

Le cap de la responsabilité financière est maintenu

Points saillants

- Pour l'exercice 2017-2018, le rapport du troisième trimestre prévoit un déficit sommaire de \$726 millions (1.0% du PIB), soit une amélioration de \$114 millions par rapport aux \$840 millions inscrits au budget le printemps dernier.
- Pour l'exercice 2018-2019, le budget 2018 prévoit une réduction de \$205 millions du déficit sommaire, à \$521 millions. Sur cette amélioration, \$40 millions proviennent de l'excédent de croissance des revenus sur la croissance des dépenses, \$50 millions de la non-réédition d'une provision pour éventualité en vue de dévaluations et \$115 millions d'augmentations de revenu ou de réductions de dépenses encore à déterminer, qualifiées d'ajustement en cours d'année.
- Le déficit sommaire devrait diminuer au cours de la période de planification de quatre ans à \$142 millions d'ici 2021-2022. Le retour à l'équilibre budgétaire n'est pas projeté au cours de ces quatre années, mais le gouvernement reste déterminé à ramener le budget à l'équilibre dans son deuxième mandat, c'est-à-dire au plus tard en 2024.
- Comme cela a été indiqué précédemment, le budget 2018 introduit une taxe sur le carbone de \$25 la tonne d'émission de gaz à effet de serre à partir du 1^{er} septembre. La taxe s'appliquera au gaz, aux liquides et aux solides destinés à la combustion. Cela devrait générer \$248 millions de recettes au cours des 12 premiers mois.
- Le budget annonce aussi la plus importante bonification du montant personnel de base pendant les années d'imposition 2019 et 2020. En 2019, ce montant augmentera de \$9,382 à \$10,392. En 2020, il passera de \$10,392 à \$11,402. Cette mesure devrait retirer plus de 31,000 personnes du rôle d'imposition et réduire l'impôt sur le revenu des Manitobains de plus de \$77 millions en 2019 et de \$78 millions de plus en 2020, pour une réduction cumulative de \$156 millions du revenu sur la première année où la mesure est entièrement mise en œuvre.
- Le budget augmente le seuil du bénéfice pour la déduction de l'impôt des petites entreprises de \$450,000 à \$500,000 à partir du 1^{er} janvier 2019. Les sociétés privées sous contrôle canadien admissibles à la déduction des petites entreprises ne paient pas l'impôt sur le bénéfice des sociétés au Manitoba. Cette amélioration fera économiser aux sociétés jusqu'à \$6,000 par an. Le coût estimé sur une année complète est de \$7 millions.
- À partir de minuit le 12 mars, le taux d'imposition du tabac haché fin augmente de 28.5¢ à 45¢ par gramme. L'augmentation de revenu après 12 mois d'implantation est évaluée à \$7 millions. Le taux d'imposition des cigarettes, cigares et des feuilles de tabac brut reste inchangé.
- Une déduction fiscale spéciale qui permet actuellement aux Credit Unions et aux caisses populaires de payer un taux d'imposition moindre sur une partie de leurs bénéfices doit être graduellement éliminée au cours des cinq prochaines années à partir du 1^{er} janvier 2019. Les Credit Unions continueront d'avoir accès à la déduction des petites entreprises. La hausse annuelle des recettes du gouvernement est estimée à \$15 millions une fois que la mesure sera entièrement en place en 2023.
- Le budget présume que la croissance du PIB réel du Manitoba, estimée à 2.2% en 2017, ralentira cette année et l'an prochain à l'instar de celle du Canada dans son ensemble. L'enquête sur les prévisions économiques du Manitoba projette une croissance de 2.0% en 2018 et de 1.6% en 2019. Le PIB nominal devrait augmenter de 3.8% en 2018 et de 3.5% en 2019. La croissance de l'emploi, de 1.7% en 2017, devrait ralentir à 0.8% en 2018 et 0.5% en 2019.
- La dette nette sommaire est estimée à 34.0% du PIB à la fin de cet exercice. Ce ratio devrait croître pour atteindre 34.3% au cours du prochain exercice. Les besoins d'emprunt pour l'exercice 2018-2019 sont établis à \$6.4 milliards, dont \$4.2 milliards pour Manitoba Hydro.

