

Une vérité pratique (mais inconfortable)

L'INTERVENTION BUDGÉTAIRE DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL DU CANADA EMPÊCHE UN DÉNOUEMENT ÉCONOMIQUE BIEN PIRE

- Le premier ministre Trudeau a annoncé une aide budgétaire sans précédent depuis le début de la pandémie de COVID-19. Les dépenses directes se chiffrent aujourd'hui à plus de 160 G\$ (8 % du PIB), ce qui porterait le déficit à 12 % environ du PIB.
- La part de la dette nette fédérale du Canada dans le PIB devrait bondir à plus de 45 % par rapport à la prévision relativement faible, avant la COVID-19, de l'ordre de 34 %*.
- À eux seuls, l'envergure et le rythme de l'ascension de la dette créent sans aucun doute un malaise et suscitent des questions sur les moyens grâce auxquels les Canadiens rembourseront cette dette à terme. La récente dégradation de la note de crédit par l'agence Fitch attise les braises.
- Les Études économiques de la Banque Scotia ont enrichi leur capacité de modélisation pour arrimer ce débat aux réalités économiques. Nous estimons que le PIB réel du Canada aurait perdu 10,3 % en 2020 (contrairement à nos [prévisions](#) actuelles de -7,3 %) s'il n'y avait pas eu d'intervention budgétaire substantielle.
- En outre, si elle se prolongeait, la reprise ne comblerait l'écart de production qu'au début de 2023, soit une année franche de plus que notre scénario de base actuel.
- La part de la dette nette dans le PIB aurait de toute façon bondi à beaucoup plus de 40 % lorsque les stabilisateurs automatiques se seraient déclenchés pour contrer le choc plus brutal sur le PIB. Elle ne se stabiliserait qu'à quelques points de pourcentage à peine en deçà des projections de base actuelles.
- Autrement dit, les dépenses budgétaires annoncées aujourd'hui viennent *améliorer substantiellement* les résultats économiques, en ne haussant que *marginale*ment les niveaux de la dette nette.
- Dans le même temps, le boulet imposé aux ménages et aux entreprises canadiens aurait été nettement pire. Le chômage culminerait à 15 % et le potentiel de réactions non linéaires des entreprises serait élevé.
- La politique budgétaire étalonnée pour un parcours de reprise hautement incertain est ce qui devrait le plus compter pour les marchés (et pour les Canadiens) à l'heure actuelle, puisque l'annulation prématurée des mesures d'aide pourrait faire plus de tort que de bien.

L'HEURE DES GRANDES DÉPENSES

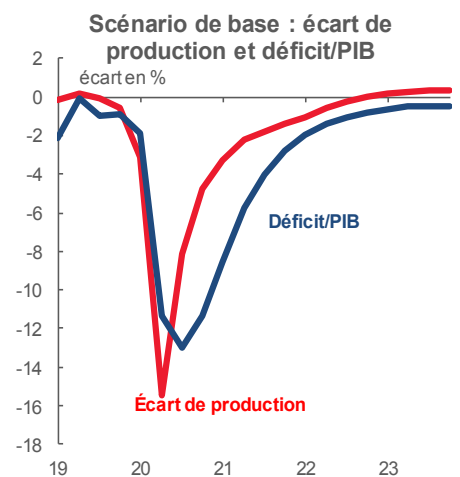
Les dépenses déficitaires fédérales sont en bonne voie d'atteindre un record absolu en 2020. Le solde budgétaire est aujourd'hui estimé à 12 % du PIB (soit -260 G\$) (graphique 1). Seules les dépenses en temps de guerre rivalisent avec ce chiffre, qui fait par ailleurs paraître nettement moindres les précédentes dépenses récessionnistes. Il faut se rappeler que les dépenses déficitaires ont culminé à un peu moins de 4 % du PIB pendant la crise financière mondiale.

CONTACTS

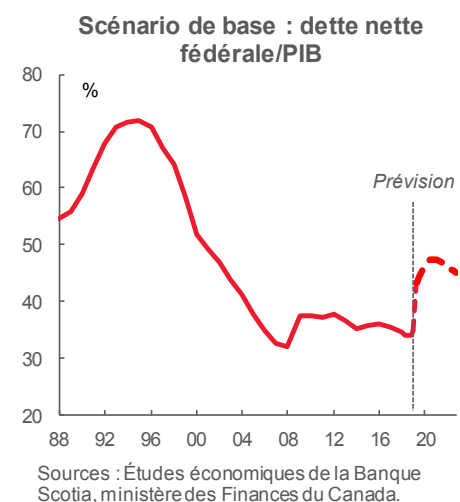
René Lalonde, premier directeur,
Modélisation et analyses
416.862.3174
Études économiques de la Banque Scotia
rene.lalonde@scotiabank.com

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

Graphique 1



Graphique 2



* La dette nette est légèrement supérieure au « déficit cumulé » souvent évoqué, qui solde les actifs non financiers de l'État, ainsi que les actifs financiers.

