

28 mars 2018

Retour dans le rouge à l'approche des élections de juin

Points saillants

- Pour la première fois depuis la crise, l'Ontario a équilibré ses comptes en 2017-2018. L'excédent de \$0.6 milliard de l'exercice qui s'achève se compare avantageusement aux projections officielles antérieures. Techniquement donc, l'Ontario a fait mieux que son plan officiel une neuvième année de suite. La série a commencé en 2009-2010. Le gros de l'excédent net de \$642 millions de 2017-2018 reflète le déblocage d'une réserve de \$600 millions.
- Conformément à ses communications d'avant le budget et au récent discours du Trône, l'Ontario opte pour un « modeste » déficit budgétaire à partir de 2018-2019. Pour le prochain exercice, celui-ci est chiffré à \$6.7 milliards. Comme cela a été répété à maintes reprises, cela représentera moins de 1% du PIB. Les déficits sont sensiblement similaires les deux années suivantes, si bien que le déficit total sur trois ans serait d'un peu moins de \$20 milliards. Un plan de redressement à plus long terme prévoit un retour à l'équilibre de la province en 2024-2025, soit au-delà du prochain cycle électoral.
- Comme les années précédentes, le plan budgétaire à moyen terme est basé sur des prévisions économiques prudentes. Plus précisément, le budget table sur une croissance du PIB réel moyenne de 1.9% au cours des quatre prochaines années. Les hypothèses de croissance du gouvernement ont, dans chaque cas, été fixées à un dixième de point en dessous de la moyenne du secteur privé. Une mesure de prudence supplémentaire a été adoptée sous forme d'une « réserve » annuelle de \$0.7 milliard et d'un poste « d'éventualités » dans les dépenses de \$1.6 milliard en 2018-2019.
- Les nouveaux investissements se chiffrent à \$20.3 milliards au cours des trois prochaines années, chiffre qui concorde avec le déficit budgétaire cumulatif jusqu'en 2020-2021. Cela devrait ouvrir la voie à une croissance économique plus rapide. Les nouvelles mesures de revenu étaient comparativement modestes, représentant environ \$2 milliards de revenu net au cours des trois prochaines années. On remarquera que l'Ontario modernise son système d'impôt des particuliers pour l'année d'imposition 2018, se débarrassant de surtaxes complexes non nécessaires et adoptant un système plus simple de tranches de revenu à sept paliers.
- En proportion du PIB, le fardeau de la dette nette de l'Ontario termine l'exercice 2017-2018 à 37.1% – un peu moins que le niveau indiqué à la même époque l'an dernier. L'accumulation de dette dépassant la croissance économique, le fardeau de la dette nette augmenterait au cours des quatre prochaines années, à 37.6% en 2018-2019 pour culminer à 38.9% en 2021-2022. Cela resterait légèrement inférieur au niveau maximum de 39.3% atteint en 2014-2015, avec la reprise d'une trajectoire à la baisse pendant les années suivantes de la période de projection budgétaire. La part des intérêts, à tout juste 8% des revenus, est la plus faible depuis un quart de siècle.
- La province a sollicité les marchés des capitaux à hauteur de \$33.9 milliards en 2017-2018. Environ 62% de cette somme ont été empruntés au Canada. Profitant pleinement d'une conjoncture favorable, l'Ontario a préfinancé avec succès à hauteur de quelque \$11.5 milliards son programme de 2018-2019, si bien que les besoins d'obligations de l'année à venir restent bien maîtrisés malgré le retour de déficit, l'augmentation des investissements en immobilisations et l'accroissement des besoins de refinancement.
- L'Ontario projette des besoins d'emprunt à long terme de \$31.7 milliards en 2018-2019, les besoins de financement bruts augmentant à \$36.7 milliards pour 2019-2020. Pour la période de trois ans couvrant 2017-2018 à 2019-2020, les émissions d'obligations déjà réalisées et prévues atteignent maintenant un total de \$102.3 milliards (y compris les mesures de prudence budgétaire), en hausse par rapport à \$96.4 milliards pour la même période de trois ans projetée dans le budget de 2017.
- On peut s'attendre à ce qu'un tiers (environ \$10 milliards) des emprunts de 2018-2019 soient mobilisés sur les marchés internationaux. Pendant ce temps, la province s'est fortement engagée à continuer d'émettre des obligations vertes. On peut s'attendre à une poursuite de la concentration sur l'accumulation d'importantes sommes d'obligations de référence canadiennes liquides. Les réserves de liquidités non affectées ont atteint \$30 milliards en 2017-2018, laissant toute latitude pour gérer d'importants besoins de liquidité journaliers qui vont de pair avec les obligations de référence aujourd'hui plus importantes. Il reste aussi des capacités non utilisées sur les marchés à court terme.
- Il semble que le gouvernement ait l'intention de déposer et de faire adopter la loi de mesures budgétaires connexes avant le déclenchement des élections, autour du 9 mai. Mais l'évolution financière future de l'Ontario pourrait néanmoins dévier de celle exposée aujourd'hui si un autre parti remportait les élections le 7 juin.

