

22 mars 2018

## Diversification économique et réduction du déficit à long terme dans la mire

### Points saillants

- Après deux années très difficiles, l'économie de l'Alberta s'est bien rétablie en 2017, où le PIB réel a augmenté de 4.5%. Elle a ainsi dépassé toutes les autres provinces et a fait nettement mieux qu'on le prévoyait initialement.
- Une reprise économique plus dynamique a permis des résultats budgétaires supérieurs aux prévisions. L'Alberta estime son déficit de l'exercice 2017-2018 à \$9.1 milliards, alors qu'il culminait à \$10.8 milliards en 2016-2017. Cela constitue une amélioration de \$1.4 milliard par rapport au plan initial pour 2017-2018.
- Le PIB réel devrait augmenter de 2.7% cette année, se rapprochant davantage d'un rétablissement complet, et être suivi d'augmentations annuelles moyennes de 2.5% les années subséquentes. La croissance nominale est projetée à 4.7% en 2018, variant de 4.3% à 6% au cours des trois années suivantes.
- Le retour à l'équilibre est un des trois piliers du budget, aux côtés de la diversification de l'économie et de la protection des services publics vitaux. Le budget est remarquable par sa transparence additionnelle et les détails entourant les plans de réduction du déficit à long terme, puisqu'il expose pour la première fois les hypothèses précises qui sous-tendent le retour à l'équilibre à l'horizon 2023-2024.
- Le budget situe le déficit de 2018-2019 à \$8.8 milliards, soit l'équivalent d'environ 18% des revenus totaux ou 2.5% du PIB (en haut du spectre des provinces). Le plan budgétaire à moyen terme ramènerait le déficit à \$7.9 milliards en 2019-2020 puis à \$7.0 milliards en 2020-2021. Les progrès sur le front du déficit s'accroissent par la suite, aboutissant à un excédent de \$0.7 milliard en 2023-2024. Près de 70% de l'amélioration budgétaire cumulative sur six ans se produiront dans les trois dernières années du plan d'élimination du déficit.
- Un ajustement en fonction du risque explicite de \$500 millions pour 2018-2019, croissant à \$700 millions en 2019-2020 et atteignant \$1 milliard en 2020-2021 a été intégré. Les cibles budgétaires à plus long terme ne comprennent pas d'ajustement en fonction du risque.
- Malgré une économie plus forte et plus diversifiée, le retour à l'équilibre nécessitera aussi des réductions de coûts. La croissance des dépenses de fonctionnement devra être freinée à une moyenne annuelle de 3.1% jusqu'à ce que les comptes soient équilibrés, soit moins que le taux combiné de l'inflation d'ensemble et de la croissance de la population chaque année jusqu'en 2023-2024. La partie fédérale d'une taxe carbone servirait à soutenir les services publics.
- Le prix du brut WTI est projeté à une moyenne de US\$59 le baril au cours du prochain exercice (comparativement à un prix au comptant de US\$64.20 actuellement). L'important différentiel entre les prix du brut lourd et du brut léger est chiffré à US\$22.40 le baril pour 2018-2019 (comparativement à US\$23.50 actuellement). Les hypothèses économiques et financières intègrent des expansions clés d'oléoducs, particulièrement le remplacement de la Ligne 3 et l'expansion du pipeline Trans Mountain. L'Alberta continue néanmoins de renforcer les activités à valeur ajoutée dans la province, prévoyant pas moins de \$2 milliards de subventions/garanties de prêts/crédits de redevance pour soutenir l'investissement dans le secteur de l'énergie.
- Avec des déficits cumulatifs de \$21.5 milliards (avant ajustement en fonction du risque) prévus pour les trois prochaines années, la dette nette de l'Alberta continuera de s'accumuler (partant d'une base relativement basse). Le ratio dette nette/PIB de 6.0% à la fin de 2017-2018 augmenterait à 8.7% au cours de l'année qui vient, pour atteindre 12.4% en 2020-2021. Le gouvernement a pris l'engagement de maintenir un des ratios d'endettement net les plus faibles au Canada.
- Le Heritage Fund est évalué à \$15.6 milliards à la fin de 2017-2018, et devrait, pour parer à l'inflation, atteindre \$16.6 milliards d'ici mars 2021.

