

La reconstruction se poursuit, reportant l'équilibre budgétaire

Par Daren King, Warren Lovely et Taylor Schleich

Points saillants

Un contexte économique moins prospère marqué par des taux d'intérêt et une inflation élevés a nui aux finances publiques de l'Ontario, le déficit de \$1.3 milliard prévu dans le budget précédent pour l'exercice 2023-2024 qui s'achève a été réévalué à \$3.0 milliards (il reste toutefois inférieur aux \$5.6 milliards prévus pendant l'Énoncé économique de l'automne) en raison de dépenses plus élevées que prévu. Alors que les perspectives économiques pour l'année à venir restent peu enthousiasmantes, avec une croissance du PIB réel attendue à seulement 0.3% en 2024, le budget 2024 prévoit que le déficit se creusera à \$9.8 milliards (0.9% du PIB nominal) en raison d'une croissance des dépenses supérieure à celle des recettes, et repousse le retour à l'équilibre budgétaire d'un an, à 2026-2027. Baptisé « Bâtir un Ontario meilleur », le budget prévoit du financement additionnel destiné aux municipalités pour qu'elles se dotent d'infrastructures supplémentaires connexes au logement (routes, ponts, eau et assainissement), pour étendre la couverture Internet à haut débit, connecter davantage de personnes aux équipes de soins primaires et répondre aux besoins en personnel dans le domaine des soins de santé. En plus de renforcer l'impôt sur la spéculation pour les non-résidents (ISNR) et de supprimer la portion provinciale de la TVH sur les logements à vocation locative neufs (comme annoncé précédemment), le budget permet désormais aux municipalités de lever un impôt sur les logements vacants et de réduire les impôts fonciers sur les logements à vocation locative neufs. Du côté de la dette, le gouvernement a réitéré son engagement et son intention de maintenir le ratio de la dette au PIB en dessous de 40%. À 38.0% en 2023-2024, le ratio de la dette nette au PIB devrait passer à 39.2% en 2024-2025, puis à 39.5% lors de la dernière année de déficit en 2025-2026, avant de redescendre à 39.1% en 2026-2027. La part des intérêts devrait s'élever à 6.8% des recettes au cours du prochain exercice et ne devrait pas dépasser 7.5%. Fait notable pour les détenteurs d'obligations, l'Ontario annonce un programme d'obligations nettement moins important, le budget 2024 prévoyant une offre brute d'obligations à long terme de \$38.2 milliards pour la période des 12 mois à venir. Pour mettre cette information en perspective, ce montant brut d'obligations équivaut à environ \$2,400 par Ontarien, si bien que le programme d'obligations relatif est inférieur de 29% à 38% à la moyenne des huit autres budgets provinciaux présentés à ce jour en 2024 (selon la méthode de pondération utilisée).

