

2 avril 2024

Point de départ faible, mais retour à l'équilibre prévu pour 2027-2028

Par Daren King, Warren Lovely et Taylor Schleich

Points saillants

Dans son premier budget officiel, le gouvernement manitobain récemment élu (en octobre 2023) a présenté un plan budgétaire qui s'engage à faire face aux pressions liées à l'abordabilité et à « reconstruire les soins de santé » sans compromettre la recherche et l'atteinte, à terme, de l'équilibre. Il faut d'abord reconnaître que l'exercice qui vient de s'achever a fait l'objet d'une mise à jour notable. En effet, le déficit initialement estimé à \$363 millions (0.4% du PIB) s'est creusé à près de \$2 milliards (2.2% du PIB), les dépenses ayant déçu autant que les recettes. La province s'attend toutefois à faire de sérieux progrès en matière de déficit cette année grâce à des gains de revenus importants (en particulier grâce aux transferts fédéraux) et à un meilleur contrôle des dépenses, qui devraient contribuer à réduire de plus de moitié le déficit (prévu à \$796 millions, soit 0.9% du PIB). Les progrès se poursuivent sur les dernières années du plan budgétaire, qui annonce un solde budgétaire positif en 2027-2028. Malgré un point de départ plus défavorable, l'équilibre budgétaire est atteint un an plus tôt que prévu dans le budget 2023. En raison du déficit plus important que prévu, on estime que la dette nette du Manitoba sera beaucoup plus élevée à la fin de l'exercice 2023-2024 que ne l'anticipait le budget 2023 (\$33.5 milliards/37.5% du PIB, comparativement à \$31.1 milliards/34.6% du PIB). Avec le déficit budgétaire actuel et les investissements en immobilisations corporelles, la dette nette se trouve sur une trajectoire ascendante. Par rapport au PIB, les niveaux d'endettement inscriront un pic en 2025-2026 avant de diminuer légèrement. Le service de la dette a absorbé un peu plus de 10% des revenus en 2023-2024 et, alors que l'enveloppe du service de la dette continuera d'augmenter, la part des intérêts relative devrait tomber à 9.7% en 2024-2025 (et se maintenir à peu près à ce niveau par la suite). Quant à l'emprunt à long terme, le budget 2024 estime le besoin brut à \$6.2 milliards pour 2024-2025, ce qui représente une légère augmentation par rapport aux \$5.6 milliards de 2023-2024. Notons que ce montant reflète un préfinancement de six mois de besoins de trésorerie futurs, qu'il comprend les besoins des grandes sociétés publiques et qu'il est également majoré par des échéances importantes. Les nouveaux besoins de liquidités (nets des remboursements) sont plus modestes (\$2.5 milliards). L'offre diminuera au cours des prochaines années, avec des besoins de \$5.8 milliards pour 2025-2026 et de \$4.7 milliards pour 2026-2027. Dans l'ensemble, le nouveau budget du Manitoba est conforme à ce que nous observons dans les autres provinces, à savoir que, face au ralentissement de la croissance et aux pressions exercées sur le coût de la vie, les déficits se creusent davantage qu'on ne le prévoyait. Côté positif, le déficit considérable du Manitoba en 2023-2024 sera rapidement ramené en dessous de 1% du PIB, avant de continuer à diminuer. Malgré un point de départ beaucoup plus faible, l'équilibre budgétaire reste clairement l'objectif à atteindre.

