

RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIE



BANQUE
LAURENTIENNE

10 avril 2023

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

Budget fédéral 2023 –

Détérioration modérée de la situation financière et changement dans la stratégie d'émission d'obligations

L'état des finances publiques fédérales s'est légèrement détérioré depuis la mise à jour semestrielle de l'automne dernier, à un moment où l'incertitude abonde et où l'économie nord-américaine s'approche de plus en plus d'une récession. Les perspectives quinquennales révèlent une légère augmentation des dépenses et une trajectoire légèrement moins favorable pour les revenus. Ces facteurs font en sorte que la position budgétaire contribue à nouveau à l'expansion économique et à nourrir l'inflation. En chiffres, soulignons la détérioration non négligeable de 10 milliards de dollars des déficits annuels pour les deux prochaines années par rapport à la mise à jour de l'automne. Par exemple, la projection du déficit de l'exercice 2023-2024 de 40 milliards de dollars s'avère presque identique au déficit de 43 G\$ enregistré pour l'exercice 2022-2023. Bref, il n'y a pas de progrès en vue à court terme pour la santé des finances publiques, si l'on considère la différence entre les dépenses et les recettes.

Les déficits proposés pour les deux prochaines années ne sont pas petits ni énormes. Ils sont assez importants, représentant plus de 1 % du produit intérieur brut (PIB) nominal. Ces déficits ne sont pas suffisamment faibles pour faire baisser le ratio de la dette nette par rapport au PIB nominal, caractéristique que les intervenants des marchés obligataires préfèrent habituellement voir lorsqu'ils cherchent des signes de viabilité budgétaire. Les plus optimistes constateront que ce ratio devrait rester dans la fourchette de 42 % à 44 % à moyen terme, ce qui est suffisant pour que le Canada maintienne son excellente cote de crédit AAA. D'autres remarqueront l'augmentation du service de la dette en raison de la hausse des taux d'intérêt. Les frais de la dette exprimés en pourcentage du PIB nominal grimperont en flèche, passant de la fourchette basse et serrée précédente (de 1,0 % à 1,1 %) pour atteindre 1,6 % au cours de l'exercice 2023-2024. Ce ratio de 1,6 % a été observé il y a longtemps, en 2011, avant le début de la période des taux très faibles des années 2010. Contrairement à plusieurs provinces qui ont récemment présenté leur budget, le gouvernement fédéral ne fournit pas de feuille de route pour atteindre l'équilibre budgétaire. Ottawa avait auparavant l'intention d'équilibrer le budget lors de l'exercice 2027-2028, selon la mise à jour de l'automne 2022, mais cette intention a été abandonnée dans le budget de 2023.

Émissions d'obligations à court terme privilégiées, les jours des Obligations hypothécaires possiblement comptés

Le gouvernement fédéral a sondé les prévisionnistes privés à la mi-février pour établir le scénario économique de référence, avant les tensions bancaires de la mi-mars. Dans l'ensemble, les hypothèses économiques utilisées sont prudentes, y compris une faible expansion du PIB réel canadien de 0,3 % en 2023. Comme nous l'avons souligné récemment dans d'autres réductions portant sur les budgets des provinces, la clé consiste à surveiller l'ampleur et la persistance d'un éventuel resserrement des conditions financières pour les particuliers et les entreprises afin d'évaluer les répercussions négatives sur l'économie nord-américaine. Dans le scénario économique pessimiste



proposé, le déficit annuel fédéral se détériore d'environ 7 milliards de dollars par année par rapport au scénario de référence, et le ratio de la dette nette par rapport au PIB nominal augmente à un rythme plus dynamique de 2 points de pourcentage au cours de l'exercice 2023-2024, pour s'établir en haut de 44 %.

Par conséquent, l'émission d'obligations du gouvernement du Canada évaluée à 172 milliards de dollars au cours de l'exercice 2023-2024 selon le scénario de référence pourrait finir par être plus élevée et s'approcher du total des obligations émises au cours de l'exercice 2022-2023 (185 milliards de dollars) si l'économie déçoit. Sur papier, le budget de 2023 propose une réduction modérée de 13 G\$ de l'offre d'obligations pour l'exercice 2023-2024 par rapport à l'exercice 2022-2023, sans s'approcher du faible niveau d'émission du gouvernement du Canada observé avant la pandémie (124 G\$ pour l'exercice 2019-2020).