La facture de la pandémie continuera probablement de se multiplier à mesure que l'année progresse. L'adoption de mesures très onéreuses comme la Prestation canadienne d'urgence (PCU) a déjà doublé les estimations d'origine, en franchissant le seuil des 50 G\$ jusqu'à maintenant. Si le nombre de nouveaux demandeurs semble s'être tassé, il faudra sans aucun doute continuer d'en étendre les dispositions sous une forme ou une autre au-delà de la période estivale. Les transferts aux provinces pourraient encore franchir la barre des 14 G\$ — soit le montant offert au début par le gouvernement fédéral — puisque les provinces sont aux prises avec des déficits budgétaires cumulatifs de l'ordre de 50 G\$ cette année.

Les hausses temporaires de dépenses feront monter les dépenses budgétaires; or, les stabilisateurs automatiques contribueront eux aussi aux déficits budgétaires. On s'attend à ce que les recettes baissent substantiellement en raison des effets cycliques avant de reconquérir les niveaux d'avant la crise (en pourcentage du PIB) d'ici 2022 (graphique 3). Les dépenses budgétaires — soit à la fois les dépenses budgétaires liées à la pandémie et les stabilisateurs automatiques — se dénoueront avec la reprise.

Les niveaux d'endettement bondiront. Nous estimons que la part de la dette nette fédérale dans le PIB culminera au premier semestre de 2021 à environ 47 % (en chiffres annualisés) avant d'amorcer une descente graduelle (graphique 2). Ces niveaux sont loin d'atteindre les sommets du début des années 1990, alors que la dette était nettement supérieure à 60 G\$ et que les frais de la charge de la dette étaient de l'ordre de 6 % du PIB.

Les frais de la charge de la dette, qui augmenteraient légèrement, se stabiliseront quand même à des niveaux relativement faibles. Les frais de la charge de la dette avant la crise s'établissaient à 1 % du PIB environ. À terme, on s'attend à ce que les taux d'intérêt effectifs (essentiellement portés par les taux d'intérêt à long terme) se relèvent légèrement l'an prochain avant de se tasser. Cette évolution laisse entendre que les intérêts versés sur la dette fédérale en pourcentage du PIB augmenteraient à court terme — à la fois en fonction de la hausse de la dette et de la baisse de la croissance —, mais devraient s'établir à moins de 2 % du PIB sur cet horizon temporel (graphique 4).

DE LA FUMÉE, MAIS PAS D'INCENDIE

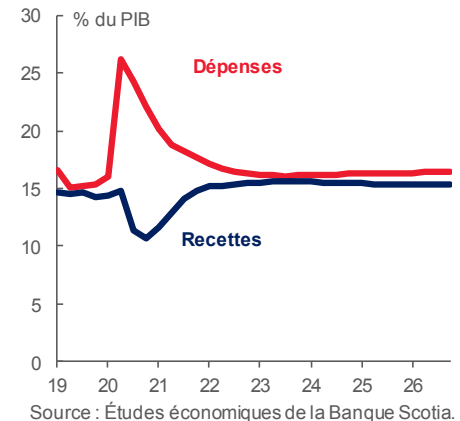
L'agence de notation Fitch a tiré la sonnette d'alarme en dégradant la note de crédit du Canada. Elle a abaissé cette note d'un cran à AA+ (perspective stable), en évoquant les facteurs structurels (soit le potentiel de croissance médiocre, la dépendance vis-à-vis de l'énergie et la dette élevée des provinces), ainsi que l'intervention budgétaire massive du gouvernement fédéral dans la pandémie, ce qui fera monter l'endettement brut de l'État.

