

ANALYSE BUDGÉTAIRE

Énoncé économique fédéral de l'automne 2022

Un peu de nouveau, un peu de réchauffé, un peu d'emprunté... et un certain soulagement

FAITS SAILLANTS

- L'inflation et les revenus élevés ont amélioré le point de départ des perspectives financières fédérales. Les recettes ont ainsi augmenté de 30 G\$ par rapport au budget 2022, et ce, en moyenne pour chaque année de la période de prévision.
- Néanmoins, les nouvelles mesures de revenus ont été rares. La seule nouveauté de l'énoncé économique de l'automne 2022 est une taxe de 2 % sur les rachats d'actions dans l'espoir de stimuler l'investissement, une politique similaire à celle de la loi sur la réduction de l'inflation aux États-Unis.
- Il y a eu plus de dépenses, cependant, avec un crédit d'impôt à l'investissement de 6,7 G\$ pour les technologies propres, inspiré par l'*Inflation Reduction Act*, qui a fait les gros titres aux États-Unis. Mais d'autres mesures ont également été prises pour le développement des compétences, l'accessibilité financière et l'efficacité du gouvernement, ce qui a porté le total des nouvelles dépenses à près de 25 G\$ pour les six exercices financiers commençant par celui de 2022-2023 (sans compter la provision pour les pressions anticipées à court terme).
- Le gouvernement fédéral a également noté que les perspectives économiques se sont détériorées depuis sa dernière enquête auprès des prévisionnistes du secteur privé en septembre. Pour tenir compte des risques de détérioration des prévisions, il a inclus un scénario économique à la baisse beaucoup plus pessimiste, caractérisé par une profonde récession résultant de taux d'intérêt à court terme beaucoup plus élevés. Il reste que même dans ce scénario, le ratio de la dette au PIB recommencera à baisser après une augmentation à court terme.

La mise à jour automnale peut se résumer en une combinaison de coup de chance et de planification prudente, tout en essayant de suivre le rythme de nos voisins du Sud. En effet, l'*Inflation Reduction Act* des États-Unis est un élément clé inspirant certaines des mesures de politique industrielle présentées dans la mise à jour de 2022, bien qu'il y ait eu quelques autres bonnes nouvelles. Il reste que même dans un contexte de nouvelles dépenses relativement modestes au point de vue des programmes, le gouvernement fédéral s'attend à ce que le déficit budgétaire diminue progressivement, étant donné que les rentrées fiscales exceptionnelles par rapport à ce qui avait été envisagé dans le budget 2022, excèdent largement les dépenses modérément plus élevées que prévu. Cela favorisera une baisse plus rapide du ratio de la dette au PIB comparativement au scénario du budget de 2022.

La mer est clémence pour l'instant, mais le ciel s'assombrit à l'horizon

Il y a beaucoup de bonnes nouvelles dans les prévisions budgétaires publiées dans la mise à jour de 2022, notamment grâce à la hausse de l'inflation et des revenus. Il était évident que le point de départ serait bien meilleur que prévu dans le budget de 2022, pavant ainsi la voie à des revenus plus élevés sur l'ensemble de l'horizon de prévisions. En effet, les revenus devraient être supérieurs de plus de 30 G\$ à ceux du budget 2022, et ce, pour chacune des années de la période de prévision. Même si l'on ajoute les dépenses de programmes et les frais d'intérêt plus élevés, qui grugeront environ le tiers de cette manne, le gouvernement fédéral devrait tout de même afficher des perspectives de déficit drôlement embellies. Il est question de plus de 10 G\$ pour chaque année de prévision (avant toute nouvelle mesure). Pas si mal!

Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège • Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles \$, M\$ et G\$ pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans les documents sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright ©2022, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

Les nouvelles dépenses contenues dans la mise à jour devraient néanmoins rogner 5 G\$ pour chaque année de la période prévision. Qu'à cela ne tienne, le gouvernement fédéral se retrouvera en meilleure posture budgétaire qu'il ne l'avait prévu au printemps. À vrai dire, le gouvernement fédéral laisse entendre qu'il pourrait dégager un excédent avant la fin de la décennie (graphique 1 et tableau 1).

