

Le Portrait économique et budgétaire fédéral canadien

UNE INTERVENTION RÉFLÉCHIE, MAIS TOUJOURS PAS DE PLAN DE REPRISE

- Le ministre fédéral des Finances a fait, aujourd'hui dans son Portrait économique et budgétaire fédéral, un premier tour d'horizon officiel du choc de la pandémie sur l'économie canadienne et sur les finances de l'État.
- Il trace ainsi un portrait morose — mais sans surprises — du PIB réel, appelé à plonger de 6,8 % en 2020 avant de rebondir de 5,5 % en 2021.
- Le gouvernement s'attend à engager un déficit de 15,9 % (343 G\$) en 2020; à lui seul, le choc sur les recettes de l'État explique près du tiers du déficit. Dans le même temps, la facture de 2020 pour les dépenses consacrées à la COVID-19 a encore grimpé à 230 G\$.
- Si la facture budgétaire a monté, c'est essentiellement parce que le programme de subventions salariales a presque doublé pour passer à 80 G\$, afin d'appuyer un programme « étendu et prolongé », dont les détails seront donnés plus tard dans l'été.
- La part de la dette dans le PIB devrait atteindre 49 % en 2020; le gouvernement est averse de précisions sur les plans qui suivront.
- Les décisions d'intérêt public plus difficiles sont essentiellement décalées, notamment l'évolution de la politique budgétaire dans le temps pour soutenir la reprise, dans le contexte d'un cadre à plus long terme pour maîtriser la dette.
- Dans l'ensemble, ce portrait ne comprend guère de surprises, à l'exception de l'accroissement de l'activité d'emprunt, qui devrait pentifier légèrement la courbe des rendements du Canada. Par ailleurs, les marchés feront probablement fi de la hausse du déficit.

« UN TRAVAIL D'INVENTIVITÉ ET D'IMAGINATION »

Le ministre des Finances du Canada a publié son premier bilan économique depuis le début de la COVID-19. Le budget inachevé de 2020 a été publié à la dernière minute à la fin de mars lorsqu'on a constaté qu'à l'évidence, la pandémie avait rendu désuets tous les plans et toutes les projections en l'espace de quelques semaines. Depuis, même si les déclarations sur le financement se sont multipliées à un rythme fulgurant, le gouvernement ne s'est guère prononcé sur la conjoncture économique ou sur la voie à suivre.

Le PIB réel devrait se contracter de 6,8 % en 2020, avant de rebondir de 5,5 % en 2021 (graphique 1). Selon la tradition, ce chiffre est éclairé par la moyenne des prévisions des économistes du secteur privé, qui estiment à plus de 40 % le recul annualisé moyen du PIB réel du Canada dans le deuxième trimestre de 2020. Ces enquêtes statistiques sont en quelque sorte désactualisées, puisqu'elles datent maintenant de six semaines, mais cadrent essentiellement avec les prévisions des Études économiques de la Banque Scotia, si elles ne sont pas un peu plus positives.

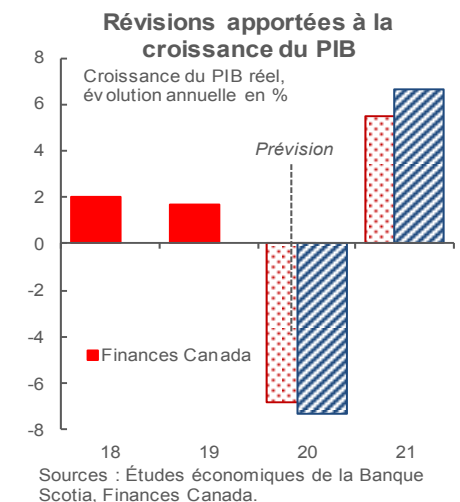
« Le pire est derrière nous, mais la reprise sera graduelle et inégale. » Le gouvernement braque les projecteurs sur les industries les plus durement touchées, dans lesquelles la reprise sera fragilisée par les contraintes de la distanciation physique, notamment dans les secteurs de la restauration, de l'hôtellerie et du tourisme. Or, peu d'industries sont épargnées dans les projections du gouvernement, puisque le repli de la

