

RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIE



VALEURS MOBILIÈRES
BANQUE LAURENTIENNE

26 April 2021

Sébastien Lavoie,
Économiste en chef
LavoieS@vmbml.ca
514 350-2931

Dominique Lapointe, CFA,
Économiste principal
LapointeD@vmbml.ca
514 350-2924

Budget fédéral 2021 – Soutien accru face à la pandémie et changements à la gestion de la dette

La ministre des Finances, Chrystia Freeland, a présenté le 21 avril le premier budget fédéral en plus de deux ans. Depuis quelque temps, nous avons l'habitude de dire que 2021 et 2022 seraient des années de reprise fondée sur la consommation. Maintenant, nous pouvons aussi miser sur une reprise soutenue par le gouvernement fédéral. Premièrement, les programmes de soutien d'urgence sont prolongés pour les particuliers et entreprises qui subissent encore les contrecoups de la pandémie. Deuxièmement, le budget de 2021 prévoit plusieurs mesures incitatives pour favoriser une reprise économique inclusive et accroître le PIB potentiel, surtout avec le programme national de garde d'enfants. Somme toute, le raffermissement de l'économie contribuera à réduire le déficit cyclique. Par contre, la détérioration à long terme des finances publiques est inévitable : le ratio de la dette au PIB restera près de 50 % pour au moins les cinq prochaines années. Cette montée en flèche de la dette publique causée par la pandémie mène une refonte majeure de la stratégie de gestion de la dette qui n'est pas passé inaperçue sur le marché obligataire, à savoir la décision d'émettre un volume relativement plus élevé d'obligations d'échéance 10 ans et à 30 ans afin de protéger les finances publiques du risque de refinancement à des taux d'intérêt potentiellement plus élevé.

Plus de 100 G\$ pour la fin de la pandémie et favoriser la reprise

La reprise a été inégale jusqu'à maintenant, surtout si l'on se fie aux développements sur le marché du travail qui guident en partie l'action du gouvernement fédéral. Par exemple, en date de mars 2021, le taux d'emploi et le nombre total d'heures travaillées n'étaient que de 1,3 % et de 1,2 % inférieurs aux niveaux d'avant la pandémie. Par contre, le chômage chez les jeunes et le travail à temps partiel involontaire demeurent élevés. Cette reprise incomplète explique en partie la décision du gouvernement fédéral de dépenser 145 G\$ de plus pour des mesures d'aide au cours des cinq prochaines années (montant qui représente la somme des mesures du budget de 2021 et de la mise à jour de l'automne 2020). En 2021-2022, la majeure partie des nouvelles dépenses de programme se rapportent aux mesures de soutien à court terme liées à la pandémie (27 G\$). Les programmes d'urgence ne prendront pas fin en juin. Le gouvernement fédéral prolonge la Subvention salariale d'urgence du Canada jusqu'en septembre, mais le paiement hebdomadaire diminuera au fil du temps. La Prestation canadienne de la relance économique est prolongée de 12 semaines, mais à compter de la mi-juillet, les demandeurs recevront 300 \$ par semaine au lieu de 500 \$. L'assurance-emploi, la Subvention d'urgence du Canada pour le loyer et la mesure de soutien en cas de confinement sont également prolongées. Le gouvernement précise, dans le document budgétaire, que les programmes d'urgence seront à nouveau prolongés si jamais la pandémie s'aggrave.

La politique phare de ce budget concerne la mise en place d'un programme national de garde d'enfants. Celui-ci vise entre autres à réduire de moitié les frais de garde d'enfants d'ici 2022 et à plafonner les frais quotidiens à 10 \$ d'ici 2026, hors Québec. La mise en œuvre de ce plan ambitieux coûtera 30 G\$ sur cinq ans, auxquels s'ajoutent des frais de fonctionnement permanents de 8,3 G\$ par année. La prochaine grande étape sera une discussion sur les nouveaux transferts fédéraux pour la garde d'enfants avec les provinces.



Plusieurs études démontrent le succès du programme québécois depuis une vingtaine d'années : le taux d'activité supérieur des femmes génère plus de recettes fiscales que n'en coûte le fonctionnement du programme de services de garde. Le budget fédéral contient trop de politiques ciblées pour les citer toutes, mais nous avons relevé plusieurs incitatifs fiscaux pour amener les entreprises à adopter des technologies propres en vue d'atteindre la carboneutralité d'ici 2050. En fin de compte, le temps nous dira si la panoplie de nouvelles dépenses annoncées se traduira par la création de quelque 300 000 emplois par année et une croissance de 2 % du PIB réel, comme il est mentionné dans le document du budget.

