

Un moment planant

Douglas Porter, CFA, économiste en chef • douglas.porter@bmo.com • 416-359-4887

Robert Kavcic, économiste principal • robert.kavcic@bmo.com • 416-359-8329

Vue d'ensemble—Passons aux choses sérieuses

Au milieu d'attentes modestes, le gouvernement fédéral a déposé sans tapage un troisième budget qui vient essentiellement renforcer ses priorités actuelles. Dans le contexte d'une réforme fiscale énergique aux États-Unis et de l'incertitude entourant l'ALENA, le ministre des Finances Morneau a joué de prudence avec un plan budgétaire sans grande nouveauté, préférant tirer parti du dynamisme récent de l'économie, du report de certaines dépenses d'infrastructure et de quelques majorations fiscales (y compris une taxe sur la marijuana) pour financer une nouvelle corbeille de dépenses. Ottawa prévoit encore une série sans fin apparente de déficits budgétaires à deux chiffres; le déficit s'amenuise quelque peu pour l'exercice qui vient, tandis qu'on nous annonce que le ratio de la dette au PIB, qui joue désormais un rôle clé, continuera de diminuer progressivement. Ceci n'est guère surprenant, puisque l'estompement de ce ratio est devenu le point d'ancrage de la politique du gouvernement. Une conjoncture économique plus robuste que prévu l'an dernier a été d'un grand soutien pour les finances publiques, mais cette tendance porteuse pourrait bien tirer à sa fin. Deux grandes inconnues subsistaient aujourd'hui : 1) réagirait-on de façon significative au défi concurrentiel que pose la réforme fiscale américaine; et 2) y aurait-il de nouvelles initiatives de dépenses planifiées pour l'année qui précède les élections? La réponse à la première question est non, tandis que la réponse à la seconde est oui, jusqu'au dernier dollar que l'on pourra sortir sans changer la trajectoire du déficit.

Ceci survient à un moment où il est fort possible que les conditions économiques et budgétaires aient atteint un point culminant au Canada. Songeons en effet à ce qui se profile à l'horizon :

- La croissance économique ne peut que ralentir après avoir fortement surpris à la hausse l'an dernier, alors que se prolonge un cycle déjà avancé;
- Les pourparlers entourant l'ALENA baignent dans une grande incertitude;
- Après plusieurs années de surprises positives, les frais d'intérêt sur la dette s'appêtent à monter légèrement, augmentant en pourcentage du PIB pour la première fois depuis des décennies;
- Il reste peu de marge de manœuvre fiscale pour stimuler davantage l'économie, en présupposant que l'ancrage budgétaire tient bon, à moins d'un important report du programme d'infrastructure;
- La réforme fiscale américaine représente un nouveau défi concurrentiel de taille, au sujet duquel le budget est presque muet.

Pendant ce temps, le profil d'évolution des déficits suit de près celui que dessinait la mise à jour économique de l'automne 2017, ce qui ne surprend guère puisque les perspectives de l'économie ont peu changé



- **Le déficit budgétaire diminue légèrement à 18,1 milliards de dollars en 2018-2019, mais inclut un coussin de 3 milliards de dollars**
- **La croissance solide de l'an dernier nous vaut une embellie de courte durée; ce ne sera pas le cas cette année**
- **Les déficits à deux chiffres persistent sur l'horizon prévisionnel**
- **Peu de nouvelles mesures imprévues; aucun changement fiscal d'importance, détails sur des dépenses déjà annoncées**
- **Le ratio de la dette au PIB devrait continuer de diminuer, avec des émissions d'obligations de 115 milliards de dollars**

Tableau 1
Perspectives budgétaires

(en milliards de dollars CA, sauf indication contraire)

	Est, 17-18	— Prévission —		
		18-19	19-20	20-21
Revenus	309,6	323,4	335,5	348,0
Dépenses	329,0	338,5	350,0	361,9
Dép. de programmes	304,6	312,2	321,5	331,5
Frais de la dette publique	24,4	26,3	28,6	30,3
Rajust. pour le risque	—	(3,0)	(3,0)	(3,0)
Solde budgétaire	(19,4)	(18,1)	(17,5)	(16,9)
Dette fédérale	651,5	669,6	687,1	704,0
En pourcentage du PIB :				
Solde budgétaire	(0,9)	(0,8)	(0,8)	(0,7)
Dette fédérale	30,4	30,1	29,8	29,4