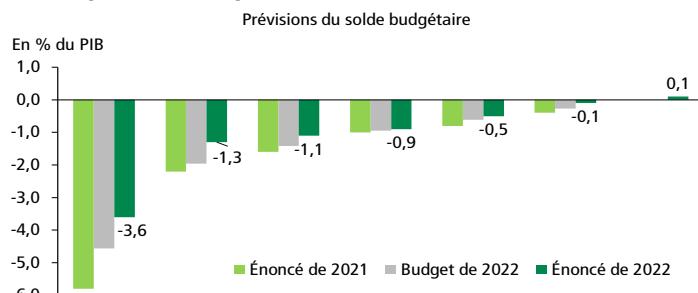
L'amélioration des perspectives pour le solde budgétaire signifie que le ratio de la dette au PIB devrait diminuer plus rapidement que ce qui était présenté dans le budget du printemps dernier (graphique 2). Cela permet alors de réduire de 42 G\$ le volume d'émissions de titres d'emprunt prévue par le gouvernement du Canada au cours du présent exercice. Cette réduction prévue est répartie également entre les bons du Trésor (21 G\$) et les obligations (21 G\$). Au niveau des obligations, la baisse est largement concentrée dans les échéances inférieures à 10 ans (voir l'encadré 1 à la page 5 pour les faits saillants sur la stratégie de gestion de la dette).

Les autorités fédérales veulent dissuader les rachats d'actions

La seule mesure d'augmentation des revenus prévue dans la mise à jour de 2022 est une taxe de 2 % sur la valeur nette de tous les types de rachats d'actions par les sociétés publiques au Canada. Cette mesure est similaire à celle introduite dans l'*Inflation Reduction Act* aux États-Unis. Bien que les détails de cette nouvelle mesure fiscale ne seront pas dévoilés avant le budget de 2023 (et que la mise en œuvre ne se fera pas avant le 1^{er} janvier 2024), le gouvernement fédéral s'attend à ce qu'elle rapporte 2,1 G\$ sur cinq ans à partir de l'exercice 2023-2024.

GRAPHIQUE 1

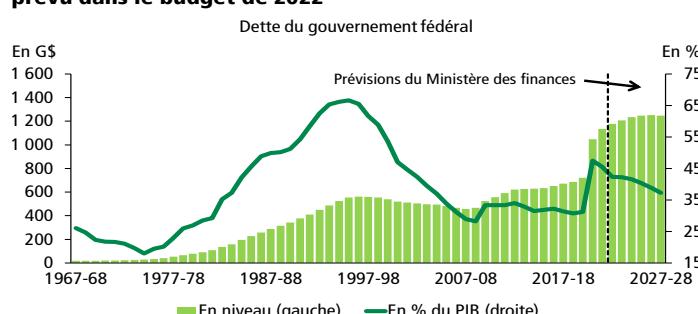
Les perspectives se sont embellies à un point tel qu'un retour aux surplus est anticipé avant la fin de la décennie



Source : Ministère des Finances du Canada

GRAPHIQUE 2

La dette fédérale diminuera plus rapidement que ce qui avait été prévu dans le budget de 2022



Sources : Ministère des finances du Canada et Desjardins, Études économiques

TABLEAU 1

Sommaire des opérations

EN G\$ (SAUF SI INDICUÉ)	RÉEL	PRÉVISION DE DESJARDINS					
		2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027
Revenus budgétaires	413,3	445,9	462,5	479,4	500,8	520,3	542,4
Variation (%)	30,6	7,9	3,7	3,7	4,5	3,9	4,2
Dépenses de programmes	-468,8	-437,8	-443,8	-457,6	-469,1	-479,0	-491,9
Variation (%)	-23,0	-6,6	1,4	3,1	2,5	2,1	2,7
Frais de la dette	-24,5	-34,7	-43,3	-42,7	-42,9	-44,1	-44,8
Variation (%)	20,3	41,7	24,8	-1,4	0,5	2,8	1,6
Pertes actuarielles nettes	-10,2	-9,8	-6,0	-4,6	-3,3	-0,6	-1,2
Solde budgétaire	-90,2	-36,4	-30,6	-25,4	-14,5	-3,4	4,5
Dette fédérale ¹	1 134,5	1 177,3	1 207,9	1 233,4	1 247,8	1 251,2	1 246,7
Variation (%)	8,2	3,8	2,6	2,1	1,2	0,3	-0,4
Revenus budgétaires (% du PIB)	16,6	16,0	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Dépenses de programmes (% du PIB)	18,8	15,7	15,5	15,4	15,2	14,9	14,7
Frais de la dette publique (% du PIB)	1,0	1,2	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,6	-1,3	-1,1	-0,9	-0,5	-0,1	0,1
Dette fédérale (% du PIB)	45,5	42,3	42,2	41,6	40,4	38,9	37,3

