

# ÉTUDE SPÉCIALE

## Services économiques TD



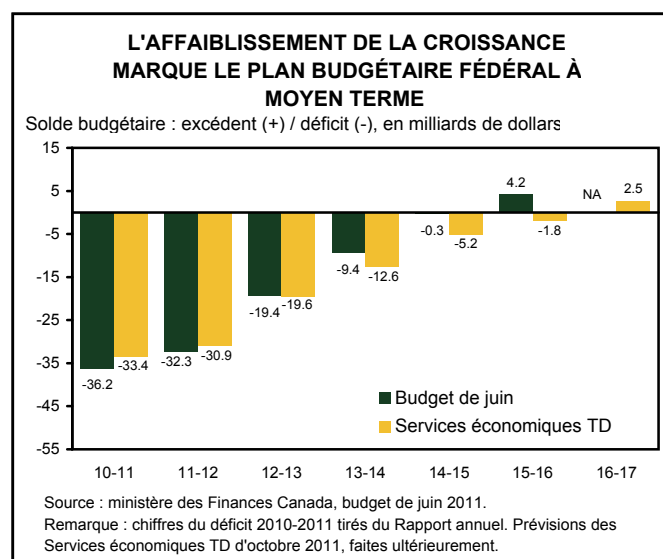
27 octobre 2011

### ANALYSE DU PLAN BUDGÉTAIRE FÉDÉRAL SUR FOND D'APPELS GRANDISSANTS À UN CHANGEMENT DE CAP

#### Faits saillants

- À moins de l'annonce de nouvelles mesures de compression budgétaire et en l'absence de toute nouvelle mesure en ce sens, le gouvernement fédéral risque de renouer avec l'équilibre budgétaire en 2016-2017, soit deux ans plus tard qu'initialement prévu.
- Toutefois, il n'est pas nécessaire d'ajouter d'autres mesures de compression budgétaire à celles déjà annoncées, puisque les déficits prévus pour les deux dernières années du calendrier révisé (de 0,1 à 0,3 % du PIB) sont de faible importance. Les investisseurs et les marchés devraient être rassurés par le fait qu'un plan à moyen terme visant un retour aux excédents est bien établi.
- Parce qu'il passe essentiellement par une limitation de la croissance des dépenses au titre de programmes annuels, le retour aux excédents s'avère une tâche extrêmement difficile. Compte tenu de l'incertitude actuelle, d'aucuns préféreraient que les compressions soient moins importantes, tandis que d'autres demandent une nouvelle série d'incitatifs financiers.
- À notre avis, l'adoption d'un autre plan d'action que le plan actuel devrait s'accompagner d'un certain resserrement des critères.

L'apparition des coloris de l'automne annonce la mise à jour budgétaire du gouvernement, à laquelle les analystes du budget dont nous faisons partie commencent à se préparer; la publication fédérale est d'ailleurs attendue dans les semaines à venir. Étape cruciale de la rédaction de ce document, la réunion d'économistes du secteur privé visant à commenter les hypothèses de planification économique s'est tenue lundi. Le secteur privé fait consensus autour d'une croissance économique canadienne plus modeste, en comparaison avec la situation qui prévalait en mars. À l'aide de nos propres données économiques révisées, nous analysons les conséquences de cette croissance plus modeste sur le plan budgétaire fédéral. Selon les prévisions des Services économiques TD, l'élimination du déficit fédéral se fera en 2016-2017, deux ans plus tard que prévu dans les engagements actuels du gouvernement (2014-2015). Cependant, le retard par rapport au calendrier ne devrait pas 1) faire déclencher de signal d'alarme ni 2) entraîner l'application de mesures de compression budgétaire plus musclées que celles déjà établies. Aucune de ces deux réactions irréfléchies semble justifiée, les déficits pour 2014-2015 et 2015-2016 ne s'élevant qu'à 0,3 % et à 0,1 % du PIB, respectivement. Qui plus est, le montant de la dette supplémentaire qu'entraîne la révision du calendrier est négligeable en comparaison de la taille de



l'économie canadienne.

