



13 octobre 2016

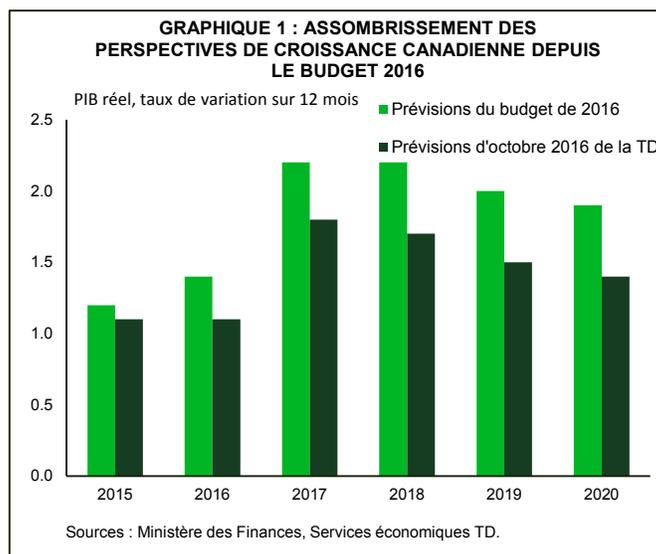
UN ENGOURDISSEMENT ÉCONOMIQUE ANNONCIATEUR DE DÉFICITS FÉDÉRAUX PLUS IMPORTANTS

Faits saillants

- Les perspectives à moyen terme pour la croissance économique canadienne se sont affaiblies depuis le dépôt du budget de 2016. De plus importants déficits budgétaires fédéraux sont prévus.
- Selon nos calculs, le déficit budgétaire devrait atteindre 34 milliards de dollars (1,7 % du PIB) pour l'exercice en cours, soit 5 milliards de dollars de plus que prévu dans le budget de mars.
- Cette érosion budgétaire s'étendra au moins sur 5 ans, laissant un déficit cumulé de 16,5 milliards de dollars de plus que prévu en mars.
- Malgré la hausse du déficit, les perspectives de faible croissance économique maintiendront probablement le ratio de la dette au PIB fédéral près de son niveau actuel de 31 ou 32 % jusqu'à l'exercice 2020-2021.
- À l'approche du budget, le gouvernement devra faire face aux demandes grandissantes pour davantage de mesures de relance, ainsi qu'à la pression croissante des provinces pour des transferts en santé plus importants.
- Toutefois, nous mettons en garde contre les mesures qui pourraient hausser le déficit bien au-delà du « statu quo ». Le maintien d'une marge de manœuvre suffisante est justifié compte tenu de l'incertitude exceptionnellement élevée qui plane toujours sur l'économie et le marché de l'habitation au Canada.

La situation économique canadienne s'est détériorée depuis le dépôt du budget de 2016, touchée non seulement par les feux de forêt, mais aussi par un élan sous-jacent sans cesse décevant. Cette situation soulève des questions quant à la tendance à long terme de la croissance économique et à l'incidence possible sur les coffres de l'État. Une baisse proportionnelle des taux d'intérêt permettra de contrer cet effet négatif en entraînant une réduction des frais de service de la dette, mais fera aussi augmenter les charges au titre des régimes de retraite, atténuant ainsi les effets positifs sur le déficit fédéral. Dans ce rapport, nous examinerons comment ces facteurs devraient influencer sur les recettes de l'État pendant les cinq prochaines années.

Selon nos calculs, le déficit fédéral atteindra probablement 34 milliards de dollars pour l'exercice 2016-2017, soit environ 5 milliards de plus que prévu dans le budget de mars. Rappelons que le gouvernement a prévu des provisions pour éventualités de 6 milliards de dollars par année dans son budget. Ces sommes devraient être utilisées en totalité, voire s'avérer insuffisantes. L'érosion



s'étendra sur tout l'horizon budgétaire, laissant ainsi un manque à gagner cumulatif de quelque 16,5 milliards de dollars supérieur à ce qui avait été prévu en mars. Malgré l'écart grandissant à l'égard du statu quo sur le déficit budgétaire, le ratio de la dette au PIB devrait demeurer relativement stable au cours de la période de prévision.