Source : Budget fédéral () = déficit

dans l'intervalle. Rappelons que cette mise à jour intégrait au plan budgétaire une croissance économique beaucoup plus forte que prévu en 2017, amenuisant les déficits de 6,5 milliards de dollars par année en moyenne de 2018-2019 à 2021-2022. De même, les perspectives actualisées du présent budget prévoient que le déficit atteindra 18,1 milliards de dollars durant l'exercice en cours, avant de diminuer quelque peu pour se situer à 13,8 milliards de dollars en 2021-2022 — toujours sans plan de retour à l'équilibre budgétaire sur l'horizon prévisionnel. Sous la surface, **le rééchelonnement du programme d'infrastructure, la diminution des prestations d'assurance-emploi (en raison d'une embellie du marché du travail), l'amélioration des dépenses des sociétés d'État et certaines majorations fiscales ont permis d'introduire de nouvelles dépenses de taille sans que cela ait d'incidence sur le résultat en fin de compte.**

Un coussin de 3 milliards de dollars reste en place sur l'horizon prévisionnel, offrant une certaine marge de manœuvre si l'économie devait ralentir davantage (par exemple, en raison des risques qui pèsent sur les échanges commerciaux). De plus, le ratio de la dette au PIB s'estompera, passant de 30,1 % durant l'exercice qui vient à 28,4 % en 2022-2023. Nous voulons simplement rappeler que nous observons des signes avant-coureurs de fin de cycle en Amérique du Nord, période pendant laquelle les gouvernements ont souvent tout intérêt à consolider leur capacité budgétaire — en effet, un ratio de la dette au PIB ostensiblement stable se détériorera du jour au lendemain lorsque la prochaine phase de ralentissement surviendra.

Principales mesures proposées : les femmes à l'avant-plan

L'incidence budgétaire nette des nouvelles mesures décrites dans le budget de cette année — modeste, mais non négligeable — s'élève à 5,4 milliards de dollars (0,2 % du PIB) et à environ 2,5 milliards de dollars par année au cours des quatre exercices financiers subséquents. Voici un résumé de certaines des nouvelles initiatives proposées dans le budget :

- **Les dépenses de programmes** progresseront de 2,5 % en 2018-2019 après avoir bondi de 6,1 % en 2017-2018. En proportion du PIB, elles fléchiront quelque peu (14 %), mais se maintiendront au-dessus du récent creux atteint en 2014-2015 (13 %). Elles ne se replieront que très légèrement au cours de la période de projection.
- **Dépenses d'infrastructure** : Le budget met à jour le plan de dépenses d'infrastructure, reportant certains investissements à des années ultérieures. Depuis l'Énoncé économique de l'automne, Ottawa a réaffecté plus de 2 milliards de dollars à des années ultérieures, dont une part importante en 2019-2020 (année électorale).
- **Prestation parentale partagée d'assurance-emploi** : Cinq semaines de congé parental supplémentaires seront offertes dans les cas où le second parent accepte de prendre un congé d'au moins cinq semaines. Cette mesure devrait prendre effet en juin 2019 et coûter environ 300 millions par année (financement au moyen de l'assurance-emploi). Par conséquent, **les cotisations d'assurance-emploi augmenteront de 3 cents** en 2018-2019, pour s'établir à 1,66 \$ (comme annoncé précédemment). Cette mesure vise à stimuler la participation des femmes au marché du travail, mais ne répondra sans doute pas aux attentes à cet égard.
- Parmi les mesures visant à promouvoir l'égalité des sexes, on retrouve notamment un projet de loi sur l'équité salariale dans les secteurs sous réglementation fédérale ainsi

qu'un programme de reconnaissance des sociétés ayant un conseil d'administration paritaire.

