

16 avril 2024

Un État plus grand, plus coûteux, focalisé sur la crise du logement

Par Warren Lovely, Daren King, Taylor Schleich et Matthieu Arseneau

Sommaire

Le budget fédéral 2024 tombe à un moment un peu délicat pour le Canada. Bien que distordue par une augmentation vertigineuse de la population, l'économie du Canada a fléchi sous le poids d'une politique monétaire restrictive qui met à mal les perspectives de revenus sous-jacentes. Les marchés du travail ont faibli; la confiance des consommateurs est en berne. Le niveau de vie relatif du Canada aussi, ce qui devrait rendre le « problème » de la productivité du pays difficile, ou plus difficile, à ignorer par le gouvernement. Malgré certains progrès vers la stabilité des prix, la politique budgétaire (y compris les dépenses directes de l'État) pourrait encore compliquer la vie des responsables de la politique monétaire, et pas seulement au Canada. Alors, que doit faire le gouvernement ?

En quête de réponses aux problèmes de capacité causés par l'explosion démographique, le gouvernement fédéral du Canada vise directement le logement dans son budget 2024. De nouvelles mesures cherchent à galvaniser la construction neuve de logements, ce qui, espère-t-on, améliorera les problèmes prononcés d'abordabilité du logement. Cependant, il faudra du temps pour normaliser un déséquilibre aussi profond entre la demande et l'offre de logements. (Soit dit en passant, pour contrer ce déséquilibre, nous sommes plus optimistes au sujet de l'impact de mesures déjà annoncées de réduction des résidents non permanents que d'un bond futur de l'activité de construction résidentielle.) D'autres mesures budgétaires – dont beaucoup avaient déjà été annoncées – sont centrées sur un programme d'alimentation scolaire, la santé mentale, les services de garde d'enfants, les bourses d'études, la prestation pour les personnes handicapées, les initiatives liées aux Autochtones, la capacité en matière d'IA et la sécurité/défense nationale (alors que les conflits mondiaux focalisent davantage l'attention sur les budgets militaires). La liste de mesures est longue. L'ancien gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, présidera un groupe de travail qui vise à offrir davantage de possibilités aux plus grands fonds de pension du Canada afin d'investir davantage au pays. Conformément à l'entente de soutien et de confiance entre le Parti libéral et le NPD, les premiers pas vers un régime national d'assurance médicaments ont également été faits.

En ce qui concerne le cadre financier, conformément aux engagements antérieurs concernant le déficit et la dette, les dépenses supplémentaires doivent être payées avec de nouvelles recettes. Par conséquent, les contribuables à revenu élevé/riches devront (une fois de plus) assumer un fardeau fiscal plus élevé. Une augmentation du taux d'inclusion des gains en capital, pour les particuliers et les entreprises, vise des rentrées nettes de près de \$7 milliards au cours de cet exercice et près de \$20 milliards sur les cinq années de l'horizon budgétaire. Comme on s'y attendait, le déficit résultant, chiffré à environ \$40 milliards ou 1.3% du PIB pour 2024-2025, est pratiquement égal au déficit de l'an dernier.

Dans l'ensemble, le plus récent plan budgétaire se solde cumulativement par plus de déficit que le budget de 2023, la trajectoire budgétaire modifiée dépeignant un État fédéral plus gros, plus coûteux et assurément plus intrusif. Il n'y a plus d'engagement ferme à revenir à un équilibre budgétaire. Au lieu de cela, le gouvernement entend s'efforcer de réduire graduellement le déficit en proportion du PIB. L'engagement officiel est celui de ramener le déficit à moins 1% du PIB à partir de 2026-2027 et par la suite. Alors que le scénario de base ajoute plus de \$150 milliards au déficit accumulé sur les cinq prochains exercices, la croissance sous-jacente de l'économie devrait continuer de faire baisser un peu chaque année le ratio dette/PIB très surveillé. Il s'agit-là du point d'ancrage budgétaire fondamental du gouvernement. Le fardeau de la dette qui était estimé à la fin de 2023-2024 à 42.1% devrait baisser à 39% d'ici 2028-2029. (À titre de référence, ce ratio était proche de 30% avant la COVID.) Oui, le Canada conserve un avantage significatif par rapport aux autres économies avancées en ce qui concerne la dette nette de l'ensemble des administrations publiques, comme en attestent les données les plus récentes du FMI. Mais ce gouvernement ne peut pas s'en attribuer le mérite. En outre, le service de la dette fédérale coûte clairement plus cher aux contribuables. Les charges de la dette publique ont été multipliées par plus de deux sur trois exercices, haussant la part des intérêts à 10.9% des recettes totales. Pour la première fois en plus de dix ans, l'État fédéral paiera plus en service de la dette en 2024-2025 qu'il versera d'argent aux provinces au titre du Transfert canadien en matière de santé ordinaire.

