

Service des études économiques

ÉTUDES DU BUDGET FÉDÉRAL

28 mars 2023

Avery Shenfeld avery.shenfeld@cibc.com

Andrew Grantham andrew.grantham@cibc.com

Le budget fédéral de 2023 : un repas complet, mais sans dessert

Le plein emploi et une saine croissance du PIB nominal ont permis à Ottawa de poursuivre la réduction des énormes déficits comptabilisés lors de l'année écoulée. Cependant, avec le ralentissement de la croissance des recettes, de nouveaux sujets politiques risquent non seulement de menacer ce progrès, mais aussi d'aggraver l'inflation dans une économie caractérisée par le plein emploi. Le budget de 2023 se veut un repas complet composé de nouvelles initiatives, mais il essaie aussi d'éviter des calories fiscales en sautant le dessert, en restreignant les dépenses dans les opérations gouvernementales, en réattribuant les fonds alloués dans des budgets antérieurs et en augmentant les impôts ici et là.

Il y a un an, Ottawa prévoyait un déficit de près de 53 milliards de dollars pour l'année qui vient de se terminer. Des recettes plus élevées que prévu, partiellement compensées par des annonces de dépenses en cours d'année, ont permis d'abaisser le manque à gagner à 43 milliards de dollars (tableau 1). Ce montant est légèrement supérieur au déficit prévu de 36 milliards de dollars qui avait été annoncé lors de la mise à jour de l'automne, en raison de mesures de dépenses annoncées depuis ce moment ou dans le présent budget. On ne prévoit pas de changement important au déficit, qui devrait s'élever à environ 40 milliards de dollars en 2023-2024 selon le scénario de base.

Une amélioration graduelle est attendue par la suite, mais les déficits devraient dépasser les prévisions de l'énoncé économique de l'automne d'environ 10 à 15 milliards de dollars chaque année, une situation qui serait attribuable en parts égales aux perspectives économiques tempérées et aux nouvelles mesures politiques. Contrairement à ce qu'indiquait l'énoncé de l'automne, un déficit modéré se maintiendra au cours de la dernière année du plan.

Tableau 1 : Perspectives budgétaires (en milliards de dollars canadiens)

Mesure fiscale	2021-2022	2022-2023	2022-2023	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028
	Données réelles	Budget 2022	Budget 2023	Changement	Budget 2023	Budget 2023	Budget 2023	Budget 2023	Budget 2023
Revenus budgétaires	413,3	408,4	437,3	28,9	456,8	478,5	498,4	521,8	542,8
• % de changement		3,5	5,8	2,3	4,5	4,8	4,2	4,7	4,0
Dépenses de programme									
p. ex. pertes actuarielles	468,8	425,4	435,9	10,5	446,6	463,3	475,9	489,2	505,4
• % de changement		-10,1	-7,0	3,0	2,5	3,7	2,7	2,8	3,3
Frais de la dette publique	24,5	26,9	34,5	7,6	43,9	46,0	46,6	48,3	50,3
Solde budgétaire (avant les pertes actuarielles)	-80,0	-43,9	-33,2	10,8	-33,7	-30,8	-24,1	-15,7	-12,9
Pertes actuarielles nettes	-10,2	-8,9	-9,8	-0,9	-6,4	-4,2	-2,8	0,0	-1,1
Solde budgétaire	-90,2	-52,8	-43,0	9,9	-40,1	-35,0	-26,8	-15,8	-14,0

Contexte économique : un coup de frein pour ralentir l'inflation

L'inflation ayant dépassé la cible au cours de la dernière année, la Banque du Canada a adopté une politique ferme visant à ralentir la croissance et le marché du travail pour abaisser l'indice des prix à la consommation (IPC) à 2 %. Les partenaires commerciaux du Canada connaissent la même situation. Par conséquent, les prévisions consensuelles sur lesquelles s'appuie le budget, ainsi que les perspectives de la CIBC, s'accordent généralement sur le fait qu'il y aura en 2023 un ralentissement prononcé de la croissance du PIB réel et du PIB nominal, un élément clé des recettes publiques (tableau 2). Nos prévisions sont un peu plus optimistes en ce qui a trait au PIB réel de cette année, mais s'alignent plus ou moins sur la tendance du PIB nominal.