En raison des craintes redoublées d'une récession mondiale à double creux, des discussions ont cours depuis deux semaines dans le sens d'un allègement des compressions des dépenses publiques fédérales. Certains ont poussé la discussion plus loin, allant jusqu'à demander l'ajout d'autres incitatifs financiers afin d'aider à dynamiser la reprise économique. Les immanquables coûts liés aux incitatifs et aux avantages qui ne dureront qu'un temps appellent un resserrement des critères de toute aide additionnelle.

### Les prévisions d'une faible croissance économique compliquent la problématique budgétaire

À l'occasion de la prochaine mise à jour fédérale cet automne, le gouvernement révisera son plan budgétaire pour tenir compte des prévisions consensuelles formulées par le secteur privé. Les hypothèses concernant la croissance économique sont beaucoup plus modestes à court terme que les données ne le laissent entendre lors des budgets de mars et de juin. Le diagramme de droite en donne un exemple évident, illustré par les données budgétaires, nos prévisions actuelles et les résultats du sondage consensuel de septembre 2011 mené auprès d'économistes du secteur privé.

À l'aide de données économiques révisées, nous faisons le point sur les prévisions en lien avec le budget fédéral dans son état actuel, c'est-à-dire en posant comme prémisse l'application, en leur état, des politiques en vigueur, des promesses énoncées dans le programme et des annonces budgétaires.

Pour produire ces pronostics, nous avons retenu les prévisions des Services économiques TD au lieu des résultats du sondage consensuel, et ce, pour deux raisons. La première est que, ces dernières années, le gouvernement fédéral a soustrait quelque 10 milliards de dollars des prévisions consensuelles du PIB nominal afin que son plan budgétaire tienne compte de chiffres plus prudents. Rien ne nous porte à croire qu'il changera sa façon de faire. Pareil calcul devrait faire correspondre les hypothèses de planification budgétaire à nos prévisions. La deuxième raison est que nous adhérons à nos prévisions de croissance économique et que, selon nous, les chiffres font un juste équilibre entre les risques de détérioration de la situation et les risques d'amélioration inclus dans nos prévisions.

#### Un bon point de départ pour le plan budgétaire

Dans le Rapport annuel du gouvernement publié plus tôt ce mois-ci, nous avons appris que le montant du déficit de

HYPOTHÈSES ÉCONOMIQUES* POUR LE CANADA					
Variation annuelle en % (sauf indication contraire)					
Année civile	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PIB réel</b>					
Budget de juin 2011	2.9	2.8	2.7	2.5	2.5
Services économiques TD*	2.2	1.9	2.6	2.4	2.3
Consensus du sect. privé**	2.2	2.1	2.5	2.5	2.5
<b>PIB nominal</b>					
Budget de juin 2011	5.8	5.0	4.9	4.5	4.5
Services économiques TD*	5.1	3.4	4.5	4.3	4.2
Consensus du sect. privé**	5.3	4.1	4.5	4.5	4.5
<b>PIB nominal (en milliards de dollars)</b>					
Budget de juin 2011	1,719	1,804	1,893	1,979	2,068
Budget de juin 2011 (hypothèses selon le plan)	1,709	1,794	1,883	1,969	2,058
Services économiques TD*	1,708	1,766	1,844	1,925	2,006
Consensus du sect. privé**	1,711	1,781	1,861	1,945	2,032
<b>Taux de chômage</b>					
Budget de juin 2011	7.5	7.2	7.0	6.7	6.5
Services économiques TD*	7.5	7.4	7.1	7.0	6.7
Consensus du sect. privé**	7.5	7.2	7.0	6.8	6.6
<b>Taux des bons du Trésor à 3 mois</b>					
Budget de juin 2011	1.3	2.5	3.4	3.9	4.1
Services économiques TD*	0.9	0.9	2.0	3.6	3.8
Consensus du sect. privé**	0.9	1.2	2.0	2.9	3.5
<b>Rendement des obligations d'État de 10 ans</b>					
Budget de juin 2011	3.5	4.0	4.6	4.8	5.0
Services économiques TD*	2.6	2.8	3.7	4.5	4.8
Consensus du sect. privé**	2.8	2.7	3.2	3.9	4.5

\* Min. des Finances Canada, budget de juin 2011. \* En date d'octobre 2011. \*\* Sondage du min. des Finances Canada mené auprès d'économistes du secteur privé en sept. 2011.