Pendant ce temps, les emprunts à contracter ne sont pas mineurs. Le gouvernement compte émettre pour \$228 milliards d'obligations du Canada cette année, soit 12% de plus que l'exercice précédent, les émissions marginales étant axées de manière disproportionnée sur les termes de 5 et de 10 ans. Si l'émission nette de bons du Trésor semble relativement mieux contenue, ce programme ne marque pas le statu quo pour autant. Ottawa commencera à émettre des BT d'un mois en mai, en donnant suite à un projet évoqué pour la première fois à l'automne.

Points saillants

■ Conjoncture économique ➤ *L'atterrissage en douceur comme scénario de base*

Depuis 1994, la planification budgétaire se fait sur la base des prévisions consensuelles du secteur privé. Rien n'a changé sur ce plan, le plus récent sondage ayant été mené en mars. Le gouvernement adopte donc le scénario « d'atterrissage en douceur » de plus en plus populaire ces derniers mois. Après une croissance réelle modeste de 1.1% en 2023, on s'attend à ce que celle-ci baisse à 0.7% en 2024

(comparativement à 0.5% dans l'*Énoncé économique de l'automne*), bien en dessous de l'estimation de la croissance potentielle de la Banque du Canada. Dans ce scénario, le taux de chômage ne devrait pas dépasser 6.3% en 2024 et 2025, à peine plus que le niveau enregistré en mars de cette année. La croissance économique réelle devrait osciller autour de 2.0% dans les années subséquentes. Alors que les révisions de la croissance réelle du PIB sont minimes, celles du PIB nominal sont plus importantes. En 2023, la croissance du PIB nominal a surpris à 2.7%, comparativement aux prévisions de 2.1% seulement l'automne dernier. En 2024, la croissance devrait maintenant atteindre 3.8% (en hausse par rapport à 2.5%). Grâce à une croissance plus lente et à un marché du travail moins tendu, la lutte contre l'inflation progresse et les économistes s'attendent à ce que la BdC commence à assouplir sa politique cette année. Le rendement du bon du Trésor de 3 mois devrait baisser de 4.8% à 4.3% entre 2023 et 2024. La baisse serait même encore plus forte en 2025, où elle atteindrait 2.9%. Cela suppose que l'inflation diminue de 2.5% en 2024 à 2.1% en 2025, soit essentiellement à la cible de la BdC.

■ Perspectives budgétaires ➤ *Respect des promesses antérieures, mais avec une marge d'erreur étroite*

Comme un flot régulier d'annonces prébudgétaires et notre résumé relié des nouvelles mesures devraient l'expliquer clairement, ce budget est chargé. En prenant un peu de recul et en examinant le résultat budgétaire, le déficit de 2023-2024 est égal à celui de l'EEA à \$40 milliards. Cela répond, avec les marges les plus étroites, à un engagement à limiter le déficit de 2023-2024 à au plus \$40.1 milliards, comme cela avait été prévu dans le budget de 2023. À noter que le solde définitif sera établi par le biais des comptes publics, on peut donc s'attendre à quelques ajustements finaux.

La vice-première ministre et ministre des Finances, Chrystia Freeland, avait également promis de maintenir un ratio déficit/PIB en baisse pour 2024-2025 et au-delà. Là encore, au sens le plus strict, la promesse est tenue, même si la marge d'erreur est plutôt limitée. Pour 2024-2025, le budget présente un déficit de \$39.8 milliards, ce qui représente une légère détérioration par rapport à l'EEA de novembre (déficit de \$38.4 milliards). À supposer que la croissance du PIB nominal soit de 3.8% en 2024, cela ferait baisser le ratio déficit/PIB légèrement, de 1.4% à 1.3%. (Heureusement, nous n'avons pas besoin d'une deuxième décimale pour constater un progrès du ratio de déficit.)

Au-delà, on note une réduction assez graduelle des déficits budgétaires absolus et relatifs, répondant à l'engagement de ramener le ratio déficit/PIB sous la barre de 1% d'ici 2026-2027. Nous hésitons à trop nous fier aux plans budgétaires à plus long terme, mais officiellement un déficit de \$20 milliards (équivalent de 0.6% du PIB) a été inscrit pour 2028-2029. Il s'ensuit peut-être qu'il n'y a pas d'engagement ferme à retourner à l'équilibre.

