

ÉTUDE SPÉCIALE

Services économiques TD



10 avril 2015

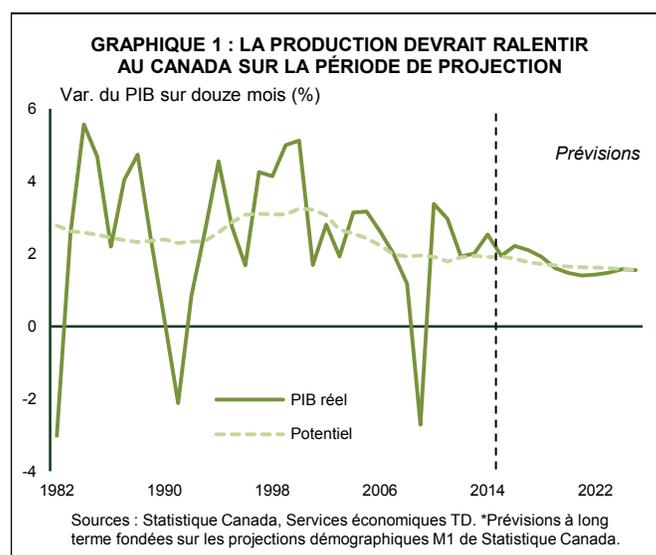
CROISSANCE À LONG TERME : DES PERSPECTIVES PLUS FAVORABLES POUR L'OUEST

Faits saillants

- Les commentaires récents sur l'économie canadienne ont surtout analysé les répercussions négatives des faibles prix du pétrole sur la croissance de la production à court et à moyen terme – particulièrement pour les provinces pétrolières comme l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.
- À plus long terme, nos analyses portent cependant à croire que les provinces de l'Ouest regagneront la tête du peloton de croissance lorsque le pétrole se négociera de nouveau à des cours normaux. La jeunesse et la croissance de leur population (Alberta) ainsi que la solide croissance de leur productivité (Saskatchewan) leur seront bénéfiques.
- À l'opposé, les provinces centrales, celles de l'Est ainsi que la Colombie-Britannique risquent de tirer de l'arrière à long terme, surtout en raison de la faible croissance de leur population. En outre, le vieillissement rapide de la population de ces provinces entraînera une pression à la baisse supplémentaire sur la croissance du nombre d'heures travaillées.
- Le vieillissement de la population et la faible croissance économique devraient nuire à l'amélioration de la qualité de vie et limiter les occasions d'investissement et le bénéfice des entreprises. Les coffres gouvernementaux en souffriront également, puisque la croissance des revenus tendra à diminuer en même temps que la demande en services liés à l'âge se fera plus forte.
- Cela dit, le scénario envisagé ici repose sur le statu quo et n'est donc pas inévitable. Des mesures peuvent être prises pour faire grimper les taux d'immigration et d'activité. De même, les entreprises peuvent investir pour mieux augmenter leur productivité, tandis que les gouvernements peuvent établir un climat favorable à l'investissement.

Depuis le début de l'année, tous les regards ont été attirés par les conséquences à court et à moyen terme de la récente chute des prix du pétrole sur le paysage économique provincial. On a beaucoup parlé des déboires de l'Alberta et de la Saskatchewan, qui devaient continuer à mener le bal de la croissance au Canada, mais qui ont plutôt été délogées par les provinces importatrices de pétrole, notamment l'Ontario et la Colombie-Britannique.

