

ECONOMIC RESEARCH AND STRATEGY



LAURENTIAN BANK
SECURITIES

avril 25, 2022

Sébastien Lavoie,
Chief Economist
LavoieS@vmbml.ca
514 350-2931

Dominique Lapointe, CFA,
Senior Economist
LapointeD@vmbml.ca
514 350-2924

Budget fédéral de 2022 : Somme toute des perspectives budgétaires encourageantes

La ministre des Finances, Chrystia Freeland, a pu annoncer plusieurs mesures liées au logement, à la lutte contre les changements climatiques et à la défense nationale dans son deuxième budget grâce à une conjoncture économique plus favorable que prévu qui remplit les coffres d'Ottawa. En effet, les revenus ont bondi au cours de l'exercice 2021-2022 et devraient se maintenir au-dessus de leur tendance récente (15 % du PIB), stimulés par une solide reprise économique, la flambée des prix des produits de base et l'inflation de l'IPC à un sommet de trois décennies.

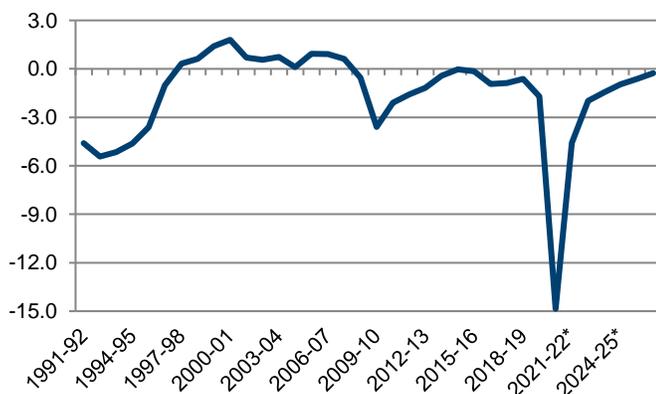
Dans l'ensemble, l'ajout de 30 G\$ de nouvelles dépenses sur cinq ans semble élevé, mais demeure inférieur aux dépenses antérieures liées à la COVID-19. Il apparaît pertinent de réduire l'assouplissement budgétaire, étant donné que l'économie canadienne tourne actuellement à plein régime. Les dépenses fédérales, qui ont atteint un sommet de 28 % du PIB au cours de l'exercice 2020-2021, sont retombées la zone plus responsable de 15 %, observée pendant la majeure partie des décennies 2000 et 2010.

Il est vrai que les finances publiques auraient pu s'approcher davantage de l'équilibre budgétaire à ce stade-ci, compte tenu des revenus tirés des produits de base et de l'étape actuelle du cycle économique. Cependant, des mesures s'imposent en ce qui a trait à l'accessibilité au logement, à l'invasion russe de l'Ukraine et aux changements climatiques. De plus, le gouvernement fédéral établit délibérément une limite de dépenses en faisant abstraction des 28 G\$ supplémentaires de transferts en santé demandés à répétition par les leaders provinciaux. Il a aussi laissé de côté le programme national d'assurance-médicaments, une importante dépense de l'ordre de quelque 25 G\$ sur cinq ans. Cela dit, il a signifié son intention d'adopter un projet de loi à ce sujet en 2023.

Dans l'ensemble, le déficit projeté de 53 G\$ pour l'exercice 2022-2023 (2,0 % du PIB) reflète une politique budgétaire fédérale encore légèrement expansionniste. La réduction graduelle des nouvelles dépenses et la revue des programmes devraient ramener le déficit à 0,3 % du PIB pour l'exercice 2026-2027 (graphique 1).

Graphique 1: Déficit projeté du gouvernement fédéral

% du PIB



Source: Gouvernement du Canada, VMBL Rech. écon. et stratégie.



