

## Un excédent surprise laissant place à des années de déficits

Par Daren King, Warren Lovely et Taylor Schleich

### Points saillants

La Nouvelle-Écosse est à un mois d'enregistrer son septième excédent budgétaire des huit dernières années, si les estimations actuelles tiennent. De fait, le déficit de \$264 millions vers lequel se dirigeait la province (en décembre encore) a été effacé, essentiellement grâce à des ajustements fiscaux provinciaux de l'année précédente. Il ne faut pas s'attendre à ce que cette manne exceptionnelle se répète et, par conséquent, les perspectives budgétaires à moyen terme ressemblent à celles qui avaient été présentées dans le budget de l'an dernier. La province s'attend à des déficits modestes (1% du PIB au moins) pendant quatre années au moins, en commençant par un trou de \$467 millions (0.8% du PIB) en 2024-2025. Il n'y a pas de plan explicite pour rétablir l'équilibre financier de la province dans le budget présenté. Sans surprise, les nouvelles initiatives notoires sont centrées sur la santé, le logement et plus généralement son abordabilité. C'est un thème qui reviendra probablement dans tous les budgets cette année. En ce qui concerne la dette, le fardeau de la Nouvelle-Écosse est moindre que ce qui avait été prévu précédemment (\$18.7 milliards en 2023-2024 soit 33% du PIB). Cependant, comme nous le voyons dans l'état des résultats, il y aura des pressions sur le bilan au cours des années subséquentes également. Le fardeau de la dette devrait augmenter régulièrement sur tout l'horizon de prévision, atteignant 38.4% du PIB en 2027-2028 et dépassant le pic cyclique enregistré au plus fort de la pandémie en 2020-2021 (<37%). Les coûts du service de la dette croîtront rapidement (7.5%/an) au cours des prochaines années, mais resteront relativement abordables. La part des intérêts devrait atteindre 6.2% d'ici 2027-2028, ce qui n'est pas loin de la moyenne provinciale. Naturellement, les besoins d'emprunt augmentent également, on peut donc s'attendre à ce que la Nouvelle-Écosse soit plus active sur les marchés des capitaux d'emprunt au cours des prochaines années. Le financement à long terme de \$2 milliards de l'exercice qui s'achève croîtra à \$2.6 milliards en 2024-2025 et à \$3.4 milliards en 2025-2026, avant de redescendre dans une fourchette de \$2 à 2.6 milliards plus tard. Nous considérons cela comme un programme obligataire entièrement gérable.

- Perspectives économiques – Après un rebond post-pandémique important en 2022, on estime que le PIB réel de la Nouvelle-Écosse a augmenté à un rythme plus lent de 1.3% en 2023, ce qui est encore supérieur à la croissance de 1.1% du pays dans son ensemble. Le PIB nominal, pour sa part, a crû de 3.3%, également plus que le PIB national. L'économie de la Nouvelle-Écosse a été soutenue par la plus forte croissance démographique de son histoire moderne, la population en âge de travailler ayant augmenté de 3.1% de janvier 2023 à janvier 2024. Cette croissance importante de la population a entraîné la création de 12.9K emplois, soit une expansion de 2.7%. Malgré cette vigueur, le marché du travail n'a pas réussi à absorber complètement cette forte croissance de la population. Résultat, le taux de chômage de la province a augmenté de son creux historique de 5.4% en janvier 2023 à 7.0% en janvier 2024, ce qui représente une détérioration nettement plus forte qu'à l'échelle nationale. Pour l'avenir, le budget est basé sur une croissance du PIB réel de 1.7% en 2024, soit plus que le chiffre de 1.0% attendu par la moyenne des économistes du secteur privé. Pour 2025, la croissance du PIB réel devrait être plus forte à 1.9% (sensiblement égale à la prévision moyenne du secteur privé de 2.0%), puis augmenter à 2.0% en 2026 avant de ralentir à 1.7% en 2027. Plus important encore pour les finances publiques, le PIB nominal de la Nouvelle-Écosse en 2024 devrait croître de 3.9%, ce qui semble quelque peu optimiste comparativement à la prévision du secteur privé de 3.0%. Le PIB nominal devrait ensuite augmenter de 3.3% en 2025 (moins que les 3.6% prévus par consensus), 3.2% en 2026 et 3.3% en 2027. Quant au marché du travail, la création d'emplois devrait continuer d'accuser un retard sur la croissance de la population. Le taux de chômage devrait donc continuer de monter, atteignant un niveau moyen de 7.4% en 2024 et de 7.9% en 2025.
- Plus récente (mais pas la dernière) estimation du solde budgétaire 2023-2023 - Avant le budget d'aujourd'hui, le dernier relevé des finances de la Nouvelle-Écosse avait été produit comme une partie de la mise à jour du deuxième trimestre, publiée en décembre. La province y prévoyait un déficit de \$264 millions (0.5% du PIB), ce qui était presque exactement le chiffre présenté dans le budget 2023. Aujourd'hui, nous avons appris que la Nouvelle-Écosse allait probablement plutôt terminer l'exercice avec un très modeste excédent (\$40 millions ou 0.1% du PIB). Si ces chiffres positifs se maintenaient, ce serait la septième année sur les huit dernières que la province terminerait l'exercice en situation excédentaire (la seule exception étant 2020-2021). L'amélioration par rapport à la mise à jour du T2 s'explique par des recettes supérieures de près de 5% à ce qui avait été planifié. Une grande partie peut en être attribuée à des ajustements fiscaux provinciaux de l'exercice précédent, qui ont gonflé les recettes de \$425 millions comparativement à la mise à jour du T2. Les charges étaient également plus élevées que prévu, mais l'augmentation a été limitée à 2.5%.
- Perspectives budgétaires à moyen terme (2024-2025 et au-delà) – La série quasi ininterrompue d'excédents devrait prendre fin en 2024-2025, la province ayant prévu un déficit budgétaire de \$467 millions (0.8% du PIB) à ce moment-là. La détérioration devrait découler d'une croissance des dépenses (+5.6%) qui dépassera celle des recettes (+2.0%). Une augmentation plus lente des recettes n'est pas vraiment surprenante considérant qu'une part appréciable des rentrées de l'an dernier (\$560 millions ou 3.6%) représentait des ajustements fiscaux de l'année précédente, dont on ne peut pas s'attendre à ce qu'ils se répètent.