2010-2011 inscrit dans les livres comptables s'établissait à 33,4 milliards de dollars. Il s'agit d'un chiffre définitif qui est inférieur de 2,8 milliards de dollars au montant prévu dans le budget de juin, ce qui n'est pas rien. Une amélioration des recettes a été notée, les coffres de l'État étant garnis de 1,5 milliard de dollars de plus que ce qui était prévu. Des dépenses de 1,2 milliard de dollars inférieures aux prévisions ont également contribué à la bonne santé des recettes; ces économies proviennent d'une réduction des transferts aux particuliers ainsi que de charges de programme directes inférieures à celles qui avaient été initialement prévues au plan.

L'amélioration notée en 2010-2011 est reportée prospectivement à l'exercice en cours, de sorte que nous nous attendons à ce qu'une somme de 1,4 milliard de dollars soit retranchée du montant du déficit. Pour expliquer ce résultat que nous projetons, commençons par dresser le profil des recettes. Les chiffres que nous avançons pour la croissance en 2011 du PIB, tant réel que nominal, sont légèrement inférieurs à ceux présentés dans le budget de juin. Toutefois, le niveau du PIB nominal, qui peut donner une idée de l'assiette fiscale générale, demeure le même dans les deux séries de prévisions. Il s'ensuit que les recettes sont présumées cor-

respondre généralement aux estimations indiquées dans le budget de juin 2011.

Le rapport annuel de 2010-2011 révèle que les dépenses étaient inférieures de 1,2 milliard de dollars aux chiffres du budget de juin. Les renseignements fournis ne permettent pas de savoir si ces économies avaient un caractère permanent. Par mesure de prudence, nous avons pris pour hypothèse dans nos prévisions que seulement 50 % de ces économies (620 millions de dollars) feraient l'objet d'un report prospectif chaque année. Des frais de service de la dette moins élevés que ceux prévus au budget de juin ont permis d'alléger de 500 millions de dollars le déficit de l'exercice en cours.

#### *Le plan à moyen terme encaisse le coup du ralentissement économique*

Bien que les nouvelles s'annoncent plutôt bonnes pour 2011-2012, il n'en va pas de même pour le plan budgétaire à moyen terme. Pour bien en comprendre les raisons, nous nous penchons d'abord sur nos hypothèses de croissance

économique. Des risques plus marqués, principalement d'origine étrangère, nous ont amenés à abaisser sensiblement nos prévisions de croissance du PIB en 2012 et en 2013. Pour 2012, nous prévoyons une croissance du PIB nominal de 1,6 point de pourcentage (pdp) inférieure au chiffre prévu dans le budget. Si notre prévision s'avère exacte, elle privera les coffres de l'État de quelque 3 milliards de dollars. La croissance inférieure du PIB nominal que nous prévoyons par rapport au budget se poursuit en 2013-2015, mais l'écart se rétrécit à une valeur située environ entre 0,2 et 0,4 pdp. Comme les déficits sont cumulatifs par nature, leur succession produira un manque à gagner de 8 milliards de dollars en 2015-2016.