Nouvelles politiques du logement pour faire face aux contraintes d'offre et de demande

Le logement accapare environ le tiers des nouvelles dépenses du budget. La mesure phare consiste en un compte d'épargne libre d'impôt pour l'achat d'une première propriété (CELIAPP). Ce nouvel instrument, qui entrera en vigueur en 2023, permettra d'économiser jusqu'à 40 000 \$, à utiliser pour l'achat d'une première maison. Les cotisations seront déductibles d'impôt, comme dans le cas d'un REER. Du fait de sa simplicité, le CELIAPP deviendra sans aucun doute plus populaire que le programme de prêts hypothécaires avec participation lancé en 2019 par le gouvernement. Selon une récente [note de la Banque du Canada](#), les accédants à la propriété comptent pour la moitié des acquisitions de logements. Le gouvernement a aussi doublé le crédit d'impôt pour l'achat d'une première habitation, qui passe à 10 000 \$, avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 2022. De plus, Ottawa propose d'interdire l'achat de propriétés par des étrangers pour deux ans. Selon [Statistique Canada](#), les non-résidents possèdent 3 % de toutes les propriétés résidentielles à Toronto, et 5 % à Vancouver. Par ailleurs, les investisseurs (nationaux et étrangers) comptent pour 19 % des achats de logements selon la Banque du Canada. Enfin, les profits tirés d'opérations d'achat-revente (*flip*) et de reventes rapides d'une propriété (c'est-à-dire moins de 12 mois après l'achat) seront désormais imposables à 100 %.

Du côté de l'offre, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) supervisera notamment un nouveau programme de *fonds pour accélérer les logements*. L'objectif est d'offrir des incitatifs souples aux municipalités afin d'accélérer la planification et la construction de logements. Le financement supplémentaire de l'*Initiative pour la création rapide de logements* de la SCHL vise aussi à accélérer la construction de logements sociaux. Dans l'ensemble, ces politiques relatives à l'offre sont nécessaires, mais elles seront entravées par des pénuries de main-d'œuvre et de matériaux. Par exemple, on prévoit une réduction de plus de 10 % de la production canadienne de bois d'œuvre cette année.

Parmi les autres mesures pour améliorer le niveau de vie des ménages, citons aussi le régime national de soins dentaires pour les enfants, au coût de 5,3 G\$ sur cinq ans pour la mise en place, et de 1,5 G\$ par année par la suite.

En plus du logement, les changements climatiques et les responsabilités militaires

L'invasion russe en Ukraine a incité plusieurs pays d'Europe à accroître leurs dépenses militaires. Le président Biden a d'ailleurs demandé récemment une augmentation de 4 % des dépenses militaires américaines. Ottawa prévoit de consacrer plus de 8 G\$ aux capacités des Forces armées canadiennes et à la cybersécurité afin de relever la défense nationale. Cet investissement important constitue un pas de plus vers l'atteinte de l'objectif de 2 % du PIB consacré à la défense, fixé par l'OTAN. Toutefois, selon nos calculs, à l'exercice 2026-2027, les dépenses en défense représenteront 1,3 % du PIB.

Le nouveau plan de réduction des émissions de gaz à effet de serre annoncé la semaine dernière par le gouvernement fédéral est soutenu par des incitatifs dans le budget de 2022 : installation de technologies de réduction des émissions dans les immeubles, aide à l'achat de véhicules zéro émission pour les entreprises, etc. Le budget de 2022 propose aussi, à compter de cette année, un crédit d'impôt de 50 % pour encourager les projets de captage, d'utilisation et de stockage du carbone (CUSC). C'est le secteur pétrolier de l'Alberta qui profitera le plus de ce crédit d'impôt à l'investissement pour le CUSC, mais d'autres industries, comme les cimenteries et les producteurs miniers, en bénéficieront aussi.

Modifications fiscales et revue des dépenses

En ce qui concerne les politiques fiscales, la plage de revenus dans laquelle le taux d'imposition favorable accordé aux petites entreprises (9%) est graduellement réduit sera modulé, passant de \$10-15M à \$10-50M. À partir de 50 M\$, le taux général d'imposition du revenu des sociétés de 15 % s'appliquera. Le budget de 2022 prévoit également un impôt ponctuel de 15 % sur le revenu imposable des banques et des compagnies d'assurance vie pour l'année d'imposition 2021, ainsi qu'une augmentation permanente de 1,5 % de leur taux d'imposition du revenu des sociétés (qui passe donc de 15 % à 16,5 %). En outre, le gouvernement fédéral prévoit d'examiner un nouveau régime fiscal minimal pour les contribuables à revenu élevé et d'apporter des changements en vue



