceux-ci figurent en tête des priorités budgétaires. Cette initiative sera conduite par le nouveau *Bureau des grands projets* (BGP), qui supervisera et aidera à coordonner le financement du secteur privé, des provinces / territoires, de l'État fédéral et de certaines sociétés d'État nécessaires pour une vague de projets déjà annoncés (des pipelines au train à grande vitesse en passant par des expansions de mines). En tout, le budget propose de fournir un peu moins de 214 millions \$ sur cinq ans au BGP. Les coûts les plus importants à ce chapitre sont consacrés à dynamiser la croissance. Cela se présente sous diverses formes, mais principalement sous celle d'investissements générationnels dans les infrastructures avec une incidence budgétaire d'environ 20 milliards \$ (bien que près de la moitié sera puisée dans des fonds déjà provisionnés). Les investissements fédéraux dans les infrastructures devraient atteindre 115 milliards \$ sur cinq ans. La constitution d'un nouveau Fonds pour bâtir des collectivités fortes, qui propose 51 milliards \$ sur la prochaine décennie pour soutenir une vaste gamme de projets qui sera administré par Logement, Infrastructures et Collectivités Canada est au cœur de cette initiative. D'autres projets d'infrastructures se rapportent au commerce et au transport, aux initiatives autochtones et municipales, aux services publics de base (eau, assainissement, transport en commun) et aux innovations en matière de santé. Le budget propose un ensemble d'incitations fiscales enrichies qui permettent aux entreprises de passer en charges immédiatement une plus grande part des investissements initiaux. Des déductions pour amortissement accéléré sont aussi prévues pour les installations de GNL. Faisant concurrence au *One Big Beautiful Bill Act* des États-Unis pour séduire les entreprises, le budget 2025 propose de réduire le taux effectif marginal d'imposition (TEMI) pour les entreprises de plus de 2 points de pourcentage. Cela positionnerait le Canada comme le pays au plus bas taux d'imposition marginal du G7 dans l'espoir d'attirer et retenir l'investissement étranger. Dans la même veine, la Stratégie d'attraction des talents internationaux et le plan d'action connexe positionneront le système d'immigration du pays pour répondre aux besoins du marché du travail, en offrant jusqu'à 1,7 milliard \$ pour une série de mesures de recrutement. La Stratégie de compétitivité climatique du Canada communique l'importance économique de la transition énergétique et vise à stimuler l'investissement propre par des crédits d'impôt, à clarifier la réglementation sur les émissions et à bâtir une infrastructure qui facilite ce mouvement mondial, entre autres initiatives. Reconnaissant que le Canada dispose de ressources et de capacités recherchées, le budget présente aussi un plan pour diversifier les ententes commerciales et accroître les volumes d'exportation outre-océans.
- **Protéger** → Face à la montée des tensions géopolitiques et aux appels à une augmentation des contributions à l'alliance militaire, le budget 2025 confirme l'engagement du gouvernement à atteindre les objectifs de dépenses de l'OTAN. Annoncés en juin, plus de 9 milliards \$ seront consacrés en 2025-2026 aux Forces armées canadiennes (FAC), alors que les dépenses militaires du Canada en proportion du PIB atteindront enfin les 2 % (promis). Plus loin sur l'horizon budgétaire, plus de 20 milliards \$ d'investissements additionnels seront consacrés au recrutement et à la rétention des effectifs des FAC (ce à quoi contribue une importante augmentation de la rémunération accordée plus tôt cette année), 19 milliards \$ iront aux infrastructures de défense, et un peu moins de 29 milliards \$ serviront à augmenter les capacités militaires canadiennes, dont l'infrastructure numérique nécessaire pour la conduite des guerres modernes. Une Stratégie industrielle de défense a aussi été introduite, visant à développer la base industrielle intérieure pour qu'une plus grande part des achats militaires puissent se faire dans des chaînes d'approvisionnement canadiennes. Cela représente 6,6 milliards \$ sur cinq ans. De nouvelles mesures sont aussi envisagées pour renforcer les corps d'application de la loi fédéraux, améliorer l'Agence des services frontaliers du Canada, lutter contre la criminalité financière et resserrer le contrôle des armes.
- **Donner plus de pouvoir aux Canadiens** → Ce segment du budget se concentre sur le logement (et l'abordabilité), et la culture canadienne. Pour dynamiser la construction de logements dans tout le pays, le plan prévoit environ 13 milliards \$ de dépenses d'ici 2029-2030. Cela commence par le lancement de l'initiative Maisons Canada et l'élimination de la TPS pour les acheteurs d'une première maison, ce qui avait déjà été annoncé. Près de 2,3 milliards \$ sont aussi prévus pour le financement d'infrastructures et l'accès à l'eau potable pour les Premières Nations. La part du lion (80 % et plus) des 33 milliards \$ réservés pour faciliter l'accessibilité au logement provient de la baisse d'impôt pour la classe moyenne, présentée initialement en mai, et en vigueur depuis le Jour du Canada. Près de 22 millions de Canadiens et Canadiennes bénéficieront de la baisse du taux de l'impôt sur le revenu des particuliers marginal de 15 % à 14 %, économisant jusqu'à 420 \$ par an. L'annulation de la taxe carbone pour les consommateurs et des mesures destinées à soutenir l'emploi des jeunes et le soutien à la personne, entre autres, sont aussi incluses dans le composant d'abordabilité. D'autres initiatives, plus limitées, comprennent un soutien à la Coupe du monde