Nouveau plongeon dans le déficit

L'ère des excédents budgétaires de l'Ontario aura été de courte durée. Après un long chemin pour se sortir d'un déficit qui, à son plus fort, atteignait \$19 milliards, la plus grande province du Canada a inscrit son premier excédent en dix ans en 2017-2018. On peut attribuer ces progrès budgétaires récents au dynamisme de l'économie; l'économie provinciale était bien lancée dernièrement, produisant de nombreux emplois nouveaux et de qualité et faisant descendre le taux de chômage à son niveau le plus bas en près de deux décennies.

Quelle que soit l'aune à laquelle on le mesure, l'Ontario a dépassé son potentiel économique. Mais pour ce gouvernement, qui doit affronter le suffrage universel à court terme, une croissance du PIB de 2% ne suffit tout simplement pas. Pas plus que ne suffisent les fruits de l'expansion saine actuelle dont on pense qu'ils ne sont pas assez bien répartis. À preuve, une série d'engagements de dépenses de grande envergure, dont beaucoup avaient été annoncés dans les semaines précédant le budget et une plus grande progressivité de l'impôt. Dans l'ensemble, il s'agit de mesures de stimulation budgétaires procycliques et, pour être justes, l'Ontario n'est pas la seule à emprunter cette voie.

Les détails du plan budgétaire révèlent que l'Ontario entre en situation de déficit « modeste » (un peu moins de 1% du PIB) à partir de 2018-2019. Comme nous le verrons, le déficit de \$20 milliards prévu pour les trois prochaines années (quelque \$32 milliards sur six ans) permet une série de nouveaux investissements, mais implique aussi de nouvelles dettes, effaçant les progrès naissants sur le front de la dette. Cela pourrait avoir des incidences sur la note de crédit de la province. Le vérificateur général provincial a, entretemps, soulevé des préoccupations au sujet de certaines pratiques comptables, menaçant d'émettre une opinion négative sur les finances de la province. Les électeurs ontariens auront leur mot à dire le 7 juin. Il semble que le gouvernement ait l'intention de déposer et de faire adopter la loi des mesures budgétaires connexes avant le déclenchement des élections autour du 9 mai. Mais l'évolution financière future de l'Ontario pourrait néanmoins dévier de celle exposée aujourd'hui si un autre parti remportait les élections le 7 juin.

Un excédent temporaire en 2017-2018

Avant d'explorer la kyrielle de nouvelles promesses dans le budget 2018, analysons les résultats de l'exercice qui se termine. La manchette à retenir : l'Ontario a équilibré ses comptes pour la première fois depuis la crise (2007-2008). À \$0.6 milliard, l'excédent budgétaire de 2017-2018 se compare avantageusement aux projections officielles antérieures. On se rappellera que le plan budgétaire 2017 d'origine et une mise à jour subséquente au milieu de l'exercice projetaient une situation financière en équilibre.

Techniquement donc, l'Ontario a fait mieux que son plan officiel une neuvième année de suite. La série avait commencé en 2009-2010. Mais en réalité, l'excédent net de \$642 millions de 2017-2018 reflète le déblocage d'une réserve de \$600 millions – un coussin budgétaire qui n'était tout simplement pas nécessaire dans une conjoncture de croissance aussi forte. Par ailleurs, un changement comptable « neutre sur le plan financier » a permis un allègement imprévu de charges d'intérêt alors que le total des revenus a légèrement dépassé les attentes. Un regard plus attentif sur les revenus en cours d'année révèle un ajustement notoirement négatif de la base de l'année précédente au plan de l'impôt sur le revenu des particuliers, compensé par des ajustements positifs des impôts sur le bénéfice des sociétés et de meilleurs résultats des entreprises gouvernementales (dont une partie était de nature ponctuelle).