- **Échappatoires fiscales :** Divers changements liés à l'impôt des sociétés permettront d'amasser 1,2 milliard de dollars d'ici 2020-2021. Par exemple, en ce qui concerne le **revenu de placement passif** gagné au sein d'une société privée, le plafond des affaires (montant du revenu assujéti au taux général des sociétés) de 500 000 \$ sera réduit graduellement en fonction du revenu de placement passif. Cette mesure s'appliquera généralement aux sociétés ayant un revenu de placement d'au moins 50 000 \$. Le budget propose également de **limiter l'accès des grandes sociétés aux impôts remboursables au moment de la distribution des dividendes** ainsi que d'autres mesures visant les **pertes artificielles obtenues au moyen d'instruments financiers et les rachats d'actions** (mesures qui devraient avoir un impact sur les banques en particulier).
- **Taxe sur le cannabis :** Ottawa a proposé un cadre fiscal s'appliquant au cannabis et augmentera immédiatement la taxe sur le tabac. Ces mesures combinées permettront d'amasser plus de 400 millions de dollars en 2018-2019.
- **Allocation canadienne pour le travail :** Cette allocation sera plus accessible et plus généreuse que la Prestation fiscale pour le revenu du travail qu'elle remplace. Le financement de cette mesure a déjà été pris en compte dans l'Énoncé économique de l'automne.
- **Création d'un conseil consultatif sur la mise en œuvre d'un régime d'assurance-médicaments national.** Il pourrait s'agir d'un poste de dépenses important du budget de l'an prochain.

Stratégie de gestion de la dette : révision à la baisse des prévisions

Dans un contexte de déficits à la chaîne, les besoins d'emprunt du gouvernement demeureront élevés, mais une légère baisse devrait être observée au cours de l'exercice à venir. Les émissions brutes d'obligations négociables totaliseront 115 milliards de dollars en 2018-2019, en baisse par rapport aux émissions de 138 milliards réalisées en 2017-2018. Compte tenu des obligations arrivant à échéance, des rachats et des autres rajustements, l'augmentation nette des obligations sera de 20 milliards de dollars en 2018-2019, contre 43 milliards cette année. Le gouvernement envisagera d'émettre des obligations à 50 ans « si les conditions du marché sont favorables », comme cela a été la norme récemment. L'encours des bons du Trésor devrait monter, passant de 125 milliards à 138 milliards de dollars, tandis que la durée moyenne à l'échéance de la dette contractée sur le marché canadien devrait demeurer stable autour de 5,5 à 6,5 ans. **Ottawa continue de cibler davantage l'émission d'obligations à courtes et à moyennes échéances (2, 3 et 5 ans) plutôt qu'à longues échéances.**

Compte tenu de ce qui précède, Ottawa projette que ses **besoins nets de nouveaux emprunts s'élèveront à 35 milliards de dollars** sur le marché canadien durant le prochain exercice financier, et que ses soldes de trésorerie demeureront inchangés. On prévoit que le ratio de la dette fédérale au PIB diminuera pour atteindre 30,1 % en 2018-2019. Le ratio d'endettement devrait éventuellement atteindre 28,4 % (d'ici 2022-2023) : nous misons sur la stabilité (ou une diminution) pour le moment.

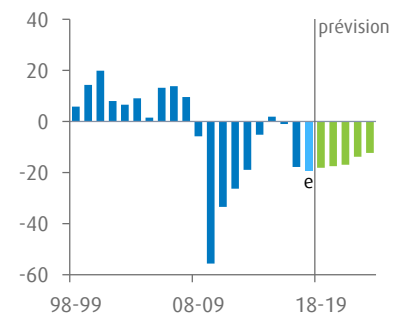
Hypothèses économiques — Une période révolue

Les hypothèses économiques d'Ottawa ont été mises à jour dans l'Énoncé économique de l'automne, et constituent un point de départ raisonnable aux fins de la planification