La diminution proposée de 13 milliards de dollars des émissions du gouvernement du Canada est répartie de façon inégale sur la courbe de rendement. Le processus de normalisation après la pandémie fera baisser les émissions d'obligations à 10 ans et à longue échéance à 29 % du total. En revanche, les obligations à 2 ans et à 5 ans représenteront 71 % des émissions totales d'obligations au cours de l'exercice 2023-2024, une hausse qui les rapproche de la moyenne de 77 % sur 10 ans. L'échéance d'obligations à 3 ans prendra fin après deux dernières émissions au cours du premier trimestre de l'exercice 2023-2024, ce qui entraînera une importante réaffectation pour ce qui est des obligations à 2 ans et à 5 ans. Pour ces échéances, la hausse des émissions se chiffrera à 9 G\$ chacune. En particulier, les émissions d'obligations à 2 ans, qui devraient atteindre 76 milliards de dollars, représenteront la majeure partie des émissions totales du gouvernement du Canada, à 44 %. Cette concentration est exceptionnellement élevée, de loin la plus grande part en pourcentage observée au cours des cinq dernières années, dans l'ensemble de la courbe de rendement. Outre la baisse de 14 G\$ des émissions d'obligations à 3 ans par rapport à l'exercice 2022-2023, la deuxième baisse en importance (10 G\$) est attribuable aux émissions d'obligations à 10 ans. À 40 G\$, les émissions d'obligations à 10 ans seront à leur plus bas niveau depuis la fin de la pandémie et correspondront à la projection des émissions d'obligations à 5 ans de 40 milliards de dollars. Lors des deux années précédentes, les émissions d'obligations à 10 ans ont dépassé celles des obligations à 5 ans de 20 milliards de dollars. Bien que les jours des obligations à 3 ans soient comptés, les émissions dans le secteur des obligations à 30 ans deviendront rares, car le plan de gestion de la dette propose la plus petite émission annuelle après la pandémie, à hauteur de 10 milliards de dollars. De plus, les observateurs du marché prendront note de la plus importante émission de bons du Trésor à ce jour : 242 milliards de dollars au cours de l'exercice 2023-2024, soit un montant plus élevé que pendant la pandémie (219 G\$ au cours de l'exercice 2020-2021).

Pour les intervenants du marché, la plus grande surprise est venue de la toute nouvelle idée d'Ottawa d'intégrer le programme des Obligations hypothécaires du Canada (OHC) de la SCHL à son programme d'émission : *« Toutefois, malgré la même cote de crédit, les OHC constituent une forme d'emprunt plus coûteux par rapport aux obligations régulières du gouvernement du Canada. Dans ce contexte, le regroupement des OHC dans le programme d'emprunt régulier du gouvernement du Canada représente une occasion de réduire les frais de la dette et de réinvestir les économies réalisées dans d'importants programmes de logements abordables. Le gouvernement prévoit entreprendre des consultations auprès des participants au marché sur la proposition de regrouper les obligations hypothécaires du Canada au sein du programme d'emprunt régulier du gouvernement, y compris sur un plan de mise en œuvre qui permettrait d'assurer un accès stable au financement hypothécaire. Le gouvernement fera le point sur cette question dans la mise à jour économique et budgétaire de l'automne. »* Si nous supposons une émission annuelle approximative d'OHC de 40 milliards de dollars, un transfert au programme du gouvernement du Canada augmenterait les émissions d'environ 30 %. De plus, si les OHC deviennent rares, cela pourrait favoriser indirectement le secteur des obligations provinciales.

En ce qui concerne le Programme des obligations vertes, « *le gouvernement demeure résolu à émettre régulièrement des obligations vertes* ». Cependant, la section sur la stratégie de gestion de la dette ne fait pas état d'un objectif minimal pour l'exercice 2023-2024. La première obligation à 7,5 ans de 5 milliards de dollars de mars 2022, à la fin de l'exercice 2021-2022, est la seule obligation verte émise pour le moment.

Mesures budgétaires clés – Le financement d'une économie verte entraîne des dépenses qui dépassent les hausses d'impôt

Au-delà des chiffres, examinons quelques-unes des principales politiques annoncées dans le budget de 2023.

- Ottawa élargit son soutien aux sources d'énergie renouvelable en réaction à la *Inflation Reduction Act* des États-Unis : le crédit d'impôt de 15 % à compter de l'exercice 2024-2025 facilitera les investissements liés à l'électricité propre, y compris les projets éoliens, solaires, hydroélectriques et nucléaires.
- Des fonds supplémentaires sont consacrés à l'amélioration et à l'accélération du processus réglementaire pour les investissements clés dans des projets d'énergie propre et de minéraux essentiels.
- Un régime national de soins dentaires pour les familles non assurées commencera plus tard en 2023. Il coûtera 13 G\$ sur cinq ans, soit presque le double de l'estimation initiale.
- Un impôt de 2 % sur les rachats d'actions de 1 million de dollars et plus deviendra réalité en janvier 2024.
- L'impôt minimum de remplacement pour les particuliers fortunés passera de 15 % à 20,5 % à compter de l'année d'imposition 2024.
- Une modification des règles fiscales applicables aux dividendes reçus après 2023 obligera les institutions financières à compter les dividendes reçus d'entreprises canadiennes comme un revenu d'entreprise.
- Les futurs acheteurs d'une première propriété pourront épargner 40 000 \$ dans un nouveau compte libre d'impôt, le compte d'épargne libre d'impôt pour l'achat d'une première propriété (CELIAPP). Cette mesure entrera en vigueur dans quelques jours, soit le 1^{er} avril.

En résumé, le fardeau fiscal à Ottawa s'alourdit légèrement. Cependant, les initiatives de dépenses, y compris le soutien d'une transition vers une économie plus verte, et les perspectives économiques plus modestes, pèsent davantage dans la balance, menant à une détérioration de la trajectoire des finances publiques fédérales au cours des cinq prochaines années. Avec près de 500 G\$ de dépenses prévues au cours de l'exercice 2023-2024, dépassant les revenus et créant ainsi un déficit assez important, la position budgétaire d'Ottawa demeure expansionniste et entre en conflit avec les efforts de la Banque du Canada visant à rétablir le contrôle des prix.

Sébastien Lavoie | Économiste en chef
514 213-4571 | LavoieS@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 dégagent 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, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière que ce soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.