Globalement, un changement net modeste, mais néanmoins positif du revenu et des charges d'intérêt inférieures aux prévisions compensent des dépenses de programme accrues en 2017-2018 (principalement consacrées au secteur de la santé et aux frais de scolarité). En débloquant la réserve mentionnée précédemment, un excédent de \$0.6 milliard s'est matérialisé.

Retour au déficit à partir de 2018-2019

L'Ontario ne prévoit pas de rester excédentaire longtemps. Une année à peine en fait. Conformément à ses communications d'avant le budget et au récent discours du Trône, l'Ontario opte pour un « modeste » déficit budgétaire à partir de 2018-2019.

Pour le prochain exercice, celui-ci est chiffré à \$6.7 milliards. Comme cela a été répété à maintes reprises, cela représentera moins de 1% du PIB (0.8% du PIB pour être exacts.) Les déficits seront sensiblement les mêmes au cours des deux exercices suivants : \$6.6 milliards et \$6.5 milliards respectivement. Le déficit total sur trois ans serait d'un peu moins de \$20 milliards.

Un « plan de redressement » à plus long terme indique que le déficit pourrait être réduit à partir de 2021-2022, pour revenir à l'équilibre à l'horizon 2024-2025, soit au-delà du prochain cycle électoral. Tout bien compté, les prévisions du gouvernement englobent six années de déficit pour un total de \$31.9 milliards.

Quel degré de prudence?

Comme les années précédentes, le plan budgétaire à moyen terme est basé sur des prévisions économiques prudentes. Plus précisément, le budget table sur une croissance du PIB réel moyenne de 1.9% au cours des quatre prochaines années. (Il est fixé à 2.2% pour 2018.) La prévision de croissance réelle de l'Ontario concorde avec le taux de croissance national présumé pendant chacune de ces années (c.-à-d., on ne

présume pas que l'ère de la croissance supérieure à la moyenne continuera). Pour être plus précis, les hypothèses de croissance du gouvernement ont, dans chaque cas, été fixées à un dixième de point en dessous de la moyenne du secteur privé. Une autre hypothèse clé : le prix du pétrole WTI ne devrait en moyenne pas dépasser US\$60 le baril jusqu'en 2021, alors que le huard est fixé à 80-81 cents par rapport au billet vert. Le plan économique intègre une poursuite de la normalisation des taux d'intérêt, au moins jusqu'en 2020, où on s'attend à ce que les rendements des obligations du Canada de 10 ans s'établissent en moyenne à 3.5%.

Une réserve annuelle de \$0.7 milliard ajoute une mesure de prudence additionnelle. Cette réserve est expressément intégrée dans le cadre budgétaire de l'Ontario jusqu'en 2025-2026. Les analyses de sensibilité officielles indiquent qu'un écart négatif d'un point de pourcentage du PIB nominal pourrait coûter au trésor provincial environ \$1 milliard. Cette réserve annuelle assure donc une protection non négligeable au cas où la croissance descendrait sous les prévisions qui font consensus ou si des tensions imprévues apparaissaient.

L'Ontario a ajouté des provisions pour éventualités supplémentaires dans ses plans de dépenses. Pour 2018-2019, cette provision atteint plus de \$1.3 milliard, en plus de \$275 millions mis de côté pour des dépenses d'immobilisations. Au total, on pourrait estimer qu'environ \$2.5 milliards de mesures de prévoyance sont intégrées dans les chiffres du prochain exercice, ce qui laisse la possibilité de bonifier le budget pendant dix ans.

On ne peut pas vraiment contester les hypothèses économiques. Il n'y a pas d'incohérence évidente non plus dans les plans détaillés de revenu ou de dépenses. L'Ontario réussit très bien à démontrer comment les hypothèses de revenu de base s'articulent avec les mesures économiques qui s'y rapportent. L'information sur les risques/sensibilités économiques, des revenus et des dépenses est aussi de premier ordre. La croissance des revenus devrait atteindre en moyenne environ 3% au cours des trois prochains exercices, alors que la croissance des dépenses de programme est fixée en moyenne annuelle à 4.3% jusqu'à 2020-2021 (y compris un bond disproportionné de 6.1% au cours de la prochaine année).