- **Perspectives économiques** – Grâce à son économie, la plus diversifiée de la Confédération, et à une croissance démographique historique, l'économie du Manitoba est restée résiliente en 2023 malgré une politique monétaire restrictive et une inflation élevée. On estime en effet que le PIB réel de la province a augmenté de 1.4% en 2023, ce qui est supérieur au taux de 1.1% de l'ensemble du Canada. Plus important encore pour les finances publiques, le PIB nominal a crû de 3.4% en 2023, un taux de croissance également supérieur à la moyenne nationale de 2.7%. Contrairement au marché du travail de certaines provinces qui n'ont pas réussi à absorber pleinement la forte croissance démographique, le marché de l'emploi du Manitoba se distingue également. Son taux de chômage n'était que de 4.5% en février 2024, le plus faible de toutes les provinces canadiennes, et relativement stable par rapport aux 4.6% observés à la même époque un an auparavant. Comme la politique monétaire, l'inflation et les questions géopolitiques assombrissent les perspectives, on s'attend à ce que la croissance économique du Manitoba ralentisse au cours de l'année à venir. Le budget table en effet sur une croissance du PIB réel de 0.6% en 2024, selon les prévisions moyennes du secteur privé. Le PIB réel du Manitoba devrait ensuite croître de 1.9% en 2025. Quant au PIB nominal, le budget prévoit une croissance de 2.9% et 3.1% en 2024 et 2025, respectivement. Du côté du marché du travail, la création d'emplois devrait commencer à se laisser distancer par la croissance démographique en 2024 en raison du ralentissement de l'économie, le taux de chômage passant de 4.8% en moyenne en 2023 à 5.7% en 2024 et 2025.
- **Solde budgétaire de l'exercice qui s'achève** (2023-2024) – À l'instar de nombreuses provinces canadiennes, la situation budgétaire du Manitoba s'est détériorée au cours de l'exercice 2023-2024. Le maigre déficit de \$363 millions (0.4% du PIB) initialement prévu dans le budget de l'année dernière a été révisé à la hausse à \$1.6 milliard (1.8% du PIB) dans le rapport du deuxième trimestre, avant de se creuser encore pour atteindre \$2.0 milliards (2.2% du PIB) dans le budget d'aujourd'hui (notons que cette dernière estimation reflète ce qui a été présenté dans le rapport du troisième trimestre du mois dernier). À quoi est due cette augmentation du déficit? À une combinaison de recettes inférieures et de dépenses supérieures aux attentes. Du côté des revenus, les deux tiers environ du manque à gagner peuvent être attribués au bénéfice net des entreprises publiques (en particulier Manitoba Hydro), dont on s'attend maintenant à ce que les entrées s'établissent \$640 millions (-54%) en dessous des estimations du budget 2023, notamment à cause de conditions hydrologiques défavorables et de la baisse des revenus nets d'exportation. Les recettes fiscales ont également déçu, étant inférieures de \$406 millions (-3.9%) aux prévisions de l'année dernière. Du côté des

dépenses, la pression est presque entièrement attribuable à un seul poste : Santé, personnes âgées et soins de longue durée. Les dépenses de ce poste devraient dépasser de plus de 9% les estimations de l'année dernière et, en dollars, les \$702 millions de sorties supplémentaires représentent 95% de l'ensemble des dépenses supérieures aux prévisions.