Cependant, comme nous le montrons dans le présent rapport, ces deux provinces des Prairies continuent d'être les favorites de la croissance à plus long terme. Les prix du pétrole et des produits de base connaissent toujours des hauts et des bas, ce qui crée des mouvements cycliques dans l'économie. Les prévisions à long terme visent à faire abstraction de telles fluctuations et à analyser plutôt les facteurs structurels de la croissance, notamment les



Randall Bartlett, CFA, économiste principal 416-944-5729

Jonathan Bendiner, économiste 416-307-5968

Admir Kolaj, analyste économique 416 944-6318

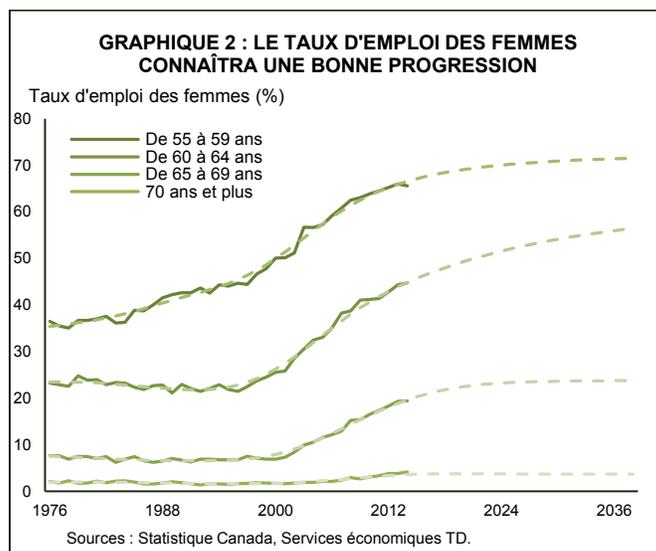
changements démographiques et les tendances de productivité. Ainsi, les récents événements sur le marché mondial du pétrole n'altèrent pas nos perspectives à long terme : l'Ouest retrouvera sa position dominante.

À l'image de ce qui s'observe dans l'ensemble des économies avancées, le Canada devrait néanmoins voir son taux tendanciel de croissance ralentir (graphique 1). En effet, au cours des dix prochaines années, les provinces d'un océan à l'autre feront probablement face à une croissance plus faible que ce qu'elles ont connu par le passé. Nous continuons de prévoir d'importantes variations entre la croissance des différentes régions à long terme, mais aucune province n'est à l'abri des défis que pose le ralentissement général de la croissance économique. Parmi ces défis, notons les pressions exercées sur les recettes fiscales des gouvernements et la nécessité grandissante d'augmenter la productivité et de diversifier les marchés des entreprises.

Estimation et projection de la production tendancielle

Fondamentalement, la croissance économique peut se résumer à la somme de deux composantes : l'augmentation du nombre d'heures travaillées (ou l'offre de main-d'œuvre) et de la productivité. L'augmentation de l'offre de main-d'œuvre dépend de la croissance de la population, de l'immigration et des taux d'emploi dans l'ensemble des cohortes d'âge et de genre. Pour la présente analyse, nous nous sommes appuyés sur les projections démographiques de Statistique Canada jusqu'en 2038, mises à jour et publiées à l'automne 2014. Ces projections se fondent sur des hypothèses revues en matière de fertilité, de mortalité et d'immigration (pour un survol des modifications aux hypothèses, voir l'annexe). Statistique Canada génère un certain nombre de scénarios de projection en fonction de différentes hypothèses de trajectoire des facteurs de croissance clés, comme l'immigration. Aux fins de notre analyse, nous avons utilisé le scénario de croissance moyenne (M1), fondé sur les tendances de migration interprovinciale pour la période de 1991 à 2011¹. Un tel scénario nous semble raisonnable, puisque cette longue période couvre quelques cycles économiques complets, y compris du côté des prix des produits de base.

Les Services économiques TD se servent d'une approche mécanistique pour établir les projections du PIB potentiel des provinces et du pays, similaire au cadre intégré utilisé par la Banque du Canada². Nous nous servons d'un modèle qui intègre les projections démographiques de Statistique Canada et qui applique les taux d'emploi projetés par



cohorte d'âge et de genre pour générer une estimation du total d'heures travaillées par province. Le taux d'emploi varie d'une province à l'autre, mais il devrait progresser de façon notable chez les 55 ans et plus et chez les femmes sur la période de prévision, ce qui correspond aux tendances historiques (graphique 2). Cependant, la contraction qui sera observée du côté des travailleurs dans la fleur de l'âge (de 25 à 54 ans) annulera amplement ce gain du taux d'emploi et entraînera le ralentissement de la croissance de la main-d'œuvre à long terme.