RENSEIGNEMENTS

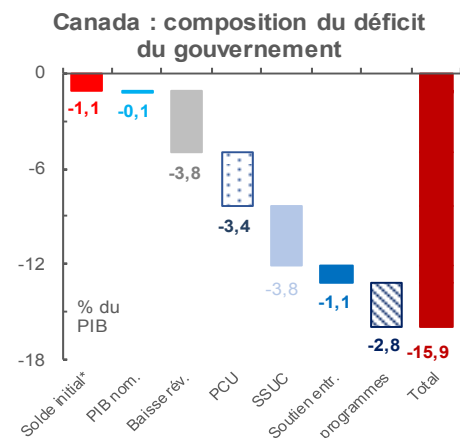
Rebekah Young, première directrice,
Politiques économiques provinciales et fiscales
416.862.3876
Études économiques de la Banque Scotia
rebekah.young@scotiabank.com

Marc Desormeaux, économiste principal
416.866.4733
Études économiques de la Banque Scotia
marc.desormeaux@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



demande se répercutera sur presque tous les secteurs de l'activité. On s'attend aussi à ce que la baisse des cours du pétrole pèse sur la reprise : on s'attend au bas mot à ce que le WTI s'établisse à 32 \$ US le baril pour 2020 par rapport à des projections de 57 \$ US dans la Mise à jour budgétaire de décembre 2019.

Fondamentalement, la reprise économique du Canada est arrimée à sa capacité d'enrayer efficacement la transmission de la COVID-19 selon le Portrait. Les perspectives portent surtout sur les risques de baisse liés à la pandémie dans un contexte où les autres risques ne manquent pas, notamment les différentes tensions géopolitiques et commerciales. Il va sans dire que l'incertitude assombrit l'horizon.

LA HAUSSE DES DÉPENSES DU POINT DE VUE BUDGÉTAIRE

En 2020, on s'attend à un déficit de 343 G\$ — soit 15,9 % du PIB. Cette somme comprend les dépenses discrétionnaires de 230 G\$ en réaction à la pandémie. Ce chiffre substantiel n'est pour ainsi dire guère surprenant. Le ministre des Finances a adressé toutes les deux semaines, au Comité parlementaire des finances, des comptes rendus, et la facture à la fin de juin s'établissait à 193 G\$ pour les dépenses liées à la pandémie.

Le relèvement de la facture des dépenses pandémiques s'explique essentiellement par la prolongation et l'extension du programme de subvention salariale. La Subvention salariale d'urgence du Canada (SSUC) s'est enrichie de 35 G\$, ce qui porte à 80 G\$ la dotation de ce programme. Jusqu'à maintenant, la participation est décevante. À la fin de juin, on n'avait versé aux entreprises que 16 G\$ environ. Le gouvernement fait savoir qu'il annoncera incessamment les nouveaux paramètres de la SSUC.

Dans le même temps, la participation à la Prestation canadienne d'urgence (PCU) répond largement aux attentes. Le Portrait comporte des chiffres pour la prolongation de huit semaines annoncée il y a deux semaines, sans toutefois donner de plus amples détails sur les plans à plus long terme pour les autres formes d'aide au revenu quand la durée actuelle de ce programme sera échu, à la fin de l'été. Il s'agira toujours d'un impératif budgétaire.

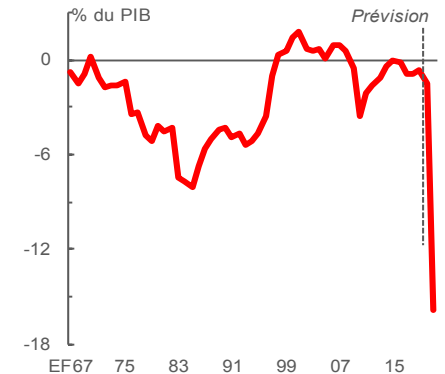
Par ailleurs, un choc substantiel sur les recettes de l'État devrait contribuer au tiers environ du déficit budgétaire cette année. Selon le Portrait, les recettes au titre de l'impôt sur le revenu des sociétés plongeront de 22 % par rapport à 2019, alors que les recettes au titre des impôts sur le revenu des particuliers et de la TPS pourraient reculer de 14 % et de 20 % respectivement. Ces trois postes représentent environ 80 % des recettes du gouvernement fédéral. La part des recettes dans le PIB devrait chuter à un creux absolu de 12,5 %.

