

ANALYSE BUDGÉTAIRE

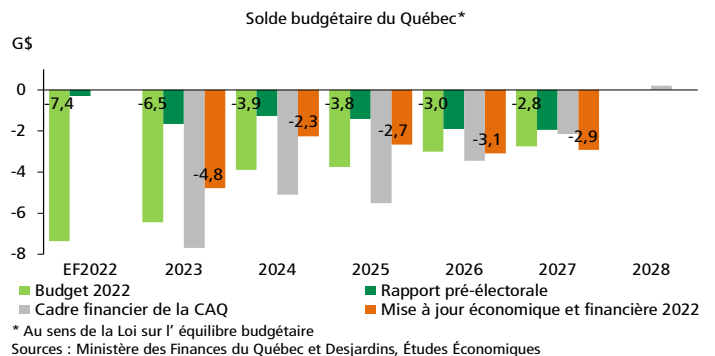
L'inflation continue d'influencer les choix budgétaires

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège, et Marc Desormeaux, économiste principal

FAITS SAILLANTS

- ▶ Les projections budgétaires du Québec se sont améliorées par rapport au budget 2022, mais elles se sont quelque peu détériorées par rapport à son rapport préélectoral. La province prévoit atteindre l'équilibre budgétaire (avant les dépôts dans le Fonds des générations) au cours de l'exercice 2023-24 (EF2024) (graphique 1).
- ▶ Les besoins d'emprunt de la province sont maintenant projetés à 25,8 G\$ de dollars pour l'EF2023, 27,6 G\$ pour l'EF2024 et 32 G\$ pour l'EF2025. Il s'agit de diminutions respectives de 1,7 G\$, 2,4 G\$ et 1,8 G\$ par rapport au budget 2022.
- ▶ Les taux obligataires sont restés largement inchangés après la mise à jour, mais les emprunts effectués jusqu'à présent au cours de l'EF2023 laissent entrevoir un accroissement de l'offre à court terme qui pourrait élargir les écarts du Québec par rapport aux autres indices de référence gouvernementaux.
- ▶ L'amélioration des finances publiques est due en grande partie à une forte augmentation des recettes au départ, soutenue par un PIB nominal et une inflation plus élevée que prévu.
- ▶ La province n'a pas inclus de récession dans ses prévisions de base, mais les révisions à la baisse des taux annuels de croissance économique suggèrent qu'elle s'attend à un ralentissement significatif au cours des prochains trimestres. Malgré tout, l'écart entre PIB réel par habitant du Québec et de l'Ontario est en voie de se rapprocher de 10 % dans les délais prévus.
- ▶ Certains de ces gains de revenus ont été érodés par la nouvelle politique ciblant l'allègement de l'inflation. Les mesures du Québec représentent la plus grande part du PIB de toutes les provinces, mais elles sont plus ciblées que les cycles précédents et aussi généreuses que ce qui avait été annoncé lors de la récente élection provinciale.
- ▶ Grâce à l'apport important des revenus exceptionnels pendant la reprise économique de la pandémie, le Québec continue de progresser vers ses objectifs fiscaux à long terme.

GRAPHIQUE 1
Solde budgétaire du Québec s'améliore encore



Nos impressions

Avec la combinaison d'une hausse du coût de la vie et d'une détérioration déjà très visible de la conjoncture québécoise, le gouvernement s'est vu aujourd'hui en position de devoir faire certains choix, comme celui de mettre de côté la promesse de baisses d'impôts. À l'érosion des revenus réels des ménages causée par la forte inflation s'ajoutera une remontée du taux de chômage dans un contexte où l'offre et la demande en travailleurs devraient connaître un certain rééquilibrage. Le déficit reprendra donc une nouvelle trajectoire à la hausse.

La bonne nouvelle est que l'amélioration des finances publiques durant la reprise post-pandémique a été telle que le solde budgétaire au sens de la Loi sur l'équilibre budgétaire (LÉB) demeure nettement inférieur à celui qui avait été prévu lors du dernier budget, malgré les nouveaux transferts aux ménages, les mesures limitant l'indexation tarifaire et la bonification des soutiens financiers aux aînés.

