

ANALYSE BUDGÉTAIRE

Énoncé économique fédéral de l'automne 2023

Des prévisions budgétaires que seul un contorsionniste saurait apprécier

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne

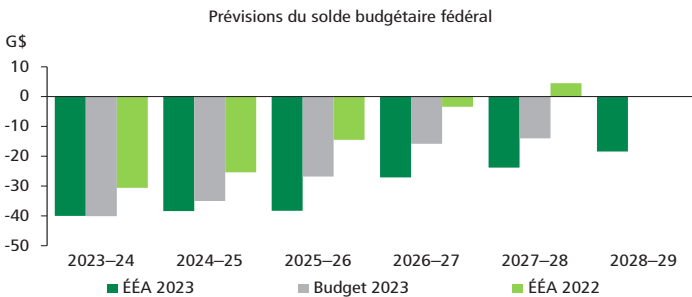
FAITS SAILLANTS

- ▶ Comme prévu dans notre [Aperçu de l'Énoncé économique de l'automne 2023 \(ÉÉA 2023\)](#), le gouvernement du Canada prévoit un déficit plus important que celui projeté dans le budget de 2023. Même si le déficit ne devrait varier que très peu au cours de l'exercice 2023-2024 par rapport au budget de 2023, c'est-à-dire d'environ 40 G\$, il est maintenant prévu qu'il augmentera de 9 G\$ par année en moyenne pendant quatre exercices consécutifs, à compter de 2024-2025. En effet, le gouvernement fédéral a abandonné tout espoir d'enregistrer un excédent au cours de la période de planification budgétaire.
- ▶ Les dépenses de programmes devraient augmenter plus que prévu dans le budget de 2023, soit de 8,2 G\$ par année en moyenne, pendant une période de quatre ans à compter de l'exercice 2024-2025. Cette augmentation est attribuable aux nouvelles mesures annoncées concernant les subventions aux entreprises et la construction d'un plus grand nombre de logements abordables, qui n'ont été que partiellement compensées par des économies non encore divulguées. Les déficits plus importants résultent également de la hausse des frais de la dette publique. De plus, les taux d'intérêt plus élevés semblent faire croître le déficit d'environ 6,1 G\$ en moyenne par année par rapport au budget de 2023.
- ▶ Du côté des revenus, les perspectives économiques plus défavorables (et l'évolution de la situation économique depuis le budget de 2023) devraient peser sur le solde budgétaire, soit environ 3,7 G\$ en moyenne par année. Cette prévision a été réduite davantage en raison de l'élimination de la TPS pour les nouveaux logements locatifs. Cependant, les revenus présentés globalement ont été révisés à la hausse grâce à des recettes plus importantes que prévu en provenance du régime de tarification de la pollution en raison de prévisions des émissions attendues plus élevées et d'autres revenus non précisés.
- ▶ Dans l'ensemble, le ratio de la dette fédérale par rapport au PIB devrait passer d'environ 41,7 % pour l'exercice 2022-2023 à 42,4 % pour l'exercice 2023-2024, puis à 42,7 % pour l'exercice 2024-2025. Par la suite, la dette en proportion de l'économie devrait diminuer. Après avoir annoncé des « cibles budgétaires » quelque peu incertaines à l'occasion de l'Énoncé économique de l'automne 2023, le gouvernement fédéral s'est félicité d'avoir réussi à afficher un ratio de la dette au PIB en dessous des objectifs fixés dans le budget de 2023. Et ce, malgré le fait que le ratio ait été bien meilleur que prévu au cours de l'exercice 2022-2023.

