



BUDGET FÉDÉRAL

2009

27 janvier 2009

BUDGET FÉDÉRAL

2009

27 janvier 2009

Le budget Advil

Sherry Cooper, économiste en chef

La nouvelle réalité fiscale d'Ottawa : du noir au rouge

Douglas Porter, CFA, économiste en chef adjoint

Robert Kavcic, économiste

1 800 613-0205

www.bmonesbitburns.com/economics

Les informations, opinions, estimations, projections et autres données contenues dans ce document ont été établies à la date indiquée et sont sujettes à changement sans préavis. Certaines des informations, opinions, estimations, projections et autres données figurant ici ont été obtenues auprès de nombreuses sources, et la Banque de Montréal («BMO») et ses sociétés affiliées font tout leur possible pour assurer que le contenu du présent document est fondé sur des sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. Cependant, BMO et ses sociétés affiliées n'ont effectué aucune vérification indépendante, ne peuvent donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation des informations, opinions, estimations, projections et autres données contenues dans ce document par le destinataire ou l'utilisateur ou d'autres tiers (y compris, non exclusivement, un client du destinataire ou de l'utilisateur). BMO et/ou ses sociétés affiliées peuvent, en outre, disposer d'information n'y figurant pas. Les informations, opinions, estimations, projections et autres données contenues dans ce document ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation d'achat des produits et services mentionnés ici, quels qu'ils soient (y compris, non exclusivement, des marchandises, des titres et d'autres instruments financiers), et ne devraient pas être considérées comme telles, pas plus que ces informations, opinions, estimations, projections et autres données ne devraient être considérées comme des conseils en place-ment ou comme une recommandation en faveur de la conclusion d'une opération, quelle qu'elle soit. Des renseignements supplémentaires peuvent être obtenus directement auprès de BMO ou de sa société affiliée concernée. BMO et/ou ses sociétés affiliées peuvent coter un marché ou effectuer une opération comme contrepartistes sur les produits mentionnés ici, quels qu'ils soient (y compris, non exclusivement, des marchandises, des titres et d'autres instruments financiers). BMO, ses sociétés affiliées et/ou leurs actionnaires, dirigeants, administrateurs ou employés respectifs peuvent à l'occasion détenir une position en compte ou à découvert dans lesdits produits (y compris, non exclusivement, des marchandises, des titres et d'autres instruments financiers). BMO Nesbitt Burns Inc. et/ou BMO Capital Markets Corp., filiales de BMO, peuvent par ailleurs assurer des services de conseils financiers ou de prise ferme pour certaines des sociétés mentionnées dans ce document et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. «BMO Marchés des capitaux» est un nom commercial utilisé par le groupe Services d'investissement BMO, qui regroupe les divisions responsables des services aux grandes entreprises et aux institutions de la Banque de Montréal, de BMO Nesbitt Burns Inc., de BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd., de BMO Capital Markets Corp. et Harris N.A., et de BMO Capital Markets Limited.

AUX RÉSIDENTS DES ÉTATS UNIS : BMO Capital Markets Corp. et/ou BMO Nesbitt Burns Valeurs mobilières Ltée, sociétés affiliées à BMO NB, fournissent ce document aux résidents des États-Unis et endossent la responsabilité de son contenu, à l'exception de ce qui fait référence aux titres de la Banque de Montréal. Tout résident des États-Unis désirant effectuer une opération sur les titres mentionnés dans ce document doit le faire par l'intermédiaire de BMO Capital Markets Corp. et/ou BMO Nesbitt Burns Valeurs mobilières Ltée.

AUX RÉSIDENTS DU ROYAUME-UNI : Ce document ne s'adresse pas aux investisseurs résidant au Royaume-Uni, à l'exception des personnes décrites à la Partie VI de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001.

^{***} «BMO (le médaillon contenant le M souligné) Marchés des capitaux» est une marque de commerce de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. © Banque de Montréal

Le budget Advil

Sherry Cooper, économiste en chef

Le budget canadien 2009 **regorge de dépenses publiques**, mais il est plutôt **pauvre en baisses d'impôts**. À vrai dire, les mesures de relance budgétaire peuvent seulement apaiser la douleur causée par la récession mondiale et la crise du crédit. La cause profonde de cette douleur vient des États-Unis, et elle s'est étendue au reste du monde, mais elle a causé beaucoup plus de dommages dans le reste du G7 qu'ici au pays. Jusqu'à ce que l'économie américaine amorçe sa remontée et que les écarts de taux retombent à des niveaux plus normaux, le Canada connaîtra une croissance inférieure à la moyenne ainsi que des pertes d'entreprises et d'emplois. C'est un budget du type «prends deux aspirines et appelle-moi demain matin». Ce budget est palliatif par nécessité, mais c'est quand même mieux que rien.