Les marchés ont à juste titre fait fi de cette dégradation de la note de crédit. Dans son intervention budgétaire, le Canada se situe au milieu du peloton par rapport aux pays comparables. Bien que la dette brute de l'État fédéral soit appelée à augmenter — toujours à des conditions comparables aux autres pays (graphique 5) — la dette *nette* du gouvernement en général devrait quand même être sensiblement inférieure à celle des pays comparables et, dans certains cas, de beaucoup (graphique 6). Il faut se rappeler que la dette brute générale de l'État comptabilise les passifs de tous les paliers de gouvernement, alors que la dette nette générale de l'État soustrait les actifs financiers correspondant à ces passifs. Le Canada détient des actifs considérables (plus de 60 % du PIB) dans un vaste portefeuille d'actifs, dont des réserves de devises et des dépôts, des titres de créance, des prêts, des fonds de titres boursiers et de placements, des actions et des comptes débiteurs.

Les comparaisons de la dette avec les États souverains étrangers ne permettent pas de capter la dynamique du financement des régimes de retraite du secteur public. Le Canada est l'un des deux seuls pays du G7 (avec les États-Unis) et l'une des six grandes puissances économiques à [déclarer](#) ses obligations non capitalisées dans les régimes de retraite du secteur public. En outre, ces obligations sont relativement bien financées au Canada. Dans d'autres pays, les écarts de financement des régimes de retraite du secteur public sont parfois substantiels, par exemple de l'ordre de 30 % à 50 % du PIB pour l'Allemagne. Or, compte tenu des contraintes statistiques, l'OCDE et le FMI ne tiennent pas compte des régimes de retraite du

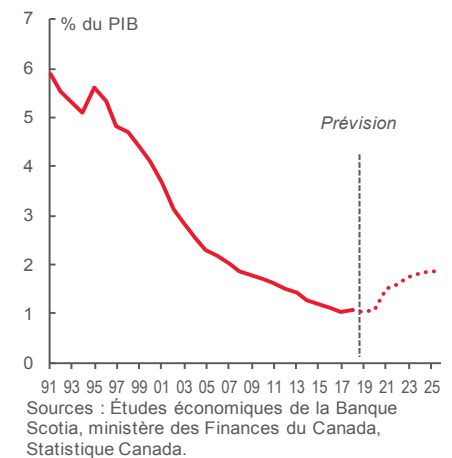
Graphique 3

Profil des dépenses et des recettes du gouvernement fédéral



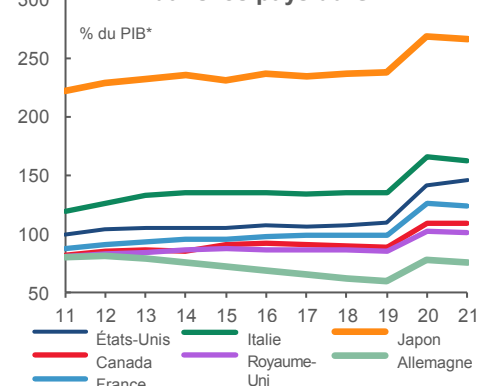
Graphique 4

Coûts de la charge de la dette du gouvernement fédéral



Graphique 5

Dette brute générale de l'État dans les pays du G7



secteur public dans leurs baromètres de l'endettement. C'est pourquoi cette lacune a pour effet de gonfler la dette brute comparable du Canada (qui émet des titres de dette par rapport à ces obligations), en sous-estimant la dette brute des pays dont les régimes de retraite sont sous-capitalisés.

Il n'empêche que la volonté d'acheter des titres canadiens devrait rester forte. La Banque du Canada entend acheter une part importante de la dette de l'État pendant la reprise, alors que le Canada est l'un des rares pays dont la perspective est stable à offrir un relèvement des rendements dans un environnement avide de rendements.

L'INTERVENTION BUDGÉTAIRE DU CANADA EST UN AOUT

L'intervention budgétaire décisive du Canada dans la COVID-19 étaye ses perspectives de croissance. Nous avons actualisé notre modèle prévisionnel pour mieux capter les effets de la politique budgétaire (cf. l'annexe pour des précisions). Nous estimons que la croissance du PIB réel perdra 10,3 % en 2020 sans l'intervention budgétaire discrétionnaire actuelle. En outre, la durée de la reprise serait augmentée d'une autre année si l'écart de production ne se refermait qu'en 2023 (graphique 7).

La part de la dette du Canada dans le PIB bondirait quand même nettement au-delà de 40 %. Le repli plus brusque de l'activité économique viendrait comprimer encore le dénominateur, alors que les stabilisateurs budgétaires automatiques (soit les manques à gagner et les hausses de dépenses de l'État) interviendraient, ce qui pousserait à la hausse les dépenses déficitaires (en gonflant la dette comme numérateur).