Le rapport du troisième trimestre pour 2017-2018

Le déficit sommaire de l'exercice terminé le 31 mars est maintenant estimé à \$726 millions (1.0% du GDP), soit une amélioration de \$114 millions par rapport aux \$840 millions projetés dans le budget 2017. L'amélioration a lieu malgré un manque à gagner de \$254 millions des recettes de l'impôt sur le revenu attribuable à des changements de l'impôt sur le revenu fédéral annoncés en 2015. Des recettes supérieures aux prévisions provenant des impôts sur les sociétés et de la taxe de vente au détail ainsi que d'autres droits, d'autres revenus de sources autonomes, les transferts fédéraux, le bénéfice net des entreprises commerciales du gouvernement, les fonds d'amortissement et d'autres gains ont compensé. En bout de compte, le revenu sommaire total devrait être en hausse de \$27 millions par rapport au budget de l'an dernier, même si les revenus de l'entité gouvernementale (*Core Government*) sont inférieurs de \$71 millions au budget.

Les dépenses sont estimées à \$252 millions en dessous du budget, grâce principalement à une bonne année de récoltes qui devrait nécessiter moins de paiements d'indemnités que prévu. Les prévisions du rapport du troisième trimestre comprennent une provision pour éventualité de \$50 millions pour des dévaluations, non intégrées dans le budget de l'an dernier, pour des actifs dont la valeur comptable devrait dépasser la valeur réelle. Compte tenu des \$115 millions d'ajustement en cours d'année, intégrés dans le budget, nous parvenons à une bonification par rapport au budget de \$114 millions du déficit sommaire estimé.

L'amélioration du déficit de l'entité gouvernementale est marginale — de \$779 millions à \$775 millions. Cela s'explique par la prévision d'une baisse des revenus de base du gouvernement de \$71 millions par rapport au budget, puisque la baisse mentionnée précédemment de l'impôt sur le revenu n'a pas été entièrement compensée par des revenus d'autres sources. Les dépenses de base du gouvernement devraient s'établir à \$160 millions de moins que ce qui a été inscrit au budget, principalement dans le secteur de la santé dont une diminution des coûts due à des retards annoncés précédemment. Si l'on ajoute à ces chiffres la provision pour éventualités de \$50 millions pour des dévaluations mentionnée précédemment et l'ajustement en cours d'année de \$35 millions, le déficit de l'entité gouvernementale devrait baisser à \$4 millions.

Budget 2018 : la voie à suivre

En 2018-2019, les revenus devraient croître de \$659 millions (+4.1%) par rapport aux prévisions de 2017-2018 et aux dépenses de \$619 millions (+3.7%). Le cadre budgétaire intègre une provision de \$115 millions d'augmentations des revenus ou de diminutions des dépenses encore à définir. Avec ce poste (dit « ajustement en cours d'année ») et compte tenu

de la provision pour éventualités de \$50 millions pour des dévaluations qui ne sera pas réitérée, le déficit sommaire au cours de l'exercice à venir est établi à \$521 millions (0.7% du PIB), soit \$205 millions de mieux que prévu pour l'exercice 2017-2018.

Ce déficit représente \$177 millions de moins que ce qui avait été prévu dans le budget de l'an dernier (qui n'avait pas intégré la provision pour éventualités ponctuelle pour des dévaluations).

Le déficit prévu pour l'année suivante, 2019-2020, est réduit de \$133 millions par rapport au déficit de l'année à venir, à \$388 millions, soit \$161 millions de moins que ce qui avait été projeté l'an dernier.

Le déficit devrait diminuer graduellement à \$142 millions en 2021-2022, la dernière année de la période de prévision. Au cours de la période, \$115 millions d'augmentations des revenus ou de diminutions des dépenses non encore déterminées sont projetées pour chaque année. Au cours des quatre années de 2018-2019 à 2021-2022, les revenus devraient croître en moyenne de 2.2% par an et les dépenses de 1.5% par an. Le retour à l'équilibre budgétaire n'est pas projeté au cours de ces quatre années, mais le gouvernement reste déterminé à ramener le budget à l'équilibre dans son deuxième mandat, c'est-à-dire au plus tard en 2024.