S'il y a matière à débat, il est plutôt d'ordre philosophique. Par exemple, est-il approprié de revenir à un déficit et d'accumuler des dettes supplémentaires à ce stade-ci du cycle économique? Ou à quel point le gouvernement devrait-il intervenir activement dans l'économie? Et quel est le bon degré de progressivité à intégrer dans les systèmes de fiscalité et les dépenses de programme? La variété des opinions sur ces sujets et d'autres thèmes socioéconomiques de base est grande, mais qu'il suffise de dire que le gouvernement a fait connaître son opinion.

À preuve, la multitude de nouvelles mesures qui remplissent les pages du plan budgétaire (dont beaucoup avaient déjà été annoncées précédemment). Les nouveaux investissements se chiffrent à \$20.3 milliards au cours des trois prochaines années, chiffre qui concorde avec le déficit budgétaire cumulatif jusqu'en 2020-2021. Cela devrait ouvrir la voie à une croissance économique plus rapide. Voici la liste des 10 premiers :

1. Gratuité de médicaments sur ordonnance pour toute personne de plus de 65 ans
2. Plus de services de garde abordables (y compris gratuité des services de garde pour les enfants d'âge préscolaire à partir de deux ans et demi jusqu'à la maternelle)
3. Nouveau programme de médicaments et de soins dentaires
4. Nouveau programme de maintien à domicile en santé pour les personnes âgées (pour les aider à demeurer autonomes)
5. Fonds supplémentaires pour les hôpitaux afin de réduire les délais d'attente et de résoudre les problèmes de capacité
6. Meilleur accès et accès plus rapide aux services de santé mentale et de lutte contre les dépendances
7. Augmentation des soins à domicile pour les personnes âgées
8. Financement supplémentaire pour ceux qui ont des incapacités liées à leur développement
9. Gratuité des frais de scolarité pour plus d'étudiants
10. Nouveau financement pour de nouveaux emplois/des subventions de croissance

Disons simplement qu'il y a beaucoup de points à suivre. Comme on le comprend, l'essentiel de ces initiatives concerne des dépenses.

Les nouvelles mesures de revenu étaient comparativement modestes, représentant environ \$2 milliards de revenu net au cours des trois prochaines années. On remarquera que l'Ontario modernise son système d'impôt des particuliers pour l'année d'imposition 2018, se débarrassant de surtaxes complexes non nécessaires et adoptant un système plus simple de tranches de revenu à sept paliers. Alors que le taux d'imposition marginal le plus élevé reste inchangé, ce nouveau système plus progressif générerait \$275 millions de revenus supplémentaires en 2018-2019.

L'Ontario adoptera certaines mesures fiscales parallèles à celles du fédéral, notamment sur le fractionnement du revenu et la limite d'imposition des petites entreprises. La province emboîtera aussi le pas au gouvernement fédéral dans l'élimination d'échappatoires fiscales, ce qui comprend des règles modifiées sur les « arrangements de capitaux propres synthétiques » et les « mécanismes de prêts de valeurs mobilières ».

Pour stimuler la croissance et promouvoir la compétitivité, le budget a annoncé des crédits d'impôt bonifiés pour la R et D et l'innovation, qui coûteront ensemble \$65 millions en 2018-2019. On notera que la province avait déjà décidé de réduire le taux d'imposition des petites entreprises et un financement additionnel a été affecté aux fonds pour la nouvelle économie et au développement économique régional (entre autres). À la lumière de la récente augmentation sans précédent du salaire minimum de la province et des réductions d'impôt substantielles de l'administration Trump, la compétitivité reste un problème potentiel. Enfin, en ce qui concerne le plan économique du gouvernement, il ne faut pas perdre de vue un programme d'infrastructures d'une valeur de \$230 milliards sur 14 ans (qui a commencé en 2014-2015).

Profil de la dette révisé

Malgré l'excédent budgétaire, les investissements en immobilisations ont fait monter la dette nette de l'Ontario de \$6.6 milliards à \$308.2 milliards en 2017-2018. Bien que cela soit moins que prévu initialement, le niveau de la dette nette de la province a doublé depuis la crise financière mondiale. Avec le retour des déficits budgétaires, la dette nette croîtra plus rapidement en 2018-2019, puisqu'elle est en hausse de \$16.8 milliards à \$325 milliards.

En proportion du PIB, le fardeau de la dette nette de l'Ontario termine l'exercice 2017-2018 à 37.1% – un peu moins que le niveau indiqué à la même époque l'an dernier. L'accumulation de dette dépassant la croissance économique, le fardeau de la dette nette augmenterait au cours des quatre prochaines années, à 37.6% en 2018-2019 pour culminer à 38.9% en 2021-2022. Cela resterait légèrement inférieur au niveau maximum de 39.3% atteint en 2014-2015, avec la reprise d'une trajectoire à la baisse pendant les années suivantes de la période de projection.

