



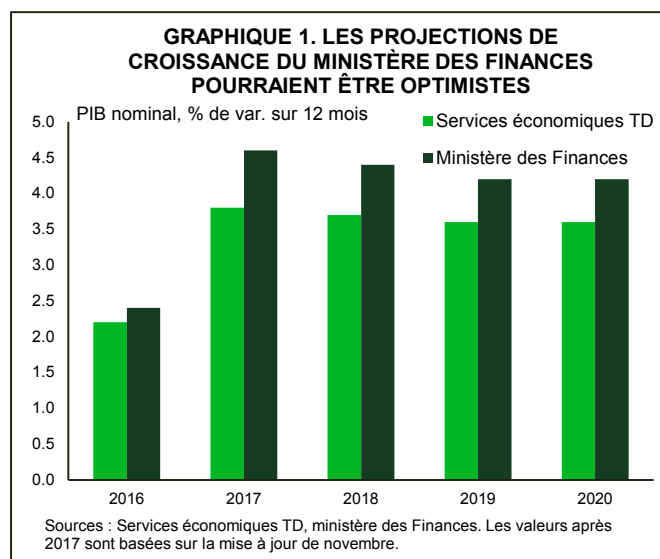
1^{er} mars 2016

DÉFICIT FÉDÉRAL PERSISTANT À L'HORIZON

Faits saillants

- Le gouvernement fédéral a attiré l'attention plus tôt cette semaine en annonçant que le déficit budgétaire s'élèverait à 18 milliards de dollars (1 % du PIB) pour les deux prochaines années. Ce chiffre exclut les coûts liés aux engagements électoraux et aux promesses faites depuis les élections, mais inclut une marge de prudence annuelle d'un montant de 6 milliards de dollars visant à contrebalancer les effets d'une croissance plus faible que prévu.
- Dans cette étude, nous recalculons la trajectoire projetée du déficit en nous basant sur nos hypothèses de croissance économique plus circonspectes que la moyenne, et en y incluant les coûts associés aux engagements électoraux. Nous avons également étendu l'horizon des prévisions à cinq ans.
- Notre analyse laisse entrevoir un déficit persistant d'environ 30 milliards de dollars par année (1,5 % du PIB), soit un déficit cumulatif de 150 milliards de dollars d'ici 2020-2021. Même en excluant la marge de prudence, le déficit cumulatif atteindrait près de 120 milliards de dollars.
- La persistance du déficit à moyen terme reflète largement nos prévisions revues à la baisse pour la croissance économique du Canada. Même si la progression attendue des revenus surpassera probablement celle des dépenses, quoique faiblement, la taille considérable du déficit des premières années signifie que le retour à l'équilibre prendra du temps. En effet, sans hausses d'impôts ou ajustements aux dépenses, le retour à l'équilibre budgétaire pourrait prendre plus de dix ans.
- Le ratio de la dette au PIB atteindra vraisemblablement plus de 36 % d'ici 2020-2021.
- La composition des dépenses sera un élément crucial dans l'évaluation de leurs conséquences économiques. L'accent devrait être mis sur des projets qui améliorent la productivité et la production à long terme afin que l'héritage des mesures de stimulation ne se limite pas à une dette encore plus imposante.

Le 22 février, le ministère des Finances a publié une mise à jour de ses projections économiques et budgétaires, point de départ du budget fédéral qui sera dévoilé le 22 mars. La mise à jour a créé des remous, puisqu'elle dessine un déficit qui, excluant les coûts des engagements électoraux et de toute autre mesure additionnelle de stimulation, s'élèverait à au moins 18,4 milliards de dollars. Notre analyse suggère qu'une fois inclus les coûts des engagements électoraux, le déficit à court terme pourrait s'élever à environ 30 milliards de dollars. Plus important encore, en tenant compte de nos hypothèses relatives à la croissance des revenus et des dépenses, il est probable qu'un déficit de 30 milliards de dollars par année s'accumule au cours des cinq prochaines années, soit un total de 150 milliards de dollars. Malgré l'incertitude considérable entourant les conséquences des dépenses déficitaires sur la croissance,



notre analyse suggère qu'elles pourraient lui insuffler une modeste poussée. Il existe également un risque à la hausse qui dépendra de la teneur finale du budget de 2016.