Aucune hausse d'impôt en vue

Ce budget compte des dépenses totales de 498 G\$ pour l'exercice 2021-2022, soit 21 % du PIB. En comparaison, les recettes totales prévues sont évaluées à 355 G\$, soit 15 % du PIB. Le gouvernement du Canada utilise les prévisions économiques moyennes du secteur privé pour établir les perspectives de recettes fiscales. Le PIB réel devrait bondir de 5,8 % en 2021 et de 4,0 % en 2022. Ainsi, toutes les catégories de recettes fiscales dépasseront les niveaux pré-pandémiques à l'exercice 2021-2022, portées principalement par l'impôt, le revenu des particuliers et la TPS, du fait de l'amélioration inhabituelle du revenu des ménages au cours de la présente récession et de la confiance des consommateurs qui espèrent dépenser en partie leurs excédents d'épargne dans les prochains trimestres.

Le budget de 2021 ne prévoit aucune modification importante aux taxes et taux d'imposition. L'introduction d'une taxe sur les services numériques de 3 % à compter du 1^{er} janvier 2022 devrait permettre d'engranger 3,4 G\$ sur cinq ans. Ottawa est prêt à agir seul même si les pays de l'OCDE ne parviennent pas à un accord multilatéral sur ce sujet. Ceux-ci n'ont pas réussi à s'entendre l'automne dernier, mais d'autres discussions sont prévues dans les prochains mois. De plus, une taxe de luxe sur des articles comme des voitures de luxe ou des bateaux et aéronefs à usage personnel augmentera les recettes d'environ 0,6 G\$ sur cinq ans. Dans l'ensemble, le budget détaille des mesures fiscales annoncées précédemment qui devraient ajouter environ 8,3 G\$ en recettes sur cinq ans. Le climat fiscal pourrait davantage changer plus tard. Dans le budget, nous apprenons que le gouvernement fédéral consultera les importateurs, les exportateurs et les provinces au sujet d'un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières au cours des prochaines semaines. À notre avis, un tel mécanisme ne pourra être mis en œuvre qu'en concertation avec les États-Unis, l'Union européenne et les autres économies développées, afin d'éviter un désavantage concurrentiel.

La surchauffe immobilière n'est pas près de s'estomper : aucune mesure audacieuse annoncée

Le gouvernement instaurera une taxe nationale de 1 % sur la valeur des immeubles résidentiels vacants ou sous-utilisés appartenant à des non-résidents, à compter du 1^{er} janvier 2022. Cette mesure devrait ajouter 0,7 G\$ dans les coffres de l'État sur quatre ans. Certains investisseurs propriétaires de logements vides seront tentés de les louer, un comportement observé chez les propriétaires étrangers à l'arrivée de la taxe sur les logements inoccupés de 2 % en Colombie-Britannique. À notre avis, cette mesure ne suffira pas pour pallier l'insuffisance actuelle de l'offre de logements. Heureusement, les mises en chantier ont atteint un niveau record dans les six derniers mois et contribueront à rétablir un meilleur équilibre entre l'offre et la demande avec le temps. De toute évidence, rien dans ce budget ne permettra de changer la psychologie actuelle du marché de l'habitation : les attentes des Canadiens quant à l'augmentation du prix des maisons se situent à un sommet record selon l'Enquête sur les attentes des consommateurs de la Banque du Canada publiée la semaine dernière.

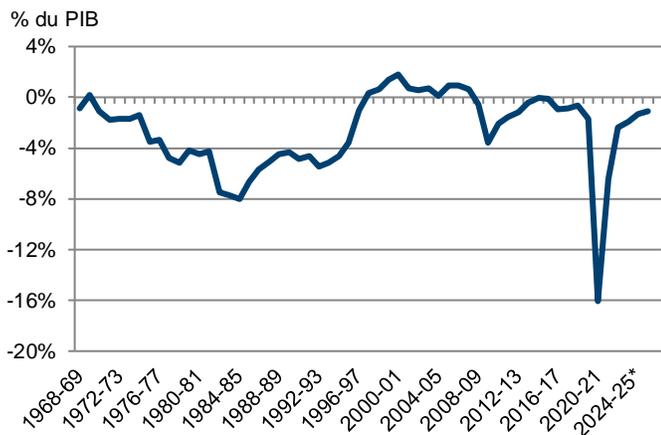
Déficit cyclique en baisse, déficit structurel persistant

