

ANALYSE BUDGÉTAIRE

Canada : budget 2025

« Transformateur » : une question de perspective

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège, et Randall Bartlett, économiste en chef adjoint

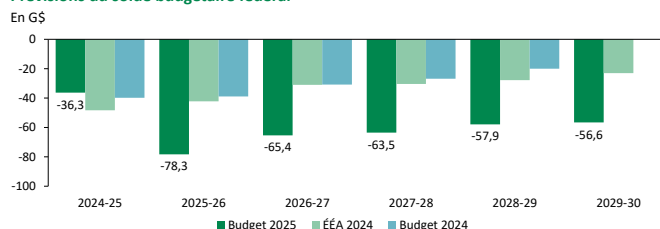
FAITS SAILLANTS

- ▶ Comme prévu, le gouvernement du Canada anticipe une hausse marquée du déficit pour l'exercice 2025-2026 (EF26), qui passerait à 78,3 G\$, comparativement à 36,3 G\$ l'an dernier (graphique 1). Il s'agit d'un déficit supérieur de 36,1 G\$ aux prévisions de l'Énoncé économique de l'automne 2024 (ÉÉA 2024). Les déficits devraient diminuer par la suite, mais rester nettement plus élevés que ce qui avait été projeté auparavant.
- ▶ La hausse des dépenses explique principalement l'ampleur des déficits, les dépenses de programmes dépassant les prévisions antérieures. La défense constitue le facteur le plus important, mais une hausse des investissements dans les infrastructures et le logement, ainsi que des mesures visant à soutenir les industries touchées par les tarifs, y contribuent également. Cette augmentation survient malgré les économies attendues d'un examen exhaustif des dépenses, qui, à 60 G\$ sur cinq ans, se sont révélées inférieures aux attentes.
- ▶ Les mesures fiscales visant à stimuler l'investissement ont aussi contribué à élargir le déficit, bien qu'elles marquent un changement de cap bienvenu par rapport au passé. Toutefois, elles n'ont pas atteint les ambitions que le gouvernement avait nourries avant le budget. Plusieurs de ces mesures avaient déjà été annoncées si bien que la superdéduction pour la productivité (1,5 G\$) est la nouveauté la plus notable. La combinaison des réductions d'impôt et des perspectives plus faibles pour l'économie et le marché du travail a entraîné une baisse des revenus en proportion du PIB, une trajectoire bien différente de celle envisagée dans l'ÉÉA 2024.
- ▶ En raison de déficits plus élevés et d'un PIB nominal moins vigoureux, le ratio de la dette fédérale par rapport au PIB devrait augmenter au cours des prochaines années avant de se stabiliser, puis de reculer. Cependant, la diminution de la dette en proportion de l'activité économique ne constitue plus un ancrage budgétaire pour le gouvernement fédéral. Il en va de même des coûts de la dette, mesurés par la part des revenus consacrée au service de la dette, qui devraient aussi croître. Dorénavant, la baisse des déficits en proportion du PIB devient l'un des nouveaux ancrages budgétaires, et le budget respecte ce critère. Il en est de même pour le « solde opérationnel », qui devrait revenir en surplus d'ici trois ans, satisfaisant ainsi le deuxième ancrage. Cela dit, nous pensons que les agences de notation jugeront les prévisions conformes aux attentes de sorte qu'une dégradation de la cote de crédit est peu probable à court terme, le Canada conservant l'une des meilleures positions budgétaires parmi les économies avancées. Les rendements obligataires ont reculé après la publication du budget.

Graphique 1

Des déficits importants devraient persister

Prévisions du solde budgétaire fédéral



ÉÉA : Énoncé économique de l'automne
Gouvernement du Canada et Desjardins, Études économiques

Principaux constats

Ceux qui espéraient un budget « transformateur » ou « générationnel » seront déçus par le budget 2025 du gouvernement fédéral. Les investissements devraient être bien en deçà des attentes élevées qui avaient été annoncées, tandis que les économies destinées à compenser les nouvelles dépenses devraient représenter environ la moitié du rythme proposé plus tôt cette année. Bref, même si l'orientation générale est positive, le budget 2025 reflète une certaine réticence à investir pleinement au Canada et à trouver les économies nécessaires pour financer ces initiatives.