Dans le même temps, les dépenses devraient culminer à leur plus haut dans les annales, soit 28,4 % du PIB. Les hausses les plus importantes s'expliquent par les transferts aux ménages relativement à l'emploi (avec une hausse de 53 % sur un an), puis par les transferts aux ménages qui ont des enfants (11 %) et aux aînés (5 %). Ces chiffres tiennent essentiellement compte de la PCU, ainsi que des paiements ponctuels dans le cadre des programmes de la Sécurité de la vieillesse et du Supplément de revenu garanti, de la TPS et de l'Allocation canadienne pour enfants. Puisqu'elles ont un caractère temporaire, ces dépenses devraient se résorber assez rapidement.

Or, le gouvernement engagera nécessairement un lourd déficit en 2021, puisqu'à eux seuls, les stabilisateurs automatiques produiront probablement des déficits budgétaires durables. Bien que le Portrait n'établisse pas de projection sur le solde budgétaire au-delà de l'exercice financier en cours, les Études économiques de la Banque Scotia estiment que le déficit sera de l'ordre de -5 % du PIB avant de prendre en compte toutes les dépenses discrétionnaires supplémentaires l'an prochain. Ce déficit s'expliquerait essentiellement par la lente remontée des recettes de l'État et par les dépenses automatiques élevées durant la reprise.

Graphique 3

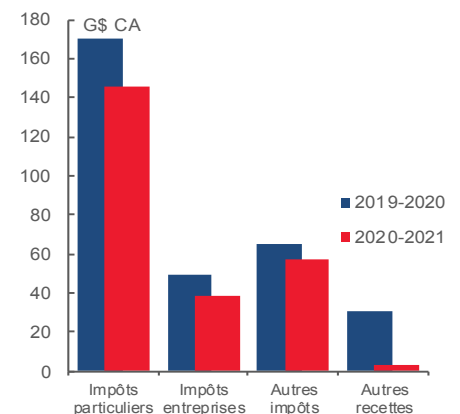
Part du solde du budget du gouvernement dans le PIB



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Finances Canada, Statistique Canada.

Graphique 4

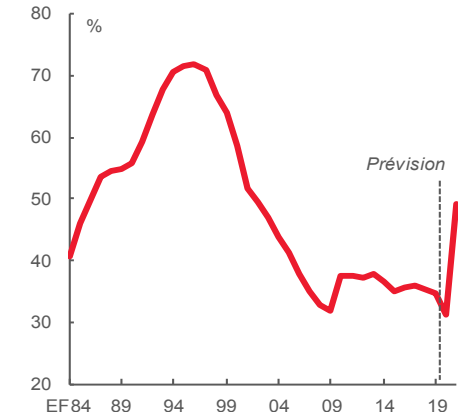
Baisses des recettes par composant



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Finances Canada.

Graphique 5

Dettes fédérales/PIB



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Finances Canada, Statistique Canada.

UNE INTERVENTION OPPORTUNE, CIBLÉE... ET TEMPORAIRE

Dans leurs précédents [travaux](#), les Études économiques de la Banque Scotia ont attribué des notes relativement élevées pour l'intervention budgétaire menée *jusqu'à maintenant* par le gouvernement fédéral dans la pandémie. Notre modélisation laisse entendre que les reculs du PIB auraient pu être de l'ordre de trois points de pourcentage de plus sans l'aide substantielle de l'État — et le Portrait concorde avec cette estimation. Le gouvernement a pu apporter rapidement de l'aide aux ménages qui en avaient le plus besoin. Au pic du confinement, en avril, près d'un Canadien sur quatre était touché, en particulier ceux qui travaillaient dans les secteurs dans lesquels les salaires sont moindres. Les premiers paiements versés dans le cadre du programme de la PCU l'ont été au début d'avril et étaient suffisamment importants pour financer les frais essentiels de la vaste majorité des ménages touchés au Canada, en plus d'être supérieurs aux estimations du ministère des Finances pour les déficits de revenus dans l'ensemble.