En comparant le budget de 2024 à celui de 2023, le solde cumulé pour la période de cinq ans couvrant de 2023-24 à 2027-2028 s'est détérioré d'environ \$45 milliards soit de près de \$9 milliards par an. Cela se traduit par une trajectoire de réduction du déficit plus faible ou plus lente que celle présentée l'an dernier.

En ce qui concerne la mécanique budgétaire, les hausses d'impôts aident à stimuler une croissance des recettes totales de 7% en 2024-2025 – près du double du rythme attendu de la croissance nominale cette année. Bien que cela ne représente pas un sommet record, la part des impôts d'Ottawa a augmenté, le ratio recettes fédérales/PIB grimpe à 16.6% en 2024-2025 contre 14.3% en moyenne dans la décennie qui a précédé la pandémie. Cette ponction fiscale accrue est théoriquement nécessaire pour financer une administration fédérale plus importante, dépensant plus librement, alors que les dépenses de programme ont été hissées à un palier historiquement plus élevé (même si on extrait les dépenses liées à la COVID ou corrige en fonction de celles-ci).

Conformément à la pratique récente, le budget présente des scénarios optimiste et pessimiste. Le premier implique évidemment des progrès plus importants/plus rapides sur le front du déficit. Néanmoins, même dans le cas de figure optimiste, le déficit projeté serait encore généralement plus important que la projection de base d'il y a un an. Dans le scénario pessimiste, le déficit pourrait atteindre \$52 milliards (ou 1.7% du PIB) d'ici 2025-2026, ce qui impliquerait des progrès plus lents en matière de fardeau de la dette, toutes choses étant égales par ailleurs.

Ces scénarios budgétaires sont complétés par les sensibilités budgétaires habituelles des taux de croissance du PIB réel/nominal et des emprunts. En lui-même, et à moins de mesures correctives, un écart d'un point de pourcentage de la croissance du PIB réel coûterait à l'État \$4.9 milliards la première année. Une variation équivalente d'un point de pourcentage du déflateur du PIB soustrairait initialement \$2.3 milliards par an. Pendant ce temps, comme cela a été clairement démontré, un choc de taux d'intérêt peut entraîner des ajustements importants des charges de la dette publique. On présume actuellement qu'une variation parallèle de 100 points de base de tous les taux d'emprunt a une incidence financière nette de \$3.7 milliards la première année, et cette sensibilité augmente de plus de deux fois à \$7.7 milliards la cinquième année (puisque une part de plus en plus grande de la dette est graduellement refinancée). Bien qu'il s'agisse des meilleures estimations officielles, ces sensibilités doivent être interprétées avec précaution. Les surprises concernant le PIB ou les taux d'intérêt se manifestent rarement seules, puisqu'il faut généralement tenir compte de multiples variables. On peut toutefois dire que la durée plus courte du portefeuille de dettes en circulation implique que le gouvernement fédéral court des risques nettement plus grands à la révision des taux d'intérêt que les autres paliers de gouvernement du Canada. L'abordabilité relative de la dette d'Ottawa est traitée dans une prochaine section.

■ Nouvelles mesures ➤ *Logement, équité fiscale et bien plus*

Le plan budgétaire de 430 pages pour 2024 est massif comparativement aux années précédentes et prévoit une stimulation marginale de \$52.9 milliards sur 5 ans, financée en partie par des augmentations de certains impôts. Ramenés aux éléments les plus fondamentaux, ses principaux axes sont le logement, « l'équité fiscale », le soutien social et le coût de la vie, la croissance économique, bien que plusieurs mesures couvrent aussi d'autres domaines. En voici les composants/éléments clés :

- **Logement** – La priorité absolue du budget est sans aucun doute le logement, mentionné 606 fois dans le document. Le budget de 2024 établit un plan pour la construction de 3.87 millions de logements d'ici 2031, 2 millions de plus que n'en auraient été construits de toute manière pendant ce laps de temps, selon les estimations de la SCHL. Pour cela, le gouvernement annonce le nouveau *Plan pour l'usage de terrains publics à des fins résidentielles* pour construire 250,000 nouveaux logements d'ici 2031 sur des terrains publics,