La moins bonne nouvelle est qu'en dépit d'hypothèses économiques revues nettement à la baisse, les risques baissiers abondent. D'ailleurs, à 0,7 %, la prévision de croissance du PIB réel du ministère des Finances pour l'an prochain s'avère équivalente à la prévision la plus optimiste parmi les prévisionnistes du secteur privé qui ont été consultés. Notre propre prévision s'oriente vers une légère contraction pour l'an prochain, ce qui représente un écart significatif par rapport à l'hypothèse du gouvernement. La mise à jour met toutefois bien en évidence les risques : s'il fallait que l'activité économique enregistre plutôt un recul de 1,0 % l'an prochain, ce sont plus de 5,0 G\$ additionnels en déficits cumulatifs qu'il faudrait éponger sur l'horizon de prévision. La décision de rehausser la provision pour risques économiques à 8,0 G\$ s'avère donc justifiée, même si le gouvernement aurait pu se montrer encore plus prudent en articulant son cadre budgétaire sur un scénario économique de court terme un peu plus conservateur.

Quoi qu'il advienne, la marge de manœuvre reste somme toute limitée, avec un déficit structurel de 3 G\$ et à l'heure où certains choix budgétaires sont davantage susceptibles de causer une hausse des coûts de financement. L'époque où les politiques monétaires expansionnistes avaient un effet sédatif sur les réactions des marchés financiers est effectivement révolue et les investisseurs obligataires devront répartir leurs portefeuilles avec plus de discernement.

On peut se rassurer pour le moment que l'atteinte de l'équilibre demeure prévue pour 2027-2028. Il faudra quand même voir ce qu'il adviendrait si une conjoncture plus défavorable devait avoir des impacts plus significatifs pour les finances publiques que le prévoit le scénario alternatif. Par ailleurs, la Loi sur l'équilibre budgétaire (LÉB) doit normalement être réinstaurée l'an prochain. Le gouvernement aura alors à présenter un plan de retour à l'équilibre budgétaire au prochain budget printanier, alors que l'économie pourrait être en plein cœur d'une récession.

Le plan de redressement pourrait évidemment être reporté, mais la prudence sera de mise puisque des ajustements trop fréquents ayant pour effet d'étirer les délais prévus par la LÉB pourraient finir par éroder la crédibilité de ce mécanisme, qui a été suspendu à deux reprises depuis sa création en 1996. Le moment pour une atteinte à la crédibilité de la LÉB serait mal venu car c'est justement dans un environnement où les investisseurs sont nerveux que celle-ci a le plus d'impact. Avec les finances publiques en position de fragilité dans plusieurs pays et les risques de décote, il faut penser que la nervosité des marchés sera élevée ces prochaines années, d'où la nécessité de maintenir le cap.

Au niveau des mesures du « bouclier anti-inflation », on peut saluer le fait que les dernières annonces ont été un peu plus progressives que celles du printemps. Par exemple, 71 % des ménages admissibles au dernier montant ponctuel pour le coût de la vie gagnaient un revenu inférieur à 50 000 \$ en 2021. Il reste que presque le quart des personnes admissibles gagnent entre 54 000 \$ et 100 000 \$, et recevront le montant minimum de 400 \$. Le débat à savoir si une personne gagnant 95 000 \$ a un réel besoin pour ce genre de soutien risque de se poursuivre, mais on peut quand même souligner le fait que l'aide pour cette tranche de revenus représente seulement 17,5 % de l'enveloppe totale. Quant à elle, la bonification pour le soutien aux aînés est structurée de façon plus progressive, même si la mesure n'est pas ponctuelle, avec un coût annuel moyen de 1,6 G\$.

