

19 mars 2024

Maintien du cap de la rigueur budgétaire

Par Daren King, Warren Lovely et Taylor Schleich

Points saillants

Le Nouveau-Brunswick, comme d'autres provinces, présente son budget 2024 à un moment d'anxiété pour l'économie canadienne. Malgré l'incertitude économique/des marchés financiers élevée et la nécessité d'investissements ciblés (en réponse à une croissance démographique rapide), la province cherche une trajectoire financièrement responsable pour l'avenir. Cela consiste à présenter un programme étalé sur plusieurs années qui laisse le budget équilibré en 2024-2025 et au-delà, tout en se caractérisant par un fardeau de dette relativement faible (selon les normes provinciales), bien contenu. C'est une stratégie louable et qui s'appuie sur une solidité financière relativement impressionnante déjà évidente dans la note de crédit provinciale. Grâce à une croissance record de la population, qui a dynamisé les économies canadienne et provinciales en 2023, les revenus ont été beaucoup plus élevés que prévu pour le début de l'exercice. En fait, l'excédent budgétaire initialement prévu à \$40 millions pour 2023-2024 a finalement été révisé à \$247 millions grâce à une augmentation des revenus de \$511 millions, qui n'a été que partiellement contrebalancée par une augmentation des dépenses de \$303 millions. Pour l'exercice 2024-2025 à venir (et les deux années subséquentes), le gouvernement du Nouveau-Brunswick s'attend à conserver un excédent budgétaire, quoique moins important, de \$41 millions. Le maintien d'un budgétaire à solde positif, conjugué à une croissance modeste du PIB nominal, laissera le ratio dette/PIB sur une trajectoire descendante (estimée à 26.7% pour 2024-2025). Les coûts du service de la dette restent gérables, même face aux hausses des taux d'intérêt, la part de la dette représentant 4.6% des revenus provinciaux. Ayant réalisé pour \$1.85 milliard de nouveaux financements à long terme en 2023-2024 (tous axés sur le marché intérieur y compris les besoins d'Énergie NB et de la CFMNB), le Nouveau-Brunswick détient pour \$278 millions de préfinancements pour les besoins sous-jacents du prochain exercice. C'est une situation enviable qui permet à la province d'annoncer des besoins d'emprunts moins importants pour 2024-2025. Plus précisément, après déduction du préfinancement réalisé, les besoins d'emprunts bruts pour l'exercice qui va commencer sont projetés à \$1.69 milliard. Enfin, il faut reconnaître au Nouveau-Brunswick le mérite d'avoir accumulé, au cours des dernières années, la série la plus importante de résultats budgétaires de toutes les provinces du pays. C'est un important exploit de restauration budgétaire qui semble laisser le gouvernement et sa population en expansion en bonne posture à l'aube de l'exercice 2024-2025.

- **Perspectives économiques** – Grâce notamment à une croissance historique de la population de 3.1%, on estime que le PIB réel du Nouveau-Brunswick a augmenté de 1.1% en 2023, au diapason du taux de croissance national, mais en dessous des attentes qui faisaient consensus de 1.3%. Quant au PIB nominal, qui a une plus grande influence sur les finances publiques, l'augmentation est estimée à 3.5% en 2023, au-dessus des 2.7% observés à l'échelle nationale. Remarquablement, le Nouveau-Brunswick n'est qu'une des quelques provinces dont le marché du travail a réussi à créer suffisamment d'emplois pour absorber la croissance démographique. Ainsi, le nombre d'emplois a augmenté de 3.4% en moyenne en 2023, le troisième taux de création d'emplois le plus élevé parmi les provinces. Le taux de chômage moyen 2023 a atteint un creux inégalé de 6.6%, en baisse de 0.6% d'une année à l'autre. Le budget de 2024 table sur une croissance du PIB réel légèrement inférieure à celle qui fait consensus de 0.7% en 2024, les perspectives démographiques moins dynamiques et l'impact croissant d'une politique monétaire restrictive pesant sur l'économie canadienne. L'économie devrait ensuite reprendre de l'élan en 2025, avec une croissance du PIB réel de 1.7%, suivie d'une croissance moyenne de 1.3% de 2026 à 2028. Mais ce qui est plus important pour les finances publiques, le budget prévoit une croissance du PIB nominal de 3.2% en 2024, 4.4% en 2025 et 3.8% pour 2026-2028. Quant au marché du travail, le ralentissement de la croissance économique devrait faire monter le taux de chômage à 6.8% en 2024, la croissance de l'emploi ne suffisant pas à absorber celle moins importante, mais toujours forte, de la population. Le taux de chômage devrait continuer d'augmenter, atteignant 7.1% en 2025, avant de redescendre à une moyenne de 6.9% entre 2026 et 2028.
- **Situation budgétaire révisée pour l'exercice 2023-2024** – Conformément à la mise à jour financière et économique du troisième trimestre présenté en février, le Nouveau-Brunswick projette actuellement un excédent budgétaire de \$247 millions pour l'exercice 2023-2024 finissant. Cela représente une amélioration marquée par rapport au plan budgétaire initial pour 2023 (qui tablait sur un excédent de \$40 millions) et dépasse également les mises à jour budgétaires du T1 et du T2 (excédents de \$200 millions et \$35 millions estimés, respectivement). L'amélioration était motivée par une augmentation des revenus de plus d'un demi-milliard de dollars (+4.2% par rapport au budget), qu'on peut largement attribuer à l'impact de la croissance démographique et de l'emploi supérieure aux prévisions sur les recettes fiscales. Seulement \$303 millions (+2.5% par rapport au budget) de revenus non planifiés ont été affectés à des dépenses marginales. Et sans surprise, l'essentiel de ces dépenses marginales étaient reliées à la santé. Le résultat global est un excédent atteignant le chiffre respectable de 0.5% du PIB GDP, ce qui porte le nombre d'exercices au solde positif consécutifs à sept.
- **Perspectives budgétaires pour 2023-2024 et au-delà** – La série d'excédents budgétaires du Nouveau-Brunswick devrait continuer alors que le plan budgétaire de la province intègre un solde positif sur tout l'horizon de prévision. Cependant la taille des