- Au-delà de 2024-2025, des déficits modestes (1% du PIB ou moins) devraient persister au moins pendant les trois exercices subséquents (jusqu'en 2027-2028). D'après le budget, cela reflète l'engagement du gouvernement à investir dans des domaines prioritaires pour les Néo-Écossais tels que la santé, le logement et l'abordabilité. Pour être clairs, des prévisions négatives ne représentent pas une nouveauté puisque le budget de l'an dernier dressait sensiblement le même tableau financier. De fait, pour les trois exercices de 2024-2025 à 2026-2027, le déficit combiné est très peu différent de celui du budget de 2023 (\$1.65 milliard dans le budget 2024 contre \$1.57 milliard dans celui de 2023). Selon cette nouvelle mise à jour, le déficit devrait culminer en 2025-2026 à \$609 millions (1.0% du PIB) avant de se résorber au cours des deux derniers exercices de l'horizon de prévision, s'établissant à \$360 millions (0.6% du PIB) en 2027-2028. Il n'y a pas d'engagement explicite sur un rétablissement de l'équilibre budgétaire.
- Nouvelles initiatives – Sous le thème de « Construire la Nouvelle-Écosse, plus vite », le budget 2024 est centré sur trois éléments clés : soutenir les Néo-Écossais et développer les communautés, l'action pour la santé et bâtir une main-d'œuvre qualifiée en vue de l'augmentation de l'immobilier résidentiel et d'une économie saine. Pour le premier thème, la mesure la plus remarquable est indubitablement l'indexation des fourchettes de l'impôt sur le revenu des particuliers, du montant personnel de base et certains crédits d'impôt non remboursables pour faire face aux taux d'inflation de la Nouvelle-Écosse à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2025. D'ici 2028, ce changement représentera environ \$150-\$160 millions par année d'économies d'impôt pour les contribuables. Dans cette section, le budget comprend aussi le lancement d'un nouveau programme de repas du midi pour les élèves dans le réseau scolaire public à un coût de \$18.8 millions pendant la première année. Le programme devrait être reconduit sur une période de quatre ans, l'investissement grimant à \$100 millions par an en 2027-2028. Sur le front du logement abordable, le budget prévoit aussi \$2.4 millions de plus pour créer 500 nouveaux suppléments de loyer, pour un total de \$69.2 millions, permettant de soutenir au total 8,500 ménages. En ce qui concerne le deuxième domaine, celui de la santé, le budget souligne que la dépense dans ce secteur se situe maintenant à \$7.3 milliards, soit 44% du total des dépenses, et a augmenté de \$1.9 milliard ou 36% au cours des trois dernières années. Les nouvelles sommes annoncées dans le budget de 2024 comprennent une tranche additionnelle de \$360.7 millions pour le fonctionnement de Nova Scotia Health et IWK Health, \$184.3 millions de plus pour continuer d'avancer dans le plan Action for Health (qui comprenait des montants pour des initiatives de soins de première ligne, afin de faire passer les patients plus rapidement dans le réseau de la santé et pour des améliorations en oncologie et en médecine de précision), et une tranche additionnelle de \$36.2 millions pour progresser vers la prise en charge universelle des soins de santé mentale et des toxicomanies dans la province. Enfin, le troisième axe du budget annonce une enveloppe de \$80-\$100 millions par an pour réduire la TVH provinciale de 10% sur la construction neuve dans le cas d'appartements à vocation particulière et le logement collectif (comme l'a fait le gouvernement fédéral les mois précédents), \$46.4 millions en 2024 pour développer une main-d'œuvre qualifiée (plan de \$100 millions sur trois ans) et \$36.7 millions cette année pour diverses mesures pour faire avancer le plan de la Nouvelle-Écosse de lutte contre le changement climatique pour une croissance propre.
