

Virus et chute du pétrole : une mise à jour « dégrisante » de l'Alberta

Par Warren Lovely

- **Situation budgétaire 2020-2021 révisée :** Le ministre des Finances Travis Toews a présenté une mise à jour financière « incroyablement dégrisante » (*incredibly sobering*, dans ses termes). Le solde budgétaire s'est transformé d'un déficit prévu de \$7.3 milliards en un déficit révisé de \$24.2 milliards, sous le double effet de la COVID-19 et de la faiblesse des prix du pétrole. Le déficit de l'Alberta a donc gonflé de \$16.8 milliards par rapport au plan de février, et selon les propres termes de M. Toews, ne pas reprendre le contrôle de ce grand fossé engendrerait une sombre réalité pour les Albertains. Mise à jour trimestrielle/en cours d'exercice, le tableau budgétaire révisé ne porte que sur 2020-2021. En rétrospective cependant, le Rapport financier annuel de l'Alberta (publié en marge du trimestriel) a confirmé un déficit de \$12.2 milliards pour 2019-2020, puisque les revenus étaient inférieurs au plan (quoique de loin pas autant que cet exercice-ci).
- **Profil de revenu :** D'après l'analyse de répartition, la part du lion (environ 70%) de l'augmentation du déficit est due à la baisse des revenus. Pour être précis, les revenus sont en baisse de \$11.5 milliards soit de pas moins de 23% par rapport au budget.
 - Cela comprend une diminution importante des revenus provenant des ressources non renouvelables, qui ont reculé de \$3.9 milliards à seulement \$1.2 milliard. C'est un niveau qu'on n'avait pas vu depuis les années 1970. Vue sous un autre angle, cette province centrée sur les ressources naturelles s'attend maintenant à tirer à peine 3% du revenu d'un exercice complet de ses ressources non renouvelables, soulignant les difficultés que rencontre le secteur du pétrole et du gaz. Comme le dit la mise à jour, beaucoup de projets de sables bitumineux génèrent des rendements positifs minimums voire nuls, ce qui réduit nettement les redevances à percevoir dans le cadre du régime des redevances sur le revenu moins les coûts. Le brut WTI devrait s'établir en moyenne à US\$35.6 le baril, ce qui réduit la projection de pas moins de \$22 par rapport aux hypothèses antérieures du budget et n'est que partiellement compensé par un différentiel moins important que prévu et un dollar canadien déprécié. (À titre de référence, le contrat à court terme sur le WTI se négocie actuellement à US\$43 le baril, après s'être établi en moyenne à US\$33 le baril depuis le début de l'exercice – ce qui comprenait deux jours de prix extrêmement négatifs en avril.)
 - Faisant écho à un thème présent presque partout ailleurs, les recettes de l'impôt sur le revenu ont été fortement comprimées par le bouleversement économique général depuis que le virus sévit. Il en va de même pour les autres flux de revenus, qui ont généralement été réduits par rapport au plan. Il n'y a peut-être pas de taxe de vente en Alberta – ni aucun plan pour en instaurer une –, mais la diminution de la consommation a plombé les revenus provenant de la taxe sur les carburants, le tabac et les prélèvements sur le tourisme, etc. Les revenus provenant des jeux de hasard sont en forte baisse, puisque les casinos ont été fermés temporairement. Les provisions pour pertes sur prêts ont eu une incidence négative sur le bénéfice net d'ATB Financial. Entre autres pressions, les revenus de placement semblent en baisse de plus de 40% par rapport au budget, puisque les pertes se concrétisent et qu'une base plus petite limite la portée de la croissance des revenus.
 - On remarquera que les revenus de transfert du fédéral ont été augmentés d'environ \$850 millions par rapport au budget, reflétant l'effort de stimulation à grande échelle d'Ottawa. Le soutien fédéral total, légèrement inférieur à \$10 milliards, devrait représenter l'équivalent d'un trimestre complet de revenus de l'Alberta cet exercice-ci. Les sommes supplémentaires se rapportent à un programme de réhabilitation de sites pour le secteur pétrolier et gazier (qui aidera à résoudre le problème des puits orphelins), en plus de la part de l'Alberta du Cadre de relance sécuritaire (conclu avec les provinces en juillet), qui ajoute aux revenus additionnels une enveloppe de financement de projets à faible teneur en carbone. Malgré le soutien fédéral supplémentaire, l'Alberta continue de revendiquer un « traitement équitable » d'Ottawa, dont la suppression d'un plafond de \$60 par habitant des paiements de péréquation. Rien que pour 2020-2021, le retrait de ce plafond pourrait valoir quelques \$4 milliards à l'Alberta, sans parler de l'estimation de \$2.4 milliards de paiements de péréquation manqués liés à un accès de faiblesse antérieure des prix du pétrole (2015-2016 à 2016-2017).
- **Profil des dépenses :** Les dépenses ont été révisées de \$5.3 milliards soit 9% de plus que le budget, et comprennent les décaissements pour la santé publique et les mesures d'aide et de relance connexe reliées au virus. Si l'on élimine les postes reliés à la COVID-19, les provisions pour éventualités et d'autres provisions spéciales ou ponctuelles, le profil des dépenses sous-jacent n'est pas très éloigné du budget. En plus des dépenses sanitaires supplémentaires, de l'achat d'équipements de protection individuelle et de divers efforts de relance, les subventions aux municipalités ont été enrichies. L'Alberta a mis de côté \$1.25 milliard pour annuler des contrats de transport par rail, qui n'avaient pas tous été réglés l'année précédente. (La provision reliée en 2019-2020 s'est établie à \$866 millions.) Par ailleurs, \$259 millions d'un fonds de prévoyance de \$750 millions n'ont pas encore été affectés pour 2020-2021.
- **Fardeau de la dette :** Un déficit nettement plus important et un plan d'investissements en immobilisations accru ont entraîné une augmentation de la dette. La dette de l'Alberta à la charge des contribuables avoisine maintenant les \$100 milliards, ayant bondi de \$25.4 milliards d'une année à l'autre. Sans vouloir semer la confusion, une autre mesure de la dette – le passif financier net, qui reconnaît le crédit de la valeur des actifs financiers (dont le Heritage Fund) – devrait s'établir à \$66.9 milliards ou 22.4% du PIB. Le ratio de la dette nette de l'Alberta est encore inférieur à celui de la plupart des autres provinces, mais a augmenté rapidement,