¹ Dette représentant les déficits cumulés incluant d'autres éléments du résultat étendu.

Sources : Ministère des Finances du Canada et Desjardins, Études économiques

Soulignons néanmoins que cette mesure devrait également encourager les investissements des sociétés canadiennes. Le cas échéant, les recettes fiscales entraînées par cette mesure pourraient s'avérer plus basses qu'espérés en raison du traitement fiscal préférentiel des investissements.

De grands, à petits dépensiers

Avec près de 25 G\$ de nouvelles dépenses annoncées dans la mise à jour de 2022, il s'agit peut-être de l'un des documents budgétaires les plus parcimonieux présentés depuis 2015. Néanmoins, puisque les dépenses restent plus élevées que prévu dans le budget de 2022, vaut mieux considérer cela comme une modération des ardeurs auxquelles nous sommes devenus habitués au fédéral.

Investir dans les compétences et la transition énergétique

La nouvelle dépense la plus importante de l'énoncé consiste en un crédit d'impôt à l'investissement pour les technologies propres, dont le coût s'élève à 6,7 G\$ sur cinq ans à compter de l'exercice 2023-2024. Il s'agira d'un crédit d'impôt remboursable équivalent à entre 20% et 30 % du coût en capital pour des investissements tels que les systèmes de production d'électricité, le matériel fixe de stockage d'électricité, les équipements de chauffage à faible teneur en carbone et les véhicules industriels zéro émission. L'admissibilité à la totalité du crédit d'impôt de 30 % dépendra du respect de certaines conditions de travail, comme le versement des salaires en fonction des conditions en vigueur sur les marchés du travail locaux et la garantie de possibilités de formation d'apprentis. D'autres mesures proposées pour stimuler la compétitivité des entreprises canadiennes comprennent, entre autres, un crédit d'impôt à l'investissement pour l'hydrogène propre et le lancement du Fonds de croissance du Canada. Il faudra toutefois attendre le budget 2023 pour avoir une meilleure idée du coût de ces initiatives.

Un autre élément important de la mise à jour est un investissement dans l'amélioration des processus réglementaires pour les grands projets. D'un montant de 1,3 G\$ sur six ans, « ce financement permettra aux organismes ayant pour but de protéger l'environnement de renforcer leurs capacités et d'améliorer l'efficacité des évaluations en vue de répondre à un nombre croissant de grands projets proposés. »

Alors que la pénurie de main-d'œuvre constitue de loin le premier souci des entrepreneurs, le gouvernement fédéral alloue 1,6 G\$ au cours des six prochaines années pour appuyer les cibles d'immigration récemment annoncées. Cela devrait permettre d'attirer plus de 400 000 immigrants internationaux au Canada chaque année, jusqu'à l'atteinte prévue d'un nombre record de 500 000 nouveaux Canadiens en 2025.

Enfin, il y a un investissement renouvelé dans les compétences des travailleurs canadiens, y compris un total de 310 M\$ au cours de la période de planification budgétaire, et qui vise au développement des compétences nécessaires à une économie

carboneutre. Entre-temps, plus de 800 M\$ devraient être consacrés à l'investissement dans les emplois pour les jeunes Canadiens.

Aborder le coût de la vie, à défaut de pouvoir le réduire

L'inflation ayant atteint des niveaux inégalés depuis des décennies, il n'est pas surprenant que la crise du coût de la vie occupe une grande place dans l'énoncé de 2022. Certaines des mesures ont toutefois déjà été annoncées. C'est notamment le cas du doublement du crédit pour la TPS pour une période de six mois (2,5 G\$ cette année), d'un complément à la Prestation canadienne pour le logement (nouvelles dépenses nettes de près de 700 M\$ pour l'exercice actuel) et de la Prestation dentaire canadienne (déjà prévue dans le budget 2022).