La tendance de la productivité à long terme rend plus directement compte des effets de l'investissement, des dépenses en infrastructures, des taux d'imposition et de la production de ressources, entre autres facteurs. À plus long terme, l'augmentation de la productivité a eu tendance à être plutôt stable, tant à l'échelle provinciale que nationale. Aux fins du présent rapport, nous supposons que la productivité du travail, après avoir connu des variations à moyen terme en raison de la situation économique, finira par rejoindre sa moyenne à long terme. La méthodologie est similaire à celle que nous avons utilisée dans une précédente analyse intitulée « [Potential To Improve: A Comparison Of Canadian And U.S. Trend Output Growth](#) », et elle correspond aussi à la convention utilisée par d'autres institutions procédant à des projections de croissance économique à long terme, comme le ministère des Finances du Canada, le Bureau du directeur parlementaire du budget et le Office for Budget Responsibility (Royaume-Uni). Nous prenons note de l'argument crédible selon lequel la réaction des entreprises et des gouvernements devant une plus faible croissance de la population consiste à substituer le capital à la main-d'œuvre et à mettre en place des politiques visant à augmenter la

Tableau 1 : Croissance estimée et projetée du PIB provincial réel

% de croissance	Historique	Prévisions – Horizon de 25 ans			
	1982-2013	2014-2016	2017-2038		
	PIB réel	PIB réel	PIB réel* =	Apport en main-d'œuvre + Productivité	
Canada	2,4	2,2	1,7	0,5	1,2
Provinces de l'Atlantique	2,1	1,2	0,4	-0,8	1,2
Québec	1,9	1,9	0,9	0,1	0,8
Ontario	2,6	2,6	1,5	0,3	1,2
Manitoba	2,1	2,1	1,9	0,7	1,2
Saskatchewan	2,2	1,4	1,9	0,3	1,6
Alberta	3,1	2,1	2,6	1,5	1,1
Colombie-Britannique	2,5	2,6	1,1	0,5	0,5

Sources : Statistique Canada, Services économiques TD. *La somme de l'équation peut ne pas correspondre au total en raison des chiffres arrondis.

productivité. Cependant, nous avons choisi de ne pas tenir compte de cet argument en raison du peu de preuves empiriques qui l'appuient³.

Croissance à long terme en ralentissement dans toutes les provinces, mais plus favorable dans l'Ouest

Le ralentissement du rythme de croissance et le vieillissement de la population canadienne devraient s'accompagner d'une baisse de croissance du nombre d'heures travaillées. À l'échelle du pays, notre analyse laisse entrevoir que le taux de croissance à long terme des heures travaillées reculera, passant de 0,8 % en 2014 à environ 0,5 % après 2020. Tout compte fait, nous prévoyons actuellement que la croissance du PIB réel au Canada devrait ralentir, passant d'une moyenne annuelle historique de près de 2,5 % à moins de 2 % au cours de la prochaine décennie. Cela représente, grosso modo, un recul d'un tiers du taux de croissance à long terme. Il est important de noter que nous prévoyons des fluctuations de la croissance du PIB réel par rapport à ce taux, à l'image du cycle économique. Par exemple, nos [Prévisions économiques trimestrielles](#) de mars 2015 se fondent sur une croissance du PIB réelle supérieure à son potentiel au cours des prochaines années.

D'un point de vue régional, toutes les provinces devraient afficher une croissance à long terme plus faible dans les prochaines décennies que dans les 30 dernières années, avec un ralentissement de la croissance économique plus prononcé dans la région de l'Atlantique (tableau 1)⁴. Le vieillissement de la population, combiné à un plus faible taux d'activité, y entraînera une contraction de la moyenne à long terme du nombre d'heures travaillées de 0,8 % par année. La croissance tendancielle de la productivité à l'échelle de la région

devrait quant à elle correspondre à peu près à la moyenne nationale. Cette combinaison laisse entrevoir un faible taux de croissance économique à long terme pour l'ensemble de la région, soit environ 0,4 %. Le Québec est également confronté à un contexte démographique difficile. Si l'on ajoute à cela des gains de productivité du travail inférieurs à la normale, on obtient un profil de croissance annuelle du PIB réel modeste à long terme, à environ 1 %.