- Fardeau de la dette et charge d'intérêts – La dette nette de la Nouvelle-Écosse semble sur le point de terminer l'exercice 2023-2024 à \$18.7 milliards, soit l'équivalent de 33.3% du PIB. Cela représente un fardeau de dette absolu et relatif moins important que prévu initialement dans le budget 2023, assurant un point de départ plus ferme pour le bilan dans le budget 2024. À partir du prochain exercice (2024-2025), les déficits budgétaires et plans d'investissement en immobilisations placent la dette nette sur une trajectoire régulièrement en hausse. À \$20.2 milliards, le niveau de la dette nette du prochain exercice serait plus élevé de \$1.5 milliard en glissement annuel, soit l'équivalent de 34.6% du PIB. Mais grâce à cet effet de base positif, le fardeau de la dette projeté pour 2024-2025 ne semble pas plus lourd que ce qui avait été prévu il y a un an. Dans une perspective de moyen terme, le ratio dette/PIB augmenterait pendant chacune des quatre années du plan budgétaire, atteignant un niveau projeté de 38.4% en 2027-2028 – dépassant le pic cyclique atteint au plus fort de la pandémie, en 2020-2021 (<37%). Les coûts du service de la dette devraient croître à un rythme annuel de 7½% au cours des quatre exercices à venir, consommant une part graduellement plus importante des revenus provinciaux. Néanmoins, la part des intérêts de la Nouvelle-Écosse – projetée à 5.2% de revenus de 2024-2025 et 6.2% d'ici 2027-2028 – indiquerait encore un fardeau de dette relativement abordable, toutes choses étant égales par ailleurs. À noter que la province à une exposition nette aux taux de change de l'encours de sa dette, l'analyse de sensibilité officielle indiquant qu'une augmentation/diminution de 1% des taux des obligations du Trésor ajoute/soustrait environ \$10 millions par an d'intérêts. (À titre de référence les coûts du service de la dette sont projetés à \$823 millions pour le prochain exercice.)
- Besoins d'emprunts à long terme – La Nouvelle-Écosse a sollicité les marchés de capitaux pour un total de \$2 milliards en 2023-2024, égalant pratiquement le niveau de financement à long terme brut exposé dans le budget de 2023. Les obligations réalisées ont été placées exclusivement sur le marché intérieur, la province réalisant des émissions à taux fixe dans chacune des trois catégories de durée principales (c.-à-d. 5 ans, 10 ans, 30ans) en plus d'une nouvelle OTV CORRA de 5 ans. À la lumière des déficits, des plans d'investissement en immobilisations et des avances des sociétés d'État exposées dans le budget, les investisseurs peuvent s'attendre à ce que la Nouvelle-Écosse soit quelque peu plus active au cours des deux prochains exercices. Pour 2024-2025, le budget indique des besoins de financement totaux (toutes sources) de \$3.3 milliards. Avec \$750 millions à trouver sur les marchés de court terme ou par une ponction dans des actifs à court terme, les besoins d'emprunt à long terme bruts pour 2024-2025 s'élèvent à tout juste un peu moins de \$2.6 milliards. Nous considérons cela comme un programme obligatoire gérable pour un crédit provincial actuellement noté A(high) à AA(mid). Les émissions d'obligations de l'année à venir semblent une fois de plus