On pourrait soutenir que le budget améliorera la stabilité financière du pays, ce qui est le mieux que nous puissions espérer pour l'instant. Ottawa a octroyé à la Banque du Canada, à la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) et au ministre des Finances des pouvoirs élargis en vue de contrer une crise bancaire semblable à celle qui mine les États-Unis et l'Europe. Avec un peu de chance, les banques canadiennes n'auront pas besoin d'utiliser ces pouvoirs, car elles sont relativement solides. Il est tout de même prudent de mettre en place un mécanisme de sauvetage des banques, conformément à l'accord conclu par les ministres des Finances du G20. Ottawa a donné à la SADC le pouvoir d'**injecter des capitaux** dans toute institution financière assurée par le gouvernement fédéral qui éprouve des difficultés, sous réserve de l'approbation du ministre des Finances; la SADC peut aussi **établir une institution «relais»** semblable à la proposition de banque «*aggregator*» faite à la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) des États-Unis, en vue «*de contribuer au maintien de la stabilité financière.*» Bien que le budget ne soit pas explicite, la **fonction présumée** de l'institution relais serait d'acheter des actifs toxiques non liquides aux banques si ces derniers venaient à gêner l'emprunt de capitaux privés. Fait intéressant, le seuil fixé pour l'assurance-dépôts de la SADC n'a pas été relevé. Il reste de 100 000 \$ par compte; aux États-Unis, ce seuil est passé à 250 000 \$ il y a des mois.

En outre, le gouvernement **injecte des liquidités** grâce à l'augmentation des achats de titres adossés à des actifs, à des garanties et à d'autres mesures, comme la hausse du nombre de prêts octroyés par la EDC et la BDC en vue d'encourager les banques à prêter aux consommateurs, aux petites entreprises et aux grandes entreprises commerciales. Les prêts à l'habitation et les prêts automobiles ainsi que les prêts aux petites entreprises sont particulièrement encouragés. Toutefois, les **banques n'ont pas été autorisées à offrir du crédit-bail automobile**; il y aura des consultations futures à ce sujet. Avec l'effondrement des sociétés de crédit à la consommation et des capacités de crédit-bail automobile des trois grandes firmes de Détroit, l'incapacité de louer avec option d'achat est susceptible de freiner les ventes dans ce secteur en difficulté. Ainsi, les banques pourraient bien accéder à cette demande.



Les banques canadiennes sont les plus solides du monde. En effet, elles affichent les ratios de capital de première catégorie les plus élevés ainsi que la plus faible exposition aux titres de créance garantis (TCG) non liquides et aux swaps sur défaillance de crédit, lesquels ont ravagé tant de banques américaines et européennes. Les banques canadiennes sont capables de se procurer des capitaux sur les marchés des capitaux privés, moyennant un coût élevé. Toutes les banques canadiennes ont émis des actions ordinaires, des actions privilégiées ou des billets de fiducie de capital au cours des derniers mois en vue d'accroître leurs ratios de capital déjà élevés. Cependant, le coût du capital est très élevé pour ces banques, surtout par rapport aux taux des prêts bancaires. Aux États-Unis, presque toutes les banques n'ont aucun accès aux marchés privés et dépendent ainsi des injections de capitaux de la Fed ou du TARP. Au Canada, contrairement aux États-Unis, la croissance des prêts reste positive. Toutefois, compte tenu de l'incapacité pour la plupart des entreprises de réunir des capitaux, la demande de prêts bancaires dépasse l'offre. Le budget procure des liquidités additionnelles et un risque réduit en vue d'aider à accroître l'offre de crédit bancaire pour répondre aux demandes de réintermédiation sans précédent.

La création controversée d'un **seul organisme national de réglementation des valeurs mobilières** vise à renforcer le système réglementaire canadien. L'établissement d'une **période de grâce minimale pour les nouveaux achats effectués au moyen d'une carte de crédit** a pour but d'aider les consommateurs. En principe, les mesures visant à améliorer les connaissances financières ont du sens, mais le budget se contente de créer un groupe de travail pour étudier la question.