excédents au cours des prochaines années devrait considérablement diminuer. Cela commence en 2024-2025 où la croissance des dépenses (+6.4%) dépassera celle des revenus (4.7%). Comme on l'a vu dans l'ensemble de cette saison de publication des budgets provinciaux, les pressions sur les dépenses sont un phénomène national, qui n'est pas unique au Nouveau-Brunswick. Le résultat pour l'exercice à venir est un excédent modeste de \$41 millions (0.1% du GDP). On se souviendra que c'est exactement ce que la province avait prévu pour 2023-2024 avant que la situation des revenus ne s'améliore considérablement. Dans les années subséquentes du plan budgétaire, la croissance des revenus et celle des dépenses devraient avancer au diapason (2.5% en 2025-2026 et environ 3% en 2026-2027). Cela signifie que les excédents resteront limités. Officiellement, la province prévoit un excédent de \$39 millions en 2025-2026 suivi de \$30 millions en 2026-2027 (dans les deux cas, 0.1% du PIB). Les indicateurs prospectifs offerts aujourd'hui ne sont guère très différents de ceux du budget 2023. Songez que le plan budgétaire triennal de *l'an dernier* annonçait un excédent cumulatif de \$106 millions. Le plan budgétaire présenté aujourd'hui inscrit un excédent cumulatif de \$110 millions au cours des trois prochaines années. Ainsi, malgré la pression que subissent clairement les gouvernements, le plan budgétaire actualisé du Nouveau-Brunswick respire la rigueur. Le fruit de sa retenue, si elle se matérialise comme prévu, sera une décennie impressionnante d'excédents budgétaires successifs à la fin de cet horizon de prévision.

