

25 mars 2021

## Le déficit relativement plus petit devrait être résorbé d'ici 2024-2025

Par Warren Lovely, Taylor Schleich et Daren King

### Points saillants

La Nouvelle-Écosse a abordé la pandémie dans une situation budgétaire relativement enviable, ayant inscrit quatre excédents budgétaires successifs jusqu'en 2019-2020 et observant une belle consolidation des paramètres d'endettement clés. Mais il ne faut pas s'y méprendre, la pandémie a laissé une marque nette, comme en atteste un déficit de \$706 millions de l'exercice 2020-2021 qui s'achève. Cette estimation budgétaire révisée semble un peu meilleure que celle de décembre. En outre, en proportion du PIB (1.6%), il est clair que la Nouvelle-Écosse a accumulé moins de déficits que les autres provinces. Ce déficit relativement plus faible permettra de rétablir l'équilibre plus vite maintenant que la reprise économique est amorcée. D'après le budget, le déficit devrait baisser à \$585 millions en 2021-2022 (1.2% du PIB), avec un retour à l'équilibre en quatre ans (c.-à-d., 2024-2025). Le ratio dette nette/PIB augmente chaque année du cadre budgétaire, dépassant 40% d'ici 2024-2025 (un record depuis la crise financière). La charge d'intérêts reste relativement légère, cependant, avec le retrait prochain d'obligations anciennes à coupon élevé, la facture des intérêts de la Nouvelle-Écosse pourrait baisser et non monter au cours des prochaines années – et ce, malgré un contexte de taux d'intérêt en hausse. Le programme d'emprunt des années subséquentes comprend l'émission de \$2.15 milliards (valeur nominale), entièrement sur le marché intérieur et répartie relativement également entre des placements privés (quand les conditions étaient houleuses au printemps dernier) et des émissions publiques ordinaires (quand les marchés se sont normalisés). Un montant de dette sensiblement similaire (environ \$2.2 milliards) devrait être émis en 2021-2022, ce que nous considérons comme proportionnellement modeste selon les normes provinciales. Les prévisions internes à moyen terme tablent sur une baisse appréciable à mesure que le déficit sera épongé. Il est difficile de qualifier de positif pour le crédit le budget de toute province actuellement, puisqu'elles en sont encore toutes à panser les plaies laissées par la COVID. Mais sur un plan budgétaire, le point de départ compte beaucoup et la Nouvelle-Écosse maintient un statut relativement favorable comparativement à de nombreuses autres provinces.

- **Perspectives économiques** – La COVID-19 a interrompu ce qui constituait une performance économique relativement saine, faisant baisser le PIB de 5.3% en 2020 et entraînant d'importantes pertes d'emplois. Le déploiement des vaccins et un retour graduel à des conditions plus normales, en plus d'un environnement extérieur plus favorable, laissent entrevoir un rebond sain en 2021. Cela dit, les secteurs des voyages et du tourisme mettront plus de temps à se rétablir (de nombreuses années). L'emploi a enregistré une forte reprise, résorbant le fossé créé par la COVID plus vite que toute autre province (sur la base de la croissance d'une année à l'autre en février 2021). Un rétablissement continu du marché du travail implique que la nécessité des programmes de stimulation budgétaire diminuera avec le temps. Globalement, le budget pose l'hypothèse d'une croissance du PIB réel de 4.6% cette année et d'un nouveau résultat supérieur au potentiel en 2022 (3.4%), avant de décélérer à moins de 1% au cours de chacune des deux années subséquentes. Le PIB nominal devrait rebondir de 6.2% en 2021, récupérant la totalité de la production perdue l'an dernier. La croissance démographique soutient les perspectives économiques jusqu'à la fin de la décennie, les nouvelles récentes concernant l'immigration interprovinciale nette étant encourageantes. Le moment précis du décaissement de capitaux sur de grands projets (comme toujours) peut entraîner une certaine variabilité des prévisions.
- **Solde budgétaire de l'exercice qui s'achève (2020-2021)** – La Nouvelle-Écosse prévoit de terminer l'exercice 2020-2021 avec un déficit budgétaire de \$706 millions (1.6% du PIB), soit le deuxième déficit le plus important de toute l'histoire de la province. Étant donné que le budget 2020 de la Nouvelle-Écosse avait été établi avant que la pandémie de COVID-19 ne ravage l'économie canadienne, la province a raté son objectif de février 2020 avec un excédent modeste de \$55 millions, ce qui est compréhensible. Cependant, l'estimation la plus récente du déficit se compare avantageusement au déficit de \$779 millions projeté il y a trois mois à peine lors de la mise à jour des prévisions de décembre. Ces résultats de l'exercice qui s'achève impliquent que la séquence des années d'excédent a été interrompue au bout de la quatrième. Malgré les impacts liés à la COVID, les revenus totaux ont réussi à s'établir à \$11.34 milliards – seulement 2.2% de moins que les indications prospectives de l'an dernier. Cela peut être attribué à des transferts fédéraux importants et extraordinaires dans le cadre de la lutte contre la COVID-19. Alors que les revenus de source fédérale termineront l'exercice à \$437 millions au-dessus du budget de 2020, les revenus de source provinciale ont accusé une insuffisance de près de \$700 millions. Du côté des charges, les dépenses étaient nettement supérieures aux indications prospectives d'origine, et on le comprend. Des dépenses totales de \$12.2 milliards sont à comparer à celles de \$11.6 milliards signalées dans le budget antérieur, mais sont modestement inférieures à l'estimation de \$12.3 milliards de décembre. Sans surprise, près de deux tiers des dépenses non budgétées de la province ont été consacrés à la santé et au bien-être.
- **Perspectives budgétaires à moyen terme (2021-2022 et au-delà)** – La Nouvelle-Écosse s'attend à une amélioration de l'équilibre budgétaire dans l'exercice 2021-2022, bien que le déficit restera élevé, selon les normes historiques, à \$585 millions (1.2% du PIB). Malgré le rétablissement de l'économie, la poursuite de la pandémie entraîne des dépenses supplémentaires (notamment pour les hôpitaux, les établissements de soins de longue durée, la santé mentale, l'équipement de protection individuelle). À plus longue échéance, la province a inscrit des déficits de \$218 millions (0.4% du PIB) et \$176 millions (0.3% du PIB) pour les exercices 2022-2023 et 2023-2024, respectivement. Au cours de l'exercice suivant, 2024-2025, la province envisage un retour à un solde positif. Au cours