masculine de la FIFA en 2026, un financement proposé pour l'Institut de recherche Terry Fox, et un crédit d'impôt compensatoire, et contribuent toutes à environ 270 millions \$ de dépenses visant à protéger la culture, l'identité et les valeurs canadiennes.

## ○ *Autres considérations*

Le budget 2025 annonce que le Plan des niveaux d'immigration 2026–2028 stabilisera les admissions annuelles de résidents permanents à 380 000, contre 395 000 en 2025, tout en augmentant la part des immigrants économique de 59 à 64 pour cent. En même temps, le gouvernement prévoit de réduire les admissions de nouveaux résidents temporaires de 673 650 en 2025 à 385 000 en 2026, et 370 000 en 2027 et 2028. Le budget introduit aussi des mesures ponctuelles pour accélérer l'accès de 33 000 titulaires de permis de travail à la résidence permanente en 2026 et 2027. Plus de renseignements sur le Plan des niveaux d'immigration 2026–2028 seront fournis lorsque la ministre de l'Immigration, des Réfugiés et de la Citoyenneté déposera le Rapport annuel au Parlement sur l'immigration de 2025. Pour les fins de la planification budgétaire, le budget pose l'hypothèse que la population en âge de travailler du Canada croîtra en moyenne de 1 pour cent par an au cours des cinq prochaines années.

Pour la première fois depuis des décennies, Ottawa reconnaît publiquement que le problème de sous-investissement chronique du Canada est structurel et non cyclique. Le budget 2025 en cerne les causes fondamentales – lenteur de la délivrance de permis, marchés internes fragmentés, complexité fiscale et désincitation à la formation de capital – et répond avec un cadre cohérent fondé sur l'accélération des affaires réglementaires (BGP, *Loi sur la réduction de la paperasse*), la compétitivité fiscale (Superdéduction à la productivité), la politique industrielle (minéraux critiques, fabrication propre, défense et énergie) et la rigueur de la budgétisation des investissements en capital. Cependant, le potentiel d'investissement doit être démontré dans l'exécution. Dans un contexte où la concurrence mondiale entourant le capital privé augmente, une mise en œuvre rapide sera essentielle pour traduire les ambitions en résultats tangibles. L'inclusion de l'énergie conventionnelle (ce qu'il y a de réellement super dans la superpuissance en matière énergétique) dans le budget est un signal constructif qu'Ottawa reconnaît la contribution de la production d'énergie fossile et de l'exploitation des ressources naturelles dans la stratégie industrielle nationale. Néanmoins, l'absence de mesures détaillées laisse penser que les producteurs d'énergie conventionnelle et autres parties prenantes industrielles devraient considérer cela comme une orientation encourageante plutôt que comme un engagement ferme sur une politique. La baisse des impôts sur les sociétés est un pas dans la bonne direction, mais une plus grande clarté sur le rôle de l'énergie conventionnelle dans le plan de réindustrialisation 2026–Canada renforcerait la proposition d'investissement globale du pays.

Bien qu'il ne s'agisse pas d'une nouvelle mesure, nous notons que les transferts aux provinces doivent continuer de croître conformément aux mesures d'indexation établies. Le plus grand flux de transfert – le Transfert canadien en matière de santé, que toutes les provinces reçoivent – bénéficie actuellement d'une garantie de croissance de 5 % jusqu'en 2027–2028 (et de pas moins de 3 % par la suite, sous réserve de la croissance tendancielle du PIB nominal).