Cela dit, cette approche plus prudente permet d'éviter un déficit à trois chiffres, comme certains le craignaient (tableau 1). Le gouvernement ne renonce pas complètement à ses ancrages budgétaires, bien que ceux-ci évoluent dans une direction moins favorable. Il promet désormais d'équilibrer son budget de fonctionnement – selon le nouveau cadre séparant les budgets de fonctionnement et d'investissement – d'ici l'exercice 2028-2029. Il s'engage aussi à maintenir une baisse du déficit en proportion du PIB, une promesse qui pourrait être difficile à tenir en cas de récession, comme le montre son scénario pessimiste.

Derrière ces chiffres rassurants en apparence, le gouvernement continue de promettre des mesures « transformationnelles » pour stimuler la croissance économique. Or, à l'exception des

initiatives déjà annoncées – que nous détaillons dans la section sur les dépenses de programmes et les économies – peu de nouvelles initiatives convaincantes semblent en mesure de relancer l'investissement des entreprises au Canada.

Le gouvernement n'arrive toutefois pas les mains vides : il annonce une nouvelle superdéduction pour la productivité, qui permet aux entreprises d'amortir plus rapidement une part importante des coûts liés aux nouveaux investissements en capital. Cette mesure inclut le rétablissement de l'incitatif à l'investissement accéléré, l'amortissement immédiat des machines et équipements de fabrication ou de transformation, des équipements de production d'énergie propre et de conservation énergétique, des véhicules zéro émission, ainsi que des actifs favorisant la productivité (brevets, infrastructures de réseaux de données, ordinateurs). Elle couvre aussi les dépenses en capital liées à la recherche scientifique et au développement expérimental.

Bien que prometteuse à première vue, cette mesure ne rivalise pas entièrement avec les incitatifs similaires adoptés aux États-Unis cet été, où l'amortissement immédiat a été rendu permanent, alors qu'il commencera à disparaître au Canada dès 2030. De plus, avec un coût estimé à 1,5 G\$, elle ne représente qu'une faible part des nouvelles dépenses, malgré son potentiel élevé en matière de croissance.

TABEAU 1

Sommaire des opérations

EN G\$ (SAUF SI INDIQUÉ)	RÉEL	PRÉVISION DE DESJARDINS				
	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028	2028-2029	2029-2030
Revenus budgétaires	511,0	507,5	523,2	541,3	560,2	583,3
Variation (%)	11,2	-0,7	3,1	3,5	3,5	4,1
Dépenses de programmes	-489,9	-525,2	-528,4	-537,9	-549,7	-568,3
Variation (%)	5,0	7,2	0,6	1,8	2,2	3,4
Frais de la dette	-53,4	-55,6	-60,0	-66,2	-71,4	-76,1
Variation (%)	12,9	4,1	7,9	10,3	7,9	6,6
Pertes actuarielles nettes	-4,0	-5,0	-0,2	-0,7	3,0	4,5
Solde budgétaire	-36,3	-78,3	-65,4	-63,5	-57,9	-56,6
Dettes fédérales ¹	1 266,5	1 347,0	1 412,4	1 476,0	1 533,9	1 590,5
Variation (%)	2,5	6,4	4,9	4,5	3,9	3,7
Revenus budgétaires (% du PIB)	16,6	16,0	16,0	15,9	15,8	15,8
Dépenses de programmes (% du PIB)	-15,9	-16,5	-16,1	-15,8	-15,5	-15,4
Frais de la dette publique (% du PIB)	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1
Solde budgétaire (% du PIB)	-1,2	-2,5	-2,0	-1,9	-1,6	-1,5
Dettes fédérales (% du PIB)	41,2	42,4	43,1	43,3	43,3	43,1

¹ Dette représentant les déficits cumulés incluant d'autres éléments du résultat étendu.
Ministère des Finances du Canada et Desjardins, Études économiques

Nos recherches identifient également la recherche et le développement (R-D) dans le secteur de la défense comme un levier essentiel pour que l'augmentation des dépenses militaires visant à atteindre les cibles de l'OTAN se traduise par de l'innovation et de la création de richesse. Avec seulement 2,3 G\$ sur cinq ans consacrés à la R-D en défense, nous jugeons l'engagement du gouvernement à régler cette question cruciale plutôt décevant.