Mesures fiscales

Comme cela a été indiqué précédemment, le budget d'aujourd'hui introduit une taxe sur le carbone de \$25 la tonne d'émission de gaz à effet de serre à partir du 1^{er} septembre. La taxe s'appliquera au gaz, aux liquides et aux solides destinés à la combustion. Cela devrait générer \$248 millions de recettes au cours des 12 premiers mois.

Le budget annonce la plus importante bonification du montant personnel de base pendant les années d'imposition 2019 et 2020. En 2019, ce montant augmentera de \$9,382 à \$10,392, une augmentation de \$1,010 qui se traduira par une économie d'impôt de \$109 par contribuable qui est un particulier. En 2020, le même montant augmentera à \$11,402. Cette mesure devrait retirer plus de 31,000 personnes du rôle d'imposition et réduire l'impôt sur le revenu des Manitobains de plus de \$77 millions en 2019 et de \$78 millions de plus en 2020, pour une réduction cumulative de \$156 millions du revenu sur la première année de mise en œuvre complète.

Le budget augmente le seuil du bénéfice pour la déduction de l'impôt des petites entreprises de \$450,000 à \$500,000 à partir du 1^{er} janvier 2019. Les sociétés privées sous contrôle canadien admissibles à la déduction des petites entreprises ne paient pas l'impôt sur le bénéfice des sociétés au Manitoba. Cette amélioration fera économiser aux sociétés jusqu'à \$6,000 par an. Le coût estimé sur l'ensemble de l'année est de \$7 millions.

Une déduction fiscale spéciale qui permet actuellement aux Credit Unions et aux caisses populaires de payer un taux d'imposition moindre sur une partie de leurs bénéfices doit être graduellement éliminée au cours des cinq prochaines années à partir du 1^{er} janvier 2019. Les Credit Unions continueront d'avoir accès à la déduction des petites entreprises. L'augmentation sur l'ensemble de l'année des recettes du gouvernement est estimée à \$15 millions une fois que la mesure sera entièrement en place en 2023.

À partir de minuit le 12 mars, le taux d'imposition du tabac haché fin augmente de 28.5¢ à 45¢ par gramme. L'augmentation de revenu sur une période de 12 mois est évaluée à \$7 millions. Le taux d'imposition des cigarettes, cigares et des feuilles de tabac brut reste inchangé.

Ces mesures et d'autres à l'effet moins important devraient augmenter les revenus du gouvernement de \$105 millions nets une fois que toutes auront été mises en application.

Responsabilité financière

Au cours des 13 années ayant précédé 2016-2017, les budgets de dépenses de base ont toujours été dépassés. Si les prévisions de l'exercice qui s'achève se réalisent, ce sera la deuxième année de suite que les dépenses seront inférieures au budget. La note de crédit de la province avait été révisée à la baisse trois fois en trois ans; faire preuve de responsabilité financière est un moyen d'enrayer cette tendance.

La Loi sur la responsabilité financière et la protection du Manitoba exige que les gouvernements fassent preuve de progression vers un budget sommaire équilibré. Le gouvernement promet des modifications pour renforcer la loi en tenant les gouvernements responsables de la réduction régulière à partir d'un déficit de base défini comme le déficit sommaire moins le revenu net de Manitoba Hydro et des transferts du fonds de stabilisation budgétaire. Une amélioration de \$100 millions par an sera nécessaire chaque année pour que les ministres touchent l'intégralité de leur rémunération. Les modifications de la loi doivent créer de meilleures mesures incitatives pour le travail difficile de restauration des finances et retirer des mesures décourageant les progrès précoces ou dépassant les \$100 millions par an. En mesurant les progrès à partir du budget 2017-2018, la loi permettra de restaurer les salaires des ministres retenus une fois qu'un excédent sera dégagé.

Hypothèses économiques

Selon nos mesures, l'économie du Manitoba est la plus diversifiée de toutes les provinces. Pour cette raison, son économie a crû dans le passé à un rythme relativement stable. Le Manitoba a attiré un nombre record de travailleurs qualifiés, d'entrepreneurs et leurs familles principalement grâce à une politique d'immigration centrée sur le Programme des candidats du Manitoba. Sa population a par conséquent augmenté au rythme le plus rapide de toutes les provinces au cours des trois dernières années. Les améliorations récentes de ce programme permettront plus facilement aux étudiants étrangers ayant fait des études au Manitoba de s'installer et de faire carrière dans la province.