Un meilleur point de départ

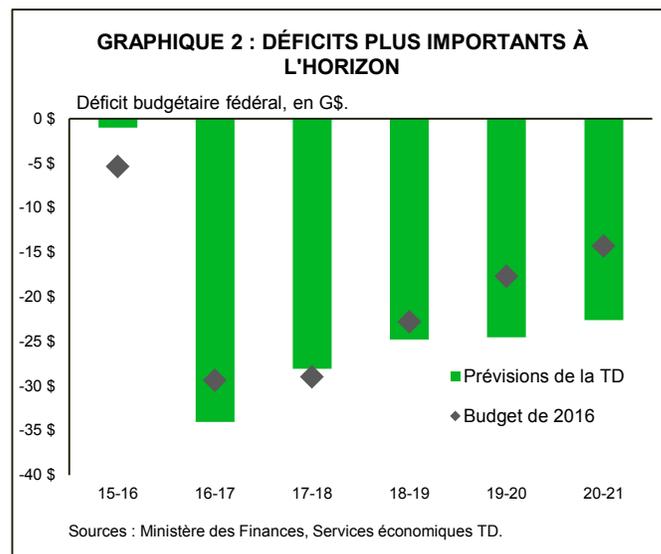
Tout d'abord, nous devons reconnaître que la situation budgétaire fédérale depuis le dépôt du budget de 2016 n'apporte pas que de mauvaises nouvelles. Premièrement, le gouvernement fédéral profitera d'un meilleur point de départ que prévu. En effet, le ministère des Finances du Canada a publié la semaine dernière les Comptes publics du Canada 2015-2016, qui font état d'un manque à gagner de 1 milliard de dollars, soit environ 4,4 milliards de dollars de moins que ce qui avait été prévu dans le budget de 2016.

Deuxièmement, les attentes à l'égard des taux d'intérêt ont continué de baisser, en tandem avec la croissance. Cela réduit les répercussions budgétaires à long terme des nouveaux emprunts et entraîne une baisse des frais de la dette publique à mesure que la dette actuelle arrive à échéance et qu'elle est refinancée à des taux plus bas. Les taux à long terme ont diminué d'environ 1,5 point de pourcentage depuis le dépôt du budget, ce qui est suffisant pour réduire les frais de la dette publique d'une somme considérable de 5 milliards de dollars d'ici 2020-2021, et ce, même en tenant compte de déficits plus importants.

La croissance anémique creuse les déficits

Malgré les points positifs, des déficits plus importants sont à prévoir. Pour commencer, les faibles taux d'intérêt agissent comme une arme à double tranchant : bien qu'utiles pour aider à réduire les frais de la dette publique, ils représentent également un défi pour les régimes de retraite du gouvernement. En effet, il est plus difficile pour ces régimes d'atteindre leurs objectifs de rendement lorsque les taux d'intérêt sont bas, car cela génère des manques à gagner qui doivent être comblés. En tenant compte des données du ministère des Finances, nous prévoyons que cela entraînera des coûts additionnels d'environ 3 milliards de dollars par année, ce qui effacera une grande part des économies réalisées au chapitre des frais de la dette publique.

Le contexte économique a toutefois plus d'influence. Au Canada, les perspectives de croissance se sont assombries depuis le dépôt du budget de 2016. En effet, la faiblesse à court terme a été en grande partie imprévisible, les événements tragiques de mai en Alberta ayant entraîné une



contraction de l'économie nationale au deuxième trimestre. Le manque d'élan sous-jacent de l'activité économique a été encore plus inquiétant, car même en faisant abstraction des feux de forêt, l'économie a très peu progressé depuis le début de 2015. Nous entrevoyons néanmoins un avenir un peu plus reluisant à mesure que les répercussions des réductions de ressources diminuent. Cependant, étant donné que les prix exorbitants des habitations et l'endettement élevé limitent les dépenses de consommation, et que les pressions démographiques s'intensifient, l'économie canadienne semble s'appêter à connaître une longue période de faible croissance du PIB nominal de 3 à 3,5 % au moins jusqu'en 2020-2021, soit un point de pourcentage de moins que les estimations du budget de 2016.