- **Perspectives économiques** - L'économie de l'Ontario a été étonnamment résiliente en 2023, l'essor démographique historique ayant soutenu la croissance malgré une politique monétaire restrictive et une inflation élevée. Initialement estimé à 0.2% dans le budget précédent, le PIB réel de la province devrait avoir crû de 1.2% en 2023, soit un taux légèrement supérieur à la moyenne nationale. Au grand bénéfice des finances publiques, la croissance du PIB nominal pour 2023 est estimée à 4.1%, bien plus que les 2.8% prévus dans le budget 2023 et que les 2.7% pour l'ensemble du Canada. L'économie de l'Ontario a été alimentée par la plus solide croissance démographique de son histoire moderne, la population en âge de travailler ayant augmenté de 3.1% entre juillet 2022 et juillet 2023. Cette importante croissance démographique a entraîné la création de 101.3 milliers d'emplois en moyenne en 2023, soit une augmentation de 2.4%. Malgré cette vigueur, le marché du travail n'a pas su absorber totalement cette forte croissance démographique, si bien que le taux de chômage dans la province est passé de 5.2% en février 2023 à 6.5% en février 2024, une détérioration bien plus importante que celle observée à l'échelle nationale. À terme, le budget est basé sur des prévisions de croissance revues à la baisse, le PIB réel en 2024 ne devant croître que marginalement, de 0.3%, soit 0.1 point de pourcentage de moins que la prévision moyenne des économistes du secteur privé. Pour 2025, la croissance du PIB réel devrait être plus élevée, à 1.9% (la moyenne des prévisions du secteur privé étant de 2.0%), puis passer à 2.2% en 2026 et 2027. Plus important encore pour les finances publiques, le PIB nominal de l'Ontario en 2024 devrait croître de 2.7%, ce qui correspond à peu près à la prévision du secteur privé de 2.8%. Le PIB nominal devrait ensuite croître de 3.9% en 2025 (légèrement moins que les 4.0% attendus par consensus), de 4.3% en 2026 et de 4.1% en 2027. Du côté du marché du travail, la création d'emplois devrait rester inférieure à la croissance démographique en 2024, poussant le taux de chômage de 5.7% en moyenne en 2023 à 6.7% en 2024. Le taux de chômage devrait ensuite reprendre une trajectoire descendante, ralentissant à 6.6% en 2025 et 6.4% en 2026.
- **Le point sur la situation budgétaire en fin d'exercice (2023-2024)** - Alors que les indications budgétaires ont été constamment revues à la hausse au cours du dernier exercice, l'élan positif ne s'est pas maintenu en 2023-2024. Dans le budget 2023, la province prévoyait un modeste déficit de \$1.3 milliard (0.1% du PIB) et, dans l'Énoncé économique de l'automne, le déficit prévu est passé à \$5.6 milliards (0.5% du PIB). Depuis, le solde budgétaire s'est un peu affermi, bien que le résultat net soit plus faible que prévu il y a un an. Officiellement, la province signale un déficit de \$3.0 milliards (0.3% du PIB) pour 2023-2024, l'équilibre budgétaire final devant être confirmé par les comptes publics à venir. La détérioration en cours d'exercice est entièrement imputable aux dépenses, car les recettes brutes ont été presque exactement conformes au plan budgétaire. Ce sont plutôt les dépenses des programmes qui sont à l'origine de la dégradation (+\$3.8 milliards, soit +2.0%), les dépenses de santé, d'éducation et de justice ayant le plus contribué à la révision. Les intérêts sur la dette ont été sensiblement moins élevés que prévu dans le budget 2023 (-\$1.3 milliard ou -9%). Il va sans dire que l'Ontario n'est pas la première province à voir sa situation budgétaire se dégrader au cours de l'exercice 2023-2024.