Les transferts aux entreprises ont été plus difficiles. Le programme de subventions salariales n'a pas été opérationnel avant le début de mai, alors que le gouvernement lui-même reconnaissait les lacunes importantes du programme de l'Aide d'urgence du Canada pour le loyer commercial (AULC). Aujourd'hui, l'extension de la subvention salariale devrait constituer une bonne nouvelle pour les entreprises canadiennes, et le gouvernement laisse entendre qu'une aide supplémentaire de plus de 60 millions de dollars, sous la forme de transferts directs, devrait être consentie aux entreprises dans le prochain trimestre. Même s'il avait fallu, idéalement, intervenir « opportunément », il est probable que « mieux vaut tard que jamais » pour la majorité des entreprises appelées à profiter de ces changements.

Aujourd'hui, le gouvernement doit faire la démonstration crédible que cette aide transitoire exceptionnelle est de fait temporaire. Si les postes comptables les plus onéreux comme la PCU et la SSUC ont été lancés expressément à titre transitoire, ils ont tous deux été déjà prolongés et étendus à maintes reprises. Il faudra soutenir les revenus dans une certaine mesure pendant la reprise, puisque le chômage restera élevé; or, il faudra offrir les mesures d'incitation voulues pour le retour au travail quand l'économie continuera de redémarrer, en plus de prévoir des programmes d'aide au recyclage des travailleurs dans les secteurs aux prises avec des perspectives calamiteuses dans la relance postpandémique. Le Portrait publié aujourd'hui est avare de précisions à cet égard.

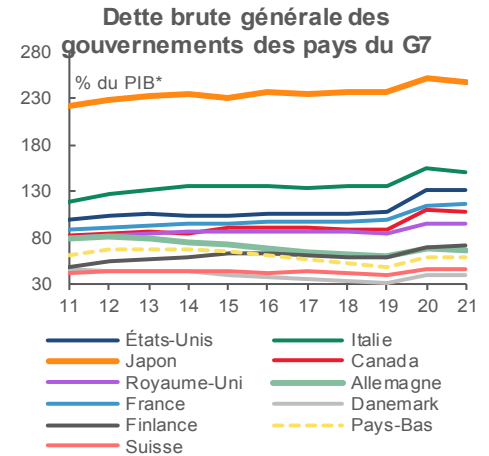
TOUT EST RELATIF

La dette nette cumulée du gouvernement fédéral du Canada devrait bondir à 49 % du PIB, soit 1 060 G\$ (graphique 6). Il faut se rappeler qu'en décembre, le ministère des Finances projetait une dette nette de 31 % en 2020 et que ce chiffre était ensuite appelé à baisser. Or, les marchés n'ont pas cillé sur le rythme du cumul de la dette, essentiellement parce que tous les pays dans le monde entier engagent des passifs comparables — voire à un rythme plus rapide et à partir de points de départ plus élevés. La dette *nette* générale du gouvernement du Canada (soit la dette fédérale augmentée de la dette sous-nationale après avoir soldé les actifs) est toujours, selon les projections, appelée à être la moins élevée des pays du G7, à environ 41 % en 2020, alors que la dette *brute* générale du gouvernement est parmi les moins élevées (graphiques 6 et 7).

Les coûts de la charge de la dette ne devraient pas imposer le même degré de difficulté que dans les périodes précédentes dans lesquelles le fardeau de la dette était élevé. Selon les projections du gouvernement, les coûts de la charge de la dette devraient en fait ressortir à 4 G\$ de moins en 2020, malgré la dette galopante. Puisque les taux d'intérêt réels à long terme devraient rester faibles au moins pendant la reprise (et probablement au-delà de cette reprise), la part des coûts de la charge de la dette dans le PIB ne devrait augmenter que légèrement en 2020, mais se stabiliser quand même à moins de 2 %. Par contre, les coûts de la charge de la dette ont été de l'ordre de 6 % du PIB au début des années 1990 (graphique 8).