Cette hausse annuelle laisserait le PIB nominal – un bon indicateur de l'assiette fiscale – à 2,305 billions de dollars d'ici 2020-2021. À titre de comparaison, le budget de 2016 prévoyait un PIB nominal de 2,368 billions de dollars dans cinq ans, et ce, après une révision à la baisse des prévisions moyennes du secteur privé de 40 milliards de dollars en raison des risques. Selon un rendement brut des recettes de 15 cents par dollar de PIB, l'écart se traduirait par de plus faibles recettes fiscales par rapport au budget d'environ 10 milliards de dollars d'ici la dernière année de la période de cinq ans.

Des gains de revenus inférieurs feraient chuter les rentrées d'impôt sur le revenu des particuliers (la plus importante composante des recettes fédérales). Les rentrées d'impôt sur le revenu des sociétés devraient progresser lentement seulement, tout comme la croissance économique globale, et les prix du pétrole devraient uniquement générer des gains modérés. Il en va de même pour les taxes et droits d'accise.

Bien que moins affectées que les recettes, les dépenses de programmes souffriraient également d'une croissance du PIB nominal plus lente. Plusieurs postes de dépenses, notamment le transfert canadien en matière de santé et le transfert canadien en matière de programmes sociaux, sont régis par la formule actuelle. Ainsi, nous prévoyons une légère hausse des dépenses durant la période de prévision, avec pour principal catalyseur la hausse des charges au titre des régimes de retraite découlant des faibles taux d'intérêt, comme nous l'avons expliqué précédemment. Les dépenses liées aux prestations d'assurance-emploi devraient elles aussi légèrement augmenter à court terme à la suite des récentes modifications apportées aux critères d'admissibilité et à l'affaiblissement du marché du travail.

Pour résumer, les Canadiens peuvent s'attendre à des déficits budgétaires fédéraux plus importants et s'étendant sur une plus longue période que ce qu'indiquait le budget de 2016 (voir graphique 2 et annexe B). Notre analyse suggère que le rajustement à la baisse de 6 milliards de dollars quant au déficit prévu dans le budget n'était probablement pas suffisant. Certes, notre projection pour la croissance du PIB à moyen terme se situe, depuis un certain temps, dans la partie inférieure de la fourchette de prévisions du consensus, mais la tendance générale des prévisionnistes consiste à réduire leurs projections de croissance, du moins à court terme.

Un mot sur les cibles budgétaires

Pour des raisons économiques et politiques, les prévisions quant aux déficits fédéraux ont considérablement changé au cours des deux dernières années. Ces changements ont ravivé le débat sur les cibles budgétaires devant être adoptées par le gouvernement, le cas échéant. Il existe un certain nombre de défis entourant ce sujet. Une des cibles souvent mentionnées et qui tend à récolter beaucoup d'appuis est celle de l'atteinte du déficit zéro à moyen terme. Toutefois, en raison du contexte actuel, l'atteinte d'une telle cible entraînerait un important freinage budgétaire pour une économie qui a déjà du mal à croître.

Une plus grande attention a été portée à l'atteinte d'un certain ratio d'endettement. Il n'y a pourtant aucun consensus sur le ratio d'endettement optimal; d'anciennes recherches ont suggéré une large fourchette d'environ 60 % du PIB jusqu'à une position d'actif net. Ainsi, établir une cible relative à l'endettement devient un peu arbitraire.

Généralement, proposer une règle ou une cible budgétaire contraignante est plus avantageux pour les économies ayant des dettes et des déficits importants, car une cible

et une trajectoire crédibles peuvent aider à rassurer les marchés. Heureusement, le gouvernement canadien ne se trouve pas dans cette fâcheuse position, le fardeau de sa dette étant relativement faible et stable. De plus, tant qu'il continue de viser un écart positif entre l'accroissement des revenus et des dépenses – et qu'il reste crédible tout en maintenant sa responsabilité vis-à-vis l'atteinte de ces cibles par l'entremise de son budget annuel – ses cibles budgétaires demeurent implicites (car les déficits diminueront au fil du temps, tant sur le plan absolu que relatif).

