

Allègements pour les entreprises, mais un peu plus de déficit

Points saillants

- Dans sa mise à jour budgétaire de l'automne, Ottawa a pris quelques mesures non négligeables pour relever le défi perçu de la compétitivité du Canada. L'économie plus vigoureuse et l'amélioration des recettes fiscales fédérales ont aidé à financer en partie (mais pas en totalité) un allègement fiscal accordé aux entreprises, avec pour résultat net une augmentation du déficit budgétaire en 2019-2020 comparativement au plan budgétaire reformulé de février.
- Cette mise à jour était centrée sur un train de mesures fiscales pour les entreprises. La première est de permettre aux entreprises d'amortir immédiatement le coût total des machines et du matériel servant à la fabrication ou à la transformation de biens. Elles pourront aussi passer directement en charges le coût total du matériel désigné de production d'énergie propre. Un *incitatif à l'investissement accéléré* permettra aux entreprises de toutes tailles et de tous les secteurs de l'économie de déduire une plus grande part du coût de biens nouvellement acquis dans l'année où l'investissement est effectué. Par ailleurs, un financement supplémentaire a été affecté à un *Fonds stratégique pour l'innovation*. Une stratégie de diversification des exportations, l'élimination des obstacles au commerce intérieur (c.-à-d. interprovincial) et une vaste modernisation de la réglementation sont aussi prévues. Il n'y avait pas grand-chose en termes de *nouveaux allègements* fiscaux pour la classe moyenne.
- Les mesures pour accélérer l'investissement des entreprises s'élèvent au total à \$14.4 milliards sur la période de six ans se terminant en 2023-2024. Ces allègements commencent immédiatement, avec près de \$5 milliards dès 2019-2020 et quelques \$4 milliards en 2020-2021, représentant environ 0.2 point de pourcentage du PIB. Cela pourrait susciter une amélioration *modeste* des prévisions économiques à court terme, mais ne semble pas suffisant pour modifier nos attentes à l'égard de la Banque du Canada.
- L'évolution de la situation économique et financière depuis le dépôt du budget a été positive, de l'ordre de \$4.6 milliards en 2018-2019. Les mesures postérieures au budget ont un coût budgétaire de \$4.0 milliards en 2018-2019, le résultat net étant une amélioration du déficit budgétaire de l'exercice en cours à \$18.1 milliards (0.8% du PIB). Il reste toujours \$3 milliards d'« ajustement en fonction du risque », qui pourraient permettre une plus grande amélioration du déficit de l'exercice en cours.
- Au-delà de 2018-2019, le profil du déficit s'est *quelque peu* détérioré par rapport au plan budgétaire reformulé de février. Pour 2019-2020, le gouvernement a ajouté \$1.8 milliard au déficit projeté, portant son total à \$19.6 milliards (0.8% du PIB). Un déficit majoré similaire (c.-à-d. 0.8% du PIB nominal) est inscrit pour 2020-2021. D'ici 2023-2024, le déficit devrait avoir baissé à \$11.4 milliards ou 0.4% du PIB, mais il n'y a pas d'échéancier fixe pour sa réduction. Comme en 2018-2019, une réserve de \$3 milliards a été prévue pour chaque exercice de cet horizon financier.
- Le profil du ratio dette/PIB a été rehaussé par rapport au budget, mais cela reflète des changements annoncés antérieurement du traitement comptable/taux d'actualisation des régimes de retraite des fonctionnaires fédéraux. Le fardeau de la dette nette déjà mince diminue chaque année, à 30.9% en 2018-2019, 30.5% en 2019-2020 et 28.5% d'ici 2023-2024. La charge d'intérêts d'à peine 7% en 2018-2019, augmente au niveau encore gérable de 8.6% d'ici cinq ans, dans l'hypothèse d'une hausse régulière des taux d'intérêt.
- L'économie du Canada affiche une croissance solide et relativement généralisée, avec des marchés du travail sains et une reprise de l'investissement des entreprises. Strictement parlant, la projection de croissance du PIB réel pour 2018 a été réduite d'un dixième de point à 2.0%. Mais des perspectives plus robustes pour 2019 ont aidé à maintenir la projection de croissance réelle pour 2018-2022 à un taux annuel moyen de 1.8%.
- Comme par le passé, l'*Énoncé économique de l'automne* ne comprend pas de mise à jour des besoins de financement ou de la stratégie d'emprunt qui s'y rapporte. En lui-même, l'ajustement relativement modeste du solde budgétaire de 2018-2019 n'implique pas de changement important des besoins d'emprunt estimatifs d'Ottawa pour l'exercice en cours.