En somme, la mise à jour témoigne de finances publiques en bonne posture, du moins, lorsqu'on regarde dans le rétroviseur. Car non seulement les nuages se sont assombris à l'horizon, mais les premières gouttelettes commencent à tomber. La vigilance sera de mise et les choix devront être judicieux pour permettre au gouvernement de préparer une relance robuste et axée sur les investissements publics lorsque le temps sera venu. Augmentation de la capacité de production d'électricité, investissements en infrastructures de santé, transformation numérique de l'État : le discours d'ouverture du premier ministre Legault a bien montré que les projets ne manquent pas. Certaines de ces initiatives sont de nature à attirer les investissements, rehausser le potentiel économique du Québec et sa compétitivité à l'échelle canadienne et internationale. Le prochain cycle économique s'articulera autour de la transition climatique et il faut garder à l'esprit que le Québec (et le Canada) devra être à la hauteur des États-Unis, qui ont frappé un grand coup en matière d'investissements visant à accélérer la transition verte. Et tout cela survient dans un contexte de vieillissement démographique, avec les incidences que l'on connaît sur le déficit structurel. Pour relever les nombreux défis, il sera donc essentiel de maintenir une approche prudente et en harmonie avec l'équité entre les générations.

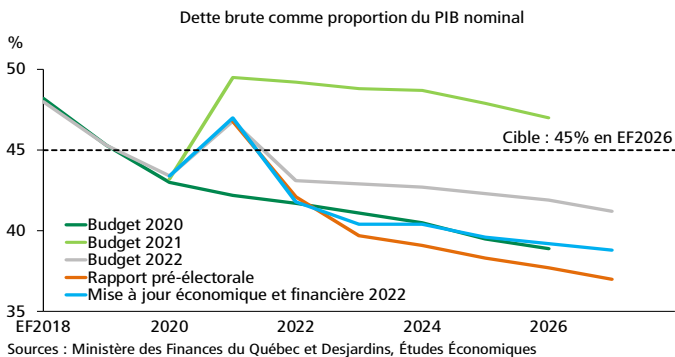
Amélioration des indicateurs clés

Les projections budgétaires du Québec ont été améliorées par rapport au budget 2022 (publié en mars). Le gouvernement prévoit des déficits de 4,8 G\$ (0,9 % du PIB nominal), de 2,3 G\$ (0,4 %) et de 2,7 G\$ (0,4 %) pour les exercices 2023, 2024 et 2025 (après les dépôts dans le Fonds des générations). Cela représente des réductions de 1,7 G\$, 1,6 G\$ et 1 G\$ par rapport au plan financier de mars 2022. Mais ces déficits sont plus grands de 4 G\$, 1 G\$ et 1,3 G\$ par rapport à la plateforme électorale de la CAQ de 2022. Avant les transferts au Fonds des générations, le gouvernement prévoit toujours atteindre l'équilibre budgétaire en 2024, comme dans le budget 2022.

Conformément au profil de déficit réduit, la dette nette devrait atteindre 33,9 % du PIB nominal d'ici l'exercice terminant en 2027, presque 3 % de moins que prévu dans le budget 2022. La province demeure sur la bonne voie pour atteindre son objectif d'un ratio de la dette brute au PIB de 45 % d'ici l'EF2026. En fait, la dette brute est appelée à diminuer en proportion de l'économie de manière similaire qu'avant la pandémie du COVID-19 (graphique 2). Comme indiqué dans le budget 2022, le Québec annoncera dans son prochain budget une nouvelle cible d'endettement à long terme, basée cette fois sur la dette nette.