Ce ralentissement n'appelle toutefois pas à une relance de la demande à l'aide de mesures budgétaires, du moins pas avant un certain passage à vide pour maîtriser l'inflation. Certaines provinces ont exacerbé quelque peu la pression relative à la demande en distribuant des chèques ou en annonçant des réductions d'impôt pour cette année. Où se situe donc ce budget fédéral dans l'équilibre entre stimulation et austérité?

Les programmes figurent généralement du côté des dépenses, mais plusieurs des programmes annoncés dans le présent budget sont financés par le régime fiscal. En tout, les nouvelles dépenses et mesures fiscales annoncées depuis l'énoncé de l'automne entraînent une augmentation de 5 milliards de dollars du déficit budgétaire en 2023-2024 et l'année suivante, ce qui représente moins de 0,2 % du PIB nominal.

Ce calcul ne tient toutefois pas compte des programmes de dépenses annoncés l'automne dernier ou dans les budgets précédents. En tout, les dépenses liées aux programmes gouvernementaux (sans tenir compte des pertes actuarielles) augmenteront de 2,5 % au cours de l'année à venir, soit très peu sur une base réelle, notamment parce que 3,5 milliards de dollars des nouvelles dépenses seront financés par la réaffectation de fonds alloués précédemment à d'autres fins, mais aussi en raison de l'imputation à l'année écoulée d'un paiement ponctuel d'aide aux Canadiens à faible revenu en contexte d'inflation élevée. Il convient tout de même de signaler que les initiatives du gouvernement fédéral mentionnées dans le présent document n'auront pas d'incidence importante sur les décisions de la Banque du Canada cette année en ce qui concerne les taux d'intérêt.

Tableau 2 : Prévisions moyennes du secteur privé – hypothèses économiques

Hypothèses économiques (% d'une année à l'autre, sauf indication contraire)	2022	2023	2024	2025-2027
PIB réel	3,4	0,3	1,5	2,1
PIB nominal	11,0	0,9	3,6	4,1
Taux de chômage (%)	5,3	5,8	6,2	5,8
IPC	6,8	3,5	2,1	2,1
PIB réel américain	2,1	0,8	1,4	2,0

Tableau 3 : Prévisions moyennes du secteur privé – hypothèses financières

Hypothèses financières	2022	2023	2024	2025-2027
WTI (\$ US/baril)	94	81	81	78
Bons du Trésor à 3 mois (%)	2,4	4,4	3,3	2,5
Obligation du GC sur 10 ans (%)	2,8	3,0	2,9	3,1
Taux de change (¢ US/\$ CA)	76,9	74,7	76,8	78,9

Des réductions ici, mais des augmentations ailleurs

Le plan budgétaire de l'an dernier promettait de cerner des milliards de dollars d'économies sur des programmes, et le budget de 2023 applique en effet quelques réductions, non seulement par la réaffectation de fonds, mais aussi par la réduction des dépenses liées aux services de consultation.

Malgré l'absence de hausses d'impôt généralisées à court terme, des détails ont été dévoilés sur deux réformes déjà prévues pour l'accroissement des recettes ainsi que sur une nouvelle mesure d'imposition visant les institutions financières. Une « réforme » promise fera passer le taux de l'impôt minimum de remplacement de 15 % à 20,5 % et en exonérera un plus grand nombre de contribuables à revenus modestes. Cette mesure générera 0,6 milliard de dollars d'ici

2024-2025. Un impôt sur les rachats d'actions permettra de générer 0,5 milliard de dollars la même année, et l'imposition des dividendes reçus sur les actions détenues par les institutions financières devrait pour sa part engranger 0,9 milliard de dollars.