Pendant ce temps, l'abordabilité de la dette reste bonne. Les intérêts sur la dette sont régulièrement demeurés inférieurs aux attentes au cours des dernières années (grâce à des déficits inférieurs aux prévisions, des taux d'intérêt bas et une gestion de la dette réfléchie). Ces économies d'intérêt (comparativement aux prévisions du budget de 2010) représentent la somme non négligeable de \$24 milliards sur huit ans. La part des intérêts aujourd'hui, à 8% seulement des revenus, est la plus basse depuis un quart de siècle. Malgré un fardeau de dette plus lourd et la prévision d'une augmentation des taux, ce paramètre ne devrait pas dépasser les 8.5% d'ici 2020-2021.

Stratégie de gestion de la dette

Il faut reconnaître que l'Ontario a un programme de gestion de la dette sophistiqué et couronné de succès. En 2017-2018 par exemple, la province a sollicité les marchés des capitaux d'emprunt à hauteur de \$33.9 milliards. Environ 62% de ce

montant provenaient du marché intérieur, notamment par le développement et le maintien d'importantes obligations de référence liquides. Le dernier exercice a aussi été marqué par la quatrième obligation verte de l'Ontario – la plus forte émission d'obligations vertes en CAD à ce jour, pour \$1 milliard. La part du financement intérieur a été moins importante que ce qu'on prévoyait initialement puisque l'Ontario a choisi d'accéder à une variété de marchés internationaux – dollars US plus que tout, mais aussi euros, livres sterling, francs suisses et dollars australiens. La durée moyenne pondérée des emprunts de 2017-2018 a baissé par rapport aux années antérieures, mais à 12.1 ans, elle devrait encore être considérée comme relativement longue. (Elle a dépassé la durée moyenne du profil de la dette globale une huitième année de suite.)

On notera en particulier que les quelque \$34 milliards que l'Ontario a emprunté sur tous les marchés au cours du dernier exercice ont nettement dépassé les besoins sous-jacents. En d'autres termes, profitant pleinement des conditions avantageuses du marché, l'Ontario a réussi à préfinancer avec succès son programme de 2018-2019 à hauteur de quelque \$11.5 milliards. Cela lui donne une importante longueur d'avance qui maintient les besoins d'obligations sous contrôle malgré la réapparition des déficits, la croissance des investissements en immobilisations et l'augmentation des besoins de refinancement.

À ce stade-ci, l'Ontario projette des besoins d'emprunt à long terme de \$31.7 milliards en 2018-2019, les besoins de financement bruts augmentant à \$36.7 milliards pour 2019-2020. Pour la période de trois ans couvrant 2017-2018 à 2019-2020, les émissions d'obligations déjà réalisées et prévues atteignent maintenant un total de \$102.3 milliards (y compris les mesures de prudence budgétaire), en hausse par rapport à \$96.4 milliards pour la même période de trois ans projetée dans le budget de 2017. Un premier coup d'œil aux emprunts de 2020-2021 révèle des émissions à long terme dépassant \$41 milliards, la plus forte augmentation depuis la crise.

La province s'attend à réaliser environ un tiers (environ \$10 milliards) de son programme d'emprunt à long terme de l'année à venir sur les marchés internationaux. Entretemps, elle est très déterminée à poursuivre l'émission d'obligations vertes, considérées comme un moyen stratégique et concurrentiel de financer les projets de transport en commun et favorables à l'environnement. On peut s'attendre à une poursuite de la concentration sur l'accumulation d'importantes sommes d'obligations de référence canadiennes liquides. Une nouvelle obligation de 10 ans (échéant en 2028) serait apparemment une priorité à court terme. Ayant réussi à emprunter autant à long terme, l'Ontario a la souplesse nécessaire de faire remplacer une partie de ses titres par des échéances plus courtes si besoin était. C'est ce qu'on obtient lorsqu'on lance pour plus de

\$70 milliards d'obligations à long terme (c.-à-d., 30 ans ou plus) depuis 2010-2011.