Un autre Énoncé économique de l'automne (ÉÉA) qui est accompagné d'une autre série de déficits prévus dans un avenir rapproché (graphique 1 à la page 2). Heureusement pour le gouvernement fédéral, l'effet favorable inattendu des revenus de l'an dernier a contribué à améliorer le point de départ du ratio de la dette fédérale par rapport au PIB, donnant ainsi au gouvernement une plus grande marge de manœuvre alors qu'il crie victoire pour avoir maintenu le cap. Cependant, le chemin pour parvenir à une baisse du taux d'endettement à

moyen terme est sinueux et, chose certaine, il faudra réaliser des économies supplémentaires et trouver de nouveaux revenus, dont la provenance constitue un véritable casse-tête. Ces mesures sont nécessaires pour compenser les importantes nouvelles dépenses consacrées aux subventions aux entreprises et aux logements abordables. Dans l'ensemble, il faut légèrement faire abstraction de notre incrédulité pour adhérer à des prévisions budgétaires que seul un contorsionniste peut apprécier.

GRAPHIQUE 1
Des déficits à la hausse



Remarque : ÉÉA désigne Énoncé économique de l'automne
Sources : Ministère des Finances Canada et Desjardins, Études économiques

La tendance et l'économie ne font pas bon ménage

Alors que les taux d'intérêt élevés pèsent lourdement sur l'économie canadienne, le gouvernement fédéral a, à juste titre, revu à la baisse ses perspectives de croissance du PIB réel en 2024 par rapport aux projections du budget de 2023. Il en va de même pour la croissance du PIB nominal – la mesure la plus large de l'assiette fiscale. Même si nous sommes d'avis que les révisions à la baisse sont un pas dans la bonne direction, nos perspectives demeurent plus pessimistes (tableau 1). En effet, l'endettement important des ménages canadiens suggère que les risques à la baisse de ces prévisions économiques de base demeurent prépondérants. De plus, comme de nombreux Canadiens renouvelleront leur prêt hypothécaire en 2025 et en 2026, on peut penser que les prévisions économiques pour 2025 sont probablement trop optimistes. Consultez nos plus récentes [Prévisions économiques et financières](#) pour en savoir davantage.

On ne peut pas blâmer le gouvernement du Canada pour ces prévisions trop optimistes, puisqu'il s'appuie sur la moyenne des données fournies par les économistes du secteur privé. Nous félicitons donc le gouvernement d'avoir également inclus un scénario pessimiste (tableau 2). Il est vrai que ces perspectives peuvent sembler très sombres, même aux yeux des plus pessimistes. Cependant, étant donné que le gouvernement fédéral prévoit une baisse du ratio de la dette fédérale par

TABLEAU 1
Prévisions économiques et financières

CROISSANCE ANNUELLE MOYENNE EN % (SAUF SI INDIQUÉ)	2022	2023p			2024p		
	RÉEL	Énoncé de 2023	Budget de 2023	Mouv. Desj.	Énoncé de 2023	Budget de 2023	Mouv. Desj.
PIB réel	3,4	1,1	0,3	1,1	0,4	1,5	0,1
Déflateur du PIB	7,5	0,8	0,6	1,0	2,0	2,0	2,3
PIB nominal	10,9	2,0	0,9	2,1	2,4	3,6	2,4
Bons du Trésor – 3 mois	2,6	4,8	4,4	4,8	4,3	3,3	4,0
Obligations fédérales – 10 ans	2,8	3,3	3,0	3,1	3,3	2,9	3,5
Taux de chômage	5,3	5,4	5,8	5,4	6,4	6,2	6,8
Taux de change (€ US/\$ CAN)	76,8	74,3	74,7	74,0	75,2	76,8	73,5
PIB réel – États-Unis	2,1	2,1	0,8	2,4	0,7	1,4	1,5

p : prévisions
NOTE : Le total peut ne pas correspondre à la somme des parties en raison de l'arrondissement.
Sources : Ministère des Finances du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

TABLEAU 2
Prévisions économiques et financières

CROISSANCE ANNUELLE MOYENNE EN % (SAUF SI INDIQUÉ)	2022	2023p			2024p		
	RÉEL	Énoncé de 2023	Scén. pess.	Mouv. Desj.	Énoncé de 2023	Scén. pess.	Mouv. Desj.
PIB réel	3,4	1,1	0,9	1,1	0,4	-1,0	0,1
Déflateur du PIB	7,5	0,8	0,9	1,0	2,0	1,6	2,3
PIB nominal	10,9	2,0	1,7	2,1	2,4	0,5	2,4
Bons du Trésor – 3 mois	2,6	4,8	4,9	4,8	4,3	5,2	4,0
Taux de chômage	5,3	5,4	5,5	5,4	6,4	7,0	6,8

p : prévisions
NOTE : Le total peut ne pas correspondre à la somme des parties en raison de l'arrondissement.
Sources : Ministère des Finances du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

rapport au PIB à compter de l'exercice 2025-2026, et ce, malgré la détérioration des conditions économiques, les Canadiens et les agences de notation devraient tout de même pousser un soupir de soulagement.