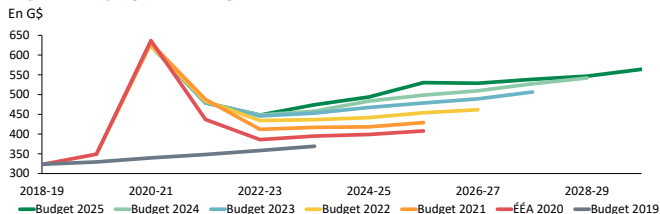
Hausse des dépenses de programmes et économies plus modestes

Le budget 2025 prévoit une trajectoire de dépenses de programmes plus élevée pour les cinq prochaines années (graphique 2). Les dépenses de défense dominent la liste des nouvelles mesures, totalisant 56,6 G\$ de l'EF26 à l'EF30. Parmi les autres dépenses importantes figurent la protection des industries stratégiques canadiennes (12,1 G\$), les investissements générationnels en infrastructures (9,0 G\$), le lancement de Maisons Canada (7,3 G\$) et la nouvelle Stratégie d'infrastructures commerciales (4,2 G\$), toutes incluses dans la plateforme électorale de 2025.

Graphique 2

Les dépenses devraient être plus élevées que dans les budgets précédents

Dépenses de programmes du gouvernement du Canada*



ÉA : Énoncé économique de l'automne
* Les dépenses de programmes incluent les pertes actuarielles nettes.
Gouvernement du Canada et Desjardins, Études économiques

Pour compenser ces nouvelles dépenses, le gouvernement fédéral prévoit un examen exhaustif des dépenses, qui devrait générer 60 G\$ d'économies sur cinq ans. Cela demeure bien en deçà des économies évoquées par le ministre des Finances plus tôt cette année, qui visaient 60 G\$ sur trois ans seulement. Les économies proviennent notamment de la modification du taux d'indexation des prestations de retraite (5,8 G\$ sur quatre ans à compter de l'EF27), de l'ajustement des prestations de cannabis médical pour refléter le prix du marché (4,4 G\$), du retour de l'aide internationale à son niveau prépandémique (2,7 G\$), ainsi que d'autres mesures qui témoignent peu d'une volonté ferme de réduire substantiellement les dépenses de fonctionnement. Cela dit, la croissance des dépenses directes de programmes (DDP) devrait ralentir à un taux de croissance annuel composé de 0,5 % après l'EF26, bien en deçà du rythme combiné de la croissance

démographique et de l'inflation, ainsi que des 8,1 % observés en moyenne au cours de la dernière décennie.

Autre sujet de préoccupation : la hausse prévue des charges de la dette publique. À 76,1 G\$ pour l'EF30, le coût du service de la dette fédérale devrait être près de 7 G\$ supérieur aux projections de l'ÉA 2024. Cela reflète à la fois des taux d'intérêt à long terme plus élevés et un niveau de dette fédérale plus important.

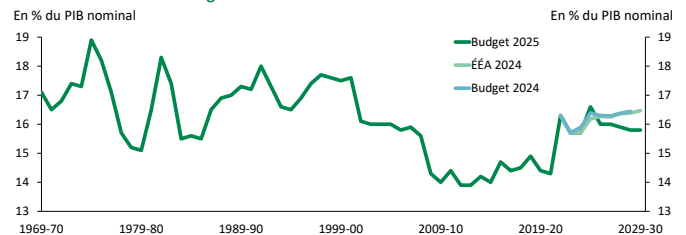
Revenus en baisse en raison des réductions d'impôt et d'une économie plus faible

Comme prévu, la hausse des dépenses est importante, mais les revenus présentent un portrait plus nuancé. Plusieurs mesures avaient été annoncées avant le budget 2025, notamment la réduction du taux marginal le plus bas de l'impôt sur le revenu des particuliers (24,2 G\$ sur cinq ans), l'abolition du prix du carbone pour les consommateurs (4,2 G\$) et l'élimination de la TPS pour les acheteurs d'une première propriété (3,9 G\$). L'annulation de la hausse prévue du taux d'inclusion des gains en capital a également contribué à réduire les revenus. Parmi les nouvelles mesures fiscales, on note la superdéduction pour la productivité (1,5 G\$) et l'abolition de la taxe carbone pour les consommateurs annoncée au printemps dernier. Sans surprise, ces réductions d'impôt feront reculer la part des revenus en proportion du PIB bien en deçà des projections de l'ÉA 2024. Au total, les revenus devraient être environ 100 G\$ inférieurs aux prévisions établies à la fin de 2024 (graphique 3).