Pour ce qui est des dépenses de programme, nous disposons de peu d'informations, mises à part les données rendues publiques, pour vérifier si les cibles rigoureuses seront atteintes. Nous savons par contre qu'un Examen stratégique et fonctionnel est actuellement en cours avec pour objectif de définir les domaines où des économies sont réalisables

SITUATION FINANCIÈRE DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL											
(en milliards de dollars canadiens, sauf indication contraire)											
Exercice	Réelle					Prévisions - Services économiques TD					
	2006-07	2007-08	2008-09	2009-10	2010-11	2011-12	2012-13	2013-14	2014-15	2015-16	2016-17
<b>Recettes budgétaires</b>	<b>236.0</b>	<b>242.4</b>	<b>233.1</b>	<b>218.6</b>	<b>237.1</b>	<b>249.3</b>	<b>261.3</b>	<b>274.8</b>	<b>289.3</b>	<b>301.5</b>	<b>314.2</b>
Variation en %	6.2	2.7	-3.8	-6.2	8.5	5.2	4.8	5.2	5.3	4.2	4.2
% du PIB	16.3	15.8	14.6	14.3	14.6	14.6	14.8	14.9	15.0	15.0	15.0
<b>Dépenses des prog.</b>	<b>188.3</b>	<b>199.5</b>	<b>207.9</b>	<b>244.8</b>	<b>239.6</b>	<b>247.8</b>	<b>246.7</b>	<b>251.4</b>	<b>257.1</b>	<b>265.0</b>	<b>273.2</b>
Variation en %	7.5	6.0	4.2	17.8	-2.1	3.4	-0.4	1.9	2.3	3.1	3.1
% du PIB	13.0	13.0	13.0	16.0	14.8	14.5	14.0	13.6	13.4	13.2	13.1
<b>Frais dette publique</b>	<b>33.9</b>	<b>33.3</b>	<b>31.0</b>	<b>29.4</b>	<b>30.9</b>	<b>32.5</b>	<b>34.3</b>	<b>36.1</b>	<b>37.4</b>	<b>38.4</b>	<b>38.5</b>
Variation en %	0.5	-1.8	-7.0	-5.1	5.1	5.1	5.6	5.1	3.8	2.5	0.3
% de la dette (t-1)	7.0	7.1	6.8	6.3	6.0	5.9	5.9	6.0	6.1	6.2	6.2
% des recettes	14.4	13.7	13.3	13.5	13.0	13.2	13.4	13.5	13.5	13.6	13.7
<b>Total dépenses</b>	<b>222.2</b>	<b>232.8</b>	<b>238.8</b>	<b>274.2</b>	<b>270.5</b>	<b>280.2</b>	<b>281.0</b>	<b>287.4</b>	<b>294.5</b>	<b>303.3</b>	<b>311.7</b>
Variation en %	6.3	4.8	2.6	14.8	-1.3	3.6	0.3	2.3	2.5	3.0	2.7
% du PIB	15.3	15.2	14.9	18.0	16.7	16.4	15.9	15.6	15.3	15.1	14.9
<b>Solde budgétaire</b>	<b>13.8</b>	<b>9.6</b>	<b>-5.8</b>	<b>-55.6</b>	<b>-33.4</b>	<b>-30.9</b>	<b>-19.6</b>	<b>-12.6</b>	<b>-5.2</b>	<b>-1.8</b>	<b>2.5</b>
% du PIB	0.9	0.6	-0.4	-3.6	-2.1	-1.8	-1.1	-0.7	-0.3	-0.1	0.1
<b>Dette fédérale*</b>	<b>467.3</b>	<b>457.7</b>	<b>463.4</b>	<b>519.1</b>	<b>550.3</b>	<b>581.2</b>	<b>600.9</b>	<b>613.5</b>	<b>618.7</b>	<b>620.5</b>	<b>618.0</b>
% du PIB	32.2	29.9	29.0	34.0	33.9	34.0	34.0	33.3	32.1	30.9	29.6
<b>Prévisions - Budget fédéral de juin 2011</b>											
Recettes budgétaires	236.0	242.4	233.1	218.6	235.6	249.1	264.4	281.2	296.8	309.2	NA
Variation en %	6.2	2.7	-3.8	-6.2	7.8	5.7	6.1	6.4	5.5	4.2	NA
Total des dépenses	222.2	232.8	238.8	274.2	271.7	281.4	283.8	290.7	297.2	305.0	NA
Variation en %	6.3	4.8	2.6	14.8	-0.9	3.6	0.9	2.4	2.2	2.6	NA
<b>Solde budgétaire</b>	<b>13.8</b>	<b>9.6</b>	<b>-5.8</b>	<b>-55.6</b>	<b>-36.2</b>	<b>-32.3</b>	<b>-19.4</b>	<b>-9.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>4.2</b>	NA
% du PIB	0.9	0.6	-0.4	-3.6	-2.2	-1.9	-1.1	-0.5	0.0	0.2	NA
<b>Dette fédérale*</b>	<b>467.3</b>	<b>457.6</b>	<b>463.7</b>	<b>519.1</b>	<b>553.1</b>	<b>585.4</b>	<b>604.8</b>	<b>614.2</b>	<b>614.5</b>	<b>610.3</b>	NA
% du PIB	32.2	29.9	29.0	34.0	34.1	34.4	33.7	32.6	31.2	29.7	NA