Les mesures fiscales sont plutôt modestes. Elles comprennent un **crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire**, lequel devrait simplement faire remonter à la surface les gens qui cherchent à éviter de payer de la TPS. De toute évidence, les ménages dont la sécurité d'emploi est menacée ne seront pas enclins à rénover pour bénéficier d'un crédit d'impôt de 15 %. Par ailleurs, l'ajustement des fourchettes d'imposition permettra aux particuliers d'économiser au maximum 317 \$ pour ceux dont les revenus sont élevés, et beaucoup moins pour les ménages à revenu moyen ou faible.

D'importantes hausses des dépenses publiques pour les infrastructures, la formation, le développement des collectivités et les secteurs en difficulté contribueront à relancer l'activité économique, du moins si elles sont rapidement mises en oeuvre. Contrairement à ce que le gouvernement prétend, on doute fortement que ces dépenses d'infrastructures puissent vraiment être effectuées sans tarder.

Résultat : Dans l'ensemble, les mesures budgétaires de ce budget représentent environ 1,5 % à 2 % du PIB en 2009. Il s'agit d'un important plan de relance mais, par rapport aux plans adoptés par les États-Unis et la Chine, il est relativement léger, ce qui est tout à fait normal. Ce budget n'est qu'un processus de triage qui vise à aider les plus touchés à endurer la douleur grâce à des analgésiques ayant un effet temporaire. À cette étape-ci, c'est à peu près tout ce qu'Ottawa peut faire.

La nouvelle réalité fiscale d'Ottawa : du noir au rouge

Douglas Porter, CFA, économiste en chef adjoint

Robert Kavcic, économiste

Points saillants

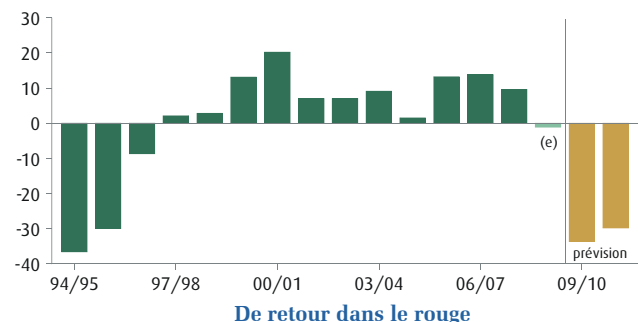
- **En 2009, le budget comprend 22,7 milliards de dollars de nouvelles mesures de relance nettes qui, selon Ottawa, feront grimper le PIB de 1,2 % cette année.**
- **Les nouvelles mesures de relance sont divisées en quatre domaines clés :**
 1. Soutien du revenu et allègements fiscaux (coût total : 5,9 milliards de dollars)
 2. Aide au secteur de la construction individuelle (5,4 milliards de dollars)
 3. Nouvelles dépenses d'infrastructures (6,2 milliards de dollars)
 4. Soutien aux dépenses des entreprises et aux collectivités durement touchées (5,3 milliards de dollars).
- **La mesure la plus remarquable est le nouveau crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire, offert pendant un an et pouvant atteindre 1 350 \$ par ménage.**
- **Du côté de l'impôt des particuliers, la déduction de base et le seuil applicable aux deux fourchettes inférieures seront relevés, ce qui permettra aux particuliers d'économiser jusqu'à 317 \$ par an.**
- **Aucune surprise de taille du côté des dépenses, la plupart des mesures clés ayant été annoncées à l'avance. Les infrastructures et la formation en cours d'emploi sont les deux pierres angulaires.**
- **Un déficit budgétaire de 33,7 milliards de dollars pour l'exercice 2009-2010 entraînera l'émission brute de 82 milliards de dollars d'obligations cette année. Ce déficit sera précédé d'un déficit de 1,1 milliard de dollars pour l'exercice 2008-2009.**

Aperçu - La fin de l'équilibre budgétaire

Dans son plus important budget fédéral depuis 1995, Ottawa a dévoilé une série de modestes mesures d'allègement fiscal et de nouvelles propositions de dépenses ayant trois objectifs : 1) amortir le choc du ralentissement économique qui s'accroît, 2) affaiblir l'opposition et survivre au vote de