- Une réserve de trésorerie de \$5 milliards assure un coussin de sécurité au cas où l'accès au marché se détériorerait de manière inattendue et représente une approche prudente pour un émetteur dont les besoins d'emprunt ne sont pas négligeables.
- L'Alberta s'attend à solliciter les marchés du crédit à hauteur de \$15.4 milliards en financement à terme en 2018-2019. Les besoins de financement à long terme se chiffrent à environ \$17.5 milliards au cours des deux exercices suivants. La stratégie d'emprunt consisterait à se procurer 30-40% du financement à terme sur les marchés internationaux. Le programme canadien (en CAD) est centré sur le maintien d'obligations de référence importantes et liquides avec des émissions de bons à moyen terme probablement « peu fréquentes »

## Reprise importante en 2017

Après deux années très difficiles, l'économie de l'Alberta s'est bien rétablie en 2017, où le PIB réel a augmenté de 4.5%. L'Alberta a ainsi dépassé toutes les autres provinces et obtenu un résultat considérablement supérieur aux projections initiales dans le budget de l'an dernier qui tablait sur une croissance de 2.6%. Avec le raffermissement des prix de l'énergie, la croissance nominale a atteint le niveau dynamique de 6.8% l'an dernier.

Cette reprise économique plus vigoureuse a permis de dégager des résultats budgétaires supérieurs aux prévisions. Conformément à la mise à jour du T3 publié antérieurement, l'Alberta estime maintenant avoir eu un déficit de \$9.1 milliards dans l'exercice 2017-2018 (qui prendra fin dans quelques jours). Ce chiffre est à comparer au point culminant du déficit de \$10.8 milliards établi en 2016-2017 et marque aussi une amélioration de \$1.4 milliard par rapport au plan budgétaire d'origine pour 2017-2018. Si une partie de ce succès en cours d'année (\$500 millions) reflète la non-utilisation de la provision d'ajustement pour risque, il ressort clairement des tableaux budgétaires que les recettes étaient beaucoup plus solides que ce qui avait été prévu initialement.

Ainsi, les recettes de 2017-2018 ont dépassé de près de \$2 milliards (+4.4%) le plan. Plus précisément, quelque \$780 millions de revenu supplémentaire ont été réalisés dans le secteur des ressources naturelles (principalement grâce aux redevances sur le pétrole classique et le gaz naturel et aux ventes de terrains), en plus d'un important soutien (presque \$1 milliard) de revenus de placement des fonds de dotation de la province (notamment le Heritage Fund), ainsi que des bénéfices nets plus solides des entreprises gouvernementales provinciales (reflétant les rétablissements dans le fonds d'équilibrage qui gère les coûts liés au rendement des contrats d'achat d'électricité).

Ce surcroît de revenu a permis d'enregistrer des progrès dans l'élimination du déficit malgré un dépassement du programme de dépenses de \$1.17 milliard soit plus de 2% au-dessus du plan.

## Expansion économique soutenue...

Comment évoluera l'Alberta à partir de là? La province se voit passer d'une reprise économique à une expansion plus durable (et plus diversifiée). Le PIB réel devrait augmenter de 2.7% cette année, se rapprochant davantage d'un rétablissement complet et être suivi d'augmentations annuelles moyennes de 2.5% les années subséquentes. La croissance nominale est projetée à 4.7% en 2018, variant de 4.3% à 6% au cours des trois années suivantes.

Il est toujours bon d'aligner les hypothèses de planification budgétaire sur celles qui font consensus dans le secteur privé. À cet égard, le gouvernement se fonde sur des hausses du PIB

réel supérieures au consensus chaque année de 2018 à 2021, mais s'appuie sur une croissance nominale plus lente cette année et l'an prochain que celle retenue par les prévisionnistes du secteur privé.

Qu'est-ce qui stimule la croissance? Premièrement, une démographie favorable; l'Alberta est une province relativement jeune, qui continue d'enregistrer une croissance saine de la population. Certains segments de l'investissement non résidentiel, de la fabrication et des exportations semblent très brillants (particulièrement dans le raffinage et les produits pétrochimiques). On notera en particulier que la nouvelle raffinerie Sturgeon a produit du diesel pour la première fois à la fin de l'an dernier.

Les perspectives d'investissement dans les sables pétrolifères peuvent toujours sembler embrouillées, mais les investissements antérieurs continuent de rapporter des dividendes sous forme d'expansion rapide de la production de bitume. Celle-ci a bondi de 12% en 2017-2018 et devrait augmenter de plus de 11% ou de plus de 300K/bj au cours du prochain exercice. D'autres gains sont envisagés au cours de chacune des deux années suivantes, ce qui situe la production de bitume brut aux alentours de 3.5 millions de barils par jour d'ici 2020-2021.