avec une forte accélération en 2020-2021 due à la pandémie et à la baisse des prix du pétrole. L'alourdissement du fardeau de la dette n'a pas échappé aux agences de notation du crédit, dont trois (S&P, Morningstar DBRS et Fitch) ont attribué des perspectives négatives à la province avant la mise à jour financière. À titre de référence, le fardeau de la dette nette de l'Alberta effectif était de 11.6% en 2019-2020. Pour être juste, une partie du bond du ratio d'endettement de cette année reflète la faiblesse extrême, mais temporaire du PIB nominal, qui est un dénominateur commun du calcul du fardeau de la dette. Comme il a été observé dans d'autres trimestres, le déficit budgétaire plus important et l'accroissement de la dette n'ont pas entraîné une forte augmentation de la charge d'intérêts, grâce au contexte de taux d'intérêt extrêmement bas.

- **Besoin d'emprunts** : Comme on peut s'y attendre avec des révisions budgétaires aussi importantes, il faut maintenant augmenter officiellement les emprunts. Pour être précis, la mise à jour du T1 situe les besoins d'emprunt bruts à long terme de 2020-2021 à \$29.9 milliards. Cela comprend les emprunts directs pour les plans budgétaire et d'immobilisations, et inclut également un financement pour les sociétés provinciales et entreprises publiques. Comparativement au budget 2020, les besoins bruts d'obligations ont augmenté de \$12.8 milliards, mais cela n'a pas nécessairement pris les investisseurs en obligations au dépourvu, à en juger par la réaction relativement contenue des écarts de crédit sur le marché intérieur de l'Alberta. Il est important de noter que la province s'est montrée proactive dans l'accès aux marchés des capitaux d'emprunt depuis le début de l'exercice, le 1^{er} avril. Sur la base de nos calculs, l'Alberta a déjà contracté environ \$19 milliards de financement à terme, si bien que le programme est en avance sur le calendrier même compte tenu de l'augmentation des besoins. Étant donné les coûts de financement tout compris extrêmement intéressants et la demande solide des investisseurs dernièrement, nous nous attendons à ce que l'Alberta reste fermement engagée en ce qui concerne les émissions. Cela comprendrait présumément l'accumulation en cours d'importantes quantités d'obligations de référence liquides sur le marché intérieur, complétée (sous réserve de conditions du marché favorables) par des émissions internationales. Pour nous, les occasions de financement en USD semblent relativement séduisantes, nonobstant un léger flottement des écarts de taux sur les obligations de grande qualité dans les dernières séances. Il faut reconnaître à l'Alberta un effort soutenu de relations avec les investisseurs ces dernières années, visant à élargir la base d'investisseurs le plus possible, ce qui est utile en cas de besoins de financement extraordinaires.
- **Notes de crédit à long terme (date des rapports/mesures les plus récents entre parenthèses)** :
S&P: A+, **perspectives négatives** (28 mai 2020) | Moody's: Aa2, Stable (28 avril 2020) | DBRS: AA(faible), **perspectives négatives** (19 mars 2020) | Fitch: AA-, **perspectives négatives** (30 juin 2020)
- **Perspectives économiques** : Les prévisions économiques mises à jour mettent le choc du virus et du pétrole davantage en perspective. Le PIB réel devrait se contracter de 8.8% en 2020, la production nominale diminuant de 13.9%. Inutile de dire que les prévisions révisées contrastent fortement avec la croissance modérément positive anticipée initialement. La province note qu'elle a perdu environ 170K emplois, poussant le taux de chômage à près de 13%. Les autres éléments économiques sont bien connus : le secteur normalement résilient des services a été durement affecté par la pandémie; l'affaiblissement de la demande a nui aux exportations; l'investissement a battu en retraite (y compris naturellement dans le secteur de l'énergie); les consommateurs ont réduit leurs dépenses; la croissance démographique a ralenti avec la diminution de l'immigration. En Alberta, comme ailleurs, la grande faiblesse économique a forcé le gouvernement à intervenir avec des mesures de stimulation exceptionnelles. La réduction d'impôt pour la création d'emplois de la province – un effort de politique clé, mais pas l'unique initiative pour contrer le virus – vise à accélérer la reprise de l'emploi et des investissements. La mise à jour du T1 cite les rebonds plus récents de certains secteurs durement éprouvés, notamment l'amélioration des marchés du travail et de l'immobilier résidentiel qui est également encourageante, même si l'incertitude demeure élevée. Les prévisions pour 2021 tablent sur une progression du PIB de 4.6% et de la production nominale de 6.3%, rythme d'expansion qui ramènerait le taux de chômage moyen à 9.5%.