fédéraux, provinciaux, territoriaux ou municipaux. Le budget comprend aussi \$400 millions de plus pour le *Fonds pour accélérer la construction de logements* afin que davantage de municipalités puissent mettre fin aux lourdeurs administratives, accélérer la construction résidentielle et investir dans le logement abordable. Parmi les autres améliorations des programmes existants, \$15 milliards de plus seront distribués sous forme de prêts à partir de 2025-2026 dans le cadre du *programme de prêts pour la construction d'appartements* pour construire au minimum 30,000 nouveaux logements destinés à la location d'ici 2031. De plus, l'accès à ce programme sera élargi pour permettre des prêts de plus longues durées et offrir plus de latitude pour les exigences liées au coût abordable, à l'efficacité énergétique et à l'accessibilité. Pour compléter ce programme, le budget annonce l'initiative *Bâtir au Canada* pour établir des partenariats avec les provinces afin de construire davantage de logements à louer dans tout le pays. Pour soutenir les infrastructures nécessaires pour construire tous ces nouveaux logements, le gouvernement annonce aussi la création d'un *Fonds canadien pour les infrastructures liées au logement* doté de \$6 milliards sur 10 ans. Sur cette somme, \$1 milliard sera directement mis à la disposition des municipalités pour les besoins d'infrastructures urgents et \$5 milliards sont réservés pour des accords avec les provinces et territoires afin de soutenir les besoins à long terme. Les provinces et territoires n'auront accès à ce financement que s'ils s'engagent à des mesures clés qui accroissent l'offre de logements, dont l'assouplissement des exigences en matière de zonage.

Le budget de 2024 vise aussi à faciliter l'accession à la propriété ou la location d'un logement. Pour cela, le gouvernement veut que les locataires puissent déclarer leurs antécédents de paiement de loyers à leur bureau de crédit afin de renforcer leur score de crédit. Pour les locataires, le budget prévoit aussi un nouveau *fonds de protection des locataires* de \$15 millions pour financer les organismes offrant des services juridiques aux locataires, ainsi qu'aux organismes de défense des droits des locataires. L'objectif est de mieux protéger les locataires contre des augmentations de loyer injustes, les rénovictions ou les propriétaires abusifs. Le gouvernement veut aussi créer une nouvelle *charte canadienne des droits des locataires*, qui obligerait les propriétaires à communiquer des antécédents clairs des loyers pour que les locataires puissent négocier plus librement. Pour les acheteurs d'un premier logement, le budget a annoncé que, à partir du 1^{er} août 2024, la période d'amortissement des prêts hypothécaires assurés pour l'achat d'une propriété nouvellement construite pourra atteindre un maximum de 30 ans, comparativement à 25 ans actuellement. L'impact réel de cette mesure sera probablement relativement marginal, étant donné que les prêts assurés ne représentent qu'environ 15% des nouveaux prêts hypothécaires et que les constructions neuves n'en constituent qu'une fraction. La limite de retrait en vertu du *Régime d'accession à la propriété (RAP)* sera aussi augmentée de \$35,000 à \$60,000 et le délai de démarrage du remboursement passera de 2 à 5 ans. Avec le compte d'épargne libre d'impôt pour l'achat d'une première propriété ((CELIAPP) lancé l'an dernier, les primoaccédants pourront désormais accumuler \$100,000 libres d'impôt (\$200,000 pour un couple) comme versement initial sur l'achat futur d'un bien. À notre avis, l'augmentation du RAP aura un impact limité sur l'amélioration de l'abordabilité pour la classe moyenne, puisque peu seront en mesure d'accumuler de telles sommes dans leurs placements. Entre autres mesures affectant le logement, le budget prolonge l'interdiction d'achat de maisons canadiennes par des étrangers jusqu'au 1^{er} janvier 2027. Le gouvernement investira aussi \$1 milliard de plus dans le *Fonds pour le logement abordable* pour rendre permanent un nouveau volet de création rapide de logements, et \$1.5 milliard pour créer un nouveau *Fonds canadien de protection des loyers* afin de protéger et d'augmenter le logement abordable (\$1 milliard sous forme de prêts et \$470 millions en contributions afin d'aider les fournisseurs de logements abordables à acquérir des logements et à maintenir les loyers à un niveau stable à long terme).