## ... élément clé de la restauration budgétaire

Étant donné l'amélioration du contexte économique, il serait raisonnable de s'attendre à de nouveaux progrès sur le front du déficit. Par conséquent, le retour à l'équilibre est un des trois piliers du budget, aux côtés de la diversification de l'économie et de la protection des services publics vitaux.

Le budget est remarquable par sa transparence additionnelle et les détails entourant les plans de réduction du déficit à long terme, puisqu'il expose pour la première fois les hypothèses précises qui sous-tendent le retour à l'équilibre à l'horizon 2023-2024. Même s'il convient toujours de traiter les prévisions économiques et budgétaires à long terme avec prudence, il est bon de voir que la stratégie d'élimination du déficit prend forme et nous saluons cet ajout aux documents budgétaires de l'Alberta.

Mais commençons par le commencement : le budget situe le déficit de 2018-2019 à \$8.8 milliards, soit l'équivalent d'environ 18% des revenus totaux ou de 2.5% du PIB (ce qui place l'insuffisance budgétaire relative de l'Alberta en haut du spectre des provinces). Les revenus totaux devraient augmenter de 2.1%, ce qui peut ne pas sembler très solide à moins d'intégrer le bond spectaculaire de 10.9% de l'exercice précédent. Les impôts sur le revenu des particuliers et le bénéfice des sociétés devraient être la première source en 2018-2019. Les charges de fonctionnement devraient

augmenter d'un peu plus de 3%, et donc chuter en termes réels par habitant.

Le plan budgétaire à moyen terme ramènerait le déficit à \$7.9 milliards en 2019-2020 puis à \$7.0 milliards en 2020-2021. Les progrès sur le front du déficit s'accroissent par la suite, aboutissant à un excédent de \$0.7 milliard en 2023-2024.

Pour l'ensemble des six années de la trajectoire de réduction du déficit restant de l'Alberta, on peut raisonnablement déceler deux parties distinctes de trois ans chacune : 2018-2019 à 2020-2021, où la croissance des revenus est un peu plus lente et où les réductions du déficit sont plus graduelles, et 2021-2022 à 2023-2024, où la croissance des revenus augmente (particulièrement celle tirée des ressources naturelles), ce qui permet d'éliminer plus rapidement le déficit budgétaire. En ventilant ces chiffres, on constate que près de 70% de la réduction de \$9.8 milliards cumulative sur six ans s'opère dans les trois dernières années du plan.

Qu'est-ce qui sous-tend réellement ce plan de réduction du déficit? D'une part, des facteurs de croissance positive que nous avons exposés d'emblée (croissance du PIB réel solide et durable, augmentation annuelle de la population d'environ 1.5%, augmentation de l'emploi, baisse du chômage, contributions d'un ensemble plus diversifié de secteurs, etc.). Et pour être clairs, les hypothèses économiques et budgétaires intègrent des expansions clés d'oléoducs, particulièrement le remplacement de la Ligne 3 et l'expansion du pipeline Trans Mountain (TMX). Bien que ces oléoducs ne soient pas encore construits et se heurtent à une opposition dans certaines régions, ces projets devraient désengorger le réseau pipelinier en 2020-2021.

Malgré une économie plus forte et plus diversifiée, le retour à l'équilibre nécessitera aussi des réductions de coûts. Comme la province le concède, « le budget ne s'équilibrera pas de lui-même ». Il y aura donc une concentration sur des accords « pratiques » avec les syndicats, auxquels la sécurité de l'emploi sera offerte en échange d'un gel des salaires. Les travailleurs non syndiqués de la fonction publique peuvent s'attendre à ce que leurs salaires restent inchangés, alors que certains cadres à rémunération élevée (y compris dans le secteur public plus large) verront leurs salaires, leurs primes et les intéressements diminuer. Certains organismes gouvernementaux, conseils et commissions seront dissous ou fusionnés.