du prochain exercice, elle prévoit un rebond des revenus de 3.9% à \$11.78 milliards et une hausse supplémentaire des dépenses de 2.5% à \$12.47 milliards. Tout en prenant acte de l'incertitude continue reliée aux virus, le vérificateur général de la province a jugé les hypothèses de revenus pour 2021-2022 raisonnables. Au cours des trois dernières années du plan budgétaire de quatre ans, la Nouvelle-Écosse s'attend à ce que les revenus augmentent au rythme annuel moyen de 1.7%, avec des dépenses stationnaires (en baisse de 0.2% par an sur cette période). Alors que cela implique une certaine restriction des dépenses par rapport aux niveaux temporairement élevés actuels, cela ne semble pas déraisonnable puisque les dépenses extraordinaires reliées à la COVID diminuent à mesure que la vaccination progresse et que la reprise s'enracine. Nota : ce budget a été préparé et présenté avant l'annonce de nouvelles mesures de soutien face à la COVID (\$7.2 milliards en tout, incluant un complément ponctuel de \$4 milliards du Transfert canadien en matière de santé pour les provinces collectivement, \$1 milliard pour le déploiement des vaccins et \$2.2 milliards pour les municipalités et les communautés des Premières Nations par le biais du Fonds de la taxe sur l'essence fédéral).