\* Déficit accumulés. Source : ministère des Finances du Canada. Prévisions des Services économiques d'octobre 2011.

sur le plan administratif. Selon le document du programme du Parti conservateur, des économies de 11 milliards de dollars sur quatre ans ont été inscrites au plan budgétaire sans plus de détail. Nul doute qu'il sera difficile de dégager des économies d'une telle ampleur. Bien au fait de la difficulté d'un tel exercice et sans disposer d'information à l'effet contraire, nous avons pris en compte des dépenses de programme identiques à celles incluses dans le budget. Toutefois, comme nous l'avons expliqué précédemment, nous avons soustrait 600 millions de dollars des chiffres annuels afin de rendre compte des économies permanentes estimatives réalisées en 2010-11.

En ce qui touche les frais de service de la dette, nous avons tenu compte de 2,3 milliards de dollars d'économies cumulatives sur cinq ans dans nos perspectives budgétaires. Cette économie de dépenses devrait être rendue possible par le contexte prévu de faibles taux d'intérêt sur une période prolongée.

#### *Mettre les résultats en perspective*

Lorsque nous combinons les colonnes recettes et dépenses dans l'établissement de nos pronostics, nous mettons en lumière le solde budgétaire et son incidence sur la dette fédérale. Ce faisant, nous arrivons à la conclusion que le gouvernement fédéral ne pourra plus renouer avec les excédents en 2014-2015. Ce scénario se réalisera plutôt deux années plus tard, en 2016-2017. Cette prolongation du déficit alourdira la dette publique (5,6 milliards de dollars s'ajouteront à la dette sur cinq ans) par rapport aux prévisions de départ.

Bien que le calendrier initial de réduction du déficit ne sera sans doute pas respecté, sauf en cas d'adoption de mesures supplémentaires, les marchés ne devraient pas trop s'inquiéter de la tournure des événements pour les raisons suivantes.

- L'engagement envers un retour des excédents budgétaires au terme de cinq ans semble assuré. Cette progression graduelle sur plusieurs années colle dans une très grande mesure au plan déjà établi.
- Reportée sur la taille de l'économie, l'importance du déficit au cours des deux dernières années du plan de réduction est négligeable (de 0,1 à 0,3 % du PIB). Mises en contexte, ces proportions semblent très petites comparativement aux chiffres enregistrés au plus fort de la récession (3,6 % en 2009-2010).
- Exprimé en pourcentage du PIB, le niveau de la dette

fédérale devrait diminuer à moyen terme. Les 5,6 milliards de dollars en dette supplémentaire qui ont été intégrés au plan compliqueront assurément la situation, mais ce montant est faible en comparaison de la taille de l'économie canadienne, de 1,5 billion de dollars.

- Les perspectives de croissance établies par les Services économiques TD sont inférieures à la moyenne des prévisions consensuelles. Pour mémoire, le gouvernement utilise le PIB nominal lorsqu'il établit les prévisions de ses recettes. Si le PIB nominal venait à atteindre 10 milliards de dollars de plus que nos prévisions, le gouvernement respecterait alors son objectif de 2014-2015.