Globalement, la croissance des dépenses de fonctionnement devra être maintenue à un rythme annuel moyen de 3.1% jusqu'à ce que les comptes soient équilibrés, ce qui est loin des hausses historiques et inférieur au taux combiné de l'inflation d'ensemble et de la croissance de la population au cours de chaque année jusqu'en 2023-2024. Des économies/gains d'efficacité continueront d'être recherchés (p. ex., coûts des médicaments, services aux entreprises,

déplacements/hébergement) alors que le plan d'immobilisations reviendra à des niveaux plus « normaux », concordant avec une recommandation de l'ancien gouverneur de la BdC, David Dodge. À mesure que l'économie se rétablit, des investissements en immobilisations extraordinaires (et très stimulants) deviennent moins nécessaires. Nous tendons à être d'accord avec M. Dodge sur ce point. Les ententes de financement pour les administrations municipales, mises en place lorsque les prix du pétrole étaient relativement élevés, devront aussi être révisées.

## Hypothèses en matière d'énergie, sensibilités, ajustements en fonction du risque et marge budgétaire

Quant aux hypothèses concernant les prix des matières premières, voici les chiffres essentiels (tirés directement du budget) :

### Energy and Economic Assumptions

	Forecast		Estimate		Target	
	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23
WTI Oil (US\$/bbl) <sup>(7)</sup>	54.00	59.00	60.00	63.00		
Light-Heavy Differential (US\$/bbl) <sup>(7)</sup>	14.50	22.40	21.00	22.30		
WCS@Hardisty (Cdn\$/bbl) <sup>(7)</sup>	50.40	46.00	48.80	50.90		
Natural Gas (Cdn\$/GJ) <sup>(7)</sup>	1.90	2.00	2.20	2.40		
Conventional Crude Oil Production (000s barrels/day)	449	461	468	466		
Raw Bitumen Production (000s barrels/day)	2,855	3,163	3,302	3,462		
Interest Rate (10-year Canada bonds, %)	1.90	2.50	2.90	3.10		
Exchange Rate (US\$/Cdn\$) <sup>(7)</sup>	78.0	80.0	80.0	80.0		

Comme vous pouvez le voir dans ce tableau, le prix du brut WTI est projeté à une moyenne de US\$59 le baril au cours du prochain exercice (comparativement à un prix au comptant de US\$64.20 actuellement). L'important différentiel entre les prix du brut lourd et du brut léger est chiffré à US\$22.40 le baril pour 2018-2019 (comparativement à US\$23.50 actuellement). Des tableaux de comparaison détaillés (établis sur un plan annuel) révèlent que le gouvernement se fonde sur un différentiel plus important que ce que prévoit en moyenne le secteur privé au cours de chacune des années de 2018 à 2021. (Cet écart par rapport aux prévisions consensuelles atteint plus de US\$4 le baril en moyenne au cours des quatre prochaines années). À noter que les nouvelles règles se rapportant à la teneur en soufre des carburants marins devraient réduire la demande de diesel marin (extrait du pétrole lourd). Il n'est pas nécessaire d'être un stratège des matières premières pour comprendre que le différentiel entre le brut lourd et léger réalisé sera aussi en partie fonction de l'aménagement des oléoducs mentionné précédemment. Après tout, comme le budget l'indique clairement : « il existe une capacité pipelinrière limitée vers les deux plus grands marchés pétroliers du monde, le golfe du Mexique aux États-Unis et l'Asie ». Dans la perspective de l'Alberta, le pipeline Trans Mountain est absolument critique.

Ne se contentant pas du statu quo, l'Alberta s'efforce aussi d'enrichir les activités à valeur ajoutée dans la province. Au total \$2 milliards ont été prévus sous forme de subventions/garanties de prêts/crédits de redevances pour soutenir l'investissement dans le secteur de l'énergie, qu'il s'agisse de nouveaux équipements de valorisation, d'usines pétrochimiques ou d'infrastructures pour les produits de base pétrochimiques.

Les sensibilités officielles offrent un indicateur (bien qu'imparfait et nuancé) de la pression budgétaire qui pourrait apparaître si les prix de l'énergie refusaient de coopérer... ou, plus positivement, de la bonification de la situation si les prix du pétrole dépassaient les hypothèses ou si les différentiels diminuaient plus que prévu.

