

Premiers pas vers un rétablissement budgétaire... un plan à long terme doit suivre

Dix points saillants des *Perspectives économiques et revue financière 2018* de l'Ontario, la première revue de Vic Fedeli et du gouvernement progressiste conservateur arrivé au pouvoir en juin :

- 1. Solde budgétaire de l'exercice en cours** – Le déficit 2018-2019 est maintenant chiffré à \$14.5 milliards, soit 1.7% du PIB. Cela représente une amélioration de \$500 millions par rapport aux \$15.0 milliards de déficits identifiés dans le *Rapport de la Commission d'enquête indépendante sur les finances* (publié en septembre) découlant des mesures prises par le gouvernement pour dégager des gains d'efficacité et réduire les dépenses. Bien entendu, le déficit reste bien loin des \$6.7 milliards que le gouvernement libéral précédent avait projetés dans le budget de mars. Comme on l'a déjà vu, cette augmentation du déficit à plus du double tient compte de divers éléments, notamment du traitement comptable révisé des charges de retraite et du plan pour des frais d'électricité équitables (c'est-à-dire le « refinancement du rajustement global »), ainsi que le retrait des cibles d'économies de fin d'exercice, entre autres.
- 2. Perspective budgétaire à moyen terme** – Bien qu'il y ait une prévision économique sur plusieurs années mise à jour (voir le point 10 ci-dessous), du côté budgétaire, l'énoncé de l'automne limite la discussion exclusivement à 2018-2019. Ceux qui cherchent un plan pluriannuel détaillé restent sur leur faim... ou du moins devront attendre jusqu'au budget du printemps 2019.
- 3. Échéancier d'élimination du déficit** – Comme dit ci-dessus, vous ne trouverez pas d'hypothèses de dépenses, de solde budgétaire ou de revenus pour 2019-2020 et au-delà. Il n'y a pas non plus d'échéancier définitif pour l'élimination du déficit. Ce qu'on trouve, c'est la répétition d'un refrain connu : le gouvernement travaille pour équilibrer le budget selon un plan modeste, pragmatique et raisonnable. Étant donné que nous en sommes à ce qu'on pourrait considérer comme la phase de maturité de l'expansion économique nationale et provinciale, réaliser des progrès significatifs à court terme sur le déficit serait à nos yeux une stratégie prudente.
- 4. Perspectives de revenu** – L'Ontario s'attend à des revenus de \$148.2 milliards au cours de cet exercice, en baisse de \$2.7 milliards par rapport au chiffre de référence de la commission indépendante, en raison de décisions d'accorder de nouveaux allègements fiscaux, par l'annulation des hausses de taxe prévues et l'élimination de la taxe sur le carbone. Les transferts fédéraux représentent 18% du total des revenus.
- 5. Perspectives des dépenses** – Les estimations des dépenses de programme les plus récentes, à \$149.2 milliards, sont en hausse de 4.8% par rapport à l'année précédente, mais en baisse de \$3 milliards par rapport au chiffre de référence révisé. Les restrictions des dépenses discrétionnaires (p. ex., voyages, repas, etc.) et les prévisions mises à jour pour des programmes clés d'emploi/formation et sociaux ont fait économiser plus de \$1.1 milliard. La suspension de certains projets (dont les dépenses reliées à la taxe sur le carbone et certains travaux régionaux d'infrastructures) élimine \$1.8 milliard de plus de dépenses sur l'ensemble de l'année.
- 6. Prudence** – Conformément aux recommandations de la commission indépendante, la réserve a été restaurée à \$1 milliard. Comme nous en sommes à plus de la moitié de l'exercice, cela représente un coussin non négligeable, protégeant contre les pressions imprévues. Conformément au point 10, les perspectives économiques tiennent compte d'une marge de prudence supplémentaire sous forme de prévisions du PIB réel inférieures au consensus pour 2018 et au-delà.
- 7. Fardeau de la dette et charge d'intérêts** – La dette nette devrait à la fin de l'exercice 2018-2019 se situer à \$347 milliards soit 40.5% du PIB. Cela représente une hausse par rapport à 39.2% en 2017-2018 et juste un peu moins que le record absolu de 40.6% établi en 2014-2015. Étant donné les importants remaniements budgétaires, le fardeau de la dette de cette année a été fixé à près de 3 points de pourcentage de plus que le ratio indiqué en mars (37.6%). Malgré une stratégie couronnée de succès d'augmentation et d'allongement de la dette, les taux d'intérêt ont commencé à monter et les charges augmentent (cet exercice-ci et probablement pour bien des années). Pour 2018-2019, les charges d'intérêts devraient consommer 8.5% des revenus totaux, comparativement à 7.9% un an plus tôt. Quant à l'exercice 2017-2018, la dette nette par habitant de l'Ontario se situait à un peu plus de \$23K, au deuxième rang seulement derrière Terre-Neuve-et-Labrador (\$27.8K par personne) et au-dessus du niveau correspondant du Québec (\$21.6K par personne).