En termes de gestion des risques, nous soulignons la réserve de liquidités plus importante de l'Ontario. Les réserves de liquidités non affectées ont atteint \$30 milliards en 2017-2018, ce qui assure toute la latitude nécessaire pour gérer les besoins de liquidités au jour le jour qui vont de pair avec des obligations de référence aujourd'hui plus importantes. Le programme de titres à court terme comprend aussi des capacités non utilisées. Enfin, l'Ontario a presque entièrement couvert son exposition aux devises étrangères (à peine 0.2% de ses dettes émises comparativement à une limite de 5%). L'exposition nette à la réinitialisation des taux d'intérêt a aussi été bien gérée, se situant à 11% aujourd'hui, ce qui est loin des limites de la politique de 35%. L'extension réussie du portefeuille de dette implique une moindre sensibilité aux chocs de taux d'intérêt puisqu'une augmentation de 1% de tous les taux d'intérêt coûterait

maintenant à la province environ \$300 millions. (Dans le budget de 2010, quand le fardeau de la dette provinciale était moins lourd, une variation de 1% des taux d'intérêt aurait eu un impact budgétaire annuel de \$480 millions.)

Tout bien compté, c'est un budget qui passe au financement par déficit d'une série de programmes à grande échelle tout en réalisant des changements modestes du côté de l'impôt. Le résultat est une augmentation de la dette, plaçant un ratio dette/PIB déjà élevé sur une nouvelle trajectoire à la hausse, même si la portion du revenu absorbée par le service de la dette reste relativement gérable. On peut considérer cela comme la plateforme de réélection de facto du gouvernement libéral. L'attention porte maintenant sur les partis d'opposition et leurs plans respectifs pour la province, alors que les élections du 7 juin approchent rapidement.

Warren Lovely

Ontario • Budget 2018

Ontario

\$ milliards

	Budget	Automne	Réel	Budget	Perspectives	
	2017/2018	2017/2018	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
Revenus	150.0	150.1	150.1	152.5	157.6	163.8
Revenus fiscaux	100.1	99.9	99.4	103.6	108.1	112.4
<i>Impôt sur le revenu des particuliers</i>	35.0	33.3	32.3	35.6	37.7	39.7
<i>Taxe de vente</i>	26.0	26.3	26.0	26.8	27.9	28.9
<i>Impôt des sociétés</i>	13.8	15.4	15.8	15.1	15.6	16.0
<i>Impôts fonciers prélevés aux fins scolaires</i>	6.0	6.0	6.0	6.1	6.1	6.2
<i>Contribution-santé</i>	3.8	3.7	3.7	3.9	4.1	4.3
<i>Autres</i>	15.6	15.3	15.6	16.0	16.7	17.3
Transferts fédéraux	26.1	26.2	25.3	26.0	25.7	26.8
Revenus tirés des entreprises publiques	4.9	5.1	6.1	5.3	6.0	6.6
Autres revenus non fiscaux	19.0	19.0	19.3	17.6	17.7	18.0
Charges	149.4	149.6	149.5	158.5	163.5	169.6
Dépenses de programmes	137.2	137.4	137.5	145.9	150.4	155.8
Intérêt sur la dette	12.2	12.2	12.0	12.5	13.1	13.8
Réserve	0.6	0.5	-	0.7	0.7	0.7
Surplus (Déficit)	-	-	0.6	(6.7)	(6.6)	(6.5)
Dette nette	311.9	311.7	308.2	325.0	342.8	360.1
En pourcentage du PIB	37.5	37.3	37.1	37.6	38.2	38.6
Déficit accumulé	193.5	193.5	192.4	199.2	205.8	212.3
En pourcentage du PIB	23.2	23.1	23.2	23.1	22.9	22.7
Intérêt sur la dette en % des revenus	8.1%	8.2%	8.0%	8.2%	8.3%	8.4%
Besoins d'emprunt	26.4	25.8	33.9	31.7	36.7	41.3
(Surplus) Déficit	-	-	(0.6)	6.7	6.6	6.5
Dette arrivant à échéance	17.5	17.4	17.4	21.5	27.3	26.4
Remboursement de titres	0.1	0.1	-	0.1	0.1	0.1
Investissements dans les immobilisations	13.1	13.1	10.7	14.2	15.7	15.8
Pré-financement de 2015-2016	(3.2)	-	(3.8)	-	-	-
Pré-financement de 2016-17 pour 2017-2018	-	(3.8)	11.5	(11.5)	-	-
Autres	(1.1)	(1.0)	(1.3)	0.7	(13.0)	(7.5)

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

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,
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 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'une 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.