Conclusion

On s'attendait à ce que cette mise à jour trimestrielle comporte une importante révision budgétaire, et c'est exactement ce que nous avons obtenu. Employant un langage pas très subtil, le ministre des Finances de l'Alberta a évoqué le choc pour l'économie de la province et les finances publiques de la pandémie de COVID-19 et de la baisse des prix du pétrole. Le déficit a bondi à près de 8% du PIB, et le degré de faiblesse des revenus est frappant – une importante volatilité des revenus ayant été observée depuis longtemps. Alors que cette mise à jour ne comporte pas d'indications prospectives pour les années à venir, le ministre a souligné l'importance de replacer non seulement l'économie, mais aussi le budget sur une voie plus durable. Après tout, l'accumulation rapide de dettes de l'Alberta a entraîné une série de réductions de sa note de crédit, certaines agences de notation continuant de signaler des risques de baisse du crédit (sous forme de perspectives « négatives »). Comme ailleurs, un plan de rétablissement budgétaire pluriannuel devrait être présenté cet automne. Nonobstant un important avantage fiscal par rapport aux autres provinces, l'accent sera probablement mis sur la réduction des dépenses. Affaire à suivre. Il est bon de noter certains résultats économiques encourageants apparus dernièrement. En ce qui concerne le programme d'emprunts – ce qui compte vraiment pour les porteurs d'obligations –, les besoins supplémentaires sont bien absorbés, les écarts de crédit se maintiennent aux alentours des niveaux d'avant cette publication. Tout bien considéré, l'Alberta doit émettre pour environ \$30 milliards d'emprunts à terme pour cet exercice. Mais la province a pris une bonne avance dans son programme de financement et, comme quelques autres emprunteurs provinciaux, pourrait se tourner vers les marchés internationaux... en complément de l'émission régulière continue d'obligations de référence sur le marché intérieur.

Fiscal Plan Summary

(millions of dollars)

Income Statement

Revenue

	Fiscal Year		Change from Budget	
	2019-20 Actual	2020-21 Budget ^a		Forecast
Income tax revenue	15,351	17,105	12,858	(4,247)
Other tax revenue	5,747	5,782	5,242	(540)
Non-renewable resource revenue	5,937	5,090	1,224	(3,866)
Other revenue	19,189	22,019	19,125	(2,894)

Total Revenue

46,224 **49,996** **38,449** **(11,547)**

Expense

Operating expense	48,616	47,809	47,896	87
Capital grants	1,696	2,302	2,380	78
Amortization / inventory consumption / loss on disposals	3,720	3,857	3,904	47
Taxpayer-supported debt servicing costs	1,783	2,066	2,220	154
Self-supported debt servicing costs	452	439	306	(133)
Pension provisions	(334)	(415)	(389)	26

Expense (excl. COVID-19 / Recov. Plan, contingency, crude-by-rail) 55,936 56,056 56,317 261

COVID-19 / Recovery Plan:

Operating expense	218	500	3,021	2,521
Capital grants (municipal)	-	-	638	638
Inventory consumption (PPE)	-	-	632	632
Disaster and emergency assistance - allocated	1,356	-	491	491
Contingency / disaster and emergency assistance - unallocated	-	750	259	(491)
Crude-by-rail provision	866	-	1,250	1,250

Total Expense

58,376 **57,306** **62,608** **5,302**

Surplus / (Deficit)

(12,152) **(7,310)** **(24,159)** **(16,849)**

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

*Stratège principal Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie*
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

*Associé Stratégie Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie*
taylor.schleich@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.

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 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

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

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

Résidents de HK

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

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

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

Droits d'auteur

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