Graphique 3

Les revenus en proportion du PIB devraient diminuer au cours des prochaines années

Prévisions des revenus du gouvernement du Canada



ÉA : Énoncé économique de l'automne
Gouvernement du Canada et Desjardins, Études économiques

La baisse des revenus ne s'explique toutefois pas uniquement par les réductions d'impôt. Le PIB nominal – la mesure la plus large de l'assiette fiscale – devrait être nettement inférieur aux projections de l'ÉA 2024. Une croissance réelle plus faible en 2025 et en 2026 est en grande partie responsable de ce changement, la guerre commerciale avec les États-Unis pesant sur les perspectives des économistes du secteur privé. Un taux de chômage plus élevé au cours de la période de prévision continuera également de réduire les revenus de l'impôt sur

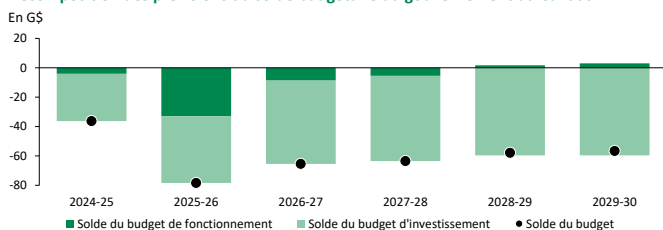
le revenu des particuliers. De plus, un ralentissement de la croissance démographique, qui n'était pas inclus dans les prévisions privées ayant servi de base au budget, constituera un autre frein à la croissance économique et aux revenus. À notre avis, les risques entourant le scénario de référence du budget sont orientés à la baisse.

Des déficits plus élevés, peu importe la définition

Avec des dépenses totales qui devraient largement dépasser les revenus, il n'est pas surprenant que les déficits augmentent considérablement au cours de la période de projection. Pour illustrer son intention de réorienter les dépenses vers l'investissement, le gouvernement fédéral a reclassé plusieurs mesures coûteuses en dépenses d'investissement. Il faut toutefois préciser qu'il ne s'agit pas d'actifs détenus par le gouvernement, mais plutôt de soutien fiscal aux ménages et aux entreprises qui investissent dans des projets allant des installations de gaz naturel liquéfié (GNL) aux logements secondaires, en passant par la R-D et la production audiovisuelle. Cette définition très large du capital ne correspond pas aux normes comptables du secteur public canadien. Elle permet toutefois au gouvernement de diviser son solde budgétaire en déficit de fonctionnement et en déficit d'investissement. Ainsi, le déficit global provient presque entièrement du déficit d'investissement, ce qui permet au gouvernement de ramener son solde de fonctionnement en surplus après trois ans (graphique 4). Il s'agit désormais de l'un des deux nouveaux « ancrages budgétaires » du gouvernement fédéral, bien que nous doutions que cela ajoute beaucoup de crédibilité au plan budgétaire. Le gouvernement espère que cette approche catalysera 500 G\$ en nouveaux investissements privés au cours des cinq prochaines années – un objectif ambitieux que nous souhaitons voir se concrétiser.

Graphique 4
Les déficits d'investissement devraient être le principal moteur de la détérioration budgétaire

Décomposition des prévisions du solde budgétaire du gouvernement du Canada



Gouvernement du Canada et Desjardins, Études économiques

Il importe de souligner que les agences de notation et les investisseurs tiendront surtout compte du solde budgétaire global. Après avoir atteint -2,5 % du PIB au cours de l'exercice en cours, le déficit devrait diminuer chaque année en proportion de l'économie. Cela constitue le deuxième ancrage budgétaire : maintenir une baisse du déficit en proportion du PIB. Notons que si le scénario pessimiste du gouvernement se réalise, cet ancrage serait rapidement compromis, ce qui en limiterait la valeur.

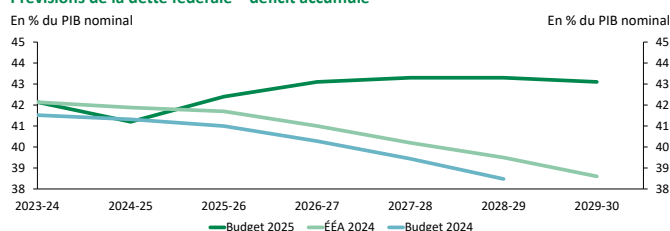
Dettes et coûts de la dette sont en hausse

Comme les déficits vont, la dette suit. Les déficits élevés devraient faire grimper le ratio de la dette fédérale par rapport au PIB jusqu'à l'EF28, avant qu'il ne commence à reculer graduellement (graphique 5). L'évolution de ce ratio, qui constituait un ancrage budgétaire sous l'administration précédente, sera particulièrement surveillée par les agences de notation, les investisseurs et les économistes. Une hausse soutenue du ratio de la dette par rapport au PIB est un signal d'alerte pour la viabilité budgétaire et s'inscrit en faux par rapport aux prévisions antérieures. Et ce, même si tout se déroule comme prévu. Dans le scénario pessimiste du gouvernement, ce ratio grimperait continuellement pour atteindre des niveaux inédits depuis la pandémie. Cela dit, nous prévoyons que les agences de notation seront satisfaites du fait que les prévisions budgétaires correspondent aux attentes, de sorte qu'une dégradation de la cote de crédit est peu probable à court terme, le Canada continuant d'afficher l'une des meilleures situations budgétaires parmi les économies avancées.

