

20 mars 2018

Un plan budgétaire équilibré et une consolidation bien engagée de la dette

Points saillants

- L'excédent de l'exercice qui s'achève est chiffré à \$133.5 millions soit 0.3% du PIB. Enlevez un apport de « capacité financière » de \$110 millions reportée de 2016-2017 et le résultat net reste positif à \$23 millions.
- Comme cela a été annoncé dans les jours qui ont précédé le budget, la Nouvelle-Écosse a bénéficié d'un nouveau calcul favorable des redevances gazières extracôtières qui a permis une série d'investissements à la fin de l'exercice (p. ex., Internet haute vitesse, recherche/innovation, soins de première ligne, programme d'efficacité énergétique et diverses autres initiatives de croissance). Dans une certaine mesure, d'importants investissements de fin d'exercice pourraient réduire les pressions des dépenses futures.
- La province prévoit un troisième excédent budgétaire d'affilée en 2018-2019 (\$29 millions), ce qui fait de la Nouvelle-Écosse une des quatre provinces seulement qui, dernièrement, prévoyaient d'équilibrer leurs comptes au cours du prochain exercice. Le solde budgétaire devrait rester positif jusqu'en 2021-2022.
- Le vérificateur général provincial a examiné les estimations de revenu de l'année à venir, les jugeant « raisonnables et honnêtement présentées ».
- Le gouvernement continuera de donner la priorité à la santé et l'éducation, soit les deux grandes enveloppes financières. Il se concentrera également sur le soutien aux personnes invalides, le logement public, les connexions Internet, l'innovation et une croissance économique inclusive. En termes de mesures concernant le revenu, 2018-2019 est la première année complète comprenant des allègements fiscaux annoncés précédemment par le biais du montant personnel de base. Une nouvelle taxe sur le cannabis devrait générer \$10.4 millions de droits en 2018-2019 et un montant équivalent en taxes de vente supplémentaires.
- Le budget est basé sur des prévisions économiques prudentes, assujetties à un processus de remise en question et d'examen par des économistes du secteur privé. En 2018, la croissance du PIB réel est estimée à 1.0%, et elle ralentira à 0.8% en 2019. Le taux de croissance nominal correspondant est prévu à 2.9% pour chacun des exercices 2018 et 2019.
- La dette nette est projetée à la fin de l'exercice 2017-2018 à \$15.05 milliards, soit moins de 35% du PIB. Le budget prévoit une augmentation de la dette nette de \$120 millions à \$15.17 milliards en 2018-2019, allégeant le fardeau de la dette correspondant à 34.2% du PIB. Ce ratio clé devrait baisser à 32.1% en 2021-2022, la province étant en passe d'atteindre son objectif à plus long terme de 30% d'ici 2024. La charge d'intérêts est relativement gérable.
- Bien qu'un peu supérieurs aux dernières années, les besoins de financement bruts pour 2018-2019 de \$1.36 milliard concordent largement avec la moyenne à plus long terme et dénotent remarquablement peu de changement par rapport aux indications d'il y a un an. À plus long terme, la province s'attend à devoir contracter des emprunts bruts de \$1.75 milliard pour 2019-2020, \$1.22 milliard pour 2020-2021 et \$1.12 milliard pour 2021-2022. Ces emprunts serviront essentiellement à des refinancements.
- La Nouvelle-Écosse a démontré une préférence pour les billets à taux variable et a su trouver dans le passé des investisseurs canadiens réceptifs. La province se réserve aussi la possibilité de solliciter les marchés internationaux de manière opportuniste si les conditions sont propices. Le calendrier des échéances actuel révèle beaucoup de souplesse pour émettre des titres clés de durée de référence (5 ans, 10 ans ou 30 ans).
- Tout bien compté, les budgets équilibrés, une amélioration des notes de crédit et des besoins de financement relativement modestes devraient continuer de bien soutenir les écarts de crédit de la Nouvelle-Écosse.

Rentrée exceptionnelle en 2017-2018

Comme cela a été annoncé dans les jours qui ont précédé le budget, la Nouvelle-Écosse a bénéficié d'un nouveau calcul favorable des redevances gazières extracôticières qui a permis une série d'investissements en fin d'exercice. Par conséquent, alors que les totaux des revenus et des dépenses dépassent tous deux le plan, l'excédent budgétaire qui en résulte était relativement inchangé par rapport au plan d'origine ou aux indications subséquentes.