La quasi-totalité du risque de change de l'Ontario est couverte, et la province se maintient aussi nettement en dessous des limites de la politique concernant le risque net de réinitialisation des taux d'intérêt (à 12.7% seulement contre une limite de 35%). L'Ontario dispose de quelque \$31 milliards de réserves liquides non restreintes pour couvrir les obligations à court terme, sans égard à l'état du marché.

8. **Besoins d'emprunt à long terme** – Les besoins d'emprunts publics à long terme de l'Ontario ont été révisés en baisse de \$1.9 milliard par rapport au niveau indiqué dans le rapport de la commission indépendante. On peut attribuer cela à l'amélioration du déficit et à la réduction des dépenses d'investissement. En ce qui concerne les besoins à long terme officiels pour 2018-2019, ils se situent maintenant à \$33.2 milliards. (En mars, les besoins à long terme avaient été établis à \$31.7 milliards.) Là encore, il n'y a aucune indication pour les années suivantes. À titre de rappel, le plan de financement à moyen terme du gouvernement précédent projetait que les besoins d'emprunt à long terme s'établiraient en moyenne à \$39 milliards par an sur 2019-2020 et 2020-2021, dans le contexte de qui était alors un déficit annuel de \$6.5 milliards.
9. **Stratégie de gestion de la dette** – Sur les \$33.2 milliards de besoins à long terme, \$25.9 milliards ont déjà été contractés, si bien que les besoins de l'Ontario sont comblés à 78% alors que l'on n'en est qu'à 62% de l'exercice. La cible de financement provenant du Canada pour cette année avait été fixée aux environs de 70%. Cela sous réserve de la conjoncture bien entendu, mais cela pourrait impliquer que quelque \$4 milliards (équivalent en CAD) de financement international sont encore à établir. À l'échelle nationale, nous nous attendons à ce que l'Ontario profite des flux de trésorerie saisonniers et de la demande connexe de produits provinciaux à plus longue échéance autour du début de décembre. Le maintien d'une liquidité exceptionnelle sur le marché intérieur reste un objectif clair qui doit être atteint par une émission régulière d'obligations de 5, 10 et 30 ans. La province compte aussi continuer d'émettre des obligations vertes, la prochaine émission étant prévue avant la fin de l'exercice. Étant donné que nous nous attendions à des besoins futurs plus importants, nous ne serions pas surpris de voir l'Ontario prendre une longueur d'avance en 2019-2020 par un préfinancement non négligeable... à supposer que les conditions du marché soient propices.
10. **Prévisions économiques** – En 2018, le PIB réel devrait croître de 2%, soit 2 dixièmes de point de moins que le taux présumé dans le budget 2018. Les années subséquentes ont aussi été révisées à la baisse en raison de la capacité limitée, de l'augmentation des taux d'intérêt et d'un ralentissement de l'économie américaine. Par prudence, le taux de croissance présumé du PIB réel au cours de chacun de ces exercices est inférieur d'un dixième de point au taux qui fait consensus dans le secteur privé. La croissance de l'emploi et l'inflation selon l'IPC devraient redescendre de leurs niveaux records de 2018 au cours des trois prochaines années, mais rester positives. Le taux de chômage pourrait continuer de baisser, soutenant une forte croissance des salaires. Le gouvernement prévoit une poursuite de la stabilisation du marché immobilier résidentiel alors que l'investissement des entreprises et les exportations semblent reprendre. Les risques pour les prévisions économiques de l'Ontario sont notamment l'incertitude du commerce international, une normalisation potentiellement plus rapide que prévu des taux d'intérêt et l'érosion de l'abordabilité des logements.