Révision du statu quo

Les perspectives de croissance révisées, présentées la semaine dernière par le ministre Bill Morneau dans sa mise à jour des projections budgétaires, démontrent comment quelques mois suffisent à changer la donne. Les cours du pétrole demeurent obstinément bas, et la croissance a été pratiquement inexistante au dernier trimestre de 2015, cassant le rythme d'entrée en 2016. La révision à la baisse des projections a une double incidence sur les coffres de l'État, soit une baisse des revenus et une hausse des dépenses. Le ministère des Finances se base sur les prévisions moyennes du secteur privé (y compris celles des Services économiques TD) pour établir ses propres projections de croissance. Au-delà de 2016, ces projections semblent quelque peu optimistes, avec une croissance du PIB nominal qui s'établirait autour de 4,3 %. D'après nous, ce rythme devrait plutôt avoisiner les 3,6 % (graphique 1).

Les différences quant à la croissance attendue et à leur incidence sur les finances publiques sont le point de départ de notre analyse des projections budgétaires en situation de statu quo. Comme le montre le tableau 1 de l'Annexe, nous prévoyons qu'à court terme, le déficit de base (excluant les coûts des engagements électoraux ou de toute mesure de stimulation additionnelle) correspondra à peu près à celui esquissé dans la mise à jour de février. Nous entrevoyons un déficit de 19,4 milliards de dollars (13,4 milliards de dollars en excluant la marge de prudence de 6 milliards de dollars), soit environ 1 milliard de dollars de plus que ce qui a été présenté dans la mise à jour de février. L'écart se creuse à mesure que nous avançons dans le temps. Nous prévoyons un déficit budgétaire d'environ 18 milliards de dollars en 2017-2018, soit 3 milliards de plus que les projections du gouvernement – un écart qui s'explique surtout par nos plus faibles prévisions de croissance. Les projections du gouvernement s'étendent sur deux ans. En faisant passer l'horizon à cinq ans, nous obtenons des estimations qui montrent un déficit persistant, résultant encore une fois, dans une large mesure, de nos perspectives prudentes sur la croissance à long terme. Les dépenses de programmes estimatives au-delà de l'an prochain sont basées sur les projections à court terme révisées du gouvernement et sur le profil à plus long terme contenu dans la mise à jour de l'automne dernier. On y faisait état d'une croissance des dépenses qui,

en situation de statu quo, se maintiendrait autour de 3 % par année en moyenne au cours des prochaines années, un pourcentage qui représente environ la somme de la croissance démographique et de l'inflation.

Le contexte de faibles taux d'intérêt contrebalance en partie les effets de l'augmentation de la dette. La faiblesse des taux d'intérêt offrira en effet un certain contrepoids à la hausse du coût du service de la dette entraînée par les nouveaux emprunts. Les coûts d'emprunt dans l'ensemble sont plus faibles que le taux courant de la dette publique, ce qui permettra de réaliser des économies considérables avec la rotation de l'encours de la dette. L'effet se fera sentir jusqu'en 2018-2019.

L'incidence de la plateforme électorale

Nos projections budgétaires mises à jour laissent entrevoir des déficits annuels modestes, mais persistants, qui prendront du temps à s'effacer. L'histoire ne s'arrête pas là, cependant. Pendant la campagne électorale, le Parti libéral du Canada a dévoilé une plateforme incluant des dépenses financées par emprunt, d'importants changements au régime fiscal et d'autres modifications aux revenus et aux dépenses du gouvernement fédéral. La plateforme électorale promettait des investissements considérables en infrastructures, des modifications à l'assurance-emploi et d'autres priorités. L'incidence nette de ces mesures était évaluée à un déficit à court terme d'environ 10 milliards de dollars. Des rapports récents suggéraient d'ailleurs que le budget du 22 mars pourrait comprendre un programme de dépenses encore plus imposant.

Il serait bien sûr utile, à cette étape, de connaître exactement la teneur du budget, mais nous sommes forcés d'attendre le 22 mars. Pour cette raison, nous avons choisi de nous baser sur la plateforme électorale qui, selon nous, constitue le point de départ probable des éventuelles mesures de stimulation. Selon les projections telles qu'elles sont présentées dans la plateforme, les recettes publiques augmenteront à partir de 2016-2017, avec une poussée marquée de plus de 6 % la première année. Cependant, les dépenses de programmes croîtront de façon encore plus importante, soit de près de 17 %, en 2016-2017. Le résultat net est un déficit de près de 29 milliards de dollars. Même si l'on tient compte des effets positifs des dépenses sur la croissance, ce chiffre représente près de 1,5 % du PIB, comme le montre le tableau 2 de l'Annexe. Le déficit cumulatif dépasse 120 milliards de dollars sur l'horizon de prévision, avec un ra-

tio de la dette au PIB atteignant 35 % en 2019-2020 (il est actuellement de 31 %).