- **Perspectives budgétaires pour le prochain exercice (2024-2025)** – Avec un déficit supérieur aux attentes pour l'exercice en cours, le déficit escompté pour le prochain exercice est également plus important que prévu. Plus précisément, la province s'oriente vers un déficit de \$9.8 milliards pour 2024-2025, soit 0.9% du PIB nominal de l'Ontario de plus de \$1,000 milliards. La province, comme à son habitude, a prévu une réserve pour absorber tout choc imprévu en matière de recettes ou de dépenses (voir ci-dessous). Quels sont les facteurs à l'origine des pressions budgétaires? Sans surprise, ce sont les nouvelles dépenses nettes qui dépassent la croissance des revenus. Avec de médiocres perspectives de croissance du PIB, les recettes pour l'exercice à venir ne devraient augmenter que de 0.7%, se décomposant en une augmentation de 1.5% des recettes fiscales, une hausse de 4.3% des transferts fédéraux et une chute combinée de 8.5% des recettes tirées des entreprises publiques et d'autres sources de revenus non fiscales (ces dernières reflétant les recettes non perçues suite au plafonnement des permis d'études par le gouvernement fédéral). Dans le même temps, les dépenses devraient augmenter de 3.5% en raison de l'augmentation des dépenses des programmes et des intérêts de la dette. Notons que les deux tiers des dépenses marginales peuvent être attribués à l'enveloppe de dépenses des « Autres programmes », à savoir les investissements dans l'Internet haut débit, le secteur automobile (la production de batteries pour véhicules électriques, par exemple) et les infrastructures nécessaires au logement.
- **Révision des perspectives à moyen terme** – Le retour à un solde budgétaire positif en Ontario a été reporté d'une autre année (prévu à présent en 2026-2027), pérennisant la tendance observée lors des dernières mises à jour : le budget de 2023 prévoyait un retour à l'équilibre en 2024-2025, échéance repoussée à 2025-2026 dans l'Énoncé économique de l'automne. En particulier, la province entrevoit désormais une baisse du déficit à \$4.7 milliards (0.4% du PIB) en 2025-2026, avant un retour à l'équilibre en 2026-2027. Cette consolidation budgétaire table sur une solide croissance des revenus de 5.0% par année (sur les deux dernières années du plan budgétaire) et sur une croissance maîtrisée des dépenses des programmes de 2.0%. On s'attend à ce que les intérêts sur la dette, sans surprise, croissent plus rapidement (+4.6%).
- **Autres scénarios budgétaires** – L'économie mondiale a peut-être évité un atterrissage brutal après un cycle historique de resserrement des politiques monétaires, mais l'incertitude reste grande à l'horizon. L'Ontario a le mérite de présenter une fois de plus des scénarios de croissance plus rapide et plus lente, et de détailler leur impact sur les principaux paramètres budgétaires. Concernant le solde budgétaire, un scénario de croissance plus lente – marqué par une contraction de 0.6% du PIB réel en 2024 – verrait le déficit de 2024-2025 passer de \$9.8 milliards à \$13.3 milliards. Dans ce scénario de croissance plus lente, l'Ontario ne renouerait pas avec l'équilibre budgétaire avant 2026-2027. Le scénario de croissance plus rapide, en revanche, entrevoit un retour à l'équilibre anticipé. Une croissance du PIB réel de 1.4% en 2024 (et d'environ 2.5% par la suite) entraînerait un déficit plus modeste de \$6.1 milliards en 2024-2025 et un léger excédent en 2025-2026.
- **Nouvelles initiatives** – Le plan budgétaire, *Bâtir un Ontario meilleur*, repose sur une approche à deux axes, (a) la croissance de l'économie en stimulant l'investissement et en construisant des infrastructures et (b) l'amélioration des services publics (y compris dans le domaine de la santé) et la maîtrise des coûts.
 - Dans son projet de « bâtir l'Ontario », la province investira \$1 milliard dans le nouveau programme pour l'infrastructure municipale et le logement afin de faciliter la construction d'unités d'habitation (routes, ponts, etc.) et \$825 millions pour le Fonds pour les réseaux d'eau visant la construction de logements afin d'améliorer l'accès à du financement pour des projets d'infrastructures d'eau et d'assainissement pour la construction résidentielle. Le budget prévoit aussi l'investissement de \$200 millions sur trois ans dans un nouveau Fonds pour l'infrastructure communautaire des sports et des loisirs afin de construire de nouvelles installations comme des patinoires pour le hockey et des centres communautaires. Entre autres nouvelles mesures, mentionnons que le budget augmente nettement les sommes affectées à l'amélioration de l'accès à Internet haut débit dans tout l'Ontario, avec une enveloppe de \$1.3 milliard cette année, en hausse par rapport à \$300 millions chacune des années précédentes.
 - Sans surprise, le volet « Œuvrer pour vous » est relié à la santé. Le gouvernement prévoit \$546 millions de plus sur trois ans, à partir du prochain exercice, pour donner à environ 600,000 personnes accès aux soins primaires dispensés par des équipes interprofessionnelles, \$743 millions sur trois ans afin de continuer à répondre aux besoins immédiats en matière de personnel de santé, \$396 millions sur trois ans pour les services de santé mentale et de toxicomanie et \$155 millions pour accélérer la construction de foyers de soins de longue durée. Un autre objectif du budget est de maintenir le coût des produits de première nécessité bas pour les familles ontariennes. Pour cela, le budget annonce la prolongation de la réduction de 5.7 cents par litre d'essence et de 5.3 cents par litre de carburant diesel jusqu'au 31 décembre 2024. De plus, le gouvernement augmente les aides pour réduire les factures d'électricité des ménages et a annoncé la « modernisation » du système d'assurance automobile pour permettre aux automobilistes de renoncer à certaines protections afin de réduire les primes. Cette partie du budget comprend plusieurs mesures pour maximiser l'utilisation du parc immobilier existant en renforçant l'impôt sur la spéculation pour les non-résidents, mais en permettant aussi aux municipalités d'imposer une taxe sur les logements vacants. De plus, comme il a été annoncé précédemment, le budget supprime la partie de l'Ontario de la taxe de vente harmonisée pour les logements à vocation locative neufs et donne aux municipalités le pouvoir de diminuer les taxes sur les immeubles à vocation locative.
- **Provisions pour éventualités/prudence et sensibilités officielles** – Comme par le passé, le budget intègre d'importantes mesures de prudence. Premièrement, il table sur des prévisions de croissance du PIB réel en 2024 et au-delà inférieures à celles qui font consensus. Et puis, il y a les réserves. Pour le prochain exercice (2024-2025), \$1 milliard a été mis de côté. Cette somme augmente à \$1.5 milliard en 2025-2026 et \$2 milliards en 2026-2027. Un autre coussin important est prévu sous forme d'un fonds de prévoyance