## ■ **Fardeau de la dette et charge d'intérêts** ➤ *Un fardeau de la dette en hausse, mais encore supportable, sans engagement ferme sur l'endettement*

Nonobstant la répartition entre fonctionnement et investissement, une augmentation durable des déficits implique une augmentation du fardeau de la dette fédérale, en termes absolus et relatifs. S'écarter de la plateforme électorale du Parti libéral au gouvernement, le ratio de la dette au PIB ne sera pas visé dans le cadre des « cibles budgétaires ». Bien que cela soit déplorable, ce n'est pas surprenant. Nous n'entrevoyons aucun scénario viable dans lequel le fardeau de la dette fédérale aurait pu être freiné à court terme et le budget le reconnaît, puisqu'il prévoit que le ratio de la dette au PIB culminera en 2027–2028 puis marquera plus ou un moins un palier à partir de là. La dette reste relativement abordable, même si les frais de la dette publique représentent un poste de dépense en croissance rapide consommant une plus grande part des revenus totaux.

- Ottawa a longtemps préféré une mesure étroite de la dette appelée déficit accumulé. À 1 347 milliards \$, cette mesure spécifique de la dette fédérale est l'équivalent de 42,4 % du PIB de 2025–2026, cette mesure clé ayant augmenté de 1,2 point de pourcentage par rapport à l'exercice précédent. (Pour mettre les choses davantage en perspectives, le ratio de la dette au PIB était plus proche de 30 % avant la COVID.) Selon le scénario de base, le fardeau de la dette devrait augmenter légèrement au cours de chacun des deux prochains exercices, culminant à 43,3 % en 2027–2028.
- Dans la dernière année du cadre budgétaire (c.-à-d., 2029–2030), le fardeau de la dette anticipé de 43,1 % dépasse de 4,5 points de pourcentage la projection de l'ÉÉA de décembre 2024. Les engagements/cibles budgétaires du gouvernement ne s'étendent pas jusqu'au fardeau de la dette. L'engagement de la campagne électorale à maintenir le ratio de la dette au PIB sur une trajectoire baissière sur l'horizon de projection ne figure nulle part. Cela dit, le budget s'engage à « préserver la capacité financière pour les générations futures », précisant que le ratio de la dette fédérale au PIB suivra une trajectoire à la baisse à *long terme*. La soutenabilité budgétaire pourrait être améliorée si les importantes incitations à l'investissement du budget se traduisent avec succès en un dénominateur plus grand (c.-à-d., une augmentation du PIB nominal).
- Selon les autres trajectoires, les déficits plus importants associés au scénario économique pessimiste entraîneraient une augmentation du ratio de la dette au PIB pendant plus longtemps (jusqu'en 2028–2029) avec un point culminant plus élevé (45,3 %) que le plan budgétaire officiel. Si le scénario optimiste conduit à des déficits moins importants, on estime que le ratio de la dette au PIB pourrait culminer à 42,6 % l'an prochain, avec une régression graduelle par la suite.
- Avec l'augmentation du fardeau de la dette d'Ottawa, les charges d'intérêts retiennent davantage l'attention. Les frais de la dette publique sont estimés à 55,6 milliards \$ pour 2025–2026, dépassant un certain nombre d'enveloppes de dépenses de programme clés (dont, croyez-le ou non, le montant transféré annuellement aux provinces au titre du Transfert canadien en matière de santé). Les frais

d'intérêts représentaient à peine 7 % du total des revenus avant la pandémie. Aujourd'hui, la charge d'intérêts d'Ottawa représente environ 11 % et pourrait dépasser 13 % d'ici la fin de l'horizon de planification. Le fardeau de la dette est donc devenu relativement moins abordable au fil des ans, même si la charge d'intérêts reste très loin de niveaux pénalisants qui caractérisaient la crise financière du gouvernement fédéral dans la première moitié de la décennie 1990.

- Reprenant une pratique déjà ancienne, le budget souligne l'avantage relatif du Canada en matière de dette au sein du G7. Le Canada se distingue effectivement si l'on considère le ratio de la dette de l'ensemble des administrations publiques au PIB. Nous notons toutefois que cette définition est large, ce qui donne à l'avantage relatif du pays en matière de dettes une teinte plus nuancée étant donné le modèle décentralisé du Canada et le fait que la plupart des actifs financiers déduction faite des passifs bruts ne sont pas à la disposition du fédéral ou détenus par lui. Les notes de la dette souveraine, principalement des triples A, attestent un modèle budgétaire plus durable, les agences de notation du crédit clés ayant laissé paraître des rumeurs rassurantes récemment.