- **« Équité fiscale »** – Pour respecter ses points d'ancrage budgétaire établis précédemment, il était probable que le gouvernement fût obligé de lancer de nouvelles mesures de revenu (c.-à-d., des augmentations d'impôts) pour compenser les dépenses marginales. C'est exactement ce qu'il a fait. Le projet fiscal le plus notable porte sur le traitement des gains en capital, puisque le gouvernement compte augmenter le taux d'inclusion des gains de la moitié aux deux tiers. Alors que cette mesure s'applique aux particuliers et aux entreprises/fiducies, les Canadiens ne verront augmenter leur fardeau fiscal que sur les gains en capital réalisés de plus de \$250,000 par an. Au total, cette mesure devrait augmenter les recettes de l'État de plus de \$19 milliards au cours des cinq prochaines années. Un traitement favorable est accordé aux entrepreneurs dans le cadre d'un projet d'incitatif aux entrepreneurs canadiens. Cela réduirait le taux d'inclusion d'un tiers (pour un maximum à vie de gains en capital de \$2 millions) au coût de \$1.7 milliard. Il y a aussi des plans pour mettre en œuvre une taxe sur les services numériques et un régime d'impôt minimum mondial qui pourraient augmenter les revenus de \$5.9 milliards et \$6.6 milliards, respectivement. Des augmentations de la taxe sur la nicotine sont aussi prévues et pourraient générer \$1.7 milliard au cours des cinq prochaines années. Le budget comporte aussi pour plus de \$4 milliards d'économies additionnelles par la compression des effectifs de la fonction publique (par attrition au cours des quatre prochaines années).
- **Soutien social et coût de la vie** – Résultat d'un pacte politique avec le NPD, le budget 2024 annonce les premières étapes en vue du lancement d'un *programme national d'assurance médicaments*. Avec un investissement initial de \$1.5 milliard sur cinq ans, ce programme couvrira pour commencer les médicaments contraceptifs et contre le diabète. Le gouvernement a aussi annoncé une nouvelle *prestation canadienne pour les personnes handicapées* qui coûtera \$6.1 milliards sur 5 ans et viendra en aide à plus de 600,000 personnes en âge de travailler en situation de handicap. À partir de juillet 2025, ce nouveau programme assurera un soutien pouvant aller jusqu'à \$2,400 par an aux personnes à faible revenu en situation de handicap. Le budget prévoit aussi \$1 milliard sur 5 ans pour la création d'un *programme national d'alimentation scolaire*, \$1 milliard pour le lancement du *Programme de prêts pour l'expansion des services de garde* pour bâtir ou rénover des établissements de garde d'enfants et \$500 millions sur cinq ans pour la création d'un nouveau *fonds pour la santé mentale des jeunes* qui aide les jeunes Canadiens à accéder à des soins de santé mentale. En outre, le budget vise à limiter les frais supplémentaires exigés par les compagnies aériennes et de télécommunications, améliore les options de compte bancaire et plafonne les frais pour fonds non suffisants exigés par les banques à \$10.

- **Croissance économique** – Devant les grands progrès de l'intelligence artificielle, le gouvernement veut faire en sorte que le Canada maintienne son avance dans le domaine. Pour cela, le budget affecte \$2.4 milliards d'aide au secteur de l'IA. Cette somme comprend \$2 milliards sur cinq ans pour lancer un nouveau *Fonds d'accès à une puissance de calcul pour l'IA* et la *Stratégie du Canada sur une puissance de calcul souveraine pour l'IA*, \$200 millions sur cinq ans pour soutenir les entreprises d'IA en démarrage afin de lancer de nouvelles technologies sur le marché et d'accélérer l'adoption de l'IA dans des secteurs critiques, \$100 millions sur cinq ans pour le *programme d'aide à l'IA du Conseil national de recherches Canada*, et \$50 millions sur quatre ans, à partir de 2025-2026, pour soutenir les travailleurs qui pourraient être affectés par l'IA, notamment dans les secteurs de la création. Le gouvernement permettra temporairement aux entreprises de passer en charges le coût total de l'investissement dans des brevets, du matériel d'infrastructure de réseaux de données, des ordinateurs et d'autres matériels de traitement des données pour les aider à accroître leur productivité. Il lance aussi un nouveau *crédit d'impôt à l'investissement dans la chaîne d'approvisionnement de véhicules électriques* de 10 pour cent pour les entreprises qui investissent dans des segments clés de la chaîne d'approvisionnement de véhicules électriques. Enfin, il propose de rembourser d'urgence le produit de la redevance sur les combustibles de 2019-2020 à 2023-2024 à un nombre estimatif de 600 000 sociétés ayant 499 employés ou moins, au moyen d'un nouveau crédit d'impôt remboursable.