Réponse aux craintes pour la compétitivité

Comme prévu, la mise à jour budgétaire d'Ottawa contient quelques mesures non négligeables pour relever le défi de compétitivité perçu du Canada — principalement par un amortissement plus généreux des investissements des entreprises, notamment dans les industries de fabrication et de transformation. L'économie plus vigoureuse et l'amélioration des recettes fiscales fédérales ont aidé à financer en partie (mais pas en totalité) cet allègement fiscal pour les entreprises, avec pour résultat net une augmentation du déficit budgétaire en 2019-2020 comparativement au plan budgétaire de février.

Avec ces mesures, le taux effectif marginal d'imposition révisé du Canada concernant les nouveaux investissements sera effectivement plus avantageux. La mise à jour prétend que le Canada aura le taux le plus bas du G7, et un taux d'imposition général moyen sur les nouveaux investissements des entreprises considérablement plus bas que celui des États-Unis. Certes, l'ampleur globale de l'allègement fiscal pour les entreprises n'est pas comparable aux fortes réductions de l'impôt instaurées au sud de la frontière, qui comprenaient une importante diminution du taux de l'impôt fédéral sur les sociétés. Par conséquent, certains segments du monde des affaires pourraient juger que la réaction du gouvernement est inadéquate étant donné le contexte mondial hypercompétitif, regorgeant de risques géopolitiques. À cela s'ajoute aussi la question de la compétitivité de l'impôt sur le revenu des particuliers, mais il n'avait jamais prévu qu'elle soit abordée dans cette mise à jour.

Loin de nous l'idée de dénigrer les \$4.5-5.3 milliards par an d'allègements fiscaux principalement pour les entreprises prévus en 2019-2020 et 2020-2021... c'est un soutien qui tombe à point nommé, équivalent à 2 dixièmes de point de pourcentage du PIB, qui pourrait être suffisant pour motiver une révision à la hausse *modeste* de nos prévisions économiques nationales. Malgré le prix du brut canadien fortement réduit, qui entraîne son propre lot de maux de tête (particulièrement en Alberta), l'économie du Canada s'est révélée suffisamment résiliente pour supporter la normalisation de la politique monétaire. Alors qu'il reste très peu de capacités inutilisées, pour ne pas dire aucune, dans l'économie nationale, il est difficile de justifier le maintien de taux d'intérêt réels négatifs. Mais étant donné la sensibilité sans précédent du secteur des ménages à une hausse des taux, la Banque du Canada pourrait bien envisager de lever le pied dans la normalisation de la politique monétaire d'ici un an à peine... en cela, notre opinion n'a pas réellement changé.

L'augmentation des déficits après 2018-2019 hérissera peut-être les faucons budgétaires (ils se reconnaîtront) qui ne

manqueront sans doute pas de décrier l'absence d'échéancier ferme pour refermer le trou budgétaire. Mais en réalité, l'ajustement du profil du déficit représente moins de \$1 milliard par an (en moyenne sur la période de six ans), qui se remarque à peine en pourcentage du PIB nominal qui se monte à quelque \$2,200 milliards. À notre avis, Ottawa reste dans une situation budgétaire relativement enviable et beaucoup plus sûre que celle de nombreux états souverains avancés, message que corrobore le plus récent *Rapport sur la viabilité financière* du directeur parlementaire du budget, non partisan.