Graphique 1

Le déficit persiste

Canada (en milliards de dollars CA)
Soldes budgétaires

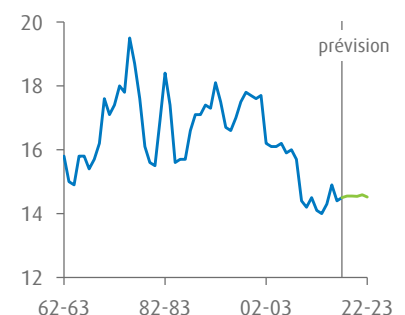


Source : Budget fédéral e = estimation

Graphique 2

Progression des recettes proportionnelle au PIB

Canada (% du PIB)
Revenu

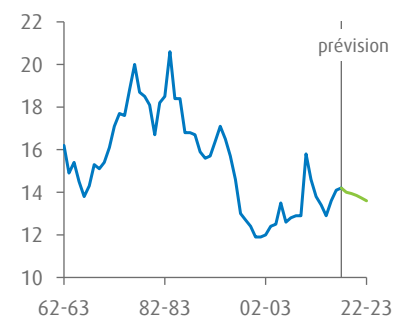


Source : Budget fédéral

Graphique 3

Baisse des dépenses de relance

Canada (% du PIB)
Dépenses de programmes



Source : Budget fédéral

budgétaire. Le PIB réel du Canada devrait ralentir à 2,2 % cette année, en baisse par rapport au niveau attendu en 2017 (3,0 %), avant de chuter à 1,6 % en 2019. Nous prévoyons une progression de 2,2 % cette année et de 1,8 % en 2019. Le pic de croissance est derrière nous, l'économie canadienne ayant progressé de 3,6 % au cours de quatre trimestres (jusqu'au deuxième trimestre de 2017). Le potentiel de résultats supérieurs aux attentes (comme ceux de l'an dernier) est donc limité.

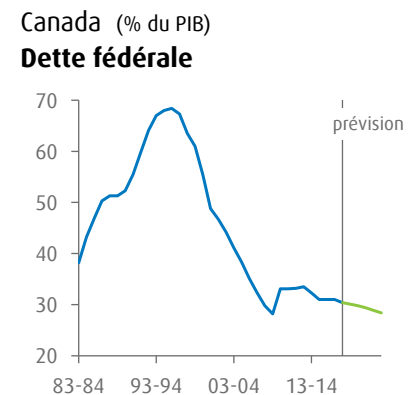
Facteur important pour les recettes de l'État, le PIB nominal devrait diminuer pour atteindre 4,0 % cette année et 3,5 % en 2019 (4,2 % et 3,9 % respectivement, selon nos prévisions). Les prix du pétrole suscitent peu d'enthousiasme en raison du contexte de l'offre et de la demande — le cours du WTI devrait atteindre en moyenne 60 \$ d'ici 2019. Les hypothèses budgétaires prévoient des taux d'intérêt à trois mois moyens de 1,4 % cette année et 2,0 % l'an prochain (semblables à nos prévisions de 1,35 % et 2,2 %) et un rendement moyen de l'obligation du gouvernement du Canada à 10 ans de 2,3 % cette année et 2,8 % l'an prochain (contre nos prévisions de 2,5 % et 3,0 %). Soulignons que, sauf durant une courte période en 2013, le cycle actuel a été caractérisé par la faiblesse des taux d'intérêt, incitant les gouvernements à réviser à la baisse leurs estimations du coût du service de la dette en cours d'exercice. Le vent pourrait tourner. Sur le plan économique, à moins d'un choc externe important (l'abrogation de l'ALENA, par exemple), les risques liés au plan budgétaire semblent relativement équilibrés.

Répercussions sur le marché... assez modestes

Dollar canadien : Le budget d'aujourd'hui ne devrait pas avoir d'incidence majeure sur un dollar canadien relativement stable. Au net, les nouvelles mesures à court terme ont un effet modéré, tandis qu'une légère diminution du déficit durant l'exercice à venir est compensée par un rajustement prévisionnel et un ralentissement de l'économie au début de 2018. L'évolution du huard dépendra beaucoup plus des fluctuations du billet vert, des prix pétroliers, de l'orientation de la politique de la Banque du Canada (BdC) par rapport à celle de la Fed et des développements commerciaux. Ces facteurs se sont en grande partie annulés l'un l'autre depuis six mois. Nous nous attendons encore à ce que la devise reste en partie sur la défensive durant les prochains mois, compte tenu de l'incertitude entourant les échanges commerciaux et le relèvement progressif des taux de la Fed, mais bénéficie généralement de la faiblesse du dollar américain. Comme indiqué plus bas, nous soupçonnons que la BdC s'abstiendra d'intervenir sur les taux jusqu'au deuxième semestre, même si elle adoptera graduellement un ton moins conciliant au cours des prochains mois. Dans l'ensemble, il faut toujours s'attendre à une certaine rechute jusqu'au milieu de 2018, mais le huard clôturera vraisemblablement l'année autour de 1,25 \$ (soit 80 cents US), légèrement au-dessus de son niveau actuel.