- **Perspectives budgétaires à moyen terme (2024-2025 et au-delà)** – Après un important remaniement budgétaire dans ce qui était une année de transition pour la législature provinciale, le solde budgétaire devrait s'améliorer considérablement en 2024-2025 même s'il reste un déficit. De fait, celui-ci devrait être réduit de plus de la moitié cette année, de \$2 milliards en 2023-2024 (2.2% du PIB) à \$796 millions en 2024-2025 (0.9% du PIB). L'estimation 2024-2025 inclut aussi une provision pour éventualités de \$100 millions, ce qui laisse envisager un léger dépassement de l'objectif budgétaire si elle n'était pas utilisée. La diminution du déficit dépend largement de l'augmentation des revenus, les rentrées devant bondir de plus de 9% cette année. La province voit les recettes fiscales progresser à un rythme sain (+\$426 millions ou +4.3%) et augmenter le bénéfice net des entreprises adossées à la province par rapport à l'an dernier (+\$276 millions ou +51%). Cependant, le bond d'ensemble est principalement dû à une augmentation des transferts fédéraux (+\$1.2 milliard ou +16.7%). Du côté de l'état des résultats, les dépenses devraient croître à un rythme plus contrôlé de 2.8% (comparativement à l'an dernier). L'enveloppe qui a contribué le plus au déficit plus élevé que prévu de l'an dernier – Santé, troisième âge et soins de longue durée – devait n'augmenter que de 1% en 2024-2025. L'éducation devrait être le plus important point de pression budgétaire, puisque les dépenses dans ces services devraient augmenter de \$419 millions (+7.8%). Au-delà de 2024-2025, les progrès concernant le déficit continueront, quoiqu'à un rythme plus lent. La province annonce un déficit de \$532 millions en 2025-2026 (0.6% du PIB) et de \$266 millions en 2026-2027 (0.3% du PIB). Comparativement au budget de l'an dernier, il y a \$1.05 milliard de plus de déficit sur ces trois années (c.-à-d., 2024-2025 à 2026-2027). Mais surtout, dans la dernière année du plan budgétaire de la province (c.-à-d., 2027-2028), un léger excédent de \$18 millions est anticipé. On notera que cela représente un devancement d'un an par rapport aux promesses du budget 2023. Sur ces dernières années de l'horizon de prévision, la province pose l'hypothèse d'une croissance des revenus de 3.5% par an et d'un programme de dépenses qui n'augmentera que de 2.1% par an. Comme en 2024-2025, une provision pour éventualités de \$100 millions a été intégrée dans ces dernières années également.
- **Nouvelles initiatives** – Comme c'est souvent le cas avec les budgets provinciaux, le budget du Manitoba est principalement centré sur la santé. Ainsi, dans son budget 2024, la province compte embaucher 1,000 nouveaux travailleurs du secteur de la santé, dont 100 docteurs, 210 infirmiers, 90 spécialistes paramédicaux et 600 aides-soignants. Sur les \$309.5 millions prévus pour le recrutement, le recyclage et la formation de nouveaux travailleurs de la santé, \$66.7 millions doivent servir à augmenter le nombre de lits disponibles et réduire l'attente aux urgences. Le budget prévoit aussi d'assurer de meilleurs soins aux aînés avec un investissement de \$22.3 millions. Le deuxième point de focalisation du budget est la réduction des coûts pour les familles et comprend un certain nombre de mesures dans ce sens. Le gouvernement a annoncé la prolongation de trois mois de la réduction de la taxe sur l'essence de 14 cents par litre mise en place le 1^{er} janvier pour une durée de six mois à cause d'un arrêt du pipeline de la Compagnie Pétrolière Impériale. Pour une famille moyenne ayant une seule voiture, cela pourrait représenter une économie de \$187.50 sur la totalité de la période de neuf mois. Pour le logement, le budget a annoncé la création d'un nouveau crédit d'impôt pour l'abordabilité de \$1,500 visant les propriétaires qui commencera en 2025 et le remplacera le rabais sur la taxe scolaire existante et le crédit d'impôt foncier pour l'éducation. Le gouvernement a aussi augmenté le crédit d'impôt pour les locataires à \$575. Parmi les autres mesures, le budget double le maximum du crédit d'impôt pour les traitements contre l'infertilité, assure la gratuité universelle de la contraception sur ordonnance, réduit de 5% les primes d'assurance automobile et crée une remise de \$4,000 pour les véhicules électriques neufs et une réduction de \$2,500 pour ceux d'occasion.
- **Fardeau de la dette et charge d'intérêts** – Conformément au récent rapport du T3 du Manitoba, la dette nette sommaire devrait terminer l'exercice 2023-2024 à \$33.5 milliards ou 37.5% du PIB nominal. Cela représente une détérioration nette par rapport au plan budgétaire de 2023 (\$31.1 milliards et 34.6% respectivement), reflétant un déficit budgétaire beaucoup plus important que prévu. Cela signifie que le fardeau de la dette nette du Manitoba a augmenté au cours du dernier exercice, le ratio dette nette/PIB ayant atteint 35.0% en 2022-2023. À l'avenir, les déficits budgétaires en cours combinés aux investissements en immobilisations corporelles maintiennent la dette nette sur une trajectoire ascendante, tant en niveau absolu que rapportée au PIB nominal. À \$35.4 milliards, le niveau projeté de la dette nette d'ici mars 2025 serait l'équivalent de 38.5% du GDP, comparativement à une moyenne provinciale pondérée que nous estimons actuellement à 32%. On s'attend à ce que le fardeau de la dette culmine en 2025-2026 à 39.1% avant de baisser un peu par la suite. L'objectif affirmé de la province de retour à l'équilibre d'ici 2027-2028 concorderait avec une diminution du ratio d'endettement, ce chiffre clé se situant à 38.3% d'ici 2027-2028. (À titre de référence, la moyenne d'avant la COVID était légèrement supérieure à 35% du PIB.) Nous relevons un changement comptable dans le traitement des coûts du service de la dette (et des revenus qui y sont reliés) mis en place dans le budget 2023. Avec le nouveau cadre (qui inclut Manitoba Hydro), le service de la dette a atteint \$2.17 milliards en 2023-2024, soit un peu plus de 10% des recettes. Alors que l'enveloppe du service de la dette continue de croître, la part des intérêts relative devrait baisser à 9.7% en 2024-2025, se maintenant à ce niveau ou près de ce niveau pendant le reste du plan budgétaire. En accord avec les perspectives économiques résumées plus tôt, le budget table sur un taux d'emprunt à moyen terme de 4.2% pour 2024-2025. On estime qu'une variation d'un point de pourcentage de tous les taux d'intérêt équivaut à une facture d'intérêts annuels d'environ \$50 millions.