Autres – Pour les cinq prochaines années, le gouvernement a affecté plus de \$6 milliards au thème de « communautés plus en santé et en sécurité ». Un financement est prévu pour les postes de recharge de véhicules électriques, la lutte contre la haine, la promotion des arts canadiens, l'amélioration de la sécurité des communautés et le renforcement des infrastructures, entre autres. En ce qui concerne les communautés autochtones, le budget prévoit plus de \$9 milliards pour un certain nombre d'investissements comprenant l'éducation, la santé communautaire et la sécurité. « Protéger les Canadiennes et les Canadiens et défendre la démocratie » est un des huit chapitres du budget avec un impact budgétaire net de plus de \$10 milliards d'ici 2028-2029. Les principaux postes en sont les investissements dans la défense nationale, le soutien à l'effort de guerre de l'Ukraine et l'aide humanitaire.

- **Fardeau de la dette et taux d'intérêt** ➤ **Le ratio de la dette (point d'ancrage budgétaire) va baisser, mais les frais d'intérêts mordent sur les revenus**

Passons de l'état des résultats au bilan. La dette fédérale (plus exactement le déficit accumulé) a été estimée à plus de \$1,210 milliards en mars 2024. La série projetée de déficits budgétaires futurs ajouterait \$156 milliards de nouvelles dettes au cours des cinq prochains exercices. L'économie canadienne devrait néanmoins croître, permettant une diminution graduelle chaque année du ratio dette/PIB – le point d'ancrage budgétaire déclaré du gouvernement. C'est une promesse qui avait été faite antérieurement et le budget 2024 y donne techniquement suite. Plus précisément, le ratio dette/PIB s'est élevé à 42.1% en 2023-2024 et devrait diminuer légèrement à 41.9% au cours du présent exercice. À supposer que les déficits diminuent comme prévu, les progrès sur le fardeau de la dette accéléreraient graduellement, ce ratio devant atteindre 40% d'ici 2027-2028, pratiquement au même niveau que celui présenté dans le budget de 2023.

Comme il fallait s'y attendre, le budget met une fois de plus en avant l'avantage relatif du Canada en matière de dettes sur les autres grandes économies avancées. De fait, les nouveaux chiffres du FMI (publiés par coïncidence le jour du budget) révèlent que le Canada a le plus faible ratio de dette nette de l'ensemble des administrations publiques au PIB du G7. Et de loin. Mais ce gouvernement ne peut pas revendiquer le mérite de cette position enviable du Canada, des choix budgétaires légitimement difficiles ou plus difficiles ou de la plus grande rigueur budgétaire affichée de nombreuses années plus tôt. En outre, on notera qu'une partie de l'avantage prononcé du Canada en termes de dette nette reflète un bassin d'actifs en croissance rapide détenus dans le système de sécurité sociale, auquel le gouvernement n'a pas accès. Retirez le stock abondant (et en croissance) d'actifs des RPC/RRQ ainsi que divers autres actifs financiers accumulés par le secteur public et l'avantage de la dette brute du Canada devient moins impressionnant. (En ce qui concerne les caisses de retraite en général, notons que l'ancien gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, va présider un groupe de travail un groupe de travail chargé d'offrir aux grands fonds de pension du Canada davantage de possibilités d'investir dans le Canada.)

Un fardeau de la dette relativement plus faible ne protège pas les contribuables de l'effet de la hausse des taux d'intérêt. L'abordabilité de la dette est incontestablement devenue un point de focalisation croissante pour les gouvernements du monde entier. Dans le cas du Canada, les charges de la dette publique se sont ajustées rapidement, les frais d'intérêt ayant été multipliés par plus de deux en trois années à peine (de \$24.5 milliards en 2021-2022 à \$54.1 milliards en 2024-2025). En fait, les frais de la dette publique devraient absorber 10.9% des recettes fédérales totales au cours de cet exercice comparativement à environ 7% en moyenne au cours des quelques années qui ont précédé la pandémie. Certes, la charge d'intérêts fédérale est bien loin des 35% et plus du début des années 1990. Mais les frais de la dette sont une dépense non négligeable et plus coûteuse pour l'État fédéral aujourd'hui. Pour mettre les choses en perspective, le fédéral s'attend à dépenser plus en service de la dette publique cette année que ce qu'il transférera aux provinces au titre du Transfert canadien en matière de santé – pour la première fois en plus de douze ans, les intérêts sont plus élevés que le transfert ordinaire en matière de santé.