## ■ **Stratégie de gestion de la dette** ➤ *Moins d'OdC, plus d'OHC pour les investisseurs*

Présentée en annexe du budget, cette Stratégie de gestion de la dette offre à la fois une mise à jour du programme d'emprunt de l'exercice en cours et le plan « préliminaire » pour 2026-2027 (on assure qu'une mise à jour sera communiquée en avance sur l'exercice 2026-2027). Bien que le déficit soit beaucoup plus important que ce qui avait été indiqué précédemment, cela n'a pas engendré de besoins d'emprunt en marginaux en 2025-2026. Cela s'explique par deux facteurs : (1) Ottawa a déjà fourni un plan d'emprunt 2025-2026 en juillet ([lien](#)) qui reflétait *une partie* des nouvelles mesures et (2) les opérations non budgétaires semblent avoir été révisées nettement à la baisse. À l'avenir, les besoins d'emprunt *baissent* en 2026-2027 grâce à un plus petit déficit et au fait que moins de créances arrivent à échéance. Globalement, la trajectoire des emprunts fédéraux n'est pas aussi abrupte qu'on le craignait, sentiment reflété dans les rendements des OdC qui ont baissé d'environ 4 points de base après le dépôt du budget.

- Le montant global à emprunter en 2025-2026 a été révisé à la baisse à 614 milliards \$ (auparavant 623 milliards \$). En 2026-2027, les emprunts totaux diminueront de 20 milliards \$ (à 594 milliards \$); 75 % de ce chiffre représentent des refinancements à l'échéance, si les 25 % restants (149 milliards \$) représentant de la dette nette nouvelle.
- Comme cela a été signalé en juillet, le marché de bons du Trésor agira comme amortisseur des changements (modestes) de besoins d'emprunt. Le stock de fin d'année des bons du Trésor 2025-2026 devrait être moins important de 3 milliards \$ (293 milliards \$) que ce qui avait été signalé précédemment. En 2026-2027, il baissera encore de 2 milliards \$, à 291 milliards \$.
- Une fois de plus, en accord avec les indications de la SGD de juillet, le programme 2025-2026 d'obligations national jouira d'une plus grande stabilité. L'émission brute d'obligations en 2025-2026 est inchangée à 316 milliards \$. Le placement des obligations sur la courbe reste aussi intact (120 milliards \$ de titres de 2 ans, 84 milliards \$ de 5 ans et 10 ans et 24 milliards \$ de 30 ans). De la même manière, la cible de 4 milliards \$ pour l'émission d'obligations vertes a été maintenue.
- En 2026-2027, l'émission brute d'obligations diminuera de 18 milliards \$ à 298 milliards \$. La baisse est fonction de la diminution du déficit et du nombre d'obligations arrivant à échéance. La composition de l'offre d'obligations connaîtra des changements modestes, mais non négligeables. L'émission de titres de 2 ans sera réduite de 10 milliards \$ (à 110 milliards \$); celle des titres de 5 ans et de 10 ans diminuera de 4 milliards \$ (à 80 milliards \$). Celle des valeurs de 30 ans restera à 24 milliards \$. La durée moyenne pondérée résultante des émissions augmente de 7,1 ans à 7,3 ans. Là encore, 4 milliards \$ d'obligations vertes sont prévus.
- Le nombre d'adjudications en 2026-2027 restera inchangé (20 x 2 ans, 16 x 5 ans, 16 x 10 ans et 8 x 30 ans). Avec une diminution des émissions de titres de 2, 5 et 10 ans, cela signifie que la taille des émissions sera marginalement plus petite au cours du prochain exercice.
- Les fourchettes des émissions de référence cibles sont restées intactes, sauf pour le secteur des 30 ans qui visera désormais une émission de 28 à 38 milliards \$ (auparavant 22 à 32 milliards \$), et ce, pour « assurer le maintien du cycle des émissions de référence en voie d'être établies ».
- Après des mois de spéculation, nous avons enfin de la clarté sur les achats d'Obligations hypothécaires du Canada (OHC) par l'État. Ceux-ci continueront au rythme actuel d'un maximum de 30 milliards \$ par an. De plus, et dans le cadre de son ambition de stimuler d'importants investissements dans le logement, le gouvernement haussera la limite d'émissions annuelles d'OHC à 80 milliards \$ (de 60 milliards \$ auparavant) à partir de 2026. Cela laisse aux investisseurs 20 milliards \$ d'OHC de plus à absorber.