Qu'en est-il du résultat final? La diminution progressive des programmes de soutien d'urgence et l'augmentation des recettes fiscales réduiront le déficit de plus de la moitié, soit de 354 G\$ en 2020-2021 (16,1 % du PIB) à 155 G\$ en 2021-2022 (6,4 % du PIB, graphique 1). Au cours de l'exercice 2022-2023, les charges de programmes diminuent encore plus et le déficit descendra à 60 G\$ (2,3 % du PIB). Les dépenses de programmes devraient croître à un rythme annuel environ moitié moindre que celui des recettes au fil du plan quinquennal proposé dans le budget (1,4 % contre 3,3 %).



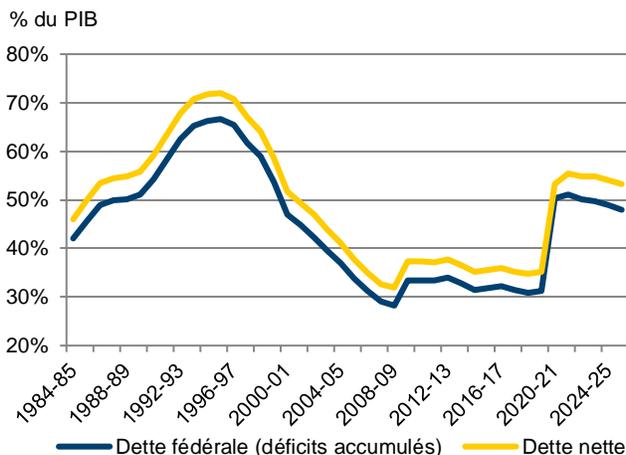


Graphique 1: Solde Budgétaire du gouvernement du Canada



Source: Gouvernement du Canada, Statistique Canada.

Graphique 2: Dette du gouvernement du Canada



Source: Gouvernement du Canada, Statistique Canada.

Le gouvernement n'a pas présenté de feuille de route pour éliminer le déficit de 31 G\$ de l'exercice 2025-2026, qui représente 1,1 % du PIB. Il utilise plutôt une cible budgétaire correspondant à une très lente diminution du ratio de la dette au PIB au fil du temps. Le niveau de la dette fédérale aura presque doublé en raison de la pandémie, passant de 721 G\$ avant la pandémie à 1 200 G\$ à l'exercice 2021-2022. Ainsi, le ratio de la dette au PIB atteindra son point le plus haut depuis le milieu des années 1990, à 55,4 %, au cours de l'exercice 2020-2021 (graphique 2). Il diminuera ensuite lentement, passant de 51,2 % à l'exercice 2021-2022 à 49,2 % quatre ans plus tard, une évolution qui se rapproche davantage d'une situation stable que d'une amélioration concrète. Cette cible budgétaire dénote une situation financière viable, sans pour autant être très bonne. Par conséquent, nous ne pouvons pas exclure la possibilité d'un déclasserement ou de l'attribution de perspectives de crédit négatives par les agences de crédit.

Investisseurs : Attendez-vous à beaucoup d'émissions d'obligations à long terme

L'utilisation des emprunts totalise 523 G\$ pour l'exercice 2021-2022, en baisse par rapport à 703 G\$ en 2020-2021. Les besoins financiers s'élèvent à 191 G\$ et se composent principalement du déficit de 155 G\$ de cette année et d'autres opérations non budgétaires comme l'évaluation des régimes de retraite et des rajustements comptables. Ces besoins seront financés par l'émission d'une combinaison de bons du Trésor (56 %) et d'obligations (44 %).