La prudence est de mise

Cependant, bien qu'une cible officielle soit actuellement injustifiée, nous craignons que le déficit fédéral soit très difficile à contenir. Au Canada, l'histoire démontre qu'il peut être dangereux d'accumuler les déficits. Imaginez la situation budgétaire si l'économie devait freiner brusquement, ce qui est loin d'être improbable.

Le gouvernement fédéral est également aux prises avec des pressions pour introduire de nouvelles mesures allant bien au-delà des engagements inclus dans son budget de 2016 (et donc pris en compte dans nos prévisions budgétaires). Certaines de ces mesures, notamment la hausse des dépenses liées à la réconciliation avec les peuples autochtones et à la reconnaissance de leurs droits, et celles liées aux anciens combattants, seraient probablement modestes et permettraient au gouvernement de tenir ses promesses. D'autres engagements gouvernementaux, comme faciliter l'accès aux prestations de compassion dans le cadre de l'assurance-emploi, pourraient coûter plus cher.

L'un des plus grands risques réside dans les transferts en santé aux provinces. Comme mentionné précédemment, ces transferts sont régis par une formule de croissance établie. Cela signifie qu'après une augmentation de 6 % durant l'exercice en cours, l'accroissement en 2017-2018 s'établira, selon nos prévisions, à 3 % (la formule prévoit que les transferts suivront l'expansion du PIB nominal avec un minimum de 3 %). Puisque le vieillissement de la population pèsera encore plus sur le système de santé, les pressions pour réévaluer la formule de financement devraient augmenter. Les coûts pourraient se révéler considérables : même si les effets initiaux d'un maintien de la croissance à 6 % par année représenteraient une hausse de seulement 1 milliard de dollars en 2017-2018, la croissance composée fait en sorte que les coûts grimpent rapidement. D'ici 2020-2021, les répercussions cumulatives potentielles se chiffrent à près de 10 milliards de dollars, et continueraient de gonfler.

Pour faire face à ces pressions et maîtriser fermement

le déficit afin qu'il ne s'élève pas de manière considérable au-delà du statu quo, des choix difficiles devront être faits. Ceux demandant des mesures de relance supplémentaires doivent garder à l'esprit que les mesures présentées dans le budget de 2016 commencent à peine à avoir des effets sur l'économie. Seulement 4,3 milliards des 11,7 milliards de dollars prévus à la « phase 1 » du budget de 2016 ont été alloués à ce jour.

Une marge de manœuvre limitée signifie que les mesures devront être priorisées dans le budget de 2017. Puisque le ralentissement de la croissance économique est en grande partie dû à des problèmes structurels, les efforts devraient porter sur les investissements qui relanceront durablement la croissance en améliorant la productivité.

Au-delà des dépenses, le gouvernement devrait également continuer de plaider en faveur de mesures de relance budgétaire à l'échelle mondiale. Le Canada est une petite économie ouverte; nos mesures de relance pourraient donc s'étendre au-delà de nos frontières, ce qui aurait pour effet de réduire leur efficacité. Or, si nos mesures de relance étaient accompagnées de dépenses publiques accrues à l'échelle mondiale, cette conséquence serait atténuée, intensifiant la portée des mesures actuelles sur la croissance, et ce, sans fonds additionnels.

En conclusion

La situation économique canadienne s'est assombrie, ce qui a eu de sérieuses répercussions sur les prévisions de revenus. Les faibles taux d'intérêt effaceront ces effets en partie seulement, puisqu'ils hausseront les charges au titre des régimes de retraite. Au final, les déficits budgétaires fédéraux seront probablement plus importants qu'anticipé. Malgré le creusement des déficits prévus, le ratio de la dette fédérale au PIB devrait demeurer stable, et le déficit annuel devrait graduellement diminuer après l'exercice en cours. Ainsi, le Canada conservera probablement sa situation budgétaire enviable par rapport aux autres pays économiquement avancés, mais cela ne devrait pas être tenu pour acquis. Nous effectuons une mise en garde contre la mise en place de mesures additionnelles qui pousseraient le déficit bien au-delà du statu quo.