### Fiscal Sensitivities to Key Assumptions in Budget, 2018-19

(millions of dollars)	Change	Net Impact (2018 – 2019)
Oil Price (WTI US\$/bbl)	-\$1.00	-265
Light-Heavy Differential (US\$/bbl)	+\$1.00	-210
Natural Gas Price (Cdn\$/GJ)	-10 Cents	+10 <sup>(9)</sup>
Exchange Rate (US\$/Cdn\$)	+1 cent	-198
Interest Rates	+1%	-226
Primary Household Income	-1 %	-150

En clair, même de modestes variations du différentiel peuvent avoir une incidence importante sur les perspectives de revenus de l'Alberta. À noter cependant que la province a intégré prudemment une marge dans son plan budgétaire. Il s'agit d'un ajustement en fonction du risque explicite fixé à \$500 millions pour 2018-2019. Celui-ci augmente à \$700 millions en 2019-2020 et atteint \$1 milliard en 2020-2021. Les cibles budgétaires à plus long terme (c.-à-d. pour 2021-2022 et au-delà) ne comprennent pas d'ajustement en fonction du risque.

Un dernier mot pour les hypothèses énergétiques à long terme et la contribution à la réduction du déficit. Sur la base de nouvelles hausses projetées du WTI (US\$73 le baril d'ici 2023-2024), d'un différentiel progressivement plus faible (US\$18.4 le baril en 2023-2024) et d'une augmentation des volumes de production, les redevances tirées des ressources naturelles devraient dépasser les \$10 milliards en 2023-2024, représentant environ 16% des revenus totaux ou près du double de la part attendue en 2018-2019. Par conséquent, malgré la concentration sur la diversification de l'économie et la réduction de la dépendance de la province à l'égard des revenus tirés des ressources naturelles, cette source de revenu semble relativement importante pour le plan de réduction du déficit du gouvernement. En fait, au cours des six prochaines années, la croissance des redevances tirées des ressources naturelles devrait dépasser celle du reste des revenus dans une proportion de 3 pour 1. Le gouvernement a aussi indiqué que la partie fédérale de la taxe carbone serait utilisée pour soutenir les services publics.

En ce qui concerne ce qu'on appelle « l'avantage fiscal », l'Alberta estime son avantage en 2018-2019 à pas moins de

\$11 milliards par rapport au concurrent provincial le plus proche (Colombie-Britannique). En d'autres termes, si l'Alberta devait égaler le cadre fiscal (en incluant la tarification du carbone) de son voisin de l'ouest, les particuliers et entreprises remettraient \$11 milliards de plus à Edmonton (toutes choses étant égales par ailleurs). L'avantage fiscal de l'Alberta par rapport à l'Ontario est projeté à quelque \$14 milliards par an. Comme avec la Colombie-Britannique, la majorité de cet avantage reflète le fait que l'Alberta reste la seule province sans taxe de vente.

Rapide aparté sur la légalisation du cannabis (et les revenus qui en proviendront) : la province estime que la légalisation assurera des rentrées de \$80 millions par an d'ici 2019-2020, selon l'accord de partage des revenus fédéral/provincial. Les autres éléments de taxation à noter comprennent un nouveau crédit d'impôt pour les médias numériques et un prolongement des crédits d'impôt pour les investisseurs destinés à faciliter la diversification, stimuler l'innovation et créer un secteur technologique dynamique. Dans le même esprit, le gouvernement investit dans 3,000 nouveaux espaces technologiques post-secondaires et améliore les bourses technologiques. Un gel des frais de scolarité a été prolongé une quatrième année. Quant au niveau fédéral, l'Alberta a décidé de mettre en œuvre une « budgétisation fondée sur le sexe », ce qui comprend une analyse des répartitions hommes-femmes dans la planification/ production de rapports/programmation.

## Analyse du bilan et coup d'œil sur les besoins d'emprunt

Ces dernières années, des déficits hors proportions ont valu à la province une érosion rapide de sa situation financière nette, bien qu'elle soit partie d'un niveau *très solide*. On se rappellera que l'Alberta avait une position financière nette excédentaire avant l'effondrement des prix de l'énergie. Mais maintenant que 2017-2018 tire à sa fin, la dette nette dépasse les \$20 milliards — ce qui est encore relativement faible selon les normes provinciales, mais représente une détérioration suffisamment forte pour avoir déclenché des interventions préliminaires des agences de notation du crédit.

Avec des déficits cumulatifs de \$21.5 milliards (avant ajustement en fonction du risque) prévus pour les trois prochaines années, la dette nette de l'Alberta continuera de s'accumuler (là encore, en partant d'une base relativement basse).