À ces mesures s'ajoute la liste d'épicerie habituelle – une litanie de nouvelles initiatives que nous ne saurions présenter en détail ici. Parmi les mesures les plus importantes sur le plan financier, mentionnons un programme pluriannuel de crédits d'impôt au service de l'électricité propre et d'une économie plus verte. Ces initiatives visent à atténuer les défis en matière de concurrence découlant des crédits massifs offerts aux États-Unis en vertu de l'*Inflation Reduction Act* du président Biden. Bien qu'elles aient un effet minime sur l'exercice 2023-2024, elles atteindront une valeur de 2,5 milliards de dollars lors de l'exercice suivant, pour ensuite dépasser les 6 milliards d'ici l'exercice 2027-2028.

Parmi les autres mesures de dépenses prévues, il y a le respect d'un engagement du gouvernement à améliorer les soins de santé et les soins dentaires, pour un coût de 3,6 milliards de dollars dans l'année à venir, qui aura plus que doublé à l'exercice 2027-2028. La majoration temporaire du crédit pour la TPS qui a été accordée précédemment aux Canadiens à faible revenu, un groupe durement touché par l'inflation, sera complétée par des versements supplémentaires totalisant 2,5 milliards de dollars. Ces versements ont été imputés à l'exercice écoulé, tout comme un règlement important dans un dossier relatif aux pensionnats.

Malgré la retenue que traduit la faible ampleur des nouvelles mesures nettes, les dépenses de programmes du gouvernement fédéral s'élèveront à 15,9 % du PIB pour l'exercice 2023-2024 et le suivant, pour ensuite diminuer à 15,4 % en 2027. Il s'agit d'une hausse par rapport aux 14,4 % enregistrés à l'exercice 2017, car le gouvernement a choisi d'offrir aux Canadiennes et Canadiens de nouveaux programmes sociaux et d'augmenter le financement des soins de santé. Il cherche maintenant à aider les secteurs de la fabrication et de l'électricité dans leur transition vers une énergie propre.

Qu'advient-il de l'équilibre budgétaire?

Le solde budgétaire du Canada n'est pas dans un état déraisonnable, du moins par rapport à celui d'autres pays, d'autant plus que l'augmentation des transferts contribue à un bilan beaucoup plus positif pour les soldes provinciaux. Le déficit fédéral, qui atteindra 1,4 % du PIB dans la prochaine année, devrait se situer à 0,4 % en 2027-2028. Cela indique toutefois l'abandon des prévisions d'un petit surplus pour cette dernière année dont il était question dans l'Énoncé économique de l'automne.

Une croissance plus faible cette année sera marquée par une hausse du ratio dette/PIB, qui passera de 42,5 % lors de l'exercice financier précédent à 43,5 % en 2023-2024, avant de descendre tout juste sous les 40 % en 2027-2028. Avant la pandémie, Ottawa avait pour objectif de limiter la dette à 30 % du PIB. Donc, après une flambée des déficits et un coup dur pour l'économie au plus fort de la pandémie, et avec l'absence de compressions plus costaudes à l'heure actuelle, nous visons aujourd'hui un pourcentage plus élevé, comme d'autres grands pays industrialisés. Les frais de la dette publique connaîtront également une hausse considérable par rapport à leur point le plus bas, sans s'éloigner d'environ 1,5 % du PIB selon le scénario de base présenté dans le budget, soit environ un quart de leur sommet du début des années 1990.

Emprunter pour privilégier les bons par rapport aux obligations

En raison d'un déficit budgétaire légèrement plus faible et de besoins moins importants en matière de refinancement, le besoin d'emprunt brut pour l'exercice 2023-2024 est inférieur d'environ 22 milliards de dollars à celui de l'exercice précédent (tableau 4). Cependant, pour l'exercice qui se termine, le programme d'emprunt a été allégé par la diminution des soldes de trésorerie qui avaient été maintenus à des niveaux élevés au plus fort de la pandémie. Par conséquent, les émissions brutes d'obligations et de bons atteindraient 414 milliards de dollars pour l'exercice 2023-2024, par rapport à 387 milliards en 2022-2023 (tableau 6). Les émissions de bons du Trésor passeront de 202 milliards de dollars à 242, cette augmentation étant fondée sur des consultations avec des participants au marché qui laissent entendre que la demande de bons du Trésor demeurera élevée en raison de l'incertitude du marché et de la hausse des taux d'intérêt. Contrairement à l'augmentation des bons, les émissions brutes d'obligations chuteront à 172 milliards de dollars pour l'exercice 2023-2024, par rapport à 185 milliards pour l'exercice écoulé.