Brian DePratto, économiste
416-944-5069

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.

Annexe A : Hypothèses économiques

HYPOTHÈSES ÉCONOMIQUES UTILISÉES POUR LES CALCULS						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Croissance du PIB réel, en %						
Budget de 2016	1.2	1.4	2.2	2.2	2.0	1.9
Prévisions d'octobre 2016 de la TD	1.1	1.1	1.8	1.7	1.5	1.4
<i>Écart</i>		-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
Croissance du PIB nominal, en %						
Budget de 2016	0.7	2.4	4.6	4.3	4.2	4.1
Prévisions d'octobre 2016 de la TD	0.5	1.4	3.3	3.6	3.4	3.5
<i>Écart</i>		-1.0	-1.3	-0.7	-0.8	-0.6
Niveau du PIB nominal, en G\$						
Budget de 2016	1,988	2,036	2,129	2,221	2,313	2,408
Budget de 2016, avec ajustement	1,988	1,996	2,089	2,181	2,273	2,368
Prévisions d'octobre 2016 de la TD	1,983	2,011	2,078	2,153	2,227	2,305
<i>Écart (par rapport à l'ajustement)</i>		15	-11	-28	-46	-63
Taux des obligations d'État à 10 ans, en %						
Budget de 2016	1.5	1.6	2.3	3.0	3.4	3.6
Prévisions d'octobre 2016 de la TD	1.5	1.2	1.3	1.6	1.9	2.1
<i>Écart</i>		-0.4	-1.0	-1.4	-1.5	-1.5
Cours du pétrole brut (WTI, baril en \$ US)						
Budget de 2016	49	40	52	59	63	63
Prévisions d'octobre 2016 de la TD	49	44	53	57	59	61
<i>Écart</i>		4.0	1.0	-2.0	-4.0	-2.0
Sources : Ministère des Finances, Statistique Canada, Bloomberg, Services économiques TD.						

Annexe B : Prévisions budgétaires

SITUATION BUDGÉTAIRE FÉDÉRALE						
(En G\$ CA, sauf indication contraire)						
Exercice	Réel	Prévisions des Services économiques TD				
	15-16	16-17	17-18	18-19	19-20	20-21
Revenus budgétaires (A)	295.5	290.2	306.1	317.4	328.6	341.4
% variation	4.7	-1.8	5.5	3.7	3.6	3.9
% du PIB	14.9	14.4	14.7	14.7	14.8	14.8
Total des dépenses (B)	296.4	324.2	334.1	342.2	353.2	364.0
% variation	5.7	9.4	3.1	2.4	3.2	3.1
% du PIB	14.9	16.1	16.1	15.9	15.9	15.8
<i>dont</i>						
Dépenses de programmes	270.8	299.1	309.0	315.7	325.6	334.9
% variation	6.7	10.5	3.3	2.2	3.1	2.9
% du PIB	13.6	14.9	14.9	14.7	14.6	14.5
Charges liées à la dette publique	25.6	25.1	25.1	26.4	27.6	29.1
% variation	-3.8	-1.9	0.0	5.3	4.5	5.4
% de la dette (t-1)	4.2	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5
% des revenus	8.7	8.7	8.2	8.3	8.4	8.5
Solde budgétaire (A - B)	-1.0	-34.0	-28.1	-24.8	-24.6	-22.6
% du PIB	0.0	-1.7	-1.3	-1.1	-1.1	-1.0
Écart par rapport au budget de 2016*	4.4	-4.6	0.9	-2.0	-6.9	-8.3
Dette fédérale (déficit accumulé)	616.0	650.0	678.1	702.9	727.5	750.1
% du PIB	31.0	32.0	32.3	32.4	32.4	32.3

Sources : Ministères des Finances (Haver), Statistique Canada, Services économiques TD.

* Écart par rapport au budget de 2016, incluant l'ajustement prévu de 6 milliards de dollars.