GRAPHIQUE 2

La dette du Québec a une tendance similaire qu'avant la pandémie



Sources : Ministère des Finances du Québec et Desjardins, Études Économiques

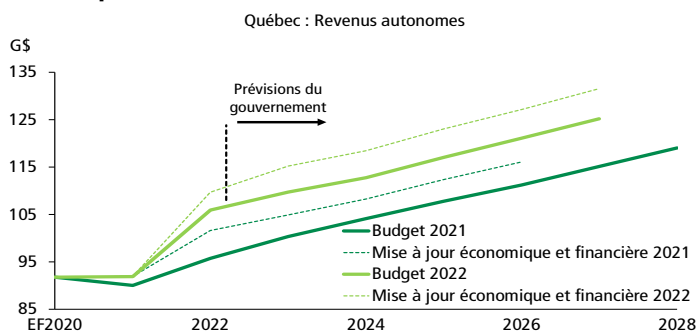
Les besoins d'emprunt de la province sont maintenant projetés à 25,8 G\$ de dollars pour l'EF2023, 27,6 G\$ pour l'EF2024 et 32,0 G\$ pour l'EF2025. Il s'agit de diminutions respectives de 1,7 G\$, 2,4 G\$ et 1,8 G\$ par rapport au budget 2022. Le refinancement représente respectivement 57 %, 58 % et 61 % du total pour les exercices 2023, 2024 et 2025. Au 17 novembre 2022, 57 % des emprunts prévus avaient été réalisés. Jusqu'à présent dans l'EF2023, le gouvernement a contracté 8 % de ses emprunts sur les marchés étrangers, comparativement à une moyenne de 27 % lors des 10 années précédentes. Le gouvernement a constaté qu'il « entend continuer à profiter des occasions d'émettre sur les marchés étrangers. »

Des perspectives économiques plus optimistes soutiennent les revenus

Comme prévu, et comme on l'a vu dans plusieurs autres provinces, la trajectoire sous-jacente des revenus du Québec est beaucoup plus forte que les projections du budget (tableau à la page 5), grâce notamment à une amélioration importante du point de départ (graphique 3). En fait, les recettes du gouvernement ont été révisées à la hausse, en ligne avec la trajectoire améliorée décrite dans le rapport préélectoral. Comme dans les autres provinces, cela reflète la croissance réelle et l'inflation qui ont continué à surprendre à la hausse jusqu'à présent. La prévision du taux de croissance du PIB nominal en 2022 a été révisée de 6 % dans le budget 2022 à 10 % dans cette mise à jour.

GRAPHIQUE 3

Encore plus de recettes exceptionnelles, une autre hausse des revenus persistante

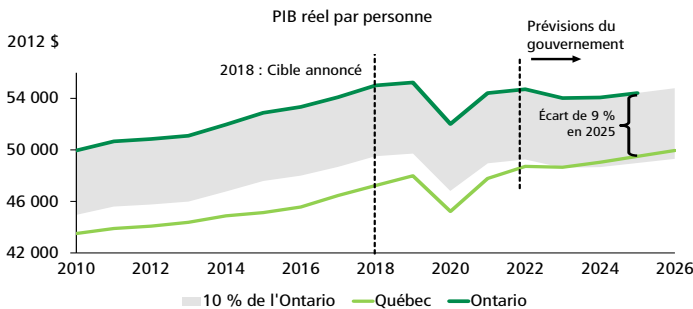


Sources : Ministère des Finances du Québec et Desjardins, Études Économiques

Une des questions concernant la mise à jour était de savoir si les plans incluraient un ralentissement économique; comme l'Ontario, le Québec n'a pas prévu une récession de manière explicite. Le gouvernement s'attend maintenant à ce que la croissance réelle ne soit que de 3,1 % cette année et de 0,7 % en 2023. Cependant, dans un scénario alternatif comprenant une récession débutant au cours de l'année civile 2023, le PIB réel se contracterait de 1,0 % l'année prochaine, ce qui réduirait le solde budgétaire de 5 G\$ sur cinq ans. Cela est plus optimiste que le scénario présenté dans le rapport préélectoral, où le gouvernement a associé une récession typique à une perte de revenus de 8,3 G\$ sur cinq ans.

En ce qui concerne les objectifs de croissance et de productivité à plus long terme, les prévisions du Québec indiquent que son PIB réel par habitant est en voie d'atteindre l'objectif d'un niveau de 10 % sous le niveau ontarien avant la date qui était prévue (graphique 4 à la page 4). Le gouvernement avait fixé cet « objectif d'enrichissement collectif » pour l'EF2026.