L'excédent de l'exercice qui s'achève est chiffré à \$133.5 millions soit 0.3% du PIB. Enlevez un apport de « capacité financière » de \$110 millions reportée de 2016-2017 et le résultat net reste positif à \$23 millions. Quel que soit l'angle sous lequel on le considère, la Nouvelle-Écosse a donc affiché un excédent budgétaire lors de cet exercice.

La province aurait aussi équilibré ses comptes même en l'absence des rentrées de redevances inattendues. En réalité, ces redevances supplémentaires (attribuées par arbitrage et reliées au gaz naturel de l'île de Sable) ont largement contrebalancé les ajustements négatifs de l'année précédente de l'impôt sur le revenu des particuliers et permis d'annoncer une nouvelle série de dépenses, si bien que le résultat financier net est essentiellement inchangé. À quoi ont été consacrées les dépenses de fin d'exercice? À des postes ponctuels comme Internet haute vitesse, la recherche et l'innovation, les soins de première ligne, des programmes d'efficacité énergétique et diverses autres initiatives de croissance. Dans une certaine mesure, d'importants investissements de fin d'exercice pourraient alléger les pressions des dépenses futures.

Il est aussi bon de souligner que les économies générées par la restructuration de 2017-2018, équivalant à quelque \$75 millions, conjuguées avec l'augmentation ponctuelle des redevances ouvrent la voie à certains investissements stratégiques exceptionnels.

Équilibré et prévoyant de le rester

Alors que d'autres gouvernements à divers paliers (ici au Canada et à l'étranger) se sont montrés prêts à accepter des déficits budgétaires à un moment qui peut être considéré comme le sommet du cycle économique, la Nouvelle-Écosse opte pour une voie financière équilibrée.

La province prévoit un troisième excédent budgétaire d'affilée en 2018-2019 (\$29 millions). On peut qualifier cet excédent de modeste comparativement au PIB (<0.1%), mais à ce stade, la Nouvelle-Écosse est une des quatre seules provinces qui prévoient d'équilibrer leurs comptes au cours du prochain exercice. En outre, le solde budgétaire devrait rester positif jusqu'en 2021-2022. Les excédents des années futures se

répartissent comme suit : \$39 millions en 2019-2020, \$61 millions en 2020-2021 et \$75 millions en 2021-2022. (Se reporter au tableau de la page 4 pour plus de détails.)

En ce qui concerne les grands ensembles du cadre budgétaire, le budget prévoit une croissance annuelle moyenne d'environ 2.3% pour les revenus ordinaires au cours des quatre prochains exercices, ce qui concorde bien avec les perspectives économiques sous-jacentes si l'on tient compte des ajustements exceptionnels et des mesures fiscales (voir plus loin). Il convient aussi de noter que le vérificateur général provincial a examiné les estimations de revenu de l'année à venir, les jugeant « raisonnables et honnêtement présentées ». Si l'on répartit les revenus, environ 30% pour 2018-2019 devraient provenir de transferts fédéraux, dont plus de la moitié (\$1.8 milliard) prendra la forme de paiements de péréquation.

Les dépenses des ministères devraient augmenter au rythme annuel moyen de 2.3% au cours du plan budgétaire. Ajuster la croissance des dépenses à l'augmentation des revenus : c'est ainsi qu'on maintient un budget équilibré structurellement en bonne voie.

Au cours de l'exercice à venir, le gouvernement continuera de donner la priorité aux deux grandes enveloppes budgétaires que sont la santé (p. ex., plus de médecins, expansion des soins en collaboration, financement de la santé mentale, modernisation des établissements) et l'éducation (p. ex., nouvelles écoles pré-primaires, garderies plus accessibles). Il se concentrera également sur le soutien aux personnes invalides, le logement public, les connexions Internet, l'innovation et une croissance économique inclusive. Pour faciliter la mise en œuvre, les effectifs totaux des ministères devraient augmenter de 0.9% en ETP en 2018-2019.

En ce qui concerne les mesures de revenu, 2018-2019 sera la première année complète comprenant des allègements fiscaux annoncés précédemment par le biais du montant personnel de base, où le coût sur l'exercice complet représente \$85 millions. Conformément à l'entente-cadre entre Ottawa et les provinces, une nouvelle taxe sur le cannabis devrait générer \$10.4 millions de droits en 2018-2019, et un montant additionnel et équivalent d'augmentation de la TVH liée au cannabis à usage récréatif. Par ailleurs, le budget prévoyait un crédit d'impôt pour capital de risque consacré à l'innovation ciblé étroitement (qui doit commencer en janvier 2019) mieux aligné sur ceux des juridictions concurrentes.