- **Fardeau de la dette et charge d'intérêts** – La dette nette provinciale devrait s'élever à \$16.7 milliards à la fin de 2020-2021, pas tout à fait \$1 milliard de plus que dans le plan budgétaire de février 2020 (alors que la pandémie venait tout juste de prendre racine en Amérique du Nord). Le fardeau de la dette nette à la fin de l'exercice équivaut à 37.4% du PIB (comparativement au plan de 33.3%) ou environ \$17,000 par habitant. Comme ailleurs, l'ajustement à la hausse du ratio dette nette/PIB de 2020-2021 reflète un hiatus grave, mais passager dans la production, dû au COVID-19. Étant donné le déficit budgétaire prévu et les dépenses en immobilisations programmées, la dette nette devrait atteindre \$18.0 milliards au cours du prochain exercice. Avec une hausse de \$1.3 milliard d'une année à l'autre, une reprise du PIB nominal semble limiter le ratio d'endettement à 0.5 point de pourcentage, le ratio dette nette/PIB terminant l'exercice 2021-2022 à 37.9%. Nonobstant les progrès prévus en matière de réduction du déficit et de croissance de la production nominale, l'investissement en immobilisations continue de faire monter le fardeau de la dette de la Nouvelle-Écosse pendant les quatre années du plan budgétaire. Le niveau de la dette nette devrait atteindre \$21.2 milliards d'ici 2024-2025, poussant le ratio dette/PIB légèrement au-dessus du seuil de 40%. Tout cela constitue une nouveauté pour la Nouvelle-Écosse, dont le niveau absolu de la dette nette restait largement stationnaire par rapport à celui d'avant la COVID, diminuant bien en proportion de la production provinciale. Même si le fardeau de la dette doit atteindre de nouveaux sommets inégalés depuis la grande crise financière, les coûts du service de la dette restent gérables. Le service de la dette brut s'est élevé à \$742 millions en 2020-2021, moins que prévu à l'origine malgré la révision de l'équilibre budgétaire due au virus. La facture d'intérêts nets était même inférieure, à \$690 millions, après prise en compte des gains du fonds d'amortissement. Les intérêts bruts en proportion des revenus, à 6.5%, ne dérogent pas à la moyenne provinciale. En outre, le budget prévoit même une facture d'intérêts bruts plus légère en 2021-2022 (\$711 millions | 6.0% des revenus) et 2022-2023 (\$696 millions | 5.8% des revenus). Comme nous l'avons souligné précédemment, la Nouvelle-Écosse profitera du retrait d'obligations anciennes à coupon plus élevé – ce qui atténue la pression perçue de la récente remontée des taux d'intérêt sous-jacents. Des pratiques prudentes de gestion des risques ont éliminé l'exposition aux risques de change. Pendant ce temps, l'analyse de sensibilité officielle indique qu'une augmentation de 1 point de pourcentage à court terme ajouterait \$15 millions aux coûts du service de la dette la première année.
- **Besoin d'emprunts à long terme** – La Nouvelle-Écosse a émis pour \$2.15 milliards (valeur nominale) d'obligations exclusivement sur le marché canadien en 2020-2021 (dont le produit représente un peu plus de \$2.2 milliards). Ce chiffre est à comparer au plan budgétaire de 2020 qui prévoyait des emprunts à long terme pour environ \$1.5 milliard – un besoin établi avant l'assaut du virus et le déficit qui en découle. Il n'y a pas eu de préfinancement. Les financements pour l'exercice qui s'achève étaient répartis plus ou moins également entre les émissions publiques de titres de référence et les placements privés. Émissions publiques : \$500 millions à 7 ans (nouveau coupon à 1.1%); \$300 millions à 10 ans (réouverture, coupon de 2%); \$300 millions à 30 ans (réouverture, coupon de 3.15%, rendement effectif d'environ 2.1%). Placements privés, réalisés en avril 2020 pendant une période d'incertitude/de tensions financières élevées du virus : \$515 millions à 3 ans (coupon de 1.1%); \$535 millions à 5 ans (coupon de 1.35%). Un raccourcissement de la durée moyenne pondérée des nouvelles émissions a diminué la durée moyenne de l'ensemble du portefeuille d'emprunts de la Nouvelle-Écosse à 13.7 ans, mais est encore relativement longue et souligne en outre l'exposition moins immédiate à l'augmentation des taux d'intérêt. Pour l'exercice 2021-2022 qui commence, la province a évoqué des besoins d'emprunt brut à long terme de \$2.2 milliards – sensiblement à la hauteur de ceux de l'exercice qui s'achève. Alors que la documentation reste en place pour accéder aux marchés internationaux, le marché intérieur devrait être la principale source de financement au cours du prochain exercice. Malgré une concentration sur l'accumulation/le maintien d'obligations de référence canadiennes liquides, comme cela a été démontré en avril dernier, le programme d'effets à moyen terme de la province ajoute une souplesse considérable à son programme d'emprunts. Le plan de quatre ans de la province prévoit des besoins de financement bruts de \$1.76 milliard en 2022-2023, suivis de \$1.34 milliard en 2023-2024 et de \$881 millions seulement en 2024-2025, où le budget devrait être équilibré. Cet objectif de financement en 2024-2025 ne devrait pas être très éloigné du montant annuel le plus faible d'emprunts contractés depuis la grande crise financière (\$750 millions en 2016-2017). En général, la Nouvelle-Écosse considère son programme d'emprunts comme comparativement modeste, et nous en convenons, particulièrement par comparaison avec les besoins de financement brut signalés par un certain nombre d'autres provinces. En outre, le plan déclaré de retour à l'équilibre d'ici 2024-2025 implique un ralentissement relativement plus net et plus important des besoins financiers nets par rapport aux autres provinces. Il n'est pas prévu de puiser dans les fonds d'amortissement discrétionnaires au cours du prochain exercice, qui se situent actuellement autour de \$940 millions.
- **Notes actuelles du crédit à long terme** – S&P: AA-, Stable | Moody's: Aa2, Stable | DBRS: A(High), Stable  
*[Se reporter à notre publication Provincial Ratings Snapshot pour des informations complémentaires sur les facteurs/considérations particuliers concernant la notation du crédit]*