Autres points divers – Des mesures pour stimuler le commerce et l'industrie en Ontario ont aussi été discutées. Parmi ces initiatives, le gouvernement a réitéré l'intention de maintenir le salaire minimum actuel à \$14 de l'heure jusqu'en 2020, et de l'augmenter en fonction de l'inflation par la suite. Le gouvernement a également indiqué qu'il ne s'opposerait pas au projet de construction d'un oléoduc qui transporterait du pétrole de l'ouest du Canada à l'Ontario ou la côte est du pays.

Tout bien compté, il s'agit d'une mise à jour financière limitée dans sa portée – se concentrant uniquement sur 2018-2019 – avec un plan à moyen terme et une stratégie de réduction du déficit/maîtrise de la dette qui doivent encore être communiqués. On peut s'attendre à ce que le gouvernement continue de mesurer ses résultats par rapport au déficit de \$15.0 milliards qu'il dit avoir hérité du gouvernement précédent. Quelques progrès initiaux de la réduction des dettes ont été réalisés alors que les marges de sécurité intégrées (notamment \$1 milliard à titre de prudence) laissent entrevoir de nouvelles améliorations possibles. Les besoins de financement à long terme sont en hausse par rapport au budget du gouvernement précédent, mais en baisse par rapport au niveau que laissaient entrevoir les travaux de la commission indépendante, ce que certains pourraient juger légèrement constructif. Nous nous attendons à ce que l'Ontario profite pleinement des liquidités saisonnières et de la demande de durée. À noter que le ministre des Finances doit donner une allocution clé demain au cours de laquelle on s'attend à ce qu'il souligne l'engagement du gouvernement à remettre de l'ordre dans les finances. Les écarts de crédit de la province étaient essentiellement inchangés après cette revue, les obligations de 10 ans et de 30 ans actuelles se situant à environ 66.5 et 80 pb des obligations du Canada correspondantes.

Ontario

	Réel	Budget	Révision Commission	Automne
\$ milliards	2017/2018	2018/2019	2018/2019	2018/2019
Revenus	150.6	152.5	150.9	148.2
Revenus fiscaux	99.7	103.6		100.9
<i>Impôt sur le revenu des particuliers</i>	32.9	35.6		34.9
<i>Taxe de vente</i>	25.9	26.8		26.7
<i>Impôt des sociétés</i>	15.6	15.1		13.8
<i>Impôts fonciers prélevés aux fins scolaires</i>	5.9	6.1		6.1
<i>Contribution-santé</i>	3.7	3.9		3.9
<i>Autres</i>	15.7	16.0		15.5
Transferts fédéraux	24.9	26.0		26.0
Revenus tirés des entreprises publiques	6.2	5.3		5.2
Autres revenus non fiscaux	19.9	17.6		16.1
Charges	154.3	158.5	164.9	161.8
Dépenses de programmes	142.4	145.9	152.4	149.2
Intérêt sur la dette	11.9	12.5	12.5	12.5
Réserve	-	0.7	1.0	1.0
Surplus (Déficit)	(3.7)	(6.7)	(15.0)	(14.5)
Dette nette	323.8	325.0		347.1
En pourcentage du PIB	39.2	37.6	40.8	40.5
Déficit accumulé	209.0	199.2		223.6
En pourcentage du PIB	25.3	23.1	N.A.	26.1
Intérêt sur la dette en % des revenus	7.9%	8.2%	8.3%	8.5%
Besoins d'emprunt	33.9	31.7	35.1	33.2
(Surplus) Déficit	3.7	6.7	15.0	14.5
Dette arrivant à échéance	17.4	21.5	21.5	21.8
Remboursement de titres	0.1	0.1	0.1	0.1
Investissements dans les immobilisations	10.7	14.2	14.2	12.8
Pré-financement de 2016-2017	(3.8)	-	-	-
Pré-financement de 2017-18 pour 2018-2019	11.5	(11.5)	(12.4)	(12.4)
Autres	(5.7)	0.7	(3.3)	(3.6)

Source: Perspectives économiques et revue financière de l'Ontario 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,
Dette publique
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 déposé 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.