Rappelons-nous que nos projections incluent la marge de prudence de 6 milliards de dollars que le gouvernement a décidé d'incorporer annuellement à son budget afin de pallier d'éventuelles surprises au chapitre des revenus. Si ces montants ne sont pas mis à contribution, le déficit avoisinerait plutôt 25 milliards de dollars par année, mais « persistance » demeurerait malgré tout le mot d'ordre. Selon ce scénario, le ratio de la dette au PIB continuerait d'augmenter, mais plafonnerait plus tôt à un sommet moins élevé et commencerait à décliner à partir de 2019-2020.

Comme dans toute chose, des risques subsistent

L'un des principaux points à retenir de notre analyse est qu'en situation de statu quo, soit en l'absence de revenus additionnels ou d'ajustements aux dépenses, le déficit fédéral demeurera obstinément élevé à moyen terme. Comptant sur un ratio de la dette au PIB relativement favorable et sur des taux d'intérêt très bas, le gouvernement dispose d'une bonne marge de manœuvre pour enregistrer des déficits au cours des prochaines années. De fait, un déficit annuel de l'ordre de 1,5 % du PIB semble gérable. Or, si des déficits de cette ampleur persistent, les finances fédérales seront de plus en plus vulnérables à d'éventuels chocs économiques majeurs. Le gouvernement doit tenir compte de ces risques au moment d'élaborer son plan à moyen terme.

La plupart des économies avancées sont confrontées au défi que représente un taux de croissance plus faible à long terme – un élément clé au chapitre des revenus. Notre analyse indique qu'à long terme, la croissance de l'activité

économique réelle au Canada avoisinera probablement 1,6 % seulement, notamment en raison du vieillissement de la population et d'une croissance modeste de la productivité. Cette hypothèse est un peu plus prudente que celle de nombreux autres analystes; ainsi, le gouvernement (qui utilise les prévisions consensuelles) basera probablement ses projections sur des estimations de croissance économique plus optimistes. Nos prévisions plus pessimistes font état d'un écart assez mince entre la progression des revenus (3,7 %) et celle des dépenses (3 %). Si ce scénario se concrétisait, en l'absence de hausses d'impôts ou d'ajustements aux dépenses, il faudrait environ 13 ans pour revenir à l'équilibre budgétaire.

Les pressions et les risques à court terme sont peut-être plus importants encore que les prévisions à long terme. De fait, certains points méritent notre attention. Pour commencer, avec l'inclusion des promesses électorales se dessine une hausse très solide des revenus en 2016-2017. La croissance de plus de 6 % est le reflet des modifications prévues au régime fiscal, y compris l'abandon progressif ou le remplacement d'un certain nombre de crédits d'impôt, et d'une remontée notable des prix du pétrole. Bien que déjà observé, particulièrement compte tenu des changements aux politiques, un tel taux de croissance est typique des périodes d'expansion, comme celles de 1999-2000 et de 2005-2006. Si les revenus progressaient à un rythme plus habituel, soit d'environ 4 %, un profil de ratio de la dette au PIB encore plus marqué se dessinerait, et la stabilisation en serait encore retardée (graphique 2). En raison de ces risques, la mise de côté par le gouvernement d'une réserve de prudence plus importante semble raisonnable, à notre avis.

Des mesures de stimulation qui soutiennent la croissance

Les détails du budget auront une incidence sur les estimations, mais nos prévisions tiennent compte des effets attendus de la croissance des dépenses publiques sur le PIB. Cela contribue à atténuer l'incidence des dépenses sur le ratio de la dette au PIB en gonflant le dénominateur. Beaucoup de débats et d'incertitudes persistent quant aux véritables répercussions des mesures de stimulation, tant au Canada qu'ailleurs, notamment aux États-Unis. Les effets sont reflétés par des « multiplicateurs budgétaires », qui expriment dans quelle mesure le PIB est susceptible d'augmenter parallèlement aux dépenses publiques. Dans notre analyse, nous avons fait appel à des multiplicateurs correspondant aux estimations du ministère des Finances.