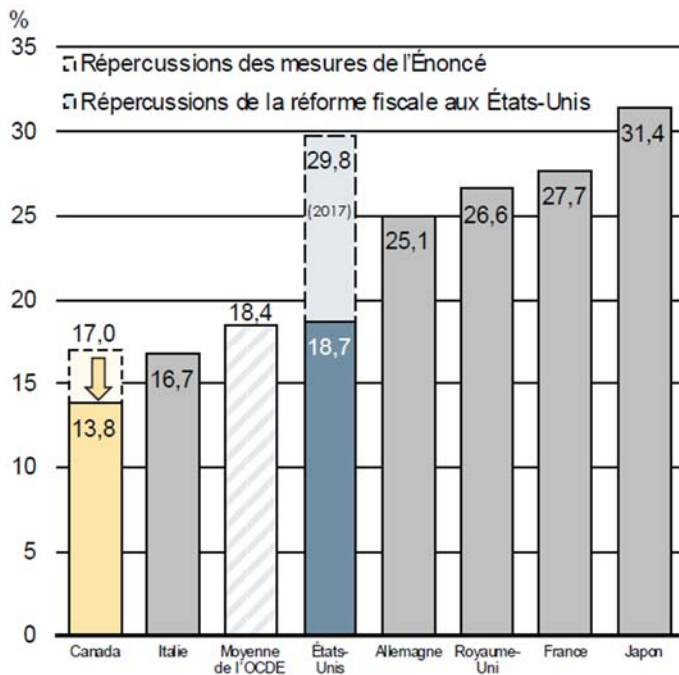
Il faut garder deux autres points à l'esprit. Ce gouvernement libéral n'a pas dit son dernier mot aujourd'hui. Au printemps 2019, il déposera un budget préélectoral, ce qui lui donnera une chance de plus (peut-être plus naturelle) de procéder à de nouveaux allègements, notamment pour les ménages canadiens, de prendre des mesures contre les menaces perçues persistantes pour les perspectives économiques et de financer certaines autres priorités stratégiques ou de s'y attaquer. Cela dit, à moins (ou en attendant?) que le gouvernement fédéral soit prêt à abandonner son ancrage budgétaire, notamment une diminution du ratio dette/PIB, il n'y aura pas de marge de manœuvre *additionnelle* importante pour des mesures de stimulation à l'échelle fédérale... à moins d'une grosse bonne surprise économique, bien sûr.

En fin de compte, personne ne devrait être terriblement surpris par ce rapport qui livre un ensemble de mesures fiscales pour les entreprises déjà bien anticipé (principalement l'amortissement et la passation en charges des investissements). Plutôt qu'une révision budgétaire et fiscale totale comme celle entreprise aux États-Unis, il constitue une réponse ciblée/focalisée aux craintes pour la compétitivité, limitée dans sa portée et son ampleur par le souci généralisé de maintenir le gouvernement fédéral sur une voie relativement prudente en matière d'endettement.

Passation en charges des investissements des entreprises

Comme on s'y attendait, la mise à jour d'aujourd'hui était principalement centrée sur un train de mesures concernant la fiscalité des entreprises. La première est de permettre aux entreprises d'amortir immédiatement le coût total des machines et du matériel servant à la fabrication ou à la transformation de biens — décision qui vise clairement à susciter de nouveaux investissements. Les entreprises pourront passer directement en charges le coût total du matériel pour la production d'énergie propre. Un *Incentif à l'investissement accéléré* permettra aux entreprises de toutes tailles et de tous les secteurs de l'économie de déduire une plus grande part du coût de biens nouvellement acquis dans l'année où l'investissement est effectué.