GRAPHIQUE 4
Le Québec devrait atteindre son « objectif d'enrichissement collectif »



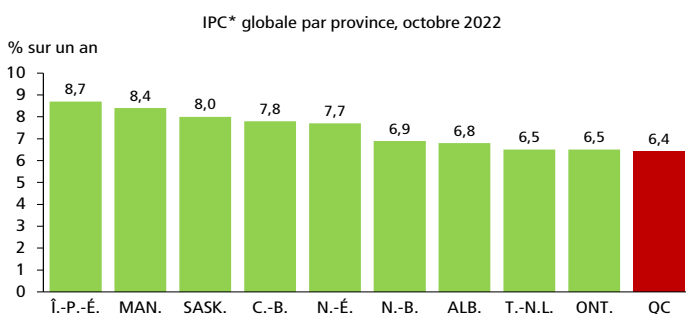
Sources : Statistique Canada, Ministère des Finances du Québec, Ministère des Finances de l'Ontario et Desjardins, Études Économiques

Les nouvelles mesures visent l'aide au coût de la vie

Selon le *Cadre financier de la Coalition Avenir Québec de 2022*, les nouvelles politiques visent à soulager la hausse du coût de la vie. La politique phare est une deuxième série de transferts aux ménages québécois, qui devraient être versés ce mois-ci pour un montant d'environ 3,5 G\$ au cours de l'EF2023. En plus des transferts, la province indexera les tranches d'imposition en fonction de l'inflation, ce qui entraînera un coût fiscal total d'environ 1,6 G\$ jusqu'à l'exercice 2027. Elle va aussi augmenter les soutiens pour les aînés, comme annoncé dans le cadre financier, ce qui coûtera entre 1,5 G\$ à 1,7 G\$ pour chaque exercice financier d'ici l'EF2027.

Nous avons noté dans le passé que des transferts aux ménages de façon non ciblée ont le potentiel d'exacerber les pressions inflationnistes en stimulant la demande. C'est toujours le cas pour toutes les provinces. En proportion du PIB, l'ensemble de mesures du Québec fait en sorte qu'il a le plan d'aide le plus important offert au Canada. Toutefois, ces mesures sont plus ciblées que la première série de transferts qui ont été émis à la suite du budget 2022, et sont moins importantes que prévu dans le cadre financier de la CAQ. De plus, le taux d'inflation au Québec est jusqu'à présent inférieur à celui des autres provinces (graphique 5). L'effet désinflationniste du ralentissement

GRAPHIQUE 5
L'inflation au Québec est la plus faible parmi les provinces



* Indice des prix à la consommation
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études Économiques

économique pourrait plus que compenser l'impact inflationniste des transferts.

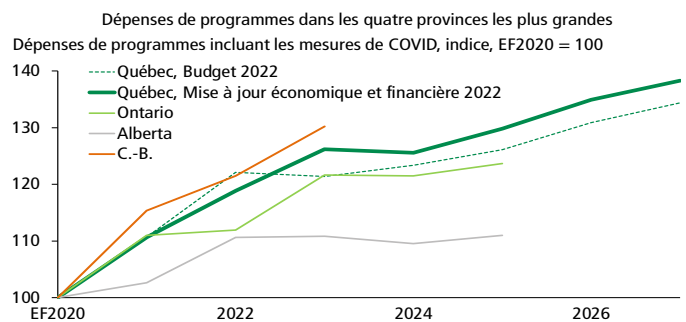
Le gouvernement n'a pas changé son plan pour les investissements d'infrastructure. On s'attend ainsi toujours à 142,5 G\$ pendant les dix prochains exercices pour le Plan d'Infrastructure du Québec. Les nouvelles cibles seront annoncées dans le budget 2023. La question clé, comme dans d'autres juridictions, est de savoir si les pénuries aiguës de main-d'œuvre et les coûts élevés des intrants retarderont les grands projets.

Contrairement à ce qui avait été promis lors des élections provinciales, le gouvernement ne réduira pas ses versements au Fonds des générations pour absorber une partie des coûts de ses initiatives (notamment la baisse d'impôts promise, qui a été mise de côté). Cependant, le plan financier inclut 8 G\$ en provisions pour risques et mesures de soutien et de relance pour subvenir à une récession ou une hausse de coûts inattendue.