standard, d'un montant de \$1.5 milliard pour 2024-2025 qui augmente à moyen terme (à noter qu'il y a aussi \$0.5 milliard toujours disponible en provisions pour éventualités de 2023-2024). Tout bien considéré, nous estimons qu'il s'agit de mesures de prudence importantes dans l'absolu et comparativement aux normes provinciales. L'analyse de sensibilité budgétaire officielle, qui est à traiter avec circonspection, estime qu'une « surprise » d'un point de pourcentage de la croissance du PIB nominal équivaut à environ \$1.1 milliard de recettes fiscales totales par an. Du côté des dépenses, on estime qu'une variation parallèle d'un point de pourcentage à la hausse des taux d'emprunt de l'Ontario ajoute environ \$700 millions à la facture d'intérêts la première année (la province table sur des rendements moyens des OdC de trois mois et de 10 ans de 4.4% et de 3.2%, respectivement en 2024).

- **Fardeau de la dette et charge d'intérêts** – La dette nette de l'Ontario devrait maintenant s'établir, selon les projections, un peu en dessous de \$415 milliards pour 2023-2024. En accord avec des révisions du solde budgétaire, l'estimation la plus récente du niveau de la dette nette marque une érosion par rapport au budget 2023, mais représente une amélioration modeste en regard du récent Énoncé économique de l'automne. La même chose est vraie du ratio dette/PIB, sur lequel nous reviendrons un peu plus loin. Un déficit plus important en plus d'investissement en immobilisations tangibles devrait se solder par l'ajout de \$24 milliards de dette nette en 2024-2025, le passif financier net étant projeté à la fin d'exercice à \$439 milliards. En mettant ces chiffres en contexte, l'Ontario a prévu un niveau de dette équivalent à 39.2% du PIB nominal. Bien que ce ratio clé dette net/PIB – un des trois paramètres de viabilité de la dette que cible la province – serait plus élevé que ce qu'il semblait être en 2023-2024 (38.0%), le gouvernement a réitéré son engagement à maintenir ce ratio en dessous de 40%. Strictement parlant, le budget 2024 prévoit une augmentation du ratio PIB/dette nette plus près du plafond de 40% en 2025-2026 (culminant à 39.5%), avant qu'un retour à l'équilibre n'aide à inverser la tendance avec une réduction de l'endettement en 2026-2027 (39.1%). Il n'est pas rare de rapporter la dette nette au revenu, ce qui est d'ailleurs une autre mesure de la viabilité de la dette que surveille l'Ontario. Là, comme indiqué précédemment dans l'EEA, le plafond affirmé de 200% a été franchi en 2023-2024 et le ratio dette/revenu devrait s'éloigner un peu plus de la cible au cours du prochain exercice (il devrait atteindre 214% en 2024-2025). Dans ce scénario économique de base, ce n'est pas avant 2029-2030 que l'Ontario réussira à ramener le ratio dette/revenu sous les 200%. L'autre mesure clé de la dette est le ratio intérêts sur la dette/revenu, souvent qualifié de « part des intérêts ». À nos yeux, l'abordabilité de la dette ne nous semble pas alarmante en Ontario. De fait, les intérêts sur la dette devraient représenter une proportion gérable de 6.3% des revenus en 2023-2024, ce qui établit un nouveau creux cyclique et représente une proportion moindre que ce qui avait été envisagé dans le budget 2023 et dans le plus récent EEA. À noter que les hypothèses de taux d'emprunt annuel moyen ont été abaissées par rapport à la même période l'an dernier. Même avec un certain allègement attendu des taux d'intérêt en 2024 et 2025, le fardeau de la dette plus élevée ajoutera un peu de pression marginale à ce ratio (quoiqu'à partir d'une base nouvelle et plus basse). La part des intérêts devrait grimper à 6.8% en 2024-2025 et s'y maintenir en 2025-2026. Néanmoins, le budget prévoit que cette mesure suivie de près restera en dessous de la limite indiquée de 7.5%, engagement qui a été pris plus tôt.