À l'opposé, après avoir connu une stagnation en 2015-2016 en raison de la dégringolade des prix du pétrole, l'Alberta devrait retrouver sa position dominante grâce à une croissance économique moyenne à long terme estimée à 2,6 %. Il en va de même pour la Saskatchewan, dont la croissance sera affectée à court terme par les difficultés de son secteur pétrolier (quoique dans une moindre mesure que l'Alberta). En Alberta, la croissance du nombre d'heures travaillées devrait atteindre en moyenne 1,5 % par année de 2017 à 2038, un rythme plus de deux fois plus rapide que celui de la province qui la suit. La croissance de la productivité du travail en Saskatchewan devrait être parmi les plus fortes au Canada, ce qui correspond à la tendance historique. Cette situation contribuera à compenser une plus faible croissance de l'apport en main d'œuvre et permettra à la Saskatchewan de conserver un bon taux de croissance de 1,9 % en moyenne après 2016. Le Manitoba devrait également connaître une performance supérieure après 2016, soit +1,9 %.

En Ontario, la croissance de la production réelle à long terme devrait se situer à +1,5 %, ce qui la rapproche de la moyenne canadienne⁵. Quant à la Colombie-Britannique, sa productivité inférieure à la normale demeure une faiblesse. Sans une reprise marquée par rapport à sa tendance à long terme, la croissance de la province sera contenue à seule-

Part des immigrants (%)	2001	2006	2011
Prov. de l'Atlantique	1,3	2,1	2,7
Québec	15,0	17,8	20,8
Ontario	59,3	50,0	40,0
Manitoba	1,8	4,0	6,4
Saskatchewan	0,7	1,1	3,6
Alberta	6,5	8,2	12,4
Colombie-Britannique	15,4	16,7	14,0

Source : Statistique Canada.

ment 1,1 % annuellement. Il faut noter que cette projection de tient pas compte des développements possibles de la filière du gaz naturel liquéfié (GNL), qui pourraient changer la donne à long terme. De plus, les effets de richesse d'une population qui vieillit rapidement pourraient également influencer la croissance économique, mais ils ne sont pas pris en considération dans notre modèle à long terme.

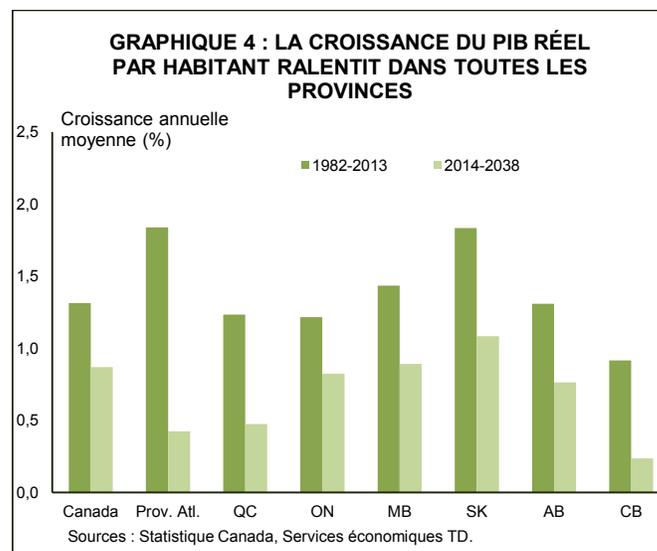
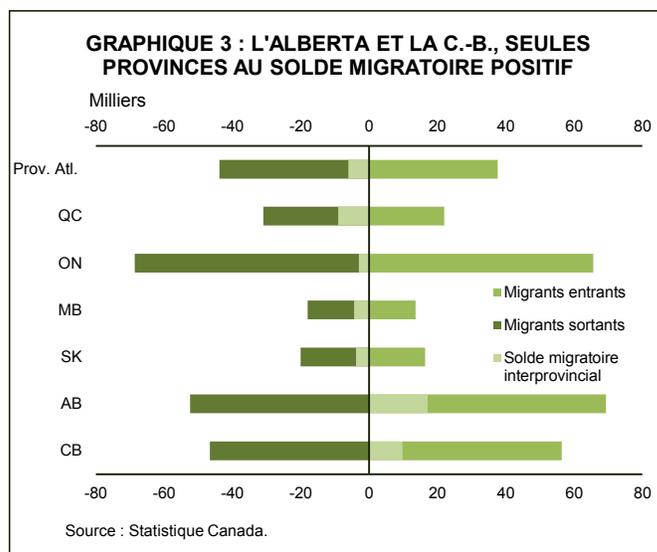
Les tendances de migration : un facteur de variation