Graphique : Taux effectifs marginaux d'imposition sur les nouveaux investissements



De quel ordre sera effectivement l'allègement? Les mesures pour accélérer l'investissement des entreprises valent en tout \$14.4 milliards sur la période de six ans qui se terminera en 2023-2024. Cet allègement commence immédiatement avec près de \$5 milliards dès 2019-2020 et quelques \$4 milliards en 2020-2021. Cela représente environ deux dixièmes de point de pourcentage du PIB par an et pourrait susciter une amélioration modeste des prévisions économiques à court terme, mais ne semble pas suffisant pour modifier nos attentes à l'égard de la Banque du Canada.

Une somme supplémentaire de \$800 millions sur cinq ans a été réservée pour le *Fonds stratégique pour l'innovation*, afin de soutenir les investissements innovateurs des entreprises. (Une partie de cet engagement financier provient de surtaxes appliquées à certains biens américains, qui font partie des contre-mesures adoptées en réaction aux tarifs douaniers américains sur notre acier et notre aluminium).

Dans sa quête continue de liens commerciaux plus approfondis avec des pays d'outre-mer, Ottawa lance la *Stratégie de diversification des exportations*. Par des corridors commerciaux améliorés avec l'Asie et l'Europe, des aides aux entreprises et des services améliorés pour les exportateurs, le gouvernement vise à accroître les exportations de 50% d'ici 2025. Le commerce intérieur reste aussi dans sa mire, avec une harmonisation des réglementations et des normes pour libérer le flux interprovincial des biens et des services. Parmi les secteurs privilégiés : Harmonisation des exigences visant l'industrie du camionnage, plus grande standardisation des règlements sur les aliments et des règles d'inspection à l'échelle du pays,

harmonisation des règlements visant le secteur de la construction, notamment par l'harmonisation des codes du bâtiment partout au Canada et facilitation d'un commerce accru de l'alcool entre les provinces et les territoires. Une révision/modernisation de la réglementation fédérale a aussi été envisagée, dans l'objectif de libérer la capacité des entreprises canadiennes de croître sans compromettre indûment la santé et la sécurité. Cela devrait comprendre une action immédiate donnant suite à une série de recommandations des entreprises existantes, l'établissement d'un comité consultatif externe, un nouveau *Centre d'innovation en matière de réglementation* et un projet de loi de modernisation annuelle des règlements fédéraux plus à jour.

En ce qui concerne la taxe carbone, le gouvernement fédéral a réitéré l'intention de remettre en circulation totalement le produit de la tarification fédérale des combustibles fossiles (dans les provinces qui ne respectent pas la norme pancanadienne) et du « système de tarification fondé sur le rendement » pour les émissions de gaz à effet de serre.

Il n'y avait pas grand-chose pour la classe moyenne, à peine \$1.1 milliard sur six ans dont l'essentiel (75%) pour soutenir le journalisme canadien (\$595 millions) et le stock de poissons sauvages (\$242 millions).

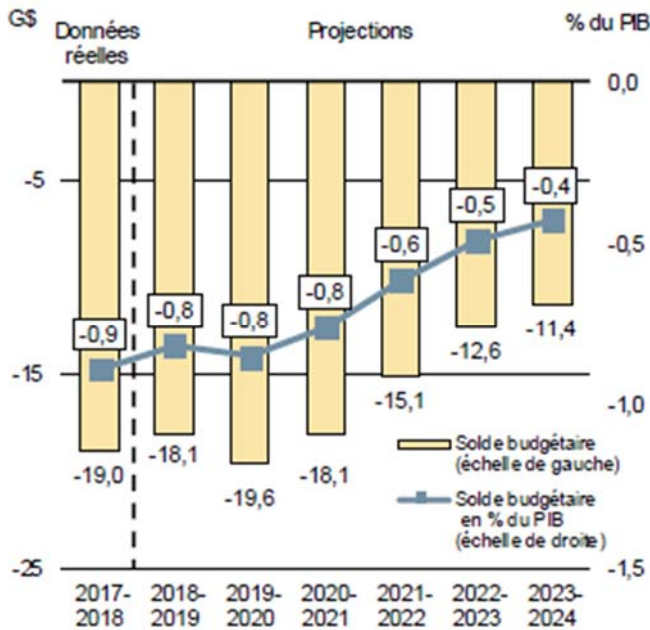
Le profil budgétaire mis à jour ajoute au déficit au-delà de 2018-2019