GRAPHIQUE 1
Soldes budgétaires fédéraux

Canada (en milliards de dollars CA)



confiance et 3) présenter un plan en vue de retrouver l'équilibre à moyen terme. En raison du grave et soudain ralentissement de l'activité économique à l'échelle mondiale, le déficit était inévitable. Compte tenu des réalités politiques, les nouvelles mesures de relance étaient aussi très attendues. Le défi consistait à adopter des mesures offrant un soutien à court terme, sans toutefois nuire sérieusement aux perspectives budgétaires à long terme. Même si nous aurions préféré que le budget mette davantage l'accent sur les allègements fiscaux, la portée globale de ces mesures devrait permettre d'atteindre ces trois objectifs. Les nouvelles mesures de relance nettes d'environ 22,7 milliards de dollars prévues pour cette année dans le budget d'aujourd'hui contribueront à limiter les dommages économiques, ce qui favorisera une reprise en douceur d'ici 2010. Nous saurons demain seulement si cela sera suffisant pour satisfaire l'opposition et éviter de balayer ces propositions budgétaires.

Après onze années consécutives d'équilibre budgétaire (*graphique 1*), le quatrième budget du gouvernement conservateur marque un tournant décisif pour les finances fédérales. Comme il a déjà été annoncé en détail, Ottawa s'attend à afficher un déficit budgétaire de 34 milliards de dollars pour l'exercice à venir (qui commence en avril), suivi d'un autre déficit de 30 milliards de dollars pour l'exercice 2010-2011 (*tableau 1*). Fait important, le gouvernement devrait même afficher un léger déficit budgétaire de 1,1 milliard de dollars pour l'exercice en cours, les mesures budgétaires faisant plonger le gouvernement dans le rouge. Les finances ne devraient pas revenir à l'équilibre avant le cinquième exercice de l'horizon de la prévision. D'ici là, 85 milliards de dollars s'ajouteront à la dette fédérale. Cependant, nous aimerions souligner que le ratio dette-PIB touchera son apogée à 32 %, loin derrière le sommet de 68,4 % atteint au milieu des années 1990 (*graphique 2*). Autrement dit, il est inexact d'affirmer que ce budget efface les gains réalisés au cours des 15 dernières années en vue de renforcer la situation budgétaire du Canada. Le plan à moyen terme visant à remettre les finances sur la bonne voie est un élément tout aussi important que les mesures de relance à court terme.

Les nouvelles mesures de relance sont en grande partie axées sur les dépenses, les allègements fiscaux représentant tout juste un quart du total en 2009. Le ministre des Finances, Jim Flaherty, s'attend désormais à ce que les dépenses de programmes grimpent de 10,8 % durant l'année à venir, chiffre

TABLEAU 1

Perspectives budgétaires

(en milliards de dollars CA, sauf indication contraire)

	réel	estimation	prévision	
	07/08	08/09	09/10	10/11
Revenus	242,4	236,4	224,9	239,9
Dépenses	232,8	237,4	258,6	269,7
Dép. de programmes	199,5	206,8	229,1	236,5
Frais de la dette publ.	33,3	30,7	29,5	33,3
Excédent budgétaire	9,6	-1,1	-33,7	-29,8
Dette fédérale	457,6	458,7	492,4	522,2
Dette/PIB (%)	29,8	28,6	31,6	32,1

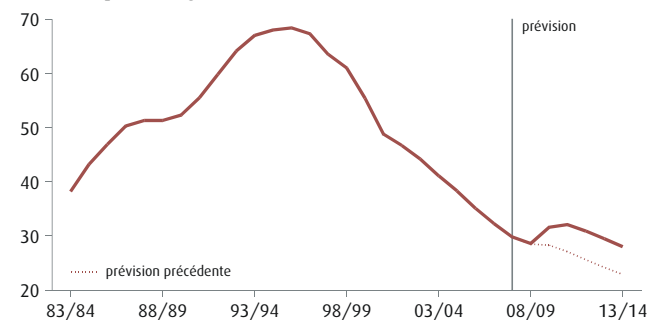
Note : Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué

Source : prévisions fédérales

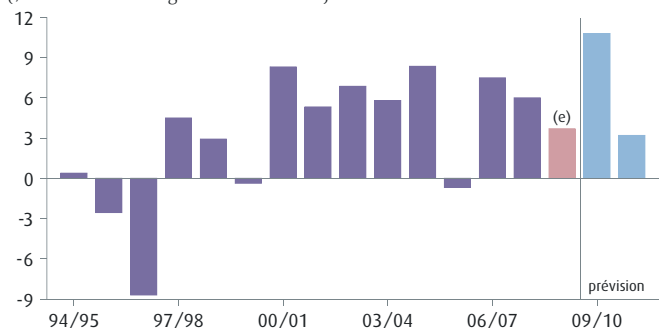
GRAPHIQUE 2

Ratio dette fédérale-PIB : toujours modeste

Canada (pourcentage)