Il est de plus en plus difficile de trouver des revenus fiscaux additionnels sous les coussins du canapé

Même si nous sommes d'avis que les prévisions économiques de base sont trop optimistes, la révision à la baisse combinée à l'évolution de la situation économique depuis la publication du budget de 2023 devraient avoir un effet sur les revenus et le solde budgétaire. Cela se reflète clairement dans les projections du gouvernement fédéral sur les rentrées d'impôt sur le revenu. Malgré cela, les prévisions de revenus publiées dans l'ÉÉA 2023 ont été revues à la hausse par rapport au budget. Plusieurs raisons peuvent expliquer ces modifications, et elles n'inspirent guère confiance. Tout d'abord, le gouvernement fédéral s'attend à des produits plus importants provenant du régime de tarification de la pollution en raison de la « révision des estimations des émissions » (vraisemblablement à la hausse) et de l'ajout du Nouveau-Brunswick au régime. Toutefois, la plus importante augmentation provient des « autres revenus », soit une catégorie plutôt vague qui englobe les revenus d'intérêt prévus sur les prêts aux sociétés d'État, la dette fiscale et les avoirs nets des comptes d'opérations de change.

Ces nouveaux revenus ont plus que compensé la baisse de revenus résultant de l'élimination de la TPS sur les nouveaux logements locatifs. Annoncés en septembre 2023 et faisant partie du « Plan d'action canadien pour le logement », ces revenus devraient totaliser 4,6 G\$ sur six exercices, à compter de 2023-2024, dont 1,5 G\$ durant la dernière année des perspectives budgétaires. Il semble qu'aucun revenu n'ait été généré en décourageant la location à court terme non conforme, bien que cette mesure ait empêché la déduction de certaines dépenses lors du non-respect des exigences municipales.

Le gouvernement fédéral dépense beaucoup plus qu'il n'économise, encore une fois

Le gouvernement fédéral a encore augmenté ses dépenses de programmes dans ses dernières prévisions budgétaires. Même s'il est prévu que les dépenses de programmes diminueront au cours de l'exercice 2023-2024, en grande partie en raison de

dépenses liées à la COVID-19 inférieures à celles projetées, elles augmenteront à compter de l'exercice 2024-2025 en moyenne de 8,2 G\$ sur quatre exercices par rapport à ce qui était prévu dans le budget de 2023. De ce fait, le total des nouvelles dépenses publiées dans l'ÉEA de 2023 a été porté à 20,8 G\$.

Les nouvelles dépenses se répartissent entre trois domaines et financent un nombre modéré de nouvelles mesures. Le premier domaine est le logement. Les mesures sont principalement liées à la construction de logements abordables plus nombreux et s'élèvent à 1 G\$. Les montants sont ensuite relativement moins élevés comparés aux budgets précédents, notamment ceux consacrés au soutien aux municipalités pour décourager la location à court terme non conforme : le montant de 50 M\$ correspond surtout à une erreur d'arrondi sur la période. Au total, ces dépenses ne seront vraisemblablement pas suffisantes sur la période pour améliorer l'accès à des logements abordables.

Le deuxième domaine porte sur le soutien à la classe moyenne pour un total de 168 M\$ sur la période. Il n'y a rien à ajouter. Le gouvernement annonce qu'il aidera plusieurs ménages à acheter des thermopompes, mais cette mesure était déjà financée dans les documents budgétaires précédents.