- **Besoins d'emprunts à long terme** – L'Ontario a mené à bien un programme d'emprunts à long terme brut plus importante que prévu de \$41.8 milliards en 2023-2024, soit une augmentation par rapport au plan budgétaire de \$27.5 milliards de 2023 qui reflète divers développements/dimensions. Premièrement, le déficit budgétaire était plus important que prévu initialement. Pendant ce temps, l'investissement en immobilisations supplémentaire combiné à divers ajustements hors trésorerie (et/ou du moment des flux) a augmenté les besoins d'emprunts. L'émission plus importante d'obligations de l'Ontario en 2023-2024 a aussi reflété une décision prudente d'accroître la trésorerie (c.-à-d., les besoins de préfinancement pour l'année suivante). En l'état actuel des choses, l'Ontario voit s'ajouter plus de \$9 milliards à sa situation de trésorerie en 2023-2024. Une partie de ce surcroît de liquidités sera consommée en 2024-2025, davantage étant déployé/utilisé en 2025-2026, ce qui aide à limiter les besoins généraux d'emprunts. (Malgré un changement de la présentation officielle, on peut penser que cette accumulation de trésorerie avec le retrait qui s'ensuit est synonyme de préfinancement.) L'Ontario peut recourir aux marchés du financement à court terme et, avec beaucoup de marge par rapport aux limites officielles, le plan de financement prévoit une augmentation de l'encours à court terme de \$5 milliards en 2024-2025. Avec tout cela, qu'advient-il des émissions projetées d'obligations? Après avoir émis pour \$41.8 milliards en 2023-2024, le budget 2024 table sur \$38.2 milliards d'émissions d'obligations à long terme brutes pour la prochaine période de 12 mois. Encore une fois, pour mettre les choses en perspective, ce total brut d'obligations équivaut à environ \$2,400 par Ontarien, ce qui situe le programme d'obligations en termes relatifs à quelque 29-38% en dessous de la moyenne des huit autres budgets provinciaux annoncés jusque-là en 2024 (tout dépendant du mode de pondération retenu). Les besoins bruts de l'Ontario devraient baisser un peu, à \$37.7 milliards en 2025-2026, et plus remarquablement en 2026-2027, à \$32.8 milliards. Comme pour les autres éléments fondamentaux du budget, des scénarios de croissance plus lente et plus rapide sont présentés pour l'émission d'obligations brute. En 2024-2025, par exemple, la fourchette perçue de résultats probables des émissions brutes va de \$34.5 milliards (avec une croissance plus rapide) à \$41.7 milliards (avec une croissance plus lente). En ce qui concerne la stratégie d'emprunt, il vaut la peine de s'arrêter et de réfléchir à l'exercice qui s'achève. Sur les \$41.8 milliards d'obligations émises en 2023-2024, un peu plus de 85% ont été mobilisés sur le marché intérieur (CAD), ce qui se situe dans le haut de la fourchette d'émissions au Canada de 75-90%. Cette fourchette cible (75-90%) restera en place pour 2024-2025, quoique l'Ontario (comme les autres provinces) se réserve le droit de modifier sa stratégie d'émission à mesure que la demande des investisseurs et la dynamique du marché évoluent. Bien qu'influencé en partie par la proportion plus importante d'émissions en CAD, l'Ontario a opté pour de plus longues durées en 2023-2024. À 15.2 ans, la durée moyenne pondérée des nouvelles émissions (toutes devises) a été la plus longue depuis la grande crise financière. Le budget note que les taux d'intérêt ont augmenté près de leur moyenne historique et l'Ontario a réussi à contracter tant d'emprunts pour plus longtemps qu'il y a assurément moyen d'ajuster la durée des émissions d'emprunt si la demande des investisseurs ou les conditions financières le justifient. L'Ontario, qui a présenté un Cadre pour les obligations durables, devrait conserver sa position de tête sur ce créneau. Une fois de plus, l'intention affirmée est