GRAPHIQUE 3

Frénésie de dépensesDépenses de programmes – Canada
(% de variation en glissement annuel)



impressionnant même comparativement aux forts taux de croissance des dernières années (*graphique 3*). Cette aide sous-estime peut-être les répercussions des nouvelles mesures, car certaines des dépenses d'infrastructures accélérées seront comptées durant les années ultérieures.

Aucun changement n'a été apporté aux taux marginaux d'imposition, aux taxes de vente ou aux taux liés aux placements, malgré les demandes pressantes d'allègements fiscaux considérables. Le gouvernement s'est plutôt concentré sur le crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire, une aide modeste relative à la déduction personnelle de base, la hausse des seuils de revenu pour les deux taux inférieurs et l'offre d'un amortissement accéléré pour les achats d'ordinateurs par les entreprises. Dans l'ensemble, le budget ne contient pas beaucoup de mesures pour les investisseurs, aucun changement n'étant apporté aux gains en capital généraux et aucune nouvelle mesure de fractionnement du revenu n'étant adoptée.

Principales mesures — Des interventions dictées par la nécessité

- 1. Crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire :** La pièce maîtresse du budget est un crédit d'impôt de 15 % (pour un montant d'au plus 1 350 \$ par famille) au titre des dépenses de rénovation domiciliaire de 1 000 \$ à 10 000 \$ qui seront effectuées au cours de la prochaine année. À cela s'ajoute un crédit d'impôt pour l'achat d'une première habitation et une hausse de 5 000 \$ de la limite de retrait aux termes du Régime d'accession à la propriété.
- 2. Réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers :** Les principaux allègements fiscaux sont une légère hausse du montant personnel de base, lequel passe à 10 320 \$, et un relèvement de la limite supérieure des deux premières fourchettes d'imposition. Si elles n'ont rien de bien radical, au moins ces mesures sont-elles permanentes.
- 3. Déduction pour amortissement (DPA) accéléré à l'égard des achats d'ordinateurs :** Du côté des entreprises, une importante nouvelle mesure consiste en une DPA de 100 % pour les achats d'ordinateurs qui auront lieu au cours des deux prochaines années. Par ailleurs, le plafond du revenu admissible au taux d'imposition des petites entreprises sera relevé de 25 % pour être porté à 500 000 \$.
- 4. Infrastructure :** Comme on l'a annoncé lundi, Ottawa accélérera ses dépenses d'infrastructure au cours des deux prochaines années. Le budget prévoit de nouvelles dépenses estimatives de 6,2 milliards de dollars cette année et de 5,6 milliards de dollars l'an prochain. Ottawa s'attend en outre à ce que les autres paliers de gouvernement investissent presque 9 milliards de dollars sur les deux prochaines années.
- 5. Formation des travailleurs et assurance-emploi :** En plus des dépenses très médiatisées en faveur des secteurs les plus touchés, le gouvernement a également dévoilé une panoplie d'autres mesures destinées à aider les travailleurs affectés par le repli à se recycler. Par ailleurs, Ottawa augmente légèrement les limites applicables aux prestations d'assurance-emploi et

prolonge de cinq semaines la période d'admissibilité pour la porter à 50 semaines; selon la gravité du repli, ces mesures pourraient être revues.

6. **Création de crédit** : Ce budget axé sur les mesures de relance à court terme prévoit également plusieurs mesures importantes à plus long terme visant à soutenir le processus de création de crédit (voir la section suivante). En particulier, le programme d'achat de prêts hypothécaires bénéficiera d'un montant supplémentaire de 50 milliards de dollars, et Ottawa créera une nouvelle Facilité canadienne de crédit garanti afin d'acheter des titres adossés à des prêts portant sur des véhicules et du matériel. Ottawa se propose également de donner à la SADC le droit de détenir des actions bancaires si la situation le justifie.

Soutien à la croissance du crédit

Outre les mesures directes visant à atténuer les effets du repli économique, le budget privilégie également une deuxième voie pour soutenir le processus de création de crédit. Il prévoit notamment certaines mesures destinées à injecter directement des liquidités sur le marché et d'autres visant à protéger le système financier en cas de nouvelles turbulences.