Un important facteur de variation à l'échelle régionale réside dans l'offre de main-d'œuvre et, plus précisément, dans les hypothèses relatives à la migration. Les taux d'immigration au pays sont restés stables au cours des dernières décennies, malgré le récent ralentissement économique et les périodes de chômage plus élevé que la normale. Cela dit, la distribution régionale des immigrants au Canada a changé au cours des dernières années. En effet, la part des immigrants s'établissant en Ontario a diminué, passant d'environ 6 sur 10 en 2001 à 4 sur 10 en 2011 (tableau 2). Au cours de la même période, la part des immigrants ayant élu domicile en Alberta et en Saskatchewan a considérablement augmenté, surtout de 2009 à 2011, probablement en raison de la performance supérieure de leur économie. Le Québec et les provinces de l'Atlantique ont aussi enregistré une hausse notable de leur part de l'immigration de 2001 à 2011, bien que ces dernières continuent d'accuser un retard par rapport au reste du Canada.

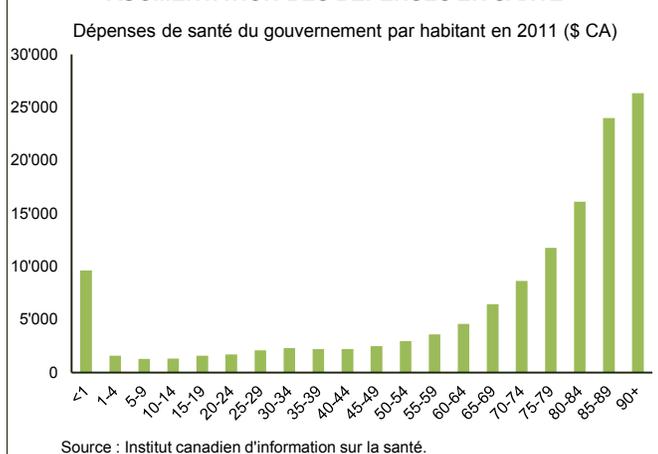
Les projections à long terme utilisées dans la présente analyse supposent un taux d'immigration d'environ 7,5 immigrants par 1 000 habitants sur la période couverte par les prévisions. Nous supposons que la distribution régionale des immigrants demeurera relativement inchangée.

La migration interprovinciale représente le plus important facteur de croissance de la population de certaines prov-

inces. À court terme, les flux migratoires entre les provinces peuvent être assez volatils. Par exemple, environ 35 % de l'augmentation de la population de l'Alberta en 2012-2013 était attribuable au solde migratoire interprovincial, comparativement à un peu plus de 3 % seulement en 2009-2010. De même, le déclin récent des prix du pétrole devrait de nouveau influencer les flux migratoires entre les provinces : celles dont l'économie n'est pas basée sur les ressources pourraient recevoir une plus grande part des migrants interprovinciaux qu'au cours des dernières années, aux dépens des provinces pétrolières. Toutefois, nous croyons que de tels changements aux flux migratoires interprovinciaux sont transitoires et que, avec le retour à la normale des prix du pétrole à long terme, ces flux devraient renouer avec les tendances historiques. Ainsi, d'après le scénario de croissance démographique utilisé dans le cadre de notre analyse, seules



GRAPHIQUE 5 : LE VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION S'ACCOMPAGNE D'UNE AUGMENTATION DES DÉPENSES EN SANTÉ



l'Alberta et la Colombie-Britannique connaîtront un solde migratoire interprovincial positif (graphique 3).