### Nouvelle-Écosse

Millions \$	Prévision 2020-2021	Budget 2021-2022	Prévision 2022-2023	Prévision 2023-2024	Prévision 2024-2025
<b>Revenus</b>	<b>11,344.5</b>	<b>11,781.8</b>	<b>11,990.2</b>	<b>12,178.2</b>	<b>12,386.3</b>
Impôts, taxes et tarifs	6,145.4	6,456.5			
Intérêts et revenu du fonds d'amortissement de la dette	129.2	105.9			
Ajustements de fin des années précédentes	(248.5)	-			
Revenus en provenance du fédéral	4,244.3	4,134.5			
Recouvrements ordinaires	710.8	685.0	684.5	668.6	586.4
<b>Sous-total</b>	<b>10,981.3</b>	<b>11,381.9</b>	<b>11,591.1</b>	<b>11,775.3</b>	<b>11,980.3</b>
Revenu net des entreprises publiques	363.2	399.9	399.1	402.9	406.0
<b>Dépenses</b>	<b>12,163.7</b>	<b>12,472.8</b>	<b>12,239.6</b>	<b>12,400.5</b>	<b>12,412.6</b>
Dépenses des ministères	11,221.1	11,509.4	11,300.5	11,412.9	11,415.1
Crédits d'impôt remboursables	123.7	144.7	128.9	129.7	130.3
Ajustement aux fonds de pension	76.4	107.8	113.8	120.5	115.4
Service de la dette	742.5	710.9	696.4	737.4	751.8
Ajustements de consolidations et autres ajustements	113.8	106.1	31.8	46.8	36.8
<b>Excédent (déficit) provincial</b>	<b>(705.5)</b>	<b>(584.9)</b>	<b>(217.5)</b>	<b>(175.6)</b>	<b>10.5</b>
<b>Besoin d'emprunts à terme</b>					
Déficit (excédent) provincial	705.5	584.9	217.5	175.6	(10.5)
Encaisse nette affectée aux actifs tangibles	529.3	476.5	594.9	583.9	286.0
Autres besoins d'encaisse	(162.2)	(105.5)	(118.0)	(286.9)	(267.0)
Retraits du fonds d'amortissement obligatoire de la dette	59.0	(475.5)	(677.5)	-	-
Autres affectations nettes aux fonds	11.1	8.5	10.2	13.2	13.2
Encaisse affectée au remboursement de dette	1,080.8	1,715.8	1,734.2	851.4	859.1
<b>Total</b>	<b>2,223.5</b>	<b>2,204.7</b>	<b>1,761.3</b>	<b>1,337.2</b>	<b>880.8</b>
<b>Dettes directes nettes</b>					
Solde en début d'exercice	15,242.4	16,680.3	17,975.7	19,198.2	20,286.0
Déficit (excédent) provincial	705.5	584.9	217.5	175.6	(10.5)
Variation de la valeur au livre nette, actifs tangibles, autres	732.4	710.4	1,005.0	912.1	918.7
<b>Solde à la clôture de l'exercice</b>	<b>16,680.3</b>	<b>17,975.7</b>	<b>19,198.2</b>	<b>20,286.0</b>	<b>21,194.2</b>
PIB nominal	44,607	47,387	49,995	51,444	52,865
<b>Position nette: Surplus (Déficit) / PIB</b>	<b>-1.6%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.0%</b>
<b>Dettes nettes directes / PIB</b>	<b>37.4%</b>	<b>37.9%</b>	<b>38.4%</b>	<b>39.4%</b>	<b>40.1%</b>
<b>Service de la dette brute / Recettes totales</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>

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*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

##### Daren King

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

##### Matthieu Arseneau

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

##### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

##### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

##### Kyle Dahms

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

##### Camille Baillargeon

*Économiste stagiaire*  
camille.baillargeon@bnc.ca

#### Bureau Toronto

416 869-8598

##### Warren Lovely

*Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public*  
warren.lovely@bnc.ca

##### Taylor Schleich

*Stratège, Taux d'intérêt*  
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 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. FNB 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.