Le budget présume que la croissance du PIB réel du Manitoba, estimée à 2.2% en 2017, ralentira cette année et l'an prochain à l'instar de celle du Canada dans son ensemble. L'enquête sur les prévisions économiques du Manitoba projette une croissance de 2.0% en 2018 et de 1.6% en 2019. Le PIB nominal devrait augmenter de 3.8% en 2018 et de 3.5% en 2019. La croissance de l'emploi, de 1.7% en 2017, devrait ralentir à 0.8% en 2018 et 0.5% en 2019. Ce sont là des hypothèses prudentes, mais plusieurs risques existent pour ces prévisions. Une issue des négociations de l'ALENA qui freinerait nettement le commerce, l'augmentation des taux d'intérêt et les importants changements fiscaux aux États-Unis pourraient avoir une incidence importante sur la mobilité du capital et de la main-d'œuvre.

Dettes et emprunt

La dette nette sommaire est estimée à 34.0% du PIB à la fin du présent exercice. Ce ratio devrait croître pour atteindre 34.3% au cours du prochain exercice. L'attention est attirée sur l'estimation selon laquelle le coût du service de la dette dépassera \$1 milliard l'an prochain. Cependant, la ponction résultante de 6.2% du revenu sommaire est loin d'être la pire de toutes les provinces.

Les besoins d'emprunt pour l'exercice 2018-2019 sont établis à \$6.4 milliards, dont \$4.2 milliards pour Manitoba Hydro.

Marc Pinsonneault

Manitoba • Budget 2018

Manitoba

	Budget	Prévu	Budget	Plan		
	2017/2018	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
\$000 000						
BUDGET SOMMAIRE						
Recettes	16,101	16,128	16,787	17,095	17,243	17,593
Impôts	4,194	3,940	4,041			
Autres taxes	4,497	4,620	4,800			
Droits et autres recettes	2,307	2,363	2,333			
Transferts fédéraux	4,163	4,195	4,496			
Recettes nettes des entreprises publiques	705	758	842			
Fonds d'amortissement et autres bénéfices nets	235	252	275			
Dépenses	17,056	16,804	17,423	17,598	17,638	17,850
Santé	6,681	6,633	6,751			
Éducation	4,410	4,405	4,453			
Services aux familles et affaires des consommateurs	2,131	2,128	2,144			
Développement économique, communautés, ressources	1,473	1,275	1,441			
Justice et autres dépenses de programme	1,370	1,399	1,600			
Service de la dette	991	964	1,034			
Ajustement intra-annuel	(115)	-	(115)	(115)	(115)	(115)
Recettes nettes sommaires	(840)	(726)	(521)	(388)	(280)	(142)
Service de la dette en % des revenus	6.2%	6.0%	6.2%			
Recettes nettes sommaires en % du PIB	-1.2%	-1.0%	-0.7%	-0.5%		
ENTITÉ GOUVERNEMENTALE						
Recettes	13,016	12,945	13,546	13,898	13,989	14,302
Dépenses	13,820	13,660	14,170	14,306	14,306	14,478
Ressources non utilisées ou rajustements en cours d'exercice	(35)	-	(35)	(35)	(35)	(35)
Transfert du compte de stabilisation des revenus	(10)	(10)	(50)	(50)	(50)	(50)
Recettes (pertes) nettes	(779)	(775)	(639)	(423)	(332)	(191)
DETTE NETTE SOMMAIRE						
Emprunts de la province, garanties et obligations	45,464	44,986	48,480			
Passif net des fonds de pension	2,766	2,745	2,924			
Dette à être remboursée par <i>Manitoba Hydro-Electric Board</i>	(19,267)	(19,249)	(21,855)			
Autres dettes	874	763	739			
Moins: Actifs financiers nets	5,065	5,293	5,225			
= Dette nette sommaire	24,772	23,952	25,063			
Dette nette sommaire en % du PIB	35.7%	34.0%	34.3%			
BESOINS DE FINANCEMENT (Millions \$)						
Refinancement			2,285			
Nouveaux besoins d'encaisse			4,794			
Moins repaiements			661			
Besoins de financement totaux			6,418			
Dont Manitoba Hydro			4,188			

Source: Province du Manitoba, *Budget et Supplementary Financial Information*.

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, recherche et stratégie secteurs publics
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.