Conséquences du ralentissement de la croissance économique au Canada

Le Canada n'est pas le seul à devoir composer avec des défis d'ordre démographique. De fait, les perspectives de croissance provinciales demeurent meilleures, en moyenne, que celle de plusieurs autres pays aux prises avec une situation démographique encore moins favorable. Néanmoins, les conséquences se feront sentir.

Elles seront notamment visibles dans le niveau de vie, mesuré par la croissance du PIB réel par habitant. À l'échelle nationale, le PIB réel par habitant devrait atteindre 60 000 \$ en 2038, alors qu'il était d'environ 48 500 \$ en 2013. Il s'agit d'une hausse annuelle moyenne d'environ 0,9 %, comparativement à 1,4 % de 1982 à 2013 (graphique 4)6. À l'échelle provinciale, la différence entre les taux de croissance est notable. Par exemple, la croissance du PIB réel par habitant devrait rester essentiellement stable en Colombie-Britannique. Elle devrait être meilleure au Québec et dans les provinces de l'Atlantique, surtout en raison d'une faible croissance de la population. En comparaison, dans les provinces des Prairies, la croissance projetée du PIB réel par habitant tient à une solide croissance économique. Quant à l'Ontario, elle devrait se retrouver plus ou moins au centre du peloton, puisque les prévisions font état d'une croissance modeste de son PIB réel et de sa population.

Le ralentissement de la croissance économique exercera également une pression sur les recettes fiscales des gouvernements. À long terme, les revenus gouvernementaux tendent à croître proportionnellement au PIB nominal. Nos

projections supposent une croissance du PIB nominal plus près de 4 % que de l'habituel 5 %, ce qui limite les revenus potentiels. Quant aux postes de dépenses, le vieillissement de la population exerce une pression à la hausse sur certains d'entre eux, notamment les soins de santé pour les provinces et les prestations de vieillesse pour le gouvernement fédéral. Ainsi, les données de l'Institut canadien d'information sur la santé montrent que les dépenses de santé par habitant augmentent à une vitesse presque exponentielle à partir de 40 ans (graphique 5). Une telle augmentation des coûts de soins de santé tient à la fois à l'amélioration de la qualité des services et à la forte demande en main-d'œuvre de ce secteur, de même qu'à l'inflation générale des prix à la consommation7. L'une des préoccupations que fait surgir une telle pression à la hausse tient au fait qu'une augmentation des dépenses en santé pourrait entraîner des baisses de dépenses du côté des autres priorités que sont, notamment, l'éducation et les infrastructures – deux domaines d'une importance critique pour le succès économique futur.

Le taux de croissance plus faible à long terme posera aussi un défi aux entreprises, notamment pour ce qui est de l'augmentation de leur chiffre d'affaires, en raison du ralentissement de l'économie et de la croissance des revenus. Les entreprises seront donc forcées de trouver des créneaux et de diversifier leurs produits pour rejoindre de nouveaux marchés, en plus d'augmenter leur productivité. Les nouvelles tendances démographiques pourraient, de leur côté, ouvrir des occasions de diversification.

Risques entourant les projections

Les projections provinciales à long terme des Services économiques TD utilisent à la fois des hypothèses simplificatrices et supposent le statu quo. La trajectoire de croissance économique à long terme d'une province peut être influencée par un certain nombre de facteurs, notamment un mélange de politiques gouvernementales, d'événements économiques et politiques extérieurs au territoire, de nouvelles technologies ou encore de la découverte et de l'extraction d'une importante ressource naturelle (du pétrole, par exemple). Ainsi, bien qu'un horizon de 25 ans permette d'atténuer les risques associés par exemple aux cycles des ressources naturelles, il ne les élimine pas.