Obligations : Les mesures budgétaires limitées de l'exercice à venir ne devraient influencer que légèrement la politique de la Banque du Canada — nous nous attendons à ce que les taux restent stables jusqu'au deuxième semestre de 2018 — mais l'étroitesse du marché du travail laisse entrevoir d'autres relèvements des taux durant l'année. Les mesures de relance de grande ampleur de l'an dernier s'estompent. Nous nous attendons néanmoins à une nouvelle hausse modérée des taux d'intérêt à long terme cette année, en supposant que l'économie américaine continue d'aller de l'avant et que la Fed procède comme prévu à trois ou à quatre autres relèvements de ses taux plus tard cette année (quatre, selon nos prévisions). Nous nous attendons aussi à ce que les écarts entre les taux à long terme canadiens et américains commencent à se resserrer. La

Graphique 4
Trajectoire descendante du ratio d'endettement



Source : Budget fédéral

Tableau 2
Hypothèses économiques

(pourcentage)	— Ottawa —			BMO Marchés des capitaux	
	2017	2018	2019	2018	2019
Croissance du PIB					
Réel	3,0	2,2	1,6	2,2	1,8
Nominal	5,2	4,0	3,5	4,2	3,9
Rendement					
Bons du T. à 3 ans	0,7	1,4	2,0	1,4	2,2
Oblig. du Canada à 10 ans	1,8	2,3	2,8	2,5	3,0

perspective est la même du côté des titres à court terme, malgré un point de départ légèrement différent puisque les rendements des titres canadiens à deux ans sont inférieurs de près de 50 pb à ceux des titres américains équivalents.

Actions : Il n'y a à peu près rien pour les actions dans le budget, mis à part le fait que les assureurs se tiendront informés au sujet du régime d'assurance-médicaments. Le marché boursier est beaucoup plus influencé par l'orientation générale des taux à long terme et des prix pétroliers et l'évolution de l'économie américaine, surtout au moment où les préoccupations des investisseurs à l'égard des perspectives d'inflation et des taux obligataires sont accrues, alors qu'une politique budgétaire de relance propice à la croissance est adoptée au sud de la frontière. Soulignons que, malgré que l'économie canadienne ait largement dépassé les attentes durant la dernière année, le TSX se retrouve en queue de peloton au début de l'année 2018.

Déclaration générale

« BMO Marchés des capitaux » est une dénomination commerciale utilisée par BMO Groupe financier en ce qui concerne les services de vente en gros de la Banque de Montréal et de ses filiales BMO Nesbitt Burns Inc., BMO Capital Markets Limited au Royaume-Uni et BMO Capital Markets Corp. aux États-Unis. BMO Nesbitt Burns Inc., BMO Capital Markets Limited et BMO Capital Markets Corp. sont des sociétés affiliées. Ce document est diffusé ou distribué à Hong Kong par la Banque de Montréal (« BMO »). BMO est une institution autorisée en vertu de l'ordonnance sur les banques (*Banking Ordinance*) (chapitre 155 des lois de Hong Kong) et une institution enregistrée auprès de la Commission des opérations sur titres et opérations à terme (n° AAK 809) conformément à l'ordonnance relative aux opérations sur titres et opérations à terme (*Securities and Futures Ordinance*) (chapitre 571 des lois de Hong Kong). BMO ne fait pas de déclarations selon lesquelles le présent document peut être distribué de manière légale, ou selon lesquelles les produits financiers peuvent être offerts ou négociés de manière légale, conformément aux exigences réglementaires en vigueur dans d'autres territoires ou en vertu d'une dispense qu'elles contiennent. La Banque de Montréal ou ses filiales (« BMO Groupe financier ») offrent des services de prêt ou d'autres services rémunérés à de nombreux émetteurs couverts par BMO Marchés des capitaux. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce rapport ont été établies par BMO Marchés des capitaux à la date indiquée et sont sujettes à changement sans préavis. Tous les efforts sont faits pour assurer que le contenu du présent document est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. Cependant, BMO Marchés des capitaux ne peut donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peut être tenue responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce rapport ou de son contenu. BMO Marchés des capitaux ou ses sociétés affiliées peuvent, en outre, disposer d'information n'y figurant pas. Les informations présentées dans ce rapport ne doivent pas servir de ressource principale pour prendre des décisions de placement et, chaque client ayant ses propres objectifs, ne doivent pas être considérées comme des conseils visant à répondre aux besoins de placement particuliers des investisseurs. Ce document ne constitue pas une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de services qui y sont mentionnés (y compris de marchandises, de titres ou d'autres instruments financiers), et ces informations ne doivent pas être considérées comme un conseil en matière de placement ou une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération. Chaque investisseur devrait envisager d'obtenir un avis indépendant avant de prendre une décision financière. Ce document contient seulement des renseignements d'ordre général et ne tient pas compte des besoins, de la situation financière ou des objectifs de placement particuliers des investisseurs. BMO Marchés des capitaux ou ses sociétés affiliées peuvent acheter de leurs clients ou leur vendre des titres d'émetteurs mentionnés dans le présent rapport à titre de contrepartiste. BMO Marchés des capitaux ou ses sociétés affiliées, administrateurs, dirigeants ou employés peuvent détenir des positions acheteur ou vendeur sur de nombreux titres dont il est question dans le présent document, sur des titres connexes ou sur des options, contrats à terme ou autres produits dérivés desdits titres. Le lecteur doit supposer que BMO Marchés des capitaux ou ses sociétés affiliées peuvent se trouver en situation de conflit d'intérêts et ne doit pas s'appuyer sur ce seul rapport pour évaluer s'il est pertinent de vendre ou d'acheter des titres des émetteurs mentionnés dans celui-ci.