- **Besoins d'emprunt à long terme** – Pendant l'exercice 2023-2024, le Manitoba a sollicité les marchés des capitaux d'emprunt pour un total de \$5.6 milliards, dont une partie importante (\$2.7 milliards) reflétait des six mois d'emprunts anticipés pour 2024-2025. Les trois quarts des opérations de financement réalisées pendant le dernier exercice l'ont été sur le marché intérieur, le quart restant représentant US\$1 milliard sur 10 ans et un placement privé de €30 millions. Dans l'hypothèse où la province préfinancerait une fois de plus six mois de ses besoins futurs de trésorerie, le budget 2024 table sur un besoin d'emprunt brut de \$6.2 milliards en 2024-2025. Ce chiffre global inclut les besoins des sociétés de la Couronne et est aussi gonflé par des sommes importantes arrivant à échéance. Pour mettre les choses en contexte, les nouveaux besoins de trésorerie (déduction faite des remboursements) s'élèvent à environ \$2.5 milliards. Selon le budget, les besoins bruts de \$6.2 milliards pour 2024-2025 devraient représenter un point culminant relatif, les perspectives de financement à moyen terme indiquant des besoins bruts de \$5.8 milliards pour 2025-2026 suivis de \$4.7 milliards en 2026-2027. Hydro Manitoba n'a pas de nouveaux besoins de trésorerie à moyen terme et s'autofinance complètement. En ce qui concerne la stratégie de gestion de la dette du Manitoba, un programme canadien bien établi reste l'objectif principal, avec des durées de base de 10 ans et de 30 ans (complétées, comme nous l'avons vu en 2023-2024, par des émissions occasionnelles sur 5 ans ou ultra-longues dans un but de diversification). Le recours aux marchés internationaux a historiquement été envisagé quand les coûts étaient concurrentiels par rapport à un financement sur le marché intérieur, les opérations en monnaie étrangère permettant de diversifier la base d'investisseurs. Tout emprunt international est assorti d'une couverture de change en CAD, si bien que la province n'a pas d'exposition nette aux effets de change. Comme indiqué, la province maintient un coussin financier de six mois. En janvier 2024, elle a augmenté sa limite autorisée de billets à ordre (à \$1.5 milliard) pour accroître les liquidités disponibles.
- **Note de crédit à long terme actuelle** – S&P: A+, 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]

Manitoba

\$000 000	Budget	Prévu	Budget	Plan		
	2023/2024	2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027	2027/2028

BUDGET SOMMAIRE

Recettes	22,377	21,476	23,337	24,127	24,992	25,866
Impôts	5,532	5,239	5,588			
Autres taxes	4,772	4,659	4,736			
Droits et autres recettes	2,543	2,558	2,650			
Transferts fédéraux	7,299	7,104	8,291			
Recettes nettes des entreprises publiques commerciales	1,181	542	818			
Fonds d'amortissement et autres bénéfiques nets	1,250	1,374	1,354			
Contingence	(200)	-	(100)	(100)	(100)	(100)

Dépenses	22,740	23,473	24,133	24,659	25,258	25,848
<i>Dont service de la dette</i>	<i>2,151</i>	<i>2,170</i>	<i>2,264</i>	<i>2,357</i>	<i>2,463</i>	<i>2,547</i>
Recettes nettes sommaires	(363)	(1,997)	(796)	(532)	(266)	18
Service de la dette en % des revenus	9.6%	10.1%	9.7%	9.8%	9.9%	9.8%
Recettes nettes sommaires en % du PIB	-0.4%	-2.2%	-0.9%			

DETTE NETTE SOMMAIRE

Au début de l'année	29,415	30,263	33,514			
Recettes nettes sommaires (déficit si positif)	363	1,997	796			
Investissement net en actifs tangibles	1,279	1,254	1,111			
= Augmentation de la dette nette	1,642	3,251	1,907			
Dette nette sommaire en fin d'exercice	31,057	33,514	35,421			
Dette nette sommaire en % du PIB	34.6%	37.5%	38.5%	39.1%	38.9%	38.3%

BESOINS DE FINANCEMENT (Millions \$)

Refinancement	3,472
Nouveaux besoins d'encaisse	3,298
Moins repaiements	779
Moins pré-emprunt	2,717
Plus pré-financement	2,918
Besoins de financement totaux	6,193
Dont Manitoba Hydro	868

Source: Province du Manitoba, documents du *Budget*.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Angelo Katsoras

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

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

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

Résidents du Canada

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni

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

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

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

Résidents 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 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.