Les allègements fiscaux promis pour les entreprises entraînent la renonciation à des recettes fiscales et, à la marge, des déficits plus importants à moyen terme que ce qui était prévu dans le budget de février. Dans tout ajustement du cadre budgétaire, il y a toujours un certain nombre de parties mobiles; voici ce qui a transpiré depuis le Budget 2018:

L'évolution de la situation économique et financière depuis le dépôt du budget a été nettement positive, de l'ordre de \$4.6 milliards en 2018-2019 (et >\$22 milliards sur la période de cinq ans jusqu'en 2022-2023). C'est principalement le résultat de perspectives améliorées concernant les recettes de l'impôt sur le revenu et des taxes à la consommation.

D'autre part, les mesures de politique postérieures au budget ont un coût budgétaire de \$4.0 milliards en 2018-2019. Le résultat est une nette amélioration du déficit budgétaire de l'exercice en cours ramené de \$18.8 milliards (après remaniement) à \$18.1 milliards aujourd'hui (l'équivalent de 0.8% du PIB). Il reste toujours \$3 milliards d'« ajustement en fonction du risque », qui pourraient permettre une plus grande amélioration du déficit de l'exercice en cours... à supposer bien sûr que la réserve de prévoyance non utilisée passe directement au compte de résultat, ce qui est nettement notre préférence.

Graphique : Solde budgétaire du gouvernement fédéral



Au-delà de 2018-2019, le profil du déficit s'est *quelque peu* détérioré par rapport au plan budgétaire reformulé de février. Cela s'explique par le fait que le coût annuel des nouvelles politiques (y compris l'allègement fiscal pour les entreprises mentionné ci-dessus) dépasse dans tous les cas le renforcement budgétaire dû à une assiette économique/de revenu sous-jacente plus forte.

Pour le prochain exercice, 2019-2020, le gouvernement a ajouté \$1.8 milliard au déficit projeté, portant son total à \$19.6 milliards. Là encore, et c'est intéressant à noter, cela représente 0.8% du PIB. Un déficit majoré similaire (c.-à-d. 0.8% du PIB nominal) est inscrit pour 2020-2021. De cette manière, le gouvernement peut effectivement prétendre, qu'au moins en termes relatifs, il n'augmente pas beaucoup.

Il reste une réserve régulière de \$3 milliards d'ajustement en fonction du risque prévue pour chaque exercice de cet horizon financier — ce qui n'est pas une assurance inconsiderée contre un revers de conjoncture ou des pressions budgétaires imprévues. (Voir plus loin notre résumé des prévisions économiques révisées et les principaux risques.)

Quant à l'ancrage budgétaire souvent évoqué — le ratio dette/PIB fédéral — le profil mis à jour a été rehaussé par rapport au budget. Cependant, cela reflète davantage des changements du traitement comptable/taux d'actualisation des régimes de retraite des fonctionnaires fédéraux, annoncés antérieurement et que nous avons soulignés au moment du rapport financier annuel en octobre. Le fait est que le fardeau de la dette nette déjà mince diminue chaque année, à 30.9% en 2018-2019, 30.5% en 2019-2020 et 28.5% d'ici 2023-2024 (bien qu'il faille toujours traiter les

projections budgétaires à très long terme avec circonspection).

Pour nous, la taille relative du déficit budgétaire d'Ottawa (représentant moins de 1% du PIB) n'est pas exactement alarmante dans le contexte d'une économie avancée. Les porteurs d'obligations, semble-t-il, tendent à en convenir. En outre, ce n'est pas le palier fédéral, mais plutôt certaines provinces qui ont encore du travail à faire pour renforcer leur solidité fiscale à long terme. La capacité d'assumer des dettes est bien entendu un sujet de grade actualité dans le contexte de hausse des taux d'intérêt. Certes, Ottawa a émis beaucoup d'obligations de plus courte durée, dont certaines seront renouvelées à des taux d'intérêt plus élevés maintenant que la Banque du Canada hausse son taux directeur. Mais la charge d'intérêts de l'État fédéral (calculée comme la part du revenu consommée par le service de la dette) n'est que de 7% en 2018-2019, montant au niveau toujours bien gérable de 8.6% d'ici cinq ans... dans l'hypothèse, faut-il le dire, d'une augmentation régulière des taux d'intérêt.