La bonne nouvelle, dans un certain sens, est que la durée relativement plus courte de la dette fédérale négociable en circulation fait en sorte qu'une bonne partie a déjà vu son taux d'intérêt changer. (Cela correspond à un ajustement plus rapide à la hausse des taux d'intérêt ressentie sur le marché hypothécaire du Canada.) En outre, le point de vue consensuel sur lequel est basé le budget présume une baisse des taux des obligations du Canada à partir de là. Cela laisse penser que la part des intérêts fédéraux a culminé ou est sur le point de culminer, le budget voyant cet important indicateur de l'abordabilité de la dette aller de 10.6% à 11% dans les dernières années du plan.

Bien sûr, il existe un scénario concevable caractérisé par des réductions des taux d'intérêt plus rapides et/ou plus importantes que celles de l'hypothèse actuelle. Une telle baisse prospective des taux d'emprunt du Canada pourrait limiter/alléger la facture d'intérêts. Mais cela s'accompagnerait par des perspectives économiques et de revenu encore plus faibles, il faut donc peut-être se montrer prudent dans ce qu'on appelle de ses vœux. Se reporter à la section des sensibilités aux taux d'intérêt détaillées.

■ Stratégie de gestion de la dette ➤ *Pas de pénurie d'obligations pour les investisseurs*

Que signifient les perspectives budgétaires actualisées pour les projets d'emprunts du gouvernement du Canada? Examinons plusieurs points importants à retenir de la nouvelle stratégie de gestion de la dette, incluse comme toujours sous forme d'annexe du budget.

- Le capital total à emprunter en 2024-2025 devrait être de \$508 milliards. Environ 83% de cette somme seront utilisés pour le refinancement d'emprunts parvenus à leur échéance, le reste des fonds devant couvrir les besoins financiers projetés. La trésorerie existante sera aussi utilisée puisque le gouvernement prévoit de réduire son solde de trésorerie de \$16 milliards cette année.
- En ce qui concerne le stock des bons du Trésor, la SGD d'aujourd'hui signale un objectif d'encours à la fin de l'exercice de \$272 milliards. Ce n'est que légèrement plus que le niveau atteint à la fin de 2023-2024 (\$267 milliards) et cela concorde avec la taille actuelle du stock de bons du Trésor. Cependant la stabilité des titres en circulation ne signifie pas qu'il s'agit d'un statu quo du programme de bons du Trésor puisque le gouvernement a confirmé qu'il lancera un bon d'un mois en mai (cela avait été évoqué dans l'Énoncé économique de l'automne). Pour le moment, on manque de détails et on ne sait pas encore clairement quelle sera l'importance de ces émissions. Cependant, comme l'objectif des bons est relativement inchangé, l'émission de bons d'un mois rognera sans doute sur les montants qui seraient autrement réservés pour des bons de 3, 6 et 12 mois. À noter que l'objectif affirmé et de « soutenir la transition des acceptations bancaires qui seront retirées du marché monétaire canadien » et par conséquent ces bons sont lancés sur une base temporaire. Cela dit, la poursuite des émissions après l'abandon du taux CDOR « sera évaluée ».
- L'émission brute d'obligations de 2024-2025 devrait s'élever au total à \$228 milliards, ce qui représenterait une augmentation d'une année à l'autre de \$24 milliards (+12%). Avec des OdC pour \$155 milliards arrivant à échéance cette année, le stock d'obligations total croîtra de \$73 milliards. Après prise en compte des obligations détenues par la Banque du Canada qui arrivent à échéance cette année (c.-à-d. l'impact du RQ), il reste un bloc de \$129 milliards qui devra être absorbé par les investisseurs. À noter que le chiffre équivalent pour 2023-2024 était de \$112 milliards. Mais quand le RQ prendra fin, il faudra un certain temps avant que la Banque du Canada revienne sur le marché obligataire, il ne faut donc pas s'attendre à ce que ce volume important soit atténué par la banque centrale.
- Alors que pour chacune des durées de base il y aura plus d'émissions cette année, les augmentations seront concentrées dans les tranches de cinq et de dix ans, changement qui avait commencé après la mise à jour de la SGD l'automne. Plus précisément, les émissions nominales seront les suivantes : \$88 milliards de 2 ans, \$60 milliards de 5 ans, \$60 milliards de 10 ans et \$16 milliards à long terme. Le document révèle que les émissions porteront davantage sur de plus longues durées en réponse à la demande. Bien que cela soit vrai (la part des émissions d'obligations de 10 et de 30 ans augmentera de 30% à 33%), ce changement a déjà débuté au dernier trimestre de 2023-2024. La durée moyenne pondérée implicite de l'émission est d'environ 6.9 ans en 2024-2025, soit plus longue de moins d'une demi-année qu'en 2023-2024.
- La SGD indique le nombre d'adjudications d'obligations de chaque durée, ce qui nous donne une idée de la taille moyenne par adjudication. Nous pouvons nous attendre à des adjudications de \$5.5 milliards de 2 ans, \$5 milliards de 5 ans, \$5 milliards de 10 ans et \$2 milliards de 30 ans. Pour les 5 ans et 10 ans, ces montants concordent avec les émissions récentes, mais les adjudications de titres de deux ans et de 30 ans seront réduites.
- Les tailles cibles de référence sont restées inchangées pour les titres de 2 ans et de 30 ans, mais ont été ajustées à la hausse pour ceux de 5 ans et de 10 ans. Désormais, le seuil de référence de ces durées catégories se situe à \$26 milliards contre \$18 milliards précédemment.
- Les rachats d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie continueront en 2024-2025 pour aider à gérer les flux de trésorerie en amont d'échéances d'obligations importantes.
- En plus de son programme d'obligations standard, le gouvernement prévoit d'émettre pour \$4 milliards d'obligations vertes en 2024-2025 après une émission couronnée de succès en février 2024.
- Le gouvernement a aussi annoncé qu'il propose des modifications législatives se rapportant au programme des OHC. La première consiste à « faire passer les plafonds législatifs applicables aux assurances et aux garanties en vigueur en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* à \$800 milliards », la deuxième, à modifier la *Loi autorisant certains emprunts* pour éliminer le « double comptage » de la dette se rapportant à ses achats d'OHC. Actuellement, les OHC et la dette émise par l'État pour acheter ces OHC comptent dans le calcul du plafond d'emprunt de l'État.
- Les besoins nets pour le Compte du fonds des changes sont estimés à US\$11 milliards en 2024-2025. Comme toujours, la répartition des sources de financement peut varier et variera en fonction d'un certain nombre de considérations, dont le coût, les conditions sur le marché et les objectifs. Les sources de financement potentielles comprennent l'émission d'effets à court terme libellés en dollars américains et de billets à moyen terme, ainsi que la conclusion de swaps de devises de même que l'émission d'obligations multimarchés.