Les risques exposés jusqu'ici avaient trait à une détérioration de la situation. Il existe également des chances d'amélioration de la situation. Si les taux d'intérêt persistaient à être faibles, notamment, les dépenses des consommateurs augmenteraient au cours des années à venir de manière plus marquée que nous ne le prévoyons actuellement dans notre scénario de base. Cette possible amélioration de la situation, si elle se produisait, ferait hausser les recettes tirées de la TPS et de l'impôt sur le revenu des sociétés, pour le grand bien des coffres de l'État.

#### **Le prix d'un changement de cap**

Dans un contexte déjà difficile de compression des dépenses et sur fond de risques croissants liés à la détérioration de la situation, l'orientation que prendra le plan budgétaire a suscité beaucoup de débats ces dernières semaines. En réaction aux appels entendus, le ministre des Finances, M. Flaherty, a affirmé que le gouvernement se devait de rester flexible, mais que les engagements budgétaires devaient demeurer inchangés. Son message conforte les Canadiens quant à l'existence d'un plan prudent et responsable sur le plan financier qui tient compte par ailleurs des événements à l'extérieur du pays.

Si la conjoncture devait subitement empirer par rapport à la situation actuelle, des pressions intensifiées pourraient inciter le gouvernement à changer de cap, soit par la mise en œuvre de nouveaux incitatifs temporaires ou par un ralentissement du rythme des compressions. Si ce scénario se produisait, il faudrait peser les avantages à court terme de ces mesures et leurs coûts à long terme. À retenir parmi les principaux risques et coûts :

- L'augmentation de l'endettement se traduit par des paiements d'intérêts plus élevés. Ces coûts nuisent à

la capacité du gouvernement de faire face à la hausse croissante des dépenses liées au vieillissement, comme les soins de santé, les prestations de pension de l'État et les prestations aux aînés.

- En cas de déviation marquée du plan budgétaire, la cote de crédit AAA du gouvernement risquerait d'être remise en question. Un accroissement des frais de service de la dette, en sus d'une hausse de l'endettement, pourrait être une des conséquences d'une éventuelle décote.
- Les situations qu'ont connues certains pays, dont le Canada dans les années 1990, montrent à quel point les déficits peuvent rapidement déraiser. Ces exemples indiquent qu'une crise budgétaire peut se transformer en crise économique, si les investisseurs perdent confiance dans la capacité du gouvernement à bien tenir les cordons de la bourse.
- Un changement de cap peut également faire diminuer la confiance des ménages et des investisseurs. D'ailleurs, la grande incertitude entourant les politiques en matière

d'impôt et de dépenses aux États-Unis est l'une des raisons pour lesquelles les entreprises américaines se gardent d'investir.

### En conclusion

Les prévisionnistes du secteur privé s'entendent pour dire que le Canada connaîtra une croissance modeste au cours des prochaines années. Reste que, si la reprise économique mondiale venait à mal tourner, le gouvernement fédéral pourrait devoir composer avec des pressions croissantes en faveur d'une stimulation de l'économie. Si le gouvernement décide d'aller dans ce sens, il faudra placer la barre haut, compte tenu des coûts énormes et des risques inhérents associés à un changement de cap à mi-parcours.

Dans une analyse de *Perspective* publiée aujourd'hui, notre économiste en chef, Craig Alexander, soutient que le moment n'est pas propice à des incitatifs financiers au Canada. Tout de même, si les autorités restaient sourdes à ce conseil, toute nouvelle mesure devrait être à tout le moins ciblée et limitée.

**Derek Burleton**  
*Vice-président et*  
*économiste en chef adjoint*  
416-982-2514

**Sonya Gulati**  
*Économiste*  
416-982-8063

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD à l'intention des clients du Groupe Banque TD. Il est produit à titre informatif seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Il ne vise pas à communiquer de 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 le rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, le 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 inhérents et à une incertitude. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et divisions 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.