Accessibilité de la recherche

Nos publications sont diffusées par courriel et peuvent également être consultées sur notre site Web à l'adresse <http://economics.bmocapitalmarkets.com>. Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec votre représentant de BMO Groupe financier.

Énoncé relatif aux conflits d'intérêts

Vous trouverez, dans notre politique de gestion des conflits d'intérêts relatifs à la recherche sur les placements à l'intention du public, une description générale de la façon dont BMO Groupe financier repère et gère les conflits d'intérêts. Vous trouverez cette politique à l'adresse http://researchglobal.bmocapitalmarkets.com/Public/Conflict_Statement_Public.aspx.

RENSEIGNEMENTS SUPPLÉMENTAIRES DISPONIBLES SUR DEMANDE

BMO Groupe financier (NYSE, TSX : BMO) est un fournisseur intégré de services financiers qui offre tout un éventail de produits dans les domaines des services bancaires aux particuliers, de la gestion de patrimoine ainsi que des services de banque d'affaires et des services aux sociétés. Au Canada, BMO sert les particuliers par l'intermédiaire de BMO Banque de Montréal et de BMO Nesbitt Burns. Aux États-Unis, elle sert les particuliers et les entreprises par l'intermédiaire de BMO Harris Bank N.A. (membre de la FDIC). Les services de banque d'affaires et les services aux sociétés sont fournis au Canada et aux États-Unis par l'intermédiaire de BMO Marchés des capitaux. BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services de vente en gros de la Banque de Montréal, de BMO Harris Bank N.A., de BMO Ireland Plc et de Bank of Montreal (China) Co. Ltd. et les services de courtage auprès des clients institutionnels de BMO Capital Markets Corp. (membre de la SIPC) et de BMO Nesbitt Burns Securities Limited (membre de la SIPC) aux États-Unis, de BMO Nesbitt Burns Inc. (membre du FCPE) au Canada, en Europe et en Asie, de BMO Capital Markets Limited en Europe, en Asie et en Australie et de BMO Advisors Private Limited en Inde.

« Nesbitt Burns » est une marque de commerce déposée de BMO Nesbitt Burns Inc., utilisée sous licence. « BMO Marchés des capitaux » est une marque de commerce de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. « BMO (le médaillon contenant le M souligné) » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.

^{MD} Marque de commerce déposée de la Banque de Montréal aux États-Unis, au Canada et partout ailleurs.

^{MC} Marque de commerce de la Banque de Montréal aux États-Unis et au Canada.

© BMO CAPITAL MARKETS CORP., 2018.

Membre de BMO Groupe financier