## État sommaire des opérations

Tableau A1.7  
État sommaire des opérations  
en milliards de dollars

	Projection					
	2024– 2025	2025– 2026	2026– 2027	2027– 2028	2028– 2029	2029– 2030
<b>Revenus budgétaires</b>	<b>511,0</b>	<b>507,5</b>	<b>523,2</b>	<b>541,3</b>	<b>560,2</b>	<b>583,3</b>
Charges de programmes excluant les pertes actuarielles nettes	489,9	525,2	528,4	537,9	549,7	568,3
Frais de la dette publique	53,4	55,6	60,0	66,2	71,4	76,1
<b>Total des charges, excluant les pertes actuarielles nettes</b>	<b>543,3</b>	<b>580,9</b>	<b>588,3</b>	<b>604,1</b>	<b>621,2</b>	<b>644,4</b>
Solde budgétaire avant les pertes actuarielles nettes	-32,3	-73,4	-65,2	-62,8	-60,9	-61,1
Pertes actuarielles nettes	-4,0	-5,0	-0,2	-0,7	3,0	4,5
<b>Solde budgétaire dans le budget de 2025</b>	<b>-36,3</b>	<b>-78,3</b>	<b>-65,4</b>	<b>-63,5</b>	<b>-57,9</b>	<b>-56,6</b>
<b>Situation financière</b>						
Total des passifs	2 182,3	2 350,5	2 497,0	2 644,6	2 787,2	2 910,1
Actifs financiers	788,8	870,1	937,1	1 000,5	1 064,2	1 112,3
Dette nette	1 393,6	1 480,4	1 559,9	1 644,0	1 723,0	1 797,8
Actifs non financiers	127,1	133,3	147,4	168,0	189,2	207,4
<b>Dette fédérale<sup>1</sup></b>	<b>1 266,5</b>	<b>1 347,0</b>	<b>1 412,4</b>	<b>1 476,0</b>	<b>1 533,9</b>	<b>1 590,5</b>
<b>% du PIB</b>						
Revenus budgétaires	16,6	16,0	16,0	15,9	15,8	15,8
Charges de programmes excluant les pertes actuarielles nettes	15,9	16,5	16,1	15,8	15,5	15,4
Frais de la dette publique	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1
Solde budgétaire	-1,2	-2,5	-2,0	-1,9	-1,6	-1,5
Dette fédérale	41,2	42,4	43,1	43,3	43,3	43,1

<sup>1</sup> Le niveau projeté de la dette fédérale pour 2025-2026 comprend une estimation d'autres gains globaux de 0,4 milliard de dollars pour les sociétés d'État entreprises et autres entreprises publiques, et une estimation de 2,6 milliards de dollars pour les pertes nettes de réévaluation sur divers instruments financiers dont les accords de swap et les contrats de change à terme.



## Économie et stratégie

### Abonnez-vous à nos publications:

[BNCEconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCEconomieetStrategie@bnc.ca)

### Pour nous joindre :

514-879-2529

### Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef

[stefane.marion@bnc.ca](mailto:stefane.marion@bnc.ca)

### Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint

[matthieu.arseneau@bnc.ca](mailto:matthieu.arseneau@bnc.ca)

### Jocelyn Paquet

Économiste principal

[jocelyn.paquet@bnc.ca](mailto:jocelyn.paquet@bnc.ca)

### Kyle Dahms

Économiste principal

[kyle.dahms@bnc.ca](mailto:kyle.dahms@bnc.ca)

### Alexandra Ducharme

Économiste principale

[alexandra.ducharme@bnc.ca](mailto:alexandra.ducharme@bnc.ca)

### Daren King, CFA

Économiste principal

[daren.king@bnc.ca](mailto:daren.king@bnc.ca)

### Warren Lovely

Stratège principal,

Taux d'intérêt et secteur public

[warren.lovely@bnc.ca](mailto:warren.lovely@bnc.ca)

### Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt

[taylor.schleich@bnc.ca](mailto:taylor.schleich@bnc.ca)

### Ethan Currie

Stratège

[ethan.currie@bnc.ca](mailto:ethan.currie@bnc.ca)

### Angelo Katsoras

Analyste géopolitique

[angelo.katsoras@bnc.ca](mailto:angelo.katsoras@bnc.ca)

### Nathalie Girard

Coordonnatrice senior

[n.girard@bnc.ca](mailto:n.girard@bnc.ca)

### Giuseppe Saltarelli

Infographiste

[giuseppe.saltarelli@bnc.ca](mailto:giuseppe.saltarelli@bnc.ca)

**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 délégué 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. 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 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.