Après le retrait des obligations à rendement réel et à très long terme du programme d'emprunt l'an dernier, l'exercice en cours connaît l'annulation du segment de trois ans. En effet, le gouvernement cessera d'émettre des obligations de trois ans à compter du deuxième trimestre de l'exercice financier. Cette décision favorisera la liquidité dans les secteurs de financement de base alors que les besoins d'emprunt généraux continuent de diminuer par rapport aux sommets atteints pendant la pandémie. Les émissions dans les segments de 2 et 5 ans augmenteront par rapport à l'exercice 2022-2023.

Bien que l'émission de bons dont les échéances dépassent 10 ans soit en baisse, le gouvernement a noté qu'à 29 % du programme d'obligations, cette proportion est toujours plus élevée que la moyenne d'avant la pandémie (qui s'élevait à environ 20 %).

Le gouvernement n'a pas fourni d'objectif précis concernant les obligations vertes pour l'année à venir, déclarant plutôt demeurer résolu à en émettre régulièrement, sous réserve des conditions du marché. Il entreprendra également des consultations sur la proposition de regrouper les obligations hypothécaires du Canada (OHC) au sein de son programme d'emprunt régulier.

Tableau 4 : Besoins d'emprunt (en milliards de dollars)

Besoins d'emprunt	2022-2023 Est.	2023-2024 Prévu
(Surplus)/Déficit budgétaire	43,0	40,1
Opérations non budgétaires ¹	17,3	22,8
Besoins financiers nets/(source)	60,2	62,9
Échéances intérieures, rajustements et rachats ²	178,0	153,0
Besoin d'emprunt brut	238,2	215,9

Tableau 5 : Sources de financement (en milliards de dollars)

Besoins de financement	2022-2023 Est.	2023-2024 Prévu
Trésorerie et autres (montant net)	37,2	-1,1
Bons du Trésor (montant net)	15,0	40,0
Obligations en dollars canadiens	185,0	172,0
Titres sur le marché de détail (montant net)	0,0	0,0
Dette en devises étrangères (montant net)	1,0	5,0
Total	238,2	215,9
Variation de l'encours d'obligations	7	19

Tableau 6 : Émissions brutes (en milliards de dollars)

Milliards de dollars	2021-2022 Réel	2022-2023 Est.	2023-2024 Prévu
Bons du Trésor	187	202	242
2 ans	67	67	76
3 ans	29	20	6
5 ans	44	31	40
10 ans	79	52	40
30 ans	28	14	10
Obligations vertes	5,0	-	- ³
Total – Obligations	257 ⁴	185	172
Total – Émissions brutes	444	387	414

¹ Les opérations non budgétaires comprennent les prêts et les avances aux sociétés d'État entreprises, les coûts du régime de pensions, etc.

² Obligations intérieures seulement; à l'exclusion des besoins de refinancement des bons du Trésor, des titres sur le marché de détail et de la dette en devises étrangères.

³ Émission sous réserve des dépenses disponibles et des conditions du marché.

⁴ Le total des émissions englobe les obligations à rendement réel et les obligations à très long terme.

Marchés mondiaux CIBC inc., CIBC World Markets Corp., CIBC World Markets plc, CIBC Australia Limited et certaines autres entités de services bancaires aux entreprises et de marchés financiers de la Banque Canadienne Impériale de Commerce exercent leurs activités sous la marque Marchés mondiaux CIBC.