En conclusion

Si la chute des prix du pétrole a récemment accaparé l'attention, le vieillissement de la population canadienne pose lui aussi un ensemble de défis pour l'économie nationale à long terme. La croissance devrait ralentir, surtout en

raison d'une plus faible croissance de la main d'œuvre. Par conséquent, la croissance du PIB par habitant, une mesure générale du niveau de vie, devrait également ralentir. Ce ralentissement de la croissance du PIB aura des répercussions sur les coffres des gouvernements. En effet, des recettes fiscales plus faibles combinées à une hausse des coûts des services liés à l'âge, notamment les soins de santé, posent un sérieux défi budgétaire.

D'un point de vue provincial, l'Alberta et la Saskatchewan devraient retrouver leur position dominante à long terme en dépit de leurs perspectives moins reluisantes à court terme. La situation démographique est plus difficile dans les provinces à l'est de l'Ontario. C'est pourquoi le rythme de l'expansion économique dans ces provinces devrait ralentir de façon plus marquée que dans le reste du Canada.

Randall Bartlett, CFA, économiste principal
416-944-5729

Jonathan Bendiner, économiste
416-307-5968

Admir Kolaj, analyste économique
416 944-6318

Annexe – Hypothèses derrière les projections démographiques à long terme

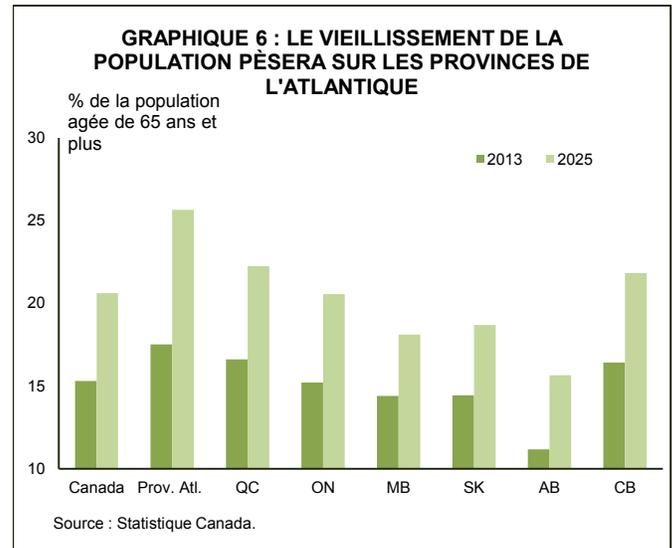
Les projections de Statistique Canada récemment mises à jour réitèrent un scénario dorénavant familier : la population canadienne continue de vieillir et d'avoir moins d'enfants au fur et à mesure que les baby-boomers prennent de l'âge (graphique 6). De plus, le Canada demeure dépendant de l'immigration pour assurer la croissance de sa population. Historiquement, l'immigration a permis de compenser modestement notre retard de productivité du travail par rapport à notre voisin du sud, et elle devrait continuer de procurer un certain avantage. Cela dit, le vieillissement de la population ne touchera pas toutes les provinces de la même façon. Les projections utilisées dans le présent rapport sont celles du scénario M1 de Statistique Canada, lequel est fondé sur la plus longue période de référence pour la croissance moyenne, soit de 1991-1992 à 2010-2011⁸.

Taux de fertilité

Plusieurs causes sous-tendent le vieillissement de notre population. D'abord, notons le taux de fertilité à long terme. Après avoir atteint un sommet de près de 4 % vers 1960, il est tombé à seulement 1,6 % en 2011. Dans ses nouvelles projections démographiques, Statistique Canada suppose que le taux de fertilité atteindra environ 1,7 % en 2021 et restera constant par la suite.