État sommaire des opérations

Tableau A1.5

État sommaire des opérations

en milliards de dollars

	Projections						
	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026	2026- 2027	2027- 2028	2028- 2029
Revenus budgétaires	447,8	465,1	497,8	514,6	535,7	561,4	586,3
Charges de programmes excluant les pertes actuarielles nettes	438,6	450,3	480,5	496,3	509,6	526,3	544,4
Frais de la dette publique	35,0	47,2	54,1	54,9	57,0	60,9	64,3
Total des charges, excluant les pertes actuarielles nettes	473,5	497,5	534,6	551,1	566,6	587,2	608,7
Solde budgétaire avant les pertes actuarielles nettes	-25,7	-32,5	-36,8	-36,5	-30,8	-25,8	-22,4
Pertes actuarielles nettes	-9,6	-7,6	-3,1	-2,4	0,1	-1,0	2,4
Solde budgétaire – budget de 2024	-35,3	-40,0	-39,8	-38,9	-30,8	-26,8	-20,0
Situation financière							
Total des passifs	1 925,0	2 004,5	2 091,3	2 200,0	2 298,0	2 400,1	2 491,4
Actifs financiers	642,3	676,6	719,1	783,9	844,8	915,0	978,5
Dette nette	1 282,8	1 327,8	1 372,2	1 416,1	1 453,2	1 485,1	1 513,0
Actifs non financiers	109,7	112,4	116,9	121,9	128,3	133,4	141,3
Dette fédérale¹	1 173,0	1 215,5	1 255,3	1 294,1	1 324,9	1 351,7	1 371,7
% du PIB							
Revenus budgétaires	15,9	16,1	16,6	16,5	16,5	16,6	16,7
Charges de programmes excluant les pertes actuarielles nettes	15,6	15,6	16,0	15,9	15,7	15,6	15,5
Frais de la dette publique	1,2	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Solde budgétaire	-1,3	-1,4	-1,3	-1,2	-0,9	-0,8	-0,6
Dette fédérale	41,7	42,1	41,9	41,5	40,8	40,0	39,0

¹ La projection de la dette fédérale pour 2023-2024 tient compte d'une estimation d'autres pertes globales de 1,1 milliard de dollars pour les sociétés d'État entreprises et d'autres entreprises publiques et d'une estimation de 1,3 milliard pour les pertes de réévaluation nettes au titre des accords de swap, des contrats de change à terme et d'autres instruments financiers.

² Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.



Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.



Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.