La trajectoire de la dette ne se stabiliserait qu'à quelques points de pourcentage en deçà du parcours projeté à l'heure actuelle (graphique 8). Dans le même temps, l'incidence sur les ménages et sur les entreprises serait beaucoup plus pernicieuse si le gouvernement n'intervenait pas pour assurer la transition avec le confinement. Par exemple, le chômage se rapprocherait de 15 % contre à peine plus de 13 % dans le scénario de base (graphique 9). Il y aurait aussi beaucoup plus d'incertitude à propos des incidences à plus long terme sur la croissance, avec une hausse potentielle de l'hystérèse par rapport à un risque exacerbé de chômage chronique et d'érosion des réserves de capitaux.

ÉTALONNER LA RÉACTION EN FONCTION DES CONDITIONS

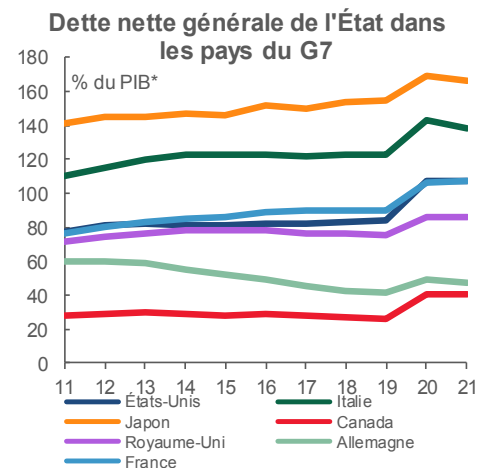
L'aide budgétaire continuera de représenter un volet important de la reprise de l'économie canadienne. Un déficit de l'ordre de 5,3 % du PIB l'an prochain est non seulement probable, mais aussi certain, d'un point de vue économique, compte tenu de la reprise économique qui s'étendra sur plusieurs années. Une deuxième vague virale à l'automne (dans le scénario en forme de W) — bien qu'il ne s'agisse pas de notre scénario de base — serait le gage de dépenses encore supérieures, de l'ordre de 4 % du PIB encore, ce qui porterait l'endettement à plus de 50 %, de concert avec un deuxième pic du chômage (graphiques 10 et 13).

Les dépenses budgétaires ne seraient que plus efficaces pour garantir la solidité de la reprise si la politique monétaire s'inscrivait dans la limite inférieure effective de la fourchette. Nous estimons à 0,67 cette année le multiplicateur budgétaire, qui se fortifierait pour passer à 0,80 en 2021. Effectivement, puisque la Banque du Canada essaie de hausser l'inflation par rapport à sa cible, son intervention ne compensera probablement pas la réaction inflationniste de la hausse des dépenses. Ainsi, le taux directeur réel est inférieur à ce qu'il serait par ailleurs, ce qui amplifie l'effet stimulant des dépenses budgétaires.

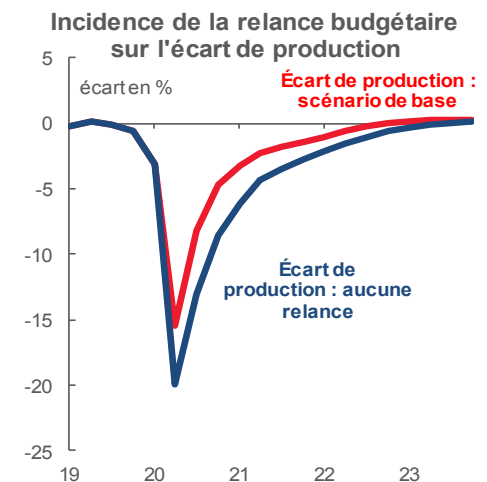
Un basculement dans la composition des dépenses budgétaires pourrait fortifier encore ces perspectives. À mesure que la reprise s'installera, le potentiel de croissance du Canada pourrait prendre du mieux en substituant, aux transferts directs destinés à stimuler la demande (ou du moins à préserver l'intégrité des ménages), des investissements porteurs de productivité, ce qui viendrait accélérer encore le déclin de la trajectoire de la dette du Canada.