Un échéancier n'a toujours pas été fixé pour la réduction du déficit, ce qui déplaît à d'aucuns qui préféreraient voir Ottawa sortir rapidement du rouge. Mais on remarquera qu'une consolidation financière rapide à l'échelle fédérale pourrait, toutes choses étant égales par ailleurs, créer des tensions dans l'économie et compliquer les efforts de certaines provinces dans leur nécessaire rattrapage budgétaire. En outre, il n'est pas nécessairement évident qu'un déficit plus faible se traduirait par des coûts d'emprunt nettement moins élevés pour l'État fédéral, qui est un des rares emprunteurs souverains plaqués or restants (à en juger par sa belle collection de notes à long terme AAA et ses perspectives universellement « stables »).

Révision des prévisions économiques

En résumé, l'économie du Canada affiche une croissance solide et relativement généralisée, avec des marchés du travail sains et, ce qui est intéressant, une reprise de l'investissement des entreprises. Techniquement parlant, la projection de la croissance du PIB réel pour 2018 a été réduite d'un dixième de point à 2.0% dans l'*Énoncé économique de l'automne*. Mais des perspectives plus robustes pour 2019 (2.0% comparativement à 1.6% dans le budget 2018) ont aidé à maintenir la projection de croissance réelle pour 2018-2022 à un taux annuel moyen de 1.8%. Une révision à la hausse de l'inflation du PIB a entraîné une augmentation annuelle moyenne du niveau du PIB nominal de \$9 milliards.

Les perspectives pour les taux d'intérêt restent essentiellement inchangées à court terme, quoique, sur l'horizon de prévision, les prévisions des taux des bons du Trésor et des obligations du Canada sont légèrement révisées à la baisse (de 0.1 point de pourcentage). Les projections pour le CAD sont un peu plus faibles jusqu'en 2022, que dans

le budget 2018, puisque le taux de change moyen pour les cinq prochaines années a chuté à 78.9 ¢US/CAD, comparativement à 80.1 précédemment. Malgré une récente faiblesse des cours du pétrole, les perspectives pour le baril de WTI sur l'horizon de prévision sont en hausse en moyenne de \$US8.4 comparativement au budget 2018 (US\$66.6 contre US\$58.2). On pourrait entrevoir un certain risque de baisse, du moins à en juger par les niveaux actuels du marché, mais il ne faut pas perdre de vue le coussin budgétaire de sécurité de \$3 milliards par an intégré dans le cadre financier.

Un des risques les plus remarquables pour les perspectives économiques tient aux mesures de stimulation budgétaires démesurées adoptées aux États-Unis, qui pourraient inciter la Réserve fédérale à augmenter les taux d'intérêt plus vite que prévu. Cela pourrait freiner l'activité économique américaine, avec des répercussions négatives pour l'économie interconnectée du Canada. De plus, les tensions commerciales pourraient freiner les échanges internationaux et l'investissement au Canada. En revanche, les conditions tendues du marché du travail pourraient aussi entraîner une augmentation des dépenses des ménages et de l'investissement des entreprises. Enfin, le gouvernement a cité d'importants investissements étrangers au Canada annoncés récemment, le plus important étant celui de \$40 milliards pour une installation d'exportation de gaz naturel liquéfié en Colombie-Britannique — sans aucun doute une nouvelle positive pour la Côte Ouest et suffisamment importante pour motiver des ajustements positifs des prévisions nationales dans les milieux des prévisionnistes économiques canadiens.