Quelques surprises font tout de même partie du lot. La principale est un paiement anticipé automatique de l'Allocation canadienne pour enfants, qui devrait coûter près de 4 G\$ au cours des cinq années à compter de l'exercice financier 2023-2024.

Essentiellement, si vous étiez admissible l'an dernier, vous pouvez recevoir automatiquement cette année des paiements que vous n'aurez pas à rembourser, même si vous n'êtes plus admissible au programme. Cela contribuera à soutenir les ménages à faible revenu dès maintenant. En revanche, il pourrait s'agir d'une occasion manquée de ramener des gens sur le marché du travail afin de contribuer à combler les importantes pénuries de main-d'œuvre dans qui sévissent dans la plupart des secteurs d'activité.

Le gouvernement fédéral élimine également l'intérêt sur les prêts d'études canadiens et les prêts canadiens aux apprentis, ce qui représente un coût d'environ 2,7 G\$ sur cinq ans. Cette mesure aura une incidence sur les prêts en cours de remboursement et sur tous les prêts futurs, à hauteur de près de 600 M\$ par an.

Une déception ? La mise à jour de 2022 ne contient pas de nouvelles mesures significatives pour lutter contre le coût du logement au Canada. Cela ne plaira peut-être pas à ceux qui s'attendent à ce que le gouvernement fédéral fasse preuve d'un plus grand leadership dans ce domaine.

Rendre le gouvernement plus efficace ?

Le gouvernement vise à améliorer l'efficacité de l'appareil public, pour notamment améliorer le traitement des demandes pour la prestation de l'assurance-emploi et celle de la Sécurité de la vieillesse (1,6 G\$ seront investis sur quatre ans). Il y a également de nouvelles dépenses visant à améliorer la prestation des services au centre d'appels de l'Agence du revenu du Canada, à soutenir Anciens Combattants Canada, et à rehausser les capacités de première ligne de l'Agence des services frontaliers du Canada. Toutefois, nous ne sommes pas sans constater l'absence d'une mise à jour de l'Examen stratégique des politiques et de la « réduction des dépenses prévues » annoncés dans le budget 2022. Rappelons qu'ensemble, ces initiatives devaient générer des économies de 9 G\$ sur cinq ans.

TABLEAU 2
Prévisions économiques et financières

CROISSANCE ANNUELLE MOYENNE EN % (SAUF SI INDICUITÉ)	2021	2022p			2023p		
	RÉEL	Budget de 2022	Down. Scen.	Mouv. Desj.	Budget de 2022	Down. Scen.	Mouv. Desj.
PIB réel	4,6	3,9	3,1	3,2	3,1	-0,9	0,0
Déflateur du PIB	8,1	3,7	7,6	8,0	1,7	1,8	0,2
PIB nominal	13,1	7,7	11,0	11,4	4,8	0,9	0,2
Bons du Trésor – 3 mois	0,1	0,8	2,4	2,6	1,7	4,4	3,9
Obligations fédérales – 10 ans	1,4	2,0	2,8	3,1	2,4	3,2	3,1
Taux de chômage	7,5	5,8	5,5	5,4	5,5	6,6	6,5
Taux de change (¢ US\$/ CAN)	80,0	79,9	77,0	75,5	80,2	73,0	72,5
PIB réel – États-Unis	5,7	3,8	1,4	1,7	2,6	-1,2	0,0

p : prévisions; MAJ : mise à jour

NOTE : Le total peut ne pas correspondre à la somme des parties en raison de l'arrondissement.

Sources : Ministère des Finances du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Les prévisions : un exercice risqué

Tout n'est pas rose à Ottawa. Selon l'énoncé économique « depuis la réalisation de l'enquête auprès du secteur privé au début du mois de septembre, la situation économique et financière mondiale a continué de se détériorer. » Par conséquent, « les risques pour les perspectives de croissance sont orientés à la baisse. » Nous ne saurions être plus en accord avec cette affirmation (tableau 2). Heureusement, le ministère des Finances du Canada fournit un scénario à la baisse qui permet de faire une comparaison au scénario de base de la mise à jour. Le résultat est loin d'être reluisant : selon ce scénario pessimiste, la croissance du PIB réel se contracterait de près de 1 % en 2023 en raison de la hausse des taux d'intérêt à court terme. Les déficits augmenteraient alors fortement, atteignant 52,4 G\$ l'an prochain, comparativement à 30,6 G\$ dans le scénario de base de la mise à jour.