d'émettre « plusieurs séries d'obligations vertes durant chaque exercice », sous réserve des conditions du marché bien sûr. (Pour ceux qui suivent ces statistiques, la plus récente obligation verte de la province était la première émise dans ce nouveau cadre et la 15^e en tout, ce qui témoigne de l'engagement de la province dans ce domaine.) Enfin, un important coussin de liquidités est disponible, les réserves liquides s'établissant en moyenne à \$47 milliards en 2023-2024.

- **Notes actuelles du crédit à long terme** – S&P: A+, Positive | Moody's: Aa3, Positive | DBRS: AA(Low), Positive | Fitch: AA-, Stable

[Se reporter à notre publication Provincial Ratings Snapshot pour des informations complémentaires sur les facteurs/considérations particuliers concernant la notation du crédit]

Details of Ontario's Fiscal Plan

(\$ Billions)

	Actual 2022–23	Interim ¹ 2023–24	Medium-Term Outlook		
			2024–25	2025–26	2026–27
Revenue					
Personal Income Tax	44.2	50.6	51.9	55.1	58.3
Sales Tax	36.1	39.8	38.8	40.6	42.7
Corporations Tax	27.8	24.2	24.9	26.3	28.0
Ontario Health Premium	4.4	4.9	5.0	5.2	5.4
Education Property Tax	6.0	5.8	5.8	5.9	5.9
All Other Taxes	18.0	17.2	18.2	20.4	21.0
Total Taxation Revenue	136.5	142.5	144.7	153.5	161.3
Government of Canada	31.3	34.8	36.3	37.5	38.7
Income from Government Business Enterprises	6.1	7.3	6.8	8.0	7.8
Other Non-Tax Revenue	19.0	19.8	18.0	18.5	18.8
Total Revenue	192.9	204.3	205.7	217.4	226.6
Base Programs²					
Health Sector	75.1	84.5	85.0	88.0	89.9
Education Sector ³	33.6	36.6	37.6	38.8	39.4
Postsecondary Education Sector	11.7	12.6	12.2	12.5	13.0
Children, Community and Social Services Sector	18.0	19.4	19.9	20.1	20.1
Justice Sector	5.3	6.1	5.9	5.6	5.6
Other Programs	30.1	35.3	40.0	40.9	40.9
Total Base Programs	173.8	194.5	200.6	205.8	208.9
COVID-19 Time-Limited Funding	6.3	–	–	–	–
Other One-Time Expenses	6.3	–	–	–	–
Total Programs	186.4	194.5	200.6	205.8	208.9
Interest on Debt	12.4	12.8	13.9	14.7	15.2
Total Expense	198.8	207.3	214.5	220.6	224.1
Surplus/(Deficit) Before Reserve	(5.9)	(3.0)	(8.8)	(3.1)	2.5
Reserve	–	–	1.0	1.5	2.0
Surplus/(Deficit)	(5.9)	(3.0)	(9.8)	(4.6)	0.5
Net Debt as a Per Cent of GDP	38.2%	38.0%	39.2%	39.5%	39.1%
Net Debt as a Per Cent of Revenue	207.6%	203.0%	213.5%	211.4%	209.4%
Interest on Debt as a Per Cent of Revenue	6.4%	6.3%	6.8%	6.8%	6.7%

¹ Interim represents the 2024 Budget projection for the 2023–24 fiscal year.

² For presentation purposes in the 2024 Budget, one-time COVID-19-related spending in 2022–23 has been included within COVID-19 Time-Limited Funding. This funding is no longer reported separately, starting in 2023–24.

³ Excludes Teachers' Pension Plan. Teachers' Pension Plan expense is included in Other Programs.

Note: Numbers may not add due to rounding.

Sources: Ontario Treasury Board Secretariat and Ontario Ministry of Finance.

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(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.