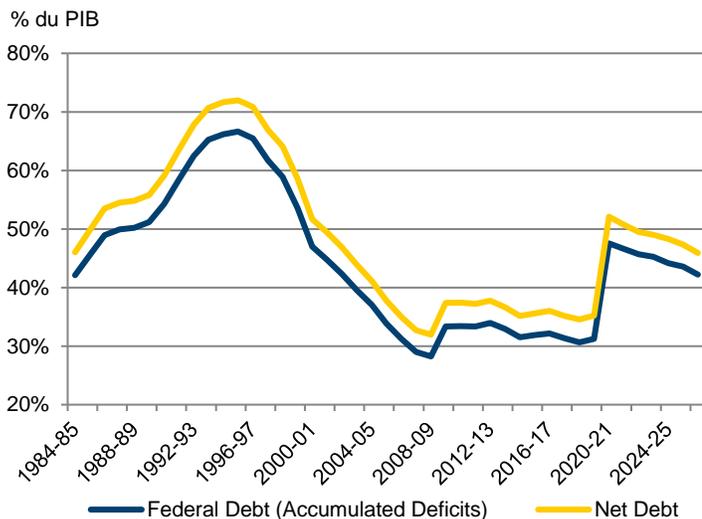


de limiter le recours des sociétés aux paradis fiscaux et aux échappatoires. Cet examen pourrait être annoncé dans la mise à jour financière de l'automne. On annonce aussi une révision stratégique des programmes de dépenses existants. L'objectif est d'économiser 6 G\$ sur cinq ans.

La question de la viabilité budgétaire

Le premier critère de la viabilité budgétaire, selon la [définition du directeur parlementaire du budget](#), est d'éviter que la dette en pourcentage du PIB augmente indéfiniment. À cet égard, la tendance à la baisse du ratio de la dette nette au PIB, passant de 52 % à 46 % de l'exercice 2022-2023 à l'exercice 2025-2026, indique une voie viable pour les finances publiques. Cela dit, il ne doit pas s'agir du seul critère pris en compte. Nous comprenons que les pertes financières subies par le gouvernement fédéral à l'exercice 2020-2021 pour offrir aux ménages, entreprises, provinces et municipalités l'aide nécessaire en lien avec la COVID-19 étaient justifiées, mais elles se sont traduites par une accumulation de dette considérable. De l'exercice 2018-2019 à l'exercice 2025-2026, la dette totale du gouvernement du Canada, dont la quasi-totalité porte intérêt, aura augmenté de 764 G\$, ou 64 %. Cette dette est une vulnérabilité sous l'effet des hausses de taux. Elle peut aussi représenter un fardeau qui, en accaparant une part importante des revenus, entravera la mise en œuvre des politiques publiques. Pour l'exercice 2025-2026, les frais de la dette publique, à 1,3 % du PIB et 8,4 % des recettes, devraient rester bas par rapport aux moyennes historiques. Quoi qu'il en soit, la probabilité d'un autre événement négatif idiosyncrasique entraînant d'importants déficits, comme un virus ou une guerre, a augmenté. Il est donc encore plus important d'établir des priorités pour les futures initiatives de dépenses et de respecter l'ancrage budgétaire établi, soit une diminution du ratio de la dette fédérale au PIB.

Graphique 2: Dette du gouvernement du Canada



Source: Gouvernement du Canada, VMBL Rech., écon. et stratégie.

Année de transition pour la Stratégie de gestion de la dette

Dans les deux dernières années, en vue de financer les dépenses record liées à la COVID-19 et de saisir l'occasion qu'offraient des taux d'intérêt historiquement bas, le ministère des Finances a orienté sa stratégie de gestion de la dette vers le financement à long-terme. Il en a résulté une augmentation sans précédent des émissions d'obligations à 10 ans et à 30 ans, ainsi que le retour des émissions d'obligation à 50 ans (à très longue échéance). La Stratégie de gestion de la dette de 2022-2023 conserve l'orientation à long terme, mais à un rythme réduit. Maintenant que la phase endémique semble se rapprocher et que les dépenses extraordinaires liées à la COVID-19 ne sont plus nécessaires, le gouvernement propose une stratégie de gestion de la dette qui s'affranchit de la très forte dépendance au financement de plus de 10 ans en réservant une plus grande part aux emprunts à





court terme. De plus, la progression rapide et marquée des taux obligataires au cours des huit derniers mois augmente la probabilité que, d'ici trois à sept ans, beaucoup d'obligations arrivent à échéance dans un contexte de faibles taux d'intérêt, ce qui réduirait la rentabilité visée en garantissant à long terme les taux d'intérêt actuels.