Par contre, des dépenses discrétionnaires nettement supérieures pourraient donner lieu à une détérioration des perspectives. Dans notre analyse, nous supposons que les dépenses et

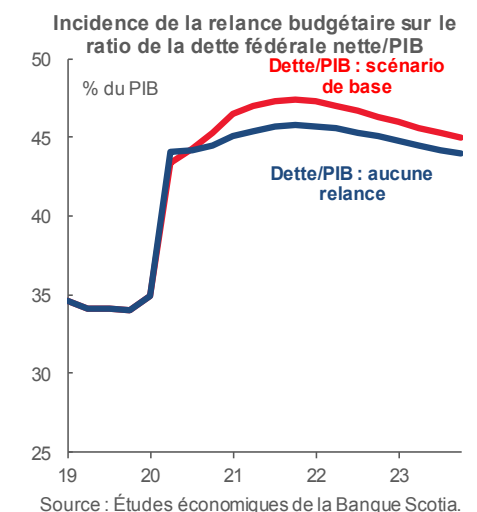
Graphique 6



Graphique 7



Graphique 8



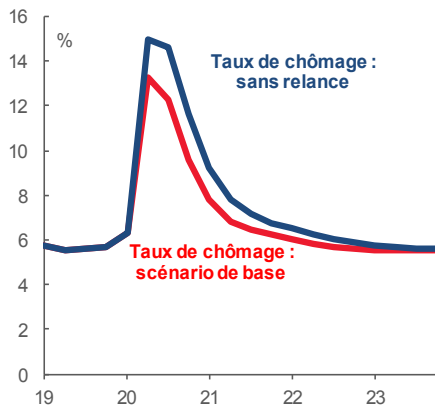
les recettes de l'État se rétabliront essentiellement à leurs niveaux antérieurs. Si le gouvernement fédéral décide d'étendre ses programmes, par exemple la hausse des transferts destinés aux provinces, ou d'offrir en permanence, après la COVID, des programmes plus généreux de soutien du revenu, la dynamique budgétaire à moyen terme serait évidemment très différente de celle qui est retenue en hypothèse dans cette note.

EN PRÉVISION D'UN COMPTE RENDU

Puisque les Canadiens attendent, le 8 juillet, le compte rendu budgétaire du gouvernement fédéral, les marchés devraient tabler sur une politique budgétaire ancrée dans la conjoncture économique et apportant une marge de manœuvre sur fond de parcours très incertain à l'horizon. L'annulation prématurée de l'aide budgétaire afin de calmer les observateurs de la dette pourrait causer plus de tort que de bien aux perspectives économiques du Canada.

Graphique 9

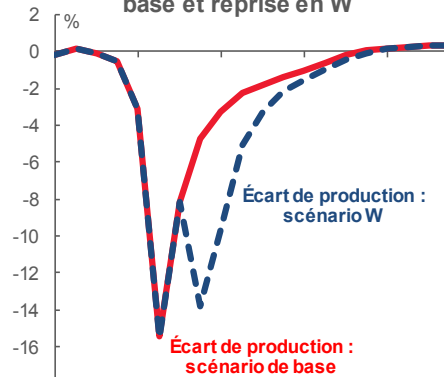
Incidence de la relance budgétaire sur le taux de chômage



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 10

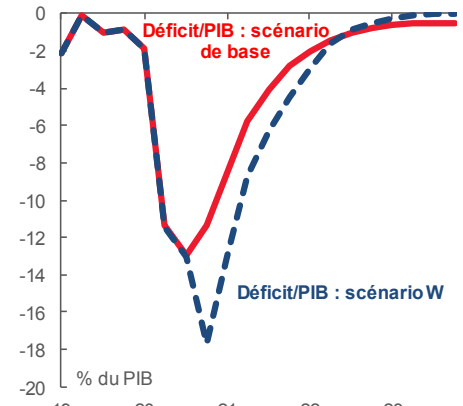
Écart de production : scénario de base et reprise en W



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 11

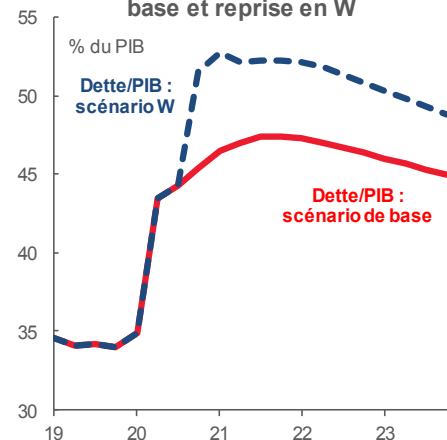
Déficit/PIB : scénario de base et reprise en W