Perspectives économiques

La croissance provinciale a été plus forte que prévu en 2017; le PIB réel a progressé de 1.4% et la production nominale a crû de 3.3%. Le budget est basé sur des prévisions

économiques prudentes assujetties à un processus relativement rigoureux de remise en question et d'examen par des économistes du secteur privé.

Pour 2018, la croissance du PIB réel est estimée à 1.0%, ralentissant à 0.8% en 2019. Pour ces deux années, les hypothèses de planification du budget ont été fixées à 0.1 point de pourcentage en dessous des chiffres qui font consensus. Le taux de croissance nominal correspondant est projeté à 2.9% pour chacun des exercices 2018 et 2019.

Les risques économiques relevés (hausse ou baisse) sont les suivants : une politique monétaire plus resserrée de la part de diverses banques centrales, une croissance américaine augmentant plus vite que prévu (en raison des plans fiscaux de M. Trump), des pressions et des incertitudes démographiques à long terme, de nouvelles mesures concernant le logement et une incertitude géopolitique toujours présente (notamment avec la renégociation de l'ALENA). Pendant ce temps, comme c'est souvent le cas, un certain degré d'incertitude se rattache aussi aux perspectives économiques à plus long terme, reflétant le calendrier de certains grands projets (par exemple, le travail sur les navires de combat au grand chantier naval de Halifax).

Progrès concernant le fardeau de la dette et emprunts de refinancement

La dette nette devrait terminer l'exercice 2017-2018 à \$15.05 milliards, légèrement en dessous du plan budgétaire d'origine, et représenter moins de 35% du PIB. Avec des budgets équilibrés et un plan d'investissement responsable, le fardeau de la dette devrait diminuer au cours de chacune des années jusqu'en 2021-2022 (malgré une modeste croissance du PIB nominal).

Plus précisément, le budget prévoit que la dette nette augmentera de \$120 millions à \$15.17 milliards en 2018-2019, allégeant le fardeau de cette dette 34.2% du PIB. Ce ratio clé devrait baisser à 32.1% en 2021-2022. Cette trajectoire concorde entièrement avec l'objectif *One NS* qui est de ramener le fardeau de la dette nette à 30% d'ici 2024. Entretemps, la part des intérêts (c.-à-d. les coûts du service de la dette en proportion du revenu total) semble relativement gérable à 8.3% en 2018-2019, et le deviendra encore plus avec le temps (descendant sous les 7% d'ici la fin de l'horizon de planification actuel).

En ce qui concerne les emprunts, les excédents budgétaires et l'absence de besoins importants des entreprises publiques (caractéristique de nombreuses provinces) se soldent par des besoins nets modestes. Pour 2018-2019, la grande majorité du programme d'emprunt brut planifié de \$1.36 milliard concerne des refinancements. Ainsi deux importants billets à taux variable arriveront à échéance au cours de 2018-2019

(CA\$500 millions chacun, un en août 2018 et l'autre en février 2019).

On notera que la Nouvelle-Écosse a manifesté une préférence pour l'émission de billets à taux variable pour lesquels elle a trouvé un public d'investisseurs réceptif au Canada. La province se réserve évidemment le droit de solliciter de manière opportune les marchés internationaux si les conditions s'avéraient favorables. Globalement, un coup d'œil sur le calendrier des échéances de la Nouvelle-Écosse présente le portrait d'un émetteur jouissant de beaucoup de latitude pour emprunter sur des durées de référence clés, c.-à-d. 5 ans, 10 ans et 30 ans.

Le programme d'emprunt de l'année à venir, tout en représentant une légère augmentation par rapport aux années précédentes, concorde essentiellement avec la moyenne à long terme et est relativement inchangé par rapport aux indications préalables données il y a un an. Plus loin, la province prévoit des besoins d'emprunt bruts de \$1.75 milliard en 2019-2020, \$1.22 milliard in 2020-2021 et \$1.12 milliard in 2021-2022. En 2018-2019, ces besoins de financement pour l'exercice suivant concernent essentiellement des refinancements puisque les besoins de liquidité de fonctionnement s'établissent en moyenne à peine à \$90 millions par an (-0.2% du PIB) au cours des trois dernières années du plan budgétaire.