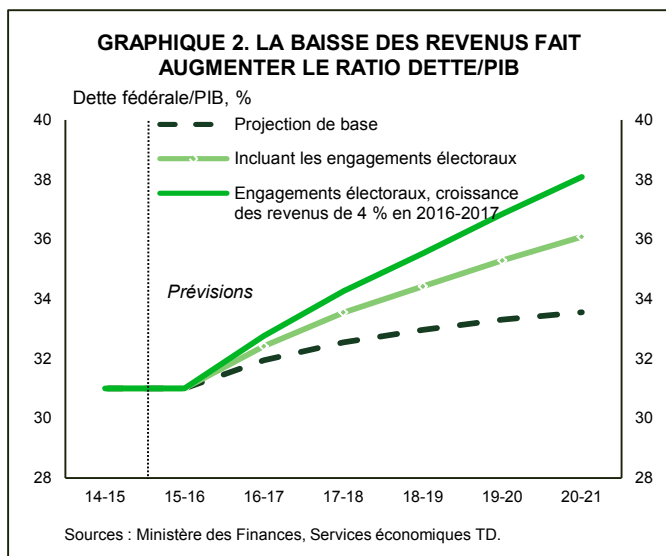


Tableau 1. Multiplicateurs budgétaires : comparaison des estimations

Mesure budgétaire	Estimations du ministère des Finances	Estimations de la Banque du Canada
Dépenses	1,05 – 1,25	0,53 – 0,65
Impôts	0,15 – 0,65	0,025 – 0,03
Transferts	0,35 – 1,15	0,025 – 0,05

Remarque : Moyenne des effets des deux premières années. Les multiplicateurs par année sont uniquement disponibles pour le ministère des Finances. Les « mesures pour les ménages à faible revenu et les personnes sans emplois » sont incluses dans les mesures de transfert dans la colonne du ministère des Finances.

Nos résultats montrent une poussée insufflée à la croissance du PIB d'environ 0,1 point de pourcentage en 2016 et de 0,3 point de pourcentage en 2017, puis une incidence minimale par la suite. Ces effets pourraient être plus prononcés si des mesures de stimulation plus dynamiques étaient adoptées, mais ils dépendront également de la composition des dépenses.

Ces estimations comportent quelques risques. Au-delà de la composition des dépenses, les multiplicateurs eux-mêmes pourraient être plus faibles que nous l'avons envisagé. Par exemple, la Banque du Canada utilise des multiplicateurs dont les estimations varient entre un dixième et la moitié de celles du ministère des Finances (tableau 1). Si les multiplicateurs budgétaires devaient être plus faibles que prévu, il en résulterait une croissance économique plus lente et un ratio de la dette au PIB plus élevé, ce qui minerait encore davantage la viabilité budgétaire.

Même en ne tenant pas compte de l'incidence des multiplicateurs, le moment où les effets se feront sentir demeure un problème. Les mesures de stimulation comprises dans le Plan d'action économique de 2009 offrent un exemple révélateur de la façon dont les dépenses de stimulation se fraient un chemin dans l'économie. Les modifications aux paiements de transfert, comme ceux liés à l'assurance-emploi et aux impôts, ont un effet presque immédiat, observable dans les données environ un mois après l'adoption du budget. À l'inverse, les répercussions des investissements en infrastructures mettent beaucoup plus de temps à se faire sentir, soit habituellement environ un an. Ceci s'explique notamment par l'importante part des infrastructures qui relève des pouvoirs provinciaux et municipaux. Les projets doivent alors être coordonnés entre les parties, et la mise en mouvement des fonds nécessite donc plus de temps. De plus, de tels projets exigent une hausse de l'emploi, l'achat d'équipement, l'approbation des entrepreneurs, etc.

Ces processus prennent du temps. Les délais expliquent largement pourquoi nous nous attendons à ce que les effets sur la croissance se fassent surtout sentir en 2017. Malgré l'augmentation du déficit en 2016, vraisemblablement en raison de la faiblesse à court terme, les contraintes d'ordre pratique pour la mise en branle des projets et leur suivi en ce qui a trait à leur apport à long terme à l'économie, devraient repousser l'observation des effets à 2017.

En conclusion

Le gouvernement a dévoilé le nouveau point de départ de l'élaboration de son budget du 22 mars. Notre analyse suggère qu'un déficit considérable et persistant est à prévoir et que, en l'absence de modifications au régime fiscal ou d'ajustements aux dépenses, les finances ne reviendront que très graduellement à l'équilibre. Compte tenu du caractère plutôt morose des perspectives de croissance, des mesures de stimulation additionnelles, conformes aux promesses électorales des libéraux, sont probablement souhaitables. Il est important, toutefois, que le gouvernement en ait pour son argent, et c'est pourquoi l'accent devrait être mis sur des projets qui auront une incidence sur la croissance tout au long de leur durée. Quelle que soit l'ampleur d'éventuelles mesures de stimulation, le ratio de la dette au PIB du Canada risque de suivre une trajectoire ascendante à moyen terme. Ce fait souligne la nécessité d'ancrer les dépenses et les revenus dans un plan à long terme crédible qui contribuera à positionner le budget de façon durable dans un contexte de faible croissance.