Le présent rapport a été émis et approuvé pour distribution a) au Canada, par Marchés mondiaux CIBC inc., membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, de la Bourse de Toronto, de la Bourse de croissance TSX et du Fonds canadien de protection des épargnants, b) au Royaume-Uni, par CIBC World Markets plc, qui est réglementée par la Financial Services Authority, c) en Australie, par CIBC Australia Limited, membre de l'Australian Stock Exchange réglementé par l'Australian Securities and Investments Commission (collectivement, « Banque CIBC ») et d) aux États-Unis soit par Marchés mondiaux CIBC inc. à l'intention uniquement des investisseurs institutionnels importants aux États-Unis (tels qu'ils sont définis dans le règlement 15a-6 de la Securities and Exchange Commission) ou par CIBC World Markets Corp., membre de la Financial Industry Regulatory Authority. Les investisseurs institutionnels importants aux États-Unis qui reçoivent le présent rapport de Marchés mondiaux CIBC inc. (le courtier au Canada) sont tenus d'effectuer les transactions (autres que la négociation de leurs termes) sur des titres faisant l'objet de ce rapport par l'intermédiaire de CIBC World Markets Corp. (le courtier aux États-Unis).

Ce rapport est publié à titre d'information seulement, à l'intention des investisseurs institutionnels et des clients de détail de Marchés mondiaux CIBC inc. au Canada. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres mentionnés dans un territoire où pareille offre ou sollicitation est interdite. Le présent document de même que les produits et renseignements qui y sont présentés ne sont pas destinés à l'usage des investisseurs privés au Royaume-Uni. Ces investisseurs ne pourront ni conclure de convention ni acheter les produits mentionnés dans le présent document auprès de CIBC World Markets plc. Les commentaires et les points de vue exprimés dans le présent document visent à répondre aux intérêts généraux des clients de gros de CIBC Australia Limited.

Le présent rapport ne tient pas compte des objectifs de placement, de la situation financière ni des besoins spécifiques d'un client particulier de la Banque CIBC. Avant de prendre une décision de placement sur la base de l'information contenue dans le présent rapport, le lecteur est invité à en évaluer le bien-fondé en tenant compte de ses besoins et objectifs de placement particuliers, de même que de sa situation financière. La Banque CIBC vous recommande également de communiquer avec l'un de ses conseillers à la clientèle établis dans votre territoire pour en discuter. Les niveaux et les bases d'imposition pouvant varier, toute mention dans le présent rapport de l'incidence fiscale d'un placement ne saurait être interprétée comme un conseil de nature fiscale; comme pour toute opération pouvant avoir des conséquences fiscales, les clients ont intérêt à s'adresser à leur propre conseiller fiscal. Les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs.

Les renseignements et les données statistiques du présent document proviennent de sources que nous estimons fiables, mais nous ne pouvons en garantir ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Toutes les estimations et opinions qui y sont formulées constituent des jugements en date du présent rapport et sont sous réserve de modifications sans préavis.

Le présent rapport peut contenir des adresses de sites Web sur Internet ou des hyperliens menant à de tels sites. La Banque CIBC n'a pas analysé les sites Web Internet liés appartenant à des tiers et décline toute responsabilité en ce qui concerne leur contenu. Ces adresses ou hyperliens sont exclusivement fournis pour la commodité et l'information du lecteur, et le contenu des sites Web de tiers liés n'est d'aucune manière intégré au présent document. Les destinataires qui choisissent d'accéder à ces sites Web de tiers ou de suivre

ces hyperliens le font à leur propre risque.

© Marchés mondiaux CIBC inc., 2023. Tous droits réservés. L'utilisation, la distribution, la reproduction et la publication du présent rapport sans l'autorisation écrite préalable de Marchés mondiaux CIBC inc. sont interdites par la loi et peuvent donner lieu à des poursuites judiciaires.

Marchés des capitaux CIBC – C.P. 500, 161, rue Bay, Brookfield Place, Toronto, Ont., Canada M5J 2S8 – Bloomberg @CIBC