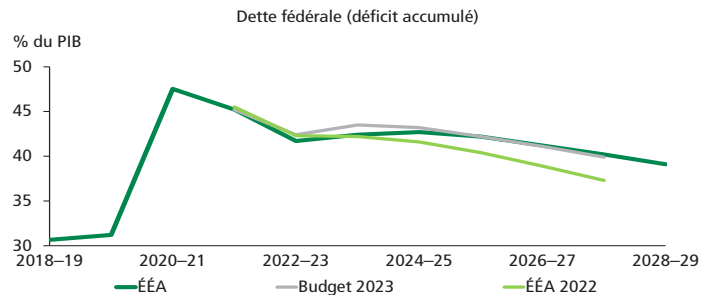
Mais viennent ensuite les subventions à l'économie propre pour les entreprises qui devraient atteindre 8,5 G\$ au cours de la période de projection, en complément des mesures annoncées dans les budgets précédents. Ce montant est nettement moindre que le directeur parlementaire du budget l'estimait. Il s'ajoute à d'autres précisions sur les crédits d'impôt annoncés précédemment pour les investissements dans l'énergie verte, que les entreprises et les investisseurs attendaient impatientement. On remarquera aussi une aide notable en faveur des contrats sur différence pour le carbone. Il semble que le montant pourrait atteindre 7 G\$ sur le capital de 15 G\$ consacré au Fonds de croissance du Canada et géré par Investissements PSP.

Enfin, le gouvernement fédéral a inscrit des économies s'élevant à 2,5 G\$ sur la période. Cependant, la façon d'y parvenir reste vague. En effet, nous attendons encore un plan précis et complet pour réaliser les économies déjà annoncées. Nous doutons encore que le gouvernement fédéral puisse y réussir, ce qui laisse présager des déficits plus élevés que ceux qu'il prévoit actuellement.

Des déficits importants provoquent l'accumulation de la dette

Comme on s'y attendait, des déficits plus importants ont mené à une augmentation du ratio de la dette au PIB pour les exercices 2023-2024 et 2024-2025, malgré des effets positifs importants sur les revenus en 2022-2023. En effet, ce ratio devrait passer d'environ 41,7 % pour l'exercice 2022-2023 à 42,4 % pour l'exercice 2023-2024, puis à 42,7 % pour l'exercice 2024-2025. La dette en proportion de l'économie devrait ensuite diminuer

GRAPHIQUE 2 Perspectives de la dette fédérale par rapport au PIB essentiellement inchangées par rapport au budget 2023

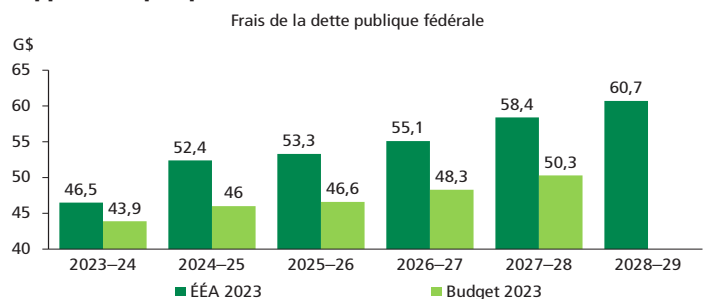


Remarque : ÉEA désigne Énoncé économique de l'automne
Sources : Ministère des Finances Canada et Desjardins, Études économiques

(graphique 2). Après avoir annoncé des « cibles budgétaires » quelque peu incertaines à l'occasion de l'Énoncé économique de l'automne 2023, le gouvernement fédéral s'est félicité d'avoir réussi à afficher un ratio de la dette au PIB en dessous des objectifs fixés dans le budget de 2023.

Nous avons des doutes sur le fait que le gouvernement fédéral réussisse à abaisser ce ratio à moyen terme. À l'occasion de chaque prévision budgétaire, il engrange les gains exceptionnels de l'année précédente et s'en sert pour de nouvelles dépenses. Cela le rend vulnérable à un ralentissement économique. En outre, l'augmentation des frais de la dette publique a eu pour conséquence une augmentation du ratio du service de la dette à un niveau dont le gouvernement fédéral doit tenir compte (graphique 3). On s'attend à ce que cela contribue de façon importante à l'augmentation des prévisions du déficit et de la dette et expose le Canada à des taux d'intérêt plus élevés pour les emprunts à long terme et aux exigences du marché obligataire international.