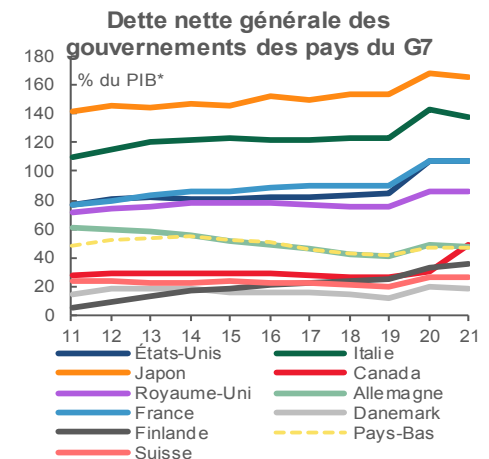
Le gouvernement prend essentiellement des mesures concrètes pour consolider la dette. Dans les dernières semaines, le ministre Bill Morneau a répété qu'il faut prévoir un ancrage budgétaire pour arrimer les décisions aux réalités économiques. Il ne fait aucun doute qu'il

Graphique 6



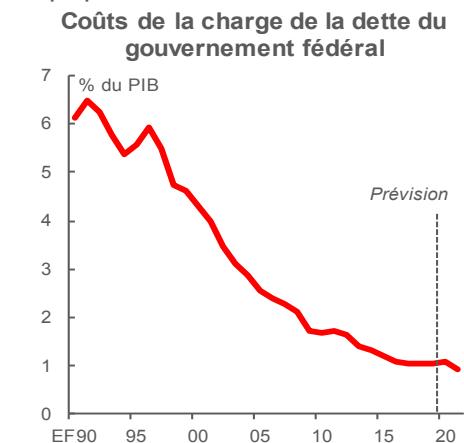
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.
*Données en date de juin 2020.

Graphique 7



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.
*Données en date d'avril 2020.

Graphique 8



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Finances Canada, Statistique Canada.

connaît le mandat qui lui est expressément confié de protéger la note de crédit AAA du Canada. Or, le Portrait reporte essentiellement à une date ultérieure toutes les considérations pratiques à cet égard. Pour l'heure, il semble que la part de la trajectoire baissière de la dette dans le PIB puisse continuer de représenter le point d'ancrage variable.

EST-CE SUFFISANT?

Une trajectoire baissière de la dette est parfaitement viable, à la condition de tenir en laisse les dépenses discrétionnaires supplémentaires. Mathématiquement, le gouvernement peut accroître la part de la dette dans le PIB au fil du temps, dans un environnement de taux d'intérêt faibles. Quand la reprise s'installera, on pourrait s'attendre à ce que le gouvernement réactualise certains engagements de sa plateforme de 2019, dont un examen des dépenses, et adopte des mesures d'accroissement des recettes afin d'accélérer le parcours de la consolidation.

Le ministre Bill Morneau a précisé qu'il n'est pas question d'adopter de nouveaux impôts. Il fait valoir que « l'augmentation des impôts n'est pas ce que les Canadiens veulent que nous fassions », bien qu'il soit prématuré d'adopter cette position, du moins économiquement. Avant la pandémie, différents organismes, dont le Fonds monétaire international, invitaient de plus en plus le Canada à examiner, globalement et exhaustivement, son architecture fiscale pour s'assurer qu'elle soutient le mieux possible la croissance et la compétitivité dans une économie mondiale de plus en plus intégrée. Cet examen pourrait potentiellement améliorer la croissance sans nuire aux recettes, tout en donnant éventuellement à l'État les moyens de mieux redistribuer la richesse pour répondre aux motifs de préoccupation sur l'équité.

À court terme, le plus grand défi sera d'équilibrer les points de vue dans l'ensemble des lignes du parti, dans le contexte d'un gouvernement minoritaire. Le NPD a déjà exprimé des préoccupations vis-à-vis du rappel prématuré de l'aide gouvernementale, alors que les Conservateurs droitistes réclament une plus grande maîtrise des dépenses. Bien qu'il ne s'agisse pas d'une contrainte exceptionnellement engageante, la trajectoire baissière de la dette écarterait probablement les nouvelles initiatives de dépenses majeures comme le revenu de base universel, tout en rendant plus difficiles les plans pré-pandémiques comme le régime d'assurance-médicaments universel.