Taux de mortalité

De son côté, le taux de mortalité est demeuré relativement stable depuis les années 1980, à environ 7 ‰. Pendant ce temps, l'espérance de vie des Canadiens a augmenté régulièrement au fil des ans. Depuis 1981, les hommes ont ajouté 7,4 ans à leur espérance de vie (79,3 ans), et les



femmes, 4,6 ans (83,6 ans). L'espérance de vie moyenne devrait continuer de s'améliorer et pourrait atteindre 87,5 ans pour les hommes et 89,1 ans pour les femmes.

Taux d'immigration

Les taux d'immigration au pays sont restés stables au cours des dernières décennies, malgré le récent ralentissement économique et les périodes de chômage plus élevé que la normale. Cette situation diffère de la performance historique, peut-être en raison de la portée mondiale de la récente récession et des résultats relativement meilleurs du marché du travail canadien. Les projections à long terme utilisées dans la présente analyse supposent un taux d'immigration de 7,5 ‰ en 2025, soit un taux légèrement plus élevé que celui de 7,4 ‰ en 2013.

Notes

1. Le scénario de croissance moyenne et les tendances de migration interprovinciale de 1991-1992 à 2010-2011 se fondent sur les hypothèses suivantes : un taux de fertilité des Canadiens qui atteint 1,67 naissance par femme en 2021-2022 et demeure constant par la suite; une espérance de vie des Canadiens qui atteint 87,5 ans pour les hommes et 89,1 ans pour les femmes en 2062-2063; une migration interprovinciale basée sur les tendances observées sur la période allant de 1991-1992 à 2010-2011; un taux d'immigration national qui atteint 0,75 % en 2022-2023 et demeure constant par la suite; un nombre annuel de résidents non permanents (Canada) qui atteint 864 600 en 2012 et demeure constant par la suite; un taux d'émigration nationale nette de 0,19 %. CANSIM, tableau 052-0005.
<http://www5.statcan.gc.ca/cansim/a26?id=520005&retrLang=fra&lang=fra>
2. Pichette, L., St-Amant, P., Tomlin, B., et Anoma, K., « Measuring Potential Output at the Bank of Canada: The Extended Multivariate Filter and the Integrated Framework », Banque du Canada, janvier 2015.
<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/01/dp2015-1.pdf>
3. Beach M. C., « Canada's Aging Workforce: Participation, Productivity and Living Standards », Banque du Canada, novembre 2008.
<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/09/beach.pdf>
4. Pour plus d'informations, voir les récents travaux de la Banque du Canada sur les différences régionales en matière de taux d'activité. Cheung, C., Granovsky, D., et Velasco, G., « Changing Labour Market Participation Since the Great Recession: A Regional Perspective », Banque du Canada, février 2015.
<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/02/dp2015-2.pdf>
5. Nous remarquons que nos prévisions de croissance à long terme pour l'Ontario et le Québec sont plus faibles que celles publiées dans le « Rapport sur les perspectives économiques à long terme de l'Ontario » et dans « Le point sur la situation économique et financière du Québec ». Les deux documents prévoient un ralentissement de la croissance économique, mais dans une moindre mesure que les projections du présent rapport. L'écart entre les projections relatives à la croissance est dû aux différentes méthodologies. En outre, les gouvernements des deux provinces utilisent leurs propres projections démographiques dans leur analyse, tandis que nous utilisons les estimations de Statistique Canada.
6. Si le niveau de vie continuait de croître au rythme historique, nous pourrions nous attendre à ce que le PIB réel par habitant atteigne environ 68 000 \$ d'ici 2023, soit environ 7 500 \$ de plus que ce que suggèrent nos prévisions.
7. Deraspe, R., « Vieillesse de la population et politiques publiques au Canada », Publication no 2011-122-F », Bibliothèque du Parlement, octobre 2011.
<http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/2011-122-f.pdf>
8. Statistique Canada, Sommaire des projections à long terme selon les hypothèses des scénarios :
<http://www.statcan.gc.ca/pub/91-520-x/2014001/tbl/tbl1.1-fra.htm>

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.