GRAPHIQUE 3 Augmentation substantielle des frais de la dette publique par rapport aux perspectives



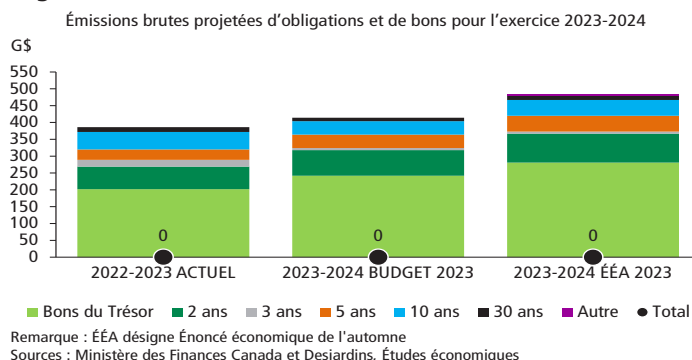
Remarque : ÉEA désigne Énoncé économique de l'automne
Sources : Ministère des Finances Canada et Desjardins, Études économiques

L'augmentation importante des emprunts prévus n'équivaut pas au déficit

Pour l'exercice 2023-2024, la Stratégie de gestion de la dette comprend un plan d'émission de titres d'emprunts de 485 G\$, en augmentation par rapport à l'estimation de 387 G\$ de l'exercice 2022-2023 et aux 414 G\$ prévus du budget de 2023 (graphique 4). Ce montant est plus élevé que ne le laissait supposer le seul déficit. En plus des conséquences de l'augmentation du déficit, les besoins financiers sont soumis à des opérations non budgétaires, notamment les remboursements des prêts du Compte d'urgence pour les entreprises canadiennes (CUEC). Bien que des précisions manquent, il semble que le financement des remboursements des prêts liés à la prolongation du CUEC soit compris dans la Stratégie de gestion de la dette, compte tenu de son poids considérable par rapport aux perspectives de déficit.

Cette augmentation des émissions de titres d'emprunts se fera principalement par des émissions de bons du Trésor. La cible pour l'encours de bons du Trésor d'ici la fin de la période 2023-2024 est de 281 G\$ (il a été revu à la hausse par rapport aux 242 G\$ prévus pour le budget de 2023), une augmentation par rapport à l'estimation de 202 G\$ du 31 mars 2023. Le gouvernement fédéral souhaite aussi émettre « un bon du Trésor à un mois, au moins temporairement, pour appuyer la transition du marché des acceptations bancaires du marché monétaire canadien. » Le gouvernement informera les participants au marché de ses conclusions avant la transition du taux CDOR lorsqu'il aura examiné cette proposition.

GRAPHIQUE 4 La dette liée aux émissions prévues a considérablement augmenté



Entretemps, le programme des obligations continue de croître et devrait atteindre 204 G\$ au cours de l'exercice 2023-2024, en augmentation par rapport aux estimations du budget de 2023 qui prévoyaient 172 G\$ et aux 185 G\$ émis pendant l'exercice 2022-2023. Cette augmentation planifiée de 19 G\$ par rapport à l'année précédente se fera principalement sur les segments à 2 ans et à 5 ans en réduisant l'émission pour les segments à 3 ans et à 10 ans. L'émission d'obligations à 30 ans (4 G\$) devrait correspondre à celle des exercices précédents, mais cela constitue une augmentation par rapport au budget de 2023 qui n'en prévoyait initialement aucune. La proportion d'émissions d'obligations à long terme est passée à 30 %, contre 29 % lors du budget de 2023. Elle reste toutefois bien en dessous des 36 % de l'exercice 2022-2023.