- **Initiatives budgétaires spécifiques** – Comme c'est habituellement le cas dans les budgets provinciaux, la santé figure en bonne place dans la répartition des dépenses budgétaires. Dans le cas du Nouveau-Brunswick, environ \$3.8 milliards ont été affectés à la santé, soit 29% du total des dépenses de programmes, mais une augmentation de \$2 millions seulement comparativement à l'exercice qui s'achève. Par ailleurs, le budget prévoit des investissements marginaux dans le réseau de l'éducation, pour faire face à une population d'élèves et d'étudiants en croissance du fait du niveau record d'immigration internationale et interprovinciale, et des sommes additionnelles pour soutenir les nouveaux arrivants et améliorer leur rétention dans la province. De plus, le budget comprend \$68.9 millions, une augmentation de 54.1% par rapport au budget précédent, pour la Société d'habitation du Nouveau-Brunswick. Enfin, il y a des appuis additionnels à l'assistance sociale et des fonds pour des augmentations salariales du secteur public.
- **Prévisions de la dette et part des intérêts** – Comme cela avait été indiqué précédemment dans la mise à jour du T3 en février, la dette nette du Nouveau-Brunswick est estimée à \$12.36 milliards à la fin de mars, baissant de \$62 millions par rapport à l'exercice précédent. Sur la base des informations actuellement disponibles, le Nouveau-Brunswick et l'Alberta seraient ainsi les deux seules provinces dont on prévoit qu'elles ont réduit le niveau de leur dette nette en 2023-2024. Sur une base relative, la dette nette du Nouveau-Brunswick est l'équivalent de 26.8% du PIB en 2023-2024. Ce ratio d'endettement clé reste inférieur à la moyenne provinciale (environ 30% du PIB), le fardeau de la dette du Nouveau-Brunswick se comparant avantageusement à tous ceux des autres provinces du centre et de l'est du Canada. Malgré un budget équilibré, les investissements en immobilisations stratégiques suggèrent de modestes augmentations du niveau de la dette nette au cours des prochaines années. Quelques \$315 millions de dettes nettes doivent être ajoutés en 2024-2025, le rythme d'accumulation de dettes devant, selon les estimations, ralentir à environ \$255 millions par an au cours des deux dernières années du cadre budgétaire. Le ratio dette/PIB devrait néanmoins continuer sur une trajectoire descendante, reculant petit à petit en 2024-2025 à 26.7% et atteignant 25.6% d'ici 2026-2027. Cela contraste avec la trajectoire présentée dans la plupart des autres budgets provinciaux pour 2024, où les fardeaux de dettes devraient (en moyenne) augmenter. De fait, comme le gouvernement s'en vante fièrement, le ratio dette net/PIB est inférieur à ce qu'il était avant la crise financière mondiale. Il devrait en coûter \$608 millions pour le service de la dette publique en 2024-2025, consommant une part légèrement plus importante, mais véritablement gérable 4.6% du revenu provincial total (contre 4.3% pour l'exercice qui s'achève). Conformément au fardeau de la dette inférieur à la moyenne du Nouveau-Brunswick, la part des intérêts de la province est aussi moins grande que la moyenne provinciale pondérée.
- **Besoin d'emprunts et stratégie de financement** – Ayant réalisé pour \$1.85 milliard de financements à long terme en 2023-2024 (le tout sur le marché intérieur et comprenant les besoins d'Énergie NB Power et de la CFMNB), le Nouveau-Brunswick dispose de \$278 millions de préfinancements pour les besoins sous-jacents du prochain exercice. C'est une situation enviable qui lui permet d'annoncer des besoins d'emprunts moins grands pour 2024-2025. Plus précisément, déduction faite des préfinancements, les besoins d'emprunts bruts pour l'exercice à venir sont estimés à \$1.69 milliard. Cela comprend les besoins à la fois d'Énergie NB (en baisse à \$150 millions) et de la CFMNB (\$100 millions). En termes relatifs (par rapport au PIB, au revenu ou à la population), les besoins de financement bruts et nets du Nouveau-Brunswick se situent maintenant au bas du spectre provincial, renforçant l'équilibre budgétaire mentionné précédemment, ainsi que les avantages en matière de fardeau de la dette et de part des intérêts de cette province. Malgré l'incertitude économique, financière et géopolitique continue, nous considérons que son crédit stable/en amélioration est bien positionné pour garantir le financement nécessaire, mais les liquidités disponibles de la province sont néanmoins réputées abondantes.
- **Notes actuelles du crédit à long terme** – S&P: A+, Positive | Moody's: Aa2, Positive | DBRS: A(élevé), Stable [Se reporter à notre publication Provincial Ratings Snapshot pour des informations complémentaires sur les facteurs/considérations particuliers concernant la notation du crédit]

ÉTAT COMPARATIF DE L'EXCÉDENT OU DU DÉFICIT (en milliers de dollars)

	Exercice se terminant le 31 mars		
	2024 Prévisions	2024 Révisées	2025 Prévisions
Recettes			
Compte ordinaire.....	11 621 146	12 150 078	12 761 453
Compte de capital.....	42 739	37 162	26 820
Compte à but spécial.....	132 030	164 605	123 986
Organismes de services spéciaux (nettes).....	179 656	148 872	176 537
Gains du fonds d'amortissement.....	217 000	202 400	207 400
Recettes totales	12 192 571	12 703 117	13 296 196
Charges			
Compte ordinaire.....	10 986 109	11 322 683	12 066 835
Compte de capital.....	177 910	197 458	197 862
Compte à but spécial.....	152 927	163 982	152 565
Organismes de services spéciaux (nettes).....	211 251	147 148	175 415
Amortissement des immobilisations corporelles.....	624 075	624 459	662 659
Charges totales	12 152 272	12 455 730	13 255 336
Excédent (Déficit).....	40 299	247 387	40 860

Plan pluriannuel (en millions \$)

	Budget 2024-2025	Plan 2025-2026	Plan 2026-2027
Recettes	13 296	13 628	14 024
Dépenses	13 255	13 589	13 994
Excédent (déficit)	41	39	30
(Augmentation) Diminution de la dette nette	(315)	(241)	(270)
Ratio de la dette nette au PIB (pourcentage)	26,7 %	26,0 %	25,6 %

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. 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 récupérez 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 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.