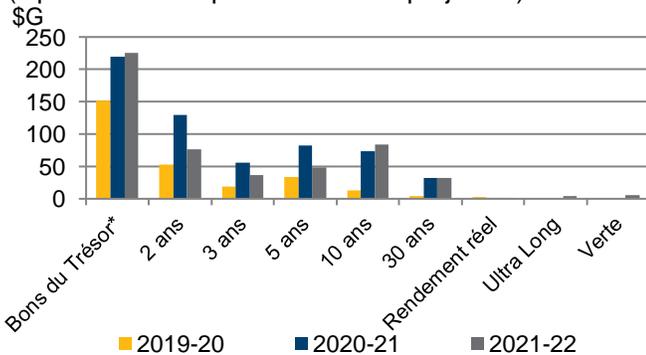
Le montant de bons du Trésor à la fin de l'exercice 2020-2021 est passé de 329 G\$ dans la mise à jour de l'automne 2020 à 219 G\$ dans le budget de 2021, car des montants moindres ont été reportés vers la fin de l'exercice. Pour la fin de 2021-2022, le gouvernement vise un montant record de 226 G\$ bons du Trésor. Les émissions obligataires devraient totaliser 286 G\$ en 2021-2022, en baisse par rapport aux 374 G\$ de l'exercice 2020-2021. La grande nouvelle pour le marché obligataire concerne la composition des émissions. Le nombre d'émissions ne sera pas inférieur à l'an passé dans tous les segments de la courbe. Le gouvernement fédéral réduira les émissions à deux ans, trois ans et cinq ans de 53 G\$ (-41 %), 20 G\$ (-36 %) et 34 G\$ (-41 %), respectivement. En parallèle, les émissions d'obligations d'une échéance 10 ans augmenteront de 10 G\$ pour atteindre 84 G\$, soit 37 % de l'ensemble du programme d'émissions obligataires. Somme toute, le contraste avec le programme de 2019-2020 est frappant, alors que les obligations 10 ans représentaient seulement 9 % du total des émissions. L'émission d'obligations 30 ans demeure à son sommet inégalé de 32 G\$ pour l'exercice 2021-2022. De plus, le gouvernement compte relancer des obligations à 50 ans qui arriveront à échéance en 2064, dans le cadre d'une émission de 4 G\$.





Compte tenu du niveau élevé de la dette publique dans les prochaines années, nous croyons comprendre que l'équipe de gestion de la dette du gouvernement fédéral a décidé d'atténuer le risque de refinancement à l'avenir. La mesure de sensibilité présentée dans le budget montre qu'une augmentation soutenue de 100 points de base de tous les taux d'intérêt ferait diminuer le solde budgétaire de 1 G\$ la première année et de près de 4,5 G\$ la cinquième année. Les frais de la dette publique devraient s'élever à 22 G\$ pour l'exercice 2021-2022, ou à 6,2 % en pourcentage des recettes. Selon les projections du scénario de référence, les frais de la dette publique demeureront gérables, à moins de 10 %, au fil du temps. Privilégier l'émission d'obligations à 10 ans, à longue échéance et à très longue échéance portera à 8 ans le terme moyen au cours des trois prochaines années, soit la moyenne la plus longue depuis plus de 40 ans. En comparaison, la moyenne historique observée entre 1981 et 2020 était de 5,9 ans au Canada. De l'autre côté de la frontière, le terme moyen des obligations fédérales américaines se situait aux environs de 5 ans à la fin de 2020. Dans ces nouvelles conditions, les participants au marché ne s'étonneront pas que la BdC annonce une réduction progressive de l'assouplissement quantitatif. La teneur de la réduction ne devrait pas être influencée par la préférence du gouvernement pour l'émission d'obligations à plus long terme puisque la BdC a expliqué que l'assouplissement quantitatif a pour principal objectif l'atteinte de bas taux de financement pour les ménages et les entreprises. En conséquence, des courbes 5 ans-30 ans et 2 ans-30 ans plus accentuées semblent raisonnables.

Chart 3: Stratégie de gestion de la dette
(Opérations d'emprunts réelles et projetées)



* Encours estimé à la fin de la période.

Pour terminer, mentionnons l'annonce officielle d'une émission inaugurale d'obligations vertes d'État de 5 G\$ pour l'exercice 2021-2022, sous réserve des conditions favorables du marché. Un cadre des obligations vertes, à venir dans les prochains mois, précisera l'utilisation admissible des produits dans des infrastructures vertes, des innovations technologiques et des initiatives de conservation de la nature, entre autres. Le gouvernement envisagera également la possibilité d'une émission d'obligations sociales, probablement pour l'exercice 2022-2023. Dans ce dernier cas, la réduction de l'itinérance et le financement du programme national de garde d'enfants pourraient figurer parmi les utilisations possibles des produits.

Sébastien Lavoie | Économiste en chef
514-350-2931 | lavoies@vmbi.ca

Dominique Lapointe, CFA | Économiste principal
514 350-2924 | lapointed@vmbi.ca

Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et si les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à toute autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents des placements ou opérations proposés. VMBL et l'auteur se déchargent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant au présent avis. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui y figurent, ne peut être ni distribué, ni publié, ni cité, ni reproduit, en totalité ou en partie, de quelque manière que ce soit, sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.