TABLEAU 3 Sommaire des opérations

EN G\$ (SAUF SI INDIQUÉ)	RÉEL		PRÉVISION DE DESJARDINS				
	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028	2028-2029
Revenus budgétaires	447,8	456,2	483,4	502,4	527,4	551,0	573,8
Variation (%)	8,4	1,9	6,0	3,9	5,0	4,5	4,1
Dépenses de programmes	-438,6	-442,2	-466,8	-484,8	-499,4	-515,5	-534,1
Variation (%)	-6,5	0,8	5,6	3,9	3,0	3,2	3,6
Frais de la dette	-35,0	-46,5	-52,4	-53,3	-55,1	-58,4	-60,7
Variation (%)	42,7	33,0	12,7	1,7	3,4	6,0	3,9
Pertes actuarielles nettes	-9,6	-7,6	-2,6	-2,6	0,0	-0,9	2,5
Solde budgétaire	-35,3	-40,0	-38,4	-38,3	-27,1	-23,8	-18,4
Dette fédérale ¹	1 173,0	1 216,2	1 254,6	1 292,9	1 320,0	1 343,8	1 362,2
Variation (%)	2,9	3,7	3,2	3,1	2,1	1,8	1,4
Revenus budgétaires (% du PIB)	16,1	15,9	16,5	16,4	16,5	16,5	16,5
Dépenses de programmes (% du PIB)	-15,8	-15,4	-15,9	-15,8	-15,6	-15,4	-15,3
Frais de la dette publique (% du PIB)	-1,3	-1,6	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Solde budgétaire (% du PIB)	-1,3	-1,4	-1,3	-1,2	-0,8	-0,7	-0,5
Dette fédérale (% du PIB)	42,2	42,4	42,7	42,2	41,2	40,2	39,1

¹ Dette représentant les déficits cumulés incluant d'autres éléments du résultat étendu.
Sources : Ministère des Finances du Canada et Desjardins, Études économiques

On s'attend pour l'exercice 2023-2024 à quatre adjudications d'obligations à 2 ans avec des fourchettes de référence de 18 à 26 G\$, à une adjudication d'obligations à 3 ans avec des fourchettes de référence de 8 à 12 G\$, à deux adjudications d'obligations à 5 ans et à 10 ans avec des fourchettes de référence de 18 à 26 G\$ et à une adjudication d'obligations à 30 ans avec des fourchettes de référence de 20 à 30 G\$.

Un des aspects les plus intéressants de la Stratégie de gestion de la dette est la manière dont le gouvernement fédéral prévoit transformer le programme des Obligations hypothécaires du Canada (OHC). Après avoir organisé une consultation sur l'avenir du programme, il a annoncé en septembre 2023 qu'il prévoyait augmenter annuellement de 20 G\$ les émissions d'obligations dans le cadre de ce programme. Cela pourrait porter l'achat d'obligations hypothécaires du Canada à 60 G\$. L'Énoncé économique de l'automne 2023 souligne que le gouvernement fédéral prévoit maintenant acheter jusqu'à la moitié, soit 30 G\$, des émissions annuelles d'OHC. Cela se fera vraisemblablement sur le marché primaire puisqu'il n'est pas nécessaire que la structure des échéances corresponde à celle des OHC achetées décrites dans le document. Les OHC restantes demeureront à la disposition des participants au marché, mais dans un volume moindre qu'aujourd'hui.

Conclusion

En conclusion, c'est sans surprise que nous voyons des déficits prévus pour l'ensemble de l'horizon de prévision. Pressé par les priorités, le gouvernement fédéral dépense les gains exceptionnels de l'année précédente, et plus encore. L'augmentation du ratio de la dette au PIB pour les deux prochaines années nous préoccupe, même s'il est prévu qu'il diminue sur le long terme. Cependant, nous avons déjà entendu cette histoire. Ce qui nous préoccupe le plus, c'est que le gouvernement a dû modifier ses prévisions dans tous les sens pour obtenir ce résultat. Cependant, cela aurait pu être pire. Heureusement, le gouvernement fédéral s'en tient à ce plan pour l'avenir, et nous ne voyons pas pour 2024 d'autres augmentations liées aux dépenses ayant une incidence sur le ratio de la dette au PIB.