La province s'attend à ajouter un peu plus de \$10 milliards à sa dette nette en 2018-2019, portant le total à \$30.5 milliards. La dette financière nette devrait culminer à \$48 milliards en 2020-2021. Le ratio dette nette/PIB qui est associé, qui devrait à la fin de 2017-2018 se situer à 6.0% augmenterait à 8.7% au cours de l'année à venir, pour atteindre 12.4% en 2020-2021. Le gouvernement a affirmé son



engagement à maintenir un des ratios d'endettement les plus bas au Canada et il faut noter que le point culminant projeté (13.1% en 2021-2022) serait inférieur au ratio d'endettement actuel de chacune des autres provinces.

Ce qui limite en partie le fardeau de la dette nette de l'Alberta est un ensemble d'actifs financiers, y compris de fonds de dotation (dont le Heritage Savings Trust Fund est le plus important). Le Heritage Fund est évalué à \$15.6 milliards à la fin de 2017-2018, ce qui compte tenu de l'inflation devrait le porter à \$16.6 milliards d'ici mars 2021.

On constatera un nouveau poste budgétaire sous forme de \$5 milliards de réserve de trésorerie, qui a été intégré pour l'exercice qui s'achève (financé par des emprunts à court terme supplémentaires). On peut considérer cela comme une facilité de liquidité prudentielle, similaire à celle que d'autres provinces ont mis en place. C'est un coussin de sécurité au cas où l'accès au marché se détériorerait contre toute attente et cela représente une approche prudente pour un émetteur ayant des besoins d'emprunt non négligeables.

Les besoins de financement bruts totaux de la province (\$26.1 milliards en 2018-2019) comprennent des emprunts pour le plan d'investissement en immobilisations, pour le plan

budgétaire (c.-à-d. reliés au déficit), les besoins nets des sociétés provinciales ainsi que la reconduction d'emprunts existants (dont quelque \$10 milliards d'effets à court terme).

L'Alberta s'attend à solliciter les marchés du crédit à hauteur de \$15.4 milliards en financement à terme en 2018-2019. Les besoins de financement à long terme se chiffrent à environ \$17.5 milliards au cours des deux exercices suivants. La stratégie d'emprunt consisterait à se procurer 30-40% du financement à terme nécessaire sur les marchés internationaux, y compris par d'importantes émissions mondiales en dollars américains (inscrits auprès de la SEC) sur 3 à 10 ans, en plus d'opérations en monnaies étrangères si les conditions du marché étaient favorables (p. ex., GBP, EUR). Le programme en dollars canadiens est concentré sur le maintien des importantes obligations de référence liquides en circulation de l'ordre de \$3-5 milliards. Le profil d'échéances actuel semble prévoir d'importantes émissions de titres des obligations de référence clés. Cette concentration sur les titres de référence implique que les émissions de bons à moyen terme seront probablement « peu fréquentes ».

**Warren Lovely**

# Alberta • Budget 2018

## Alberta

(millions \$)