Enfin, une dernière remarque : Comme par le passé, l'*Énoncé économique de l'automne* ne comprend pas de mise à jour des besoins de financement ou de la stratégie d'emprunt qui s'y rapporte. En lui-même, l'ajustement relativement modeste du solde budgétaire de 2018-2019 (le déficit n'est que de \$0.7 milliard retirés du plan budgétaire remanié) n'implique pas de changement important des besoins d'emprunt estimatifs d'Ottawa pour l'exercice en cours. À noter que les pouvoirs publics ont activement consulté le monde du courtage en valeurs mobilières et divers investisseurs canadiens et étrangers en titres à revenu fixe pour guider l'élaboration de la *Stratégie de gestion de la dette 2019-2020*, qui doit être présentée au moment du budget de l'an prochain. Pour le moment donc, nous continuons de recevoir un flux relativement régulier d'obligations du Canada de 2 à 5 ans, qui sont la pierre angulaire du programme d'émissions d'obligations brut de \$113 milliards de 2018-2019, et qui sont largement absorbées par le marché. Entretemps, la rareté de titres souverains longs — plus les attentes d'inflation bien cimentées et une expansion économique parvenue à une relative maturité — contribue à la courbe des rendements relativement plate du Canada et à des valorisations relativement généreuses (sur une base entièrement couverte) comparativement à la quasi-totalité des marchés obligataires souverains que nous surveillons.

Warren Lovely et Taylor Schleich

Projections budgétaires

Évolution des perspectives budgétaires depuis le budget de 2018

Tableau A1.2

Évolution de la situation économique et budgétaire depuis le budget de 2018

G\$

	Projections						
	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024
Solde budgétaire selon le budget de 2018^{1,2}	-19,9	-18,8	-17,8	-16,5	-13,2	-12,0	s.o.
Ajustement en fonction du risque du budget de 2018		3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	
Solde budgétaire selon le budget de 2018 (avant l'ajustement en fonction du risque)	-19,9	-15,8	-14,8	-13,5	-10,2	-9,0	
Évolution de la situation économique et budgétaire depuis le budget de 2018	0,9	4,6	5,3	4,5	3,8	4,1	
Solde budgétaire révisé avant les mesures stratégiques et les investissements	-19,0	-11,2	-9,5	-9,0	-6,4	-4,9	-3,2
Mesures stratégiques depuis le budget de 2018 ³		-3,5	-1,7	-1,5	-3,0	-2,4	-3,3
Investissements prévus dans l'Énoncé économique de l'automne 2018							
Progrès continus pour la classe moyenne		-0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Confiance à l'égard de l'avenir économique du Canada		-0,5	-5,3	-4,4	-2,5	-2,1	-1,7
Total des investissements de l'Énoncé économique de l'automne 2018		-0,5	-5,5	-4,7	-2,7	-2,3	-1,9
Total des mesures stratégiques et des investissements depuis le budget de 2018		-4,0	-7,1	-6,2	-5,7	-4,7	-5,2
Solde budgétaire	-19,0	-15,1	-16,6	-15,1	-12,1	-9,6	-8,4
Ajustement en fonction du risque		-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Solde budgétaire final (après l'ajustement en fonction du risque)	-19,0	-18,1	-19,6	-18,1	-15,1	-12,6	-11,4

Nota – Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.

¹ Un nombre négatif indique une détérioration du solde budgétaire (en raison d'une baisse des revenus ou d'une hausse des dépenses). Un nombre positif indique une amélioration du solde budgétaire (en raison d'une hausse des revenus ou d'une baisse des dépenses).

² Le solde budgétaire du budget de 2018 a été redressé conformément à la modification apportée à la méthode de calcul du taux d'actualisation relativement aux obligations non capitalisées des régimes de retraite, décrite dans le Rapport financier annuel du gouvernement du Canada - Exercice 2017-2018.

³ Le tableau A1.7 présente une liste détaillée des mesures stratégiques prises depuis le budget de 2018.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

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

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@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

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.