Les dépenses augmentent

Outre les mesures de soutien face au coût de la vie, les dépenses de portefeuilles sont révisées en hausse de 140 M\$ pour l'exercice financier en cours et de 1,3 G\$ pour l'exercice terminant en 2024, en raison de la hausse des coûts liés à la prestation des services publics et du coût des régimes de retraites, entre autres. Si les dépenses de portefeuille font l'objet d'une faible révision pour l'exercice en cours, la situation est bien différente pour les coûts du service de la dette, eux qui sont relevés de 1,7 G\$, fruit de la forte hausse des taux cette année. Tout compte fait, la croissance cumulative des dépenses de programmes du Québec depuis la pandémie devrait continuer à dépasser celle de l'Ontario et de l'Alberta tout au long de l'horizon prévisionnel (graphique 6). Elle devrait être inférieure à celle du plan de la Colombie-Britannique, au moins pour cette année.

GRAPHIQUE 6
Des plan ambitieux pour les dépenses



Sources : Documents budgétaires des provinces, Statistique Canada et Desjardins, Études Économiques

Les écarts obligataires pourraient être influencés par le calendrier d'émission

Les taux obligataires à long terme du Québec ont peu changé immédiatement après la publication de la mise à jour. Les investisseurs semblent avoir déjà anticipé les gains de revenus et les nouvelles mesures, conformément aux annonces du gouvernement et à l'évolution récente de la conjoncture. Du point de vue des fondamentaux, les écarts entre les taux obligataires à 10 et 30 ans du Québec et ceux de l'Ontario devraient demeurer assez serrés, en supposant que les finances publiques reprennent éventuellement leur tendance de plus long terme. En effet, les taux obligataires à long terme du Québec se négocient sous ceux de l'Ontario depuis la mi-2017.

Cependant, à plus court terme, nous nous attendons à une augmentation du rythme d'émissions obligataires, qui pourrait temporairement mener à un certain élargissement des écarts de taux pour les obligations de référence du Québec par rapport à ceux d'autres gouvernements canadiens. Le 17 novembre 2022, la province n'avait réalisé que 57 % des emprunts prévus pour l'exercice 2023. Cela contraste avec les taux d'achèvement respectifs de 67 %, 90 % et 92 % dans les mises à jour semestrielles de 2021, 2020 et 2019, qui avaient toutes été publiées plus tôt dans l'année que celle-ci. Soumis à un calendrier serré pour répondre aux exigences d'emprunt pour l'exercice

en cours, le Québec pourrait opter pour une ou plusieurs transactions libellées en dollars américains ou en euros, dans un laps de temps relativement court.

TABLEAU Situation budgétaire

EN \$G (SAUF SI INDIQUÉ)	RÉEL	PRÉVISIONS				
	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26	2026-27
Revenus totaux	138,8	144,8	147,7	153,2	158,3	163,3
Revenus autonomes	109,6	115,2	118,4	123,0	127,1	131,5
Transferts fédéraux	29,2	29,6	29,3	30,2	31,2	31,8
Dépenses totales	126,6	143,8	143,7	149,3	155,1	159,5
Dépenses de programmes	118,0	133,3	134,3	139,2	144,7	148,3
Frais de la dette	8,6	10,5	9,4	10,1	10,4	11,2
Mesures de soutien et de relance	9,4	2,0	0,4	—	—	—
Provisions pour risques économiques	—	1,0	2,0	2,0	1,5	1,5
Solde	2,8	-2,0	1,7	1,9	1,8	2,3
% du PIB	0,6	-0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
Fonds des générations	3,6	3,3	3,9	4,6	4,8	5,2
Utilisation de la réserve de stabilisation	0,8	0,4	—	—	—	—
Solde budgétaire au sens de la Loi	—	-4,8	-2,3	-2,7	-3,1	-2,9
% du PIB	0,0	-0,9	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Dettes nette (% du PIB)	38,1	36,0	35,7	35,0	34,4	33,9
Dettes brute (% du PIB)	41,8	40,4	40,4	39,6	39,2	38,8
Dettes représentant les déficits cumulés (% du PIB)	20,9	19,3	18,5	17,5	16,6	15,7

Sources: Ministère des Finances du Québec et Desjardins, Etudes Economiques