Tout bien compté, il est juste de dire que la Nouvelle-Écosse a acquis une bonne réputation en termes de gestion budgétaire responsable et de consolidation de la dette. Peu de provinces ont enregistré un progrès aussi soutenu à l'égard de leur dette et cette consolidation budgétaire absolue/relative rapporte des dividendes importants. À preuve, une amélioration de la note de crédit, soulignée par une perspective « positive » obtenue de S&P en septembre. Les budgets équilibrés, une note améliorée et des besoins de financement relativement modestes devraient continuer d'assurer un soutien important aux écarts de crédit de la Nouvelle-Écosse, qui ont eu tendance à se détacher (lire surperformer) de ceux d'autres provinces comparables.

Warren Lovely

Nouvelle-Écosse • Budget 2018

Nouvelle-Écosse

Millions \$	Budget Sept. 2017-2018	Prévision 2017-2018	Budget 2018-2019	Prévision 2019-2020	Prévision 2020-2021	Prévision 2021-2022
Revenus	10,573.7	10,740.6	10,810.2	10,858.8	11,269.5	11,614.4
Impôts, taxes et tarifs	6,097.6	6,135.2	6,293.7			
Redevances hydrocarbures	12.0	11.1	6.0			
Intérêts et revenu du fonds d'amortissement de la dette	180.1	178.1	193.1			
Ajustements de fin des années précédentes	-	107.1	-			
Revenus en provenance du fédéral	3,195.9	3,224.7	3,280.7			
Recouvrements ordinaires	709.4	696.9	655.5	614.2	618.6	624.0
Sous-total	10,194.9	10,353.1	10,428.9	10,458.2	10,859.3	11,191.3
Revenu net des entreprises publiques	378.8	387.5	381.3	400.6	410.2	423.1
Dépenses	10,512.4	10,675.6	10,862.7	10,848.7	11,237.2	11,561.1
Dépenses des ministères	9,505.5	9,658.9	9,693.4	9,790.7	10,233.2	10,582.4
Crédits d'impôt remboursables	125.5	115.2	146.9	144.4	145.1	145.8
Ajustement aux fonds de pension	31.2	63.8	128.8	49.3	52.3	56.9
Service de la dette	850.2	837.7	893.6	864.3	806.6	776.1
Ajustements de consolidations et autres ajustements	70.4	68.5	81.9	28.9	28.6	21.7
Excédent (déficit) provincial	131.6	133.5	29.4	39.1	60.9	75.0
Contrib. à la capacité fiscale pour le complexe de santé	(110.3)	(110.3)	-	-	-	-
Position nette	21.3	23.2	29.4	39.1	60.9	75.0
Besoin d'emprunts à terme						
Déficit (excédent) provincial	(131.6)	(133.5)	(29.4)	(39.1)	(60.9)	(75.0)
Encaisse nette affectée aux actifs tangibles	236.6	229.5	150.0	139.5	280.4	110.1
Autres besoins d'encaisse	(8.1)	129.3	47.3	290.6	(175.4)	(196.8)
Retraits du fonds d'amortissement obligatoire de la dette	-	-	(198.0)	(855.4)	-	(512.0)
Autres affectations nettes aux fonds	126.9	127.4	131.7	117.1	94.6	75.2
Encaisse affectée au remboursement de dette	459.7	459.7	1,261.0	2,072.8	1,080.9	1,713.9
Sous-total: besoins de financement totaux	683.5	812.5	1,362.6	1,725.5	1,219.6	1,115.4
Baisse (hausse) du financement à court terme	-	-	-	-	-	-
Total	683.5	812.5	1,362.6	1,725.5	1,219.6	1,115.4
Dettes directes nettes						
solde en début d'exercice	14,954.9	14,954.9	15,050.9	15,171.5	15,271.9	15,491.5
Déficit (excédent) provincial	(131.6)	(133.5)	(29.4)	(39.1)	(60.9)	(75.0)
Variation de la valeur au livre nette, actifs tangibles, autres	236.6	229.5	150.0	139.5	280.4	110.1
Solde à la clôture de l'exercice	15,059.9	15,050.9	15,171.5	15,271.9	15,491.5	15,526.6
Pib nominal	42,456	43,099	44,329	45,604	47,224	48,406
Position nette: Surplus (Déficit) / PIB	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
Dettes nettes directes / PIB	35.5%	34.9%	34.2%	33.5%	32.8%	32.1%
Service de la dette brute / Recettes totales	8.0%	7.8%	8.3%	8.0%	7.2%	6.7%

Source: Documents budgétaires du gouvernement de la Nouvelle-Écosse.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

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

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

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

Général

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

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

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

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

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

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

Résidents des États-Unis

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

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

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

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

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

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

Résidents de HK

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

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

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

Droits d'auteur

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