Obligations vertes au menu, pas d'obligations à rendement réel supplémentaires

En raison des besoins de refinancement élevés associés aux obligations (182 G\$), aux bons du Trésor (187 G\$) et du déficit annuel (53 G\$), le total des emprunts domestiques pour l'exercice 2022-2023 demeure élevé, soit 425 G\$ (dont un prélèvement en espèces de 28 G\$) contre 442 G\$ l'an dernier. Alors que la part des obligations à 3 ans et celle des obligations à 5 ans restent constantes à 11 % et 16 %, respectivement, celle des obligations à 2 ans est passée à 35 %, contre 26 % l'an dernier et 42 % avant la pandémie (tableau 1). Les émissions d'obligations à 10 ans et à 30 ans ont reculé pour s'établir respectivement à 25 % et 8 %, mais restent encore nettement plus élevées que lors de l'exercice 2019-2020. Au cours de l'exercice 2022-2023, le ministère des Finances a l'intention d'émettre l'équivalent de 4 G\$ d'obligations à très longue échéance qui arriveront à échéance en 2064, soit le même montant que l'an dernier. Le gouvernement planifie un programme d'obligations vertes de 5 G\$, bien que la Stratégie de gestion de la dette mentionne que la valeur, le moment et la teneur feront l'objet d'un examen plus poussé. Fait à noter, malgré les sommets d'inflation multigénérationnels, le programme d'obligations à rendement réel demeure à 1,0 G\$, potentiellement en fonction de la demande des investisseurs ou de la liquidité du marché.

Conclusion

Les perspectives financières se sont nettement améliorées depuis la mise à jour financière de décembre, malgré les importants défis qui ont mené le gouvernement fédéral à ajouter des milliards de dollars de nouvelles dépenses. C'est pourquoi d'autres initiatives, comme le financement supplémentaire en santé pour les provinces, un programme de croissance plus précis et un programme national d'assurance-médicaments, ont été laissées de côté.

En résumé, le budget de 2022 constitue un premier pas timide vers une responsabilité financière nécessaire afin de prévenir des tensions liées à la dette. Le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt et de ralentissement de l'économie ne laisse aucune marge d'erreur. Sinon, les déficits fédéraux risquent de gonfler au-delà de ce qu'envisagent les perspectives quinquennales et d'obliger le gouvernement à ajouter des dépenses structurelles, à augmenter les impôts ou à accepter des titres d'emprunt négociables supplémentaires.

Sébastien Lavoie | Économiste en chef
514 213-4571 | lavoies@vmbi.ca

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





Tableau 1: Stratégie de gestion de la dette

Maturité	2-ans	3-ans	5-ans	10-ans	30-ans	50-ans	Rendement		
							Verte	Réel	Total
2019-20	53.0	19.7	33.5	13.5	5.5	0.0	0.0	1.8	125.2
2020-21	129.0	56.0	82.0	74.0	32.0	0.0	0.0	1.0	374.0
2021-22	67.0	29.0	40.0	79.0	30.0	4.0	5.0	1.0	255.0
2022-23	74.0	24.0	34.0	54.0	16.0	4.0	5.0	1.0	212.0
Part du total									
2019-20	42%	16%	27%	11%	4%	0%	0%	1%	
2020-21	34%	15%	22%	20%	9%	0%	0%	0%	
2021-22	26%	11%	16%	31%	12%	2%	2%	0%	
2022-23	35%	11%	16%	25%	8%	2%	2%	0%	

Source: Ministère des Finances, VMBL Rech. Écon. Et Stratégie.

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.