Annexe : Projections budgétaires

Tableau 1. Déficit persistant dû à la faiblesse des perspectives économiques							
SITUATION BUDGÉTAIRE DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL - Mise à jour de février							
(G\$ CA, sauf indication contraire)							
	Courant	Projections des Services économiques TD					
Exercice	14-15	15-16	16-17	17-18	18-19	19-20	20-21
Recettes budgétaires	282.3	290.8	285.4	296.1	306.8	317.8	329.3
% de variation	3.9	3.0	-1.8	3.7	3.6	3.6	3.6
% du PIB	14.3	14.6	14.2	14.5	14.7	15.0	15.4
Charges de programmes	253.8	267.4	279.0	288.2	298.5	305.8	314.6
% de variation	2.1	5.4	4.3	3.3	3.6	2.4	2.9
% du PIB	12.9	13.4	13.9	14.1	14.3	14.4	14.7
Service de la dette	26.6	25.8	25.9	26.3	28.8	30.9	31.5
% de variation	-5.7	-3.2	0.4	1.5	9.5	7.5	1.8
% de la dette (t-1)	4.3	4.2	4.2	4.1	4.4	4.6	4.5
% des revenus	9.4	8.9	9.1	8.9	9.4	9.7	9.6
Total des dépenses	280.4	293.2	304.8	314.4	327.3	336.7	346.1
% de variation	1.3	4.5	4.0	3.2	4.1	2.9	2.8
% du PIB	12.9	14.7	15.2	15.4	15.7	15.9	16.2
Solde budgétaire	1.9	-2.3	-19.4	-18.3	-20.5	-18.8	-16.8
% du PIB	0.1	-0.1	-1.0	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8
Dette fédérale	612.3	616.2	635.6	653.9	674.3	693.2	710.0
% du PIB	31.0	31.0	31.9	32.5	33.0	33.3	33.5

Sources : Ministère des Finances, Services économiques TD. Remarque : Les valeurs du PIB incluent un ajustement de 40 milliards de dollars.

Tableau 2. L'incorporation des promesses électorales entraîne un important déficit
SITUATION BUDGÉTAIRE DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL - Mise à jour de février + Promesses

(G\$ CA, sauf indication contraire)

Exercice	Courant	Projections des Services économiques TD					
	14-15	15-16	16-17	17-18	18-19	19-20	20-21
Recettes budgétaires	282.3	290.8	309.4	320.5	332.0	344.0	356.4
% de variation	3.9	3.0	6.4	3.6	3.6	3.6	3.6
% du PIB	14.3	14.6	15.4	15.6	15.9	16.2	16.7
Charges de programmes	253.8	267.4	312.2	324.1	333.3	340.8	350.7
% de variation	2.1	5.4	16.8	3.8	2.8	2.2	2.9
% du PIB	12.9	13.3	14.9	14.7	14.4	14.2	14.3
Service de la dette	26.6	25.8	25.9	26.6	30.0	33.6	34.5
% de variation	-5.7	-3.2	0.4	3.1	12.7	11.9	2.7
% de la dette (t-1)	4.3	4.2	4.2	4.1	4.4	4.8	4.7
% des revenus	9.4	8.9	8.4	8.3	9.0	9.8	9.7
Total des dépenses	280.4	293.2	338.1	350.8	363.4	374.4	385.2
% de variation	1.3	4.5	15.3	3.8	3.6	3.0	2.9
% du PIB	12.9	14.5	16.1	15.9	15.8	15.6	15.7
Solde budgétaire	1.9	-2.3	-28.7	-30.3	-31.3	-30.4	-28.8
% du PIB	0.1	-0.1	-1.4	-1.4	-1.4	-1.3	-1.2
Dette fédérale	612.3	616.2	644.9	675.1	706.5	736.8	765.6
% du PIB	31.0	31.0	32.4	33.5	34.4	35.3	36.1

Sources : Ministère des Finances, Services économiques TD. Remarque : Les valeurs du PIB incluent un ajustement de 40 milliards de dollars.

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.