Graphique 5

La dette fédérale devrait augmenter régulièrement en proportion de l'économie

Prévisions de la dette fédérale – déficit accumulé



ÉÉA : Énoncé économique de l'automne
Gouvernement du Canada et Desjardins, Études économiques

Les agences de notation et les investisseurs examineront aussi la capacité du gouvernement à payer les intérêts sur sa dette. Les charges de la dette publique en proportion des revenus devraient augmenter par rapport à la trajectoire précédente. Cela dit, à environ 13 % des revenus lors de l'EF30, ce ratio restera loin des niveaux des années 1990, où le gouvernement consacrait plus de 35 cents par dollar de revenu au service de la dette.

Stratégie de gestion de la dette

Comme le déficit prévu cette année correspond à peu près au niveau implicite dans la Stratégie de gestion de la dette (SGD) publiée en juillet 2025, il n'est pas surprenant que le volume total d'émissions prévu dans le budget 2025 soit similaire (graphique 6). À l'horizon de l'EF27, les émissions devraient diminuer en raison d'un déficit moindre, passant de 78 G\$ cette année à 65 G\$. Cela dit, les besoins financiers totaux devraient augmenter à 149 G\$ l'an prochain, contre 138 G\$ pour l'EF26, tandis que les besoins de refinancement devraient reculer de 476 G\$ à 445 G\$ pour l'EF27. La composition de la dette négociable devrait évoluer : sur un encours de 1 761 G\$, 82 % seront des obligations intérieures (contre 80 % cette année). Les émissions de bons du Trésor devraient passer à 16,5 % de la dette négociable (contre 18,1 %), et la dette extérieure à 1,5 % (contre 1,8 %). Les bons du Trésor devraient représenter une part légèrement plus élevée des émissions brutes l'an prochain (49 % contre 48 % lors de l'EF26), tandis que la part des obligations à long terme devrait aussi augmenter légèrement (49 % contre 48 % pour l'EF27). Les émissions ont été réduites pour les titres de 2 ans, de 5 ans et de 10 ans par rapport à l'EF26.

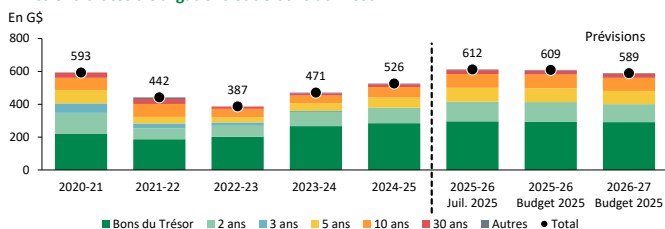
Conclusion

Le budget 2025 devait marquer un tournant, mais il s'apparente plutôt à une continuité. Bien qu'il oriente la politique dans la bonne direction en réduisant le fardeau fiscal sur l'investissement et en trouvant certaines économies, le gouvernement fédéral aurait pu aller plus loin sur ces deux fronts sans compromettre sensiblement les perspectives de déficit. Il s'agit d'une occasion manquée, même si ce budget pourrait n'être que le début d'une réorientation de la politique budgétaire fédérale vers l'investissement, la productivité et la croissance.

Graphique 6

Les émissions de dette prévues devraient peu changer pour l'exercice en cours

Émissions brutes d'obligations et de bons du Trésor



Gouvernement du Canada et Desjardins, Études économiques

Parmi les changements notables à la SGD figure la modification du programme d'Obligations hypothécaires du Canada (OHC). Le plafond annuel d'émission passera de 60 G\$ à 80 G\$ à compter de 2026. Cette hausse visera exclusivement le financement du logement collectif. Le gouvernement fédéral maintiendra le rythme actuel de ses achats d'OHC, soit jusqu'à 30 G\$ par année, afin de laisser au marché privé un accès complet aux émissions supplémentaires.