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 12

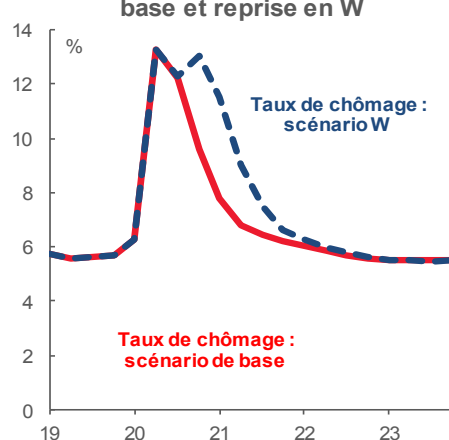
Dettes fédérales nettes/PIB : scénario de base et reprise en W



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 13

Taux de chômage : scénario de base et reprise en W



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

ANNEXE 1 : LE NOUVEAU MODULE BUDGÉTAIRE DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL DU CANADA DANS LE MODÈLE MACROÉCONOMIQUE MONDIAL DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE LA BANQUE SCOTIA (MMMBS)

Pour mieux cerner les perspectives budgétaires du gouvernement fédéral du Canada dans cette période de forte incertitude, nous avons actualisé notre modèle de prévision macroéconomique Canada–États-Unis en estimant les équations des transferts fédéraux destinés aux particuliers et aux provinces, des intérêts versés sur la dette et du total des recettes. Ce modèle comprend une dynamique de fluidité des réserves : autrement dit, les dépenses et les recettes s'ajustent graduellement de manière que le ratio du déficit par rapport au PIB converge lentement à un niveau qui cadre avec une cible de 40 % du ratio dette/PIB à long terme durable. Nous avons étalonné le modèle de ce ratio à long terme dans une approche raisonnable et graduelle pour placer la dette sur une trajectoire fermement orientée à la baisse; or, d'autres cibles à long terme dans les limites de la raison (soit entre 35 % et 45 %) produisent des résultats à peu près comparables à court terme.

À long terme, nous supposons aussi que le taux d'intérêt annuel sur la dette fédérale se situe à 60 points de base de plus que le taux de croissance annualisé du PIB. Nous reprenons l'approche de modélisation de l'ensemble du MMMBS. Il s'agit d'un modèle d'équilibre général intégralement estimé et comparable aux modèles semi-structurels utilisés à la Banque du Canada, par exemple le MUSE (Gosselin et Lalonde, 2005), l'IMPACT (Blagrove et coll., 2020) et le LENS (Gervais et Gosselin, 2014). Le module budgétaire prévoit un comportement prospectif, dans lequel le gouvernement fédéral tâchera de fixer optimalement le niveau de ses variables décisionnelles, par exemple les transferts aux particuliers et aux provinces, malgré les frais d'adaptation subordonnés à l'évolution escomptée de nombreux facteurs économiques.

Voici les facteurs des transferts destinés aux particuliers et aux provinces (les signes des effets et leurs explications sont reproduits entre parenthèses) :

- PIB nominal potentiel (+) (cible implicite à long terme par rapport au PIB);
- écart de production (-) (stabilisateur automatique);
- taux de chômage (+) (stabilisateur automatique);
- taux de participation à la population active (-) (facteurs structurels et vieillissement de la population);
- écart entre le ratio dette/PIB et sa cible à long terme (-) (convergence à long terme de la cible du ratio dette/PIB);
- jugement.

Voici les facteurs des dépenses discrétionnaires :

- PIB nominal potentiel (+) (cible implicite à long terme par rapport au PIB);
- écart entre le ratio dette/PIB et sa cible à long terme (-) (convergence à long terme de la cible du ratio dette/PIB);
- jugement.

Voici les facteurs du total des recettes :

- PIB nominal (+);
- taux de chômage (-);
- écart entre le ratio dette/PIB et sa cible à long terme (-) (convergence à long terme de la cible du ratio dette/PIB);
- jugement;

Voici les facteurs du paiement des intérêts sur la dette :

- dette de la période précédente (+);
- taux des obligations d'État à 10 ans (+);
- captation des taux d'intérêt à court terme dans le taux directeur (+);
- supplément à long terme estimatif du taux d'intérêt annuel sur la dette par rapport au taux de croissance à long terme du PIB (+).

Par conséquent, le modèle regroupe des variables qui captent :

- les stabilisateurs automatiques (écart de production et taux de chômage);
- les facteurs structurels (PIB potentiel et taux de participation à la population active);
- l'effet de l'activité économique sur les recettes;
- la convergence des variables des décisions budgétaires par rapport aux cibles à long terme (dynamique de la fluidité des réserves);
- l'effet des taux d'intérêt sur les charges d'intérêt de la dette.

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.