LES MARCHÉS COMPTENT

Jusqu'ici, la note de crédit AAA du Canada a donné à la classe politique de quoi plastronner. La récente dégradation de cette note par l'agence de notation Fitch, bien qu'elle ait alimenté le discours politique, n'a par ailleurs eu aucun retentissement important sur les marchés. L'agence Fitch a jusqu'à maintenant dégradé la note de 33 États souverains et a télégraphié d'autres dégradations dans ce qui paraît être un rajustement généralisé. Le Canada est toujours classé comme emprunteur du premier rang dans la notation mondiale S&P et dans la notation de Moody's, qui ont récemment confirmé la note du Canada, respectivement en novembre (2019) et en mai (2020).

Les émissions fédérales de titres de dette devraient continuer d'être largement souscrites même si le volume d'émissions plus élevé qu'attendu et annoncé aujourd'hui a déclenché un dégageant des positions. Des directives plus précises sur le basculement des efforts pour consolider la dette du Canada a aussi eu pour effet de pentifier la courbe. Le Portrait fait état de besoins en crédit de 713 G\$ dans l'exercice financier 2021, lorsque les activités de refinancement, de financement du déficit et non budgétaires seront achevées. Le gouvernement fédéral a déjà mobilisé presque 340 G\$ en bons du Trésor et en émissions obligataires (240 G\$ en chiffres nets) rien que dans les deux premiers mois de l'exercice financier (soit avril et mai). Il n'empêche que la hausse de l'activité d'emprunt est plus importante qu'attendu, même après avoir soldé les achats de la Banque du Canada (soit au moins 5 G\$ par semaine en rachats d'obligations sur le marché secondaire, en plus de ce qu'elle achète normalement aux enchères, de ~13 %), ce qui pourrait peser sur la Banque du Canada quand viendra le moment de mener d'autres interventions, comme l'explique le document accessible grâce à ce [lien](#).

Dans l'ensemble, les écarts des titres de dette du gouvernement fédéral du Canada sur les marchés sont restés relativement rapprochés. Les titres de dette du Canada offrent une hausse de rendement attrayante, de qualité investissement, dans un environnement de rendements faméliques, dans lequel plus de 13 G\$ US de titres de dette de l'État s'échangent en territoire négatif. Le gouvernement prévoit aujourd'hui que le taux des obligations à 10 ans, par exemple, se relèvera légèrement à 1 % en 2021, contre 0,6 % cette année, avant de se tasser légèrement en baisse, ce qui fait toujours pâle figure par rapport aux États-Unis. Les autres mouvements dans l'évolution des rendements seront éclairés par différents facteurs, dont les plans de sortie crédibles, les interventions potentielles de la Banque du Canada, ainsi que la trajectoire de la pandémie.

La différenciation ne devrait se faire que progressivement, lorsque les États souverains qui sauront orienter efficacement leur économie dans cette crise sans précédent commenceront à démontrer qu'ils adoptent des structures-cadres crédibles pour consolider leur dette.

LA VRAIE FINALITÉ

On peut faire valoir que la croissance structurellement faible représente, pour la note de crédit du Canada, le plus grand risque à plus long terme. La composition des dépenses devient tout aussi — voire plus — importante que le quantum des dépenses budgétaires, une fois passée la phase aigüe de la crise. Puisque le gouvernement fait les compromis de politique nécessaires, il devrait y avoir une prime sur les investissements qui fortifieront le potentiel de croissance économique.

Dans les prochains mois, le gouvernement libéral devra relever le plus grand défi qui lui ait été lancé. Il devra résister aux pressions exercées par la droite qui réclame de consolider prématurément la dette, ce qui pourrait vulnérabiliser la reprise déjà précaire du Canada, tout en repoussant les pressions exercées pour hausser indéfiniment les dépenses sociales puisées à même le crédit emprunté. Dans le même temps, il devra trouver un juste milieu qui saura unifier les Canadiens (et les structures de gouvernance multistratifiées du Canada) dans la définition d'une vision pour une croissance économique plus ambitieuse — et une trajectoire budgétaire à moyen terme sans conteste durable — pour l'ensemble du pays.

Les prochains mois seront révélateurs. Pour l'heure, les observateurs du marché peuvent en toute sécurité donner au gouvernement le bénéfice du doute, mais s'attendre à plus pour l'automne.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.