Conclusion

Dans l'ensemble, nous voyons d'un œil favorable le fait que le gouvernement fédéral n'a pas dépensé la totalité des rentrées fiscales exceptionnelles générées par l'inflation élevée. Cela lui sera utile dans le cadre du ralentissement économique en cours. Certes, il y a des nouvelles dépenses dans la mise à jour de 2022. Toutefois, le gouvernement en garde davantage au frais pour le budget de 2023. C'est une sage décision. Compte tenu des courants économiques mondiaux, il ne faut pas s'attendre à ce que le gouvernement se fasse généreux en nouvelles promesses l'an prochain.

STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE - LE CHANT DU CYGNE DES OBLIGATIONS À RENDEMENT RÉEL

Une estimation révisée à la baisse de l'ensemble des émissions pour 2022-2023 était la conséquence naturelle de la bonne performance budgétaire du gouvernement. Les émissions brutes de titres de dette sont maintenant prévues à 383 G\$ pour l'exercice en cours, soit 42 G\$ de moins que prévu dans le budget 2022. Il est toutefois intéressant de voir où le gouvernement a choisi de faire ses réductions. Contre toute attente, le programme des obligations à rendement réel est mis au rancart de manière immédiate. Il faut dire que les obligations à rendement réel n'ont toujours représenté qu'une infime partie des émissions, et les problèmes de liquidité qui affligent ce produit depuis longtemps ont fini par convaincre le gouvernement de recentrer la liquidité sur d'autres titres. Cette décision survient également après que le gouvernement ait annulé une adjudication d'obligations à très long terme au printemps dernier. Au final, seul 1 G\$ aura été levé à travers les obligations à rendement réel ou celles à très long terme, alors que le budget prévoyait 5 G\$.

Si le retrait des obligations à rendement réel constitue sans contredit le développement le plus saisissant, la moitié de la réduction des émissions brutes provient des bons du Trésor. À la fin de l'exercice, leur encours devrait s'établir à 192 G\$, ce qui est proche du niveau de 2021-2022, même si toujours légèrement supérieur à la moyenne de la décennie 2010. En ce qui concerne les obligations nominales, les émissions sont réduites à 191 G\$, le secteur de deux ans étant révisé à la baisse de 6 G\$, celui de 3 ans de 4 G\$, celui de 5 ans de 3 G\$, tandis que les secteurs de 10 ans et 30 ans sont réduits de 2 G\$ chacun. Dans le cas des obligations de 10 ans, les adjudications prévues ont déjà été réduites à trois par trimestre à partir du trimestre en cours, comparativement à un rythme de quatre par trimestre pendant le premier semestre de l'exercice financier. Toutes proportions gardées, la réduction est plus importante pour le secteur de trois ans, puisqu'elle équivaut à 17% des émissions initialement prévues. Toutefois, cela n'a rien de surprenant, puisque la taille des adjudications des obligations de trois ans avait été abaissée à 2,5 G\$ (au lieu de 3 G\$) dès juillet dernier.

Les autres annonces ont été moins marquantes pour les investisseurs en obligations. L'émission prévue de 500 M\$ d'obligations pour la souveraineté de l'Ukraine avait été annoncée la semaine dernière. Une autre émission d'obligations vertes est prévue pour l'exercice en cours, après la forte demande lors de l'émission inaugurale tenue en mars dernier. Cela ne fait toutefois que réaffirmer l'intention énoncée dans le budget de 2022. Là où il y a toutefois une évolution, c'est dans le fait que le gouvernement cherche à élargir ce type d'émissions pour inclure des obligations « sociales » et « de transition », à l'intérieur d'un cadre plus global d'obligations durables. On cherche ainsi à faire fleurir l'écosystème de la finance durable au Canada.