axées sur le marché obligataire intérieur (c.-à-d., en CAD), quoique toute la documentation reste en place pour accéder aux marchés internationaux. À titre indicatif, les besoins de la Nouvelle-Écosse à long terme devraient encore augmenter en 2025-2026, atteignant \$3.4 milliards avant de retomber dans la fourchette de \$2 à 2.6 milliards au cours des deux dernières années du plan financier.

- 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 \$	Budget 2023-2024	Prévision 2023-2024	Budget 2024-2025	Prévision 2025-2026	Prévision 2026-2027	Prévision 2027-2028
<b>Revenus</b>	<b>14 168.9</b>	<b>15 531.0</b>	<b>15 843.8</b>	<b>16 240.4</b>	<b>16 668.5</b>	<b>16 999.0</b>
Impôts, taxes et tarifs	7 396.1	8 369.0	8 021.4			
Intérêts et revenu du fonds d'amortissement de la dette	137.3	172.6	162.8			
Revenus en provenance du fédéral	5 363.8	5 410.4	6 041.6			
Recouvrements ordinaires	986.2	1 109.4	1 144.0	1 091.0	1 019.0	901.4
<b>Sous-total</b>	<b>13 883.5</b>	<b>15 061.4</b>	<b>15 369.9</b>	<b>15 767.9</b>	<b>16 183.6</b>	<b>16 514.6</b>
Revenu net des entreprises publiques	285.4	469.7	473.9	472.5	484.9	484.4
<b>Dépenses</b>	<b>14 820.3</b>	<b>15 643.5</b>	<b>16 518.7</b>	<b>17 054.1</b>	<b>17 444.2</b>	<b>17 551.5</b>
Dépenses des ministères	13 850.7	14 659.5	15 536.4	15 984.3	16 268.3	16 307.7
Crédits d'impôt remboursables	136.1	133.9	126.3	128.1	128.2	128.4
Ajustement aux fonds de pension	66.6	57.7	33.1	42.2	46.7	58.9
Service de la dette	766.9	792.3	822.9	899.5	1 001.0	1 056.5
Ajustements de consolidations et autres ajustements	372.5	152.8	207.5	205.1	200.0	192.4
<b>Excédent (déficit) provincial</b>	<b>(278.9)</b>	<b>40.3</b>	<b>(467.4)</b>	<b>(608.6)</b>	<b>(575.7)</b>	<b>(360.1)</b>
<b>Besoin d'emprunts à terme</b>						
Déficit (excédent) provincial	278.9	(40.3)	467.4	608.6	575.7	360.1
Encaisse nette affectée aux actifs tangibles	1 078.9	971.0	1 048.1	988.1	983.5	980.3
Autres besoins d'encaisse	220.6	(156.8)	(77.2)	(91.7)	(106.3)	(121.2)
Autres affectations nettes aux fonds	(400.2)	392.8	300.7	1 076.1	500.7	162.5
Encaisse affectée au remboursement de dette	851.4	851.4	859.2	841.2	3.5	1 203.4
<b>Sous-total: besoins de financement totaux</b>	<b>2 029.6</b>	<b>2 018.1</b>	<b>2 598.2</b>	<b>3 422.3</b>	<b>1 957.1</b>	<b>2 585.1</b>
Baisse (hausse) du financement à court terme	(680.0)	67.7	(750.0)	-	-	-
<b>Total</b>	<b>2 709.6</b>	<b>1 950.4</b>	<b>3 348.2</b>	<b>3 422.3</b>	<b>1 957.1</b>	<b>2 585.1</b>
<b>Dette directe nette</b>						
Solde en début d'exercice	18 186.0	17 771.0	18 701.7	20 217.2	21 813.9	23 373.2
Déficit (excédent) provincial	278.9	(40.3)	467.4	608.6	575.7	360.1
Variation de la valeur au livre nette, actifs tangibles, autres	1 078.9	971.0	1 048.1	988.1	983.5	980.3
<b>Solde à la clôture de l'exercice</b>	<b>19 543.8</b>	<b>18 701.7</b>	<b>20 217.2</b>	<b>21 813.9</b>	<b>23 373.1</b>	<b>24 713.6</b>
PIB nominal	58 143	56 182	58 375	60 325	62 276	64 356
<b>Position nette: Surplus (Déficit) / PIB</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-0.6%</b>
<b>Dette nette directe / PIB</b>	<b>33.6%</b>	<b>33.3%</b>	<b>34.6%</b>	<b>36.2%</b>	<b>37.5%</b>	<b>38.4%</b>
<b>Service de la dette brute / Recettes totales</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.2%</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

#### Kyle Dahms

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Alexandra Ducharme

*Économiste*  
alexandra.ducharme@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

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

#### Daren King, CFA

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@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(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 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.