SUR LA BASE DES ÉTATS FINANCIERS CONSOLIDÉS

	Réalisé 2016-2017	Budget 2017-2018	Prévision 2017-2018	Budget 2018-2019	Cible 2019-2020	Cible 2020-2021
<b>Recettes</b>	<b>42,293</b>	<b>44,918</b>	<b>46,881</b>	<b>47,879</b>	<b>50,615</b>	<b>53,848</b>
Impôt sur le revenu des particuliers	10,763	11,177	10,855	11,387	11,984	12,635
Impôt sur le revenu des sociétés	3,769	3,918	3,852	4,551	5,293	5,719
Autres impôts	5,649	6,667	6,504	6,961	7,271	7,641
Revenus tirés des ressources - bitume	1,483	2,546	2,358	1,785	2,184	2,926
Revenus tirés des ressources - autres	1,614	1,208	2,176	2,044	1,999	2,075
Transferts fédéraux	7,979	7,988	7,918	8,218	8,470	8,645
Revenus de placement	3,698	2,193	3,061	2,884	3,161	3,357
Revenu net des entreprises du gouvernement	543	2,506	3,294	2,777	2,707	2,844
Primes, tarifs et droits	3,701	3,683	3,742	3,854	3,929	3,996
Autres	3,094	3,032	3,121	3,419	3,617	4,010
<b>Dépenses</b>	<b>53,077</b>	<b>54,915</b>	<b>55,947</b>	<b>56,181</b>	<b>57,827</b>	<b>59,818</b>
Dépenses de fonctionnement	44,661	45,906	46,370	47,765	49,053	50,291
Plan de leadership sur le climat - dépenses de fonctionnement	1,379	868	577	1,035	1,132	1,198
Plan de leadership sur le climat - Subventions pour immobilisations	2	68	391	423	446	286
Subventions pour immobilisations	2,159	3,302	3,729	1,706	1,352	1,596
Urgences/désastres	1,191	235	495	206	200	200
Amortissement/prélèvement dans stocks/pertes sur dispositions	3,210	3,375	3,362	3,434	3,577	3,677
Service de la dette	1,018	1,398	1,355	1,921	2,434	2,937
Provisions pour pensions	(543)	(237)	(332)	(310)	(366)	(365)
Ajustement pour le risque	-	(500)	-	(500)	(700)	(1,000)
<b>Surplus (déficit)</b>	<b>(10,784)</b>	<b>(10,497)</b>	<b>(9,066)</b>	<b>(8,802)</b>	<b>(7,912)</b>	<b>(6,970)</b>
Compte de prévoyance ( <i>Contingency Account</i> ) - solde au début	3,625	2,299	2,299	1,661	-	-
Surplus (déficit)	(10,784)	(10,497)	(9,066)	(8,802)	(7,912)	(6,970)
Provisions pour pensions	(543)	(237)	(332)	(310)	(366)	(365)
Produit d'emprunts pour immobilisations	4,686	5,954	5,434	3,772	3,687	4,265
Investissement en immobilisations	(3,714)	(4,786)	(4,138)	(3,455)	(3,370)	(3,486)
Amortissement et autres ajustements d'encaisse	444	772	2,970	96	(214)	(325)
Emprunt direct pour le Plan Fiscal	8,585	6,495	4,494	7,038	8,175	6,881
<b>Compte de prévoyance - solde de fin d'année</b>	<b>2,299</b>	<b>-</b>	<b>1,661</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Plan d'immobilisations</b>	<b>6,578</b>	<b>9,175</b>	<b>9,165</b>	<b>6,444</b>	<b>5,884</b>	<b>6,032</b>
Subventions pour immobilisations	2,159	3,302	3,729	1,706	1,352	1,596
Plan de leadership sur le climat	2	68	391	423	446	286
Investissement du gouvernement en immobilisations	4,417	5,805	5,045	4,315	4,087	4,149
Compte de prévoyance	2,299	-	1,661	-	-	-
Autres avoirs financiers	63,988	62,607	67,914	70,563	72,938	75,738
Passif des fonds de pension	10,023	9,981	9,691	9,381	9,015	8,650
Emprunts pour immobilisations	21,006	26,984	26,457	30,246	33,951	38,233
Passif d'agences de crédit émettrices de dette	18,385	18,968	18,446	19,236	19,967	20,300
Autres passifs	25,774	29,789	35,250	42,210	49,781	56,714
<b>Avoirs financiers nets</b>	<b>(8,901)</b>	<b>(23,115)</b>	<b>(20,269)</b>	<b>(30,510)</b>	<b>(39,776)</b>	<b>(48,159)</b>
Avoirs non financiers (nets de l'amortissement)	46,622	50,507	48,924	50,363	51,717	53,130
<b>Avoir net (variation égale surplus (déficit))</b>	<b>37,721</b>	<b>27,392</b>	<b>28,655</b>	<b>19,853</b>	<b>11,941</b>	<b>4,971</b>
<b>Besoins de financement</b>				<b>24,153</b>	<b>26,107</b>	<b>28,682</b>
Emprunts pour les sociétés provinciales				2,276	756	1,025
Emprunts pour financement des immobilisations				5,434	3,772	3,687
Refinancement de dette arrivant à échéance				6,899	14,446	16,103
Emprunt direct pour le Plan fiscal				4,494	7,038	7,824
Autres				5,050	95	43
<b>Dont: Dette à long terme</b>				<b>15,400</b>	<b>17,600</b>	<b>17,500</b>

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

#### Stéfane Marion

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

#### Paul-André Pinsonnault

*Économiste principal, Revenu fixe*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

#### Krishen Rangasamy

*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

#### Marc Pinsonneault

*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

*Économiste principal*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Kyle Dahms

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

*DG RF, Chef Recherche et stratégie,  
Dettes publiques*  
warren.lovely@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.*

*Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.*

### 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 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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

## Résidents des États-Unis

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des **membres du personnel** employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces **membres du personnel** hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement reliée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

**Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.**

## 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 peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.