Le **Cadre de financement exceptionnel** (CFE) adopté par Ottawa englobe toute une série d'initiatives, à commencer par un élargissement du **Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés**, grâce auquel le gouvernement achètera pour 50 milliards de dollars supplémentaires de ces prêts (en sus des achats de 75 milliards de dollars déjà prévus). En outre, la création de la **Facilité canadienne de crédit garanti** permettra d'acheter pour 12 milliards de dollars de titres adossés à des prêts et des baux portant sur des véhicules et du matériel. Les institutions financières réglementées pourront vendre des titres à cette facilité et obtenir des fonds nécessaires à leurs nouveaux projets de financement. Afin de faciliter l'accès des entreprises au financement, le gouvernement accordera des fonds de 13 milliards de dollars aux sociétés d'État à vocation financière (EDC, la BDC et la SCHL) et relèvera de 1,5 milliard de dollars le plafond du capital autorisé d'EDC et celui de la BDC. Le **Programme de crédit aux entreprises** permettra aux emprunteurs solvables qui ont de la difficulté à accéder au crédit d'obtenir des fonds avec l'aide de leur institution financière. Par ailleurs, le montant maximal du prêt admissible aux termes du **Programme de financement des petites entreprises du Canada** sera rehaussé de 100 000 \$ et passera à 350 000 \$. Les mesures adoptées en vertu du CFE seront financées par des emprunts additionnels – fixés à 65 milliards de dollars pour 2009-2010 – mais n'alourdiront pas la dette fédérale, car ces emprunts seront compensés par des actifs de bonne qualité.

D'autres mesures ont été prises afin d'uniformiser les règles du jeu pour le système financier canadien et de le protéger contre les nouvelles turbulences. La **Facilité canadienne d'assurance aux prêteurs**, annoncée l'automne dernier, sera étendue aux compagnies d'assurance vie, dont elle assurera les emprunts de gros à

TABLEAU 2
Hypothèses économiques
(pourcentage)

	Ottawa			BMO Marchés des capitaux	
	2008	2009	2010	2009	2010
Croissance du PIB réel	0,7	-0,8	2,4	-1,3	1,8
Croissance du PIB nominal	4,8	-1,2	4,2	-2,0	3,6
Taux des bons du trésor à 3 mois	2,3	0,8	1,7	0,7	2,0
Rend. des oblig. du Canada à 10 ans	3,6	2,8	3,4	2,8	3,4



terme. Par ailleurs, la **Société d'assurance-dépôts du Canada** bénéficiera d'une plus grande marge de manœuvre, ce qui lui permettra d'acquérir des actions de ses institutions membres et de mettre sur pied une institution transitoire en cas de faillite d'un membre.

Stratégie de gestion de la dette : bond des émissions d'obligations

Le budget décrit la stratégie de gestion de la dette pour 2009-2010, laquelle revêt davantage d'importance qu'en bien des années à présent que le gouvernement est redevenu un important emprunteur net. Le gouvernement estime ses besoins financiers nets de la prochaine année à 101 milliards de dollars, dont la moitié est attribuable à l'élargissement du programme d'achat de prêts hypothécaires. Le montant brut des émissions d'obligations du gouvernement du Canada passera à 82 milliards de dollars en 2009-2010, contre 76 milliards projetés pour 2008-2009 et seulement 35 milliards l'année précédente. La variation nette de l'encours des obligations (compte tenu des titres rachetés et échus) totalisera 54 milliards de dollars au cours de la prochaine année budgétaire, ce qui est considérable. Cependant, étant donné que les emprunts du secteur public comblent essentiellement le vide créé par le plongeon de la demande du secteur privé, ils n'auront qu'un effet limité (voire nul) sur les taux d'intérêt à long terme.

Pour établir – comme il le souhaite – la part à taux fixe de la dette à 60 %, l'État devra contracter pour 29 milliards de dollars de nouveaux emprunts sous forme de bons du Trésor. Les rachats d'obligations disparaîtront presque; leur montant devrait atteindre à peine 2,4 milliards de dollars l'an prochain. Compte tenu de l'augmentation prévue des émissions d'obligations, Ottawa rétablira l'obligation à 3 ans, et les tailles cibles des émissions d'obligations de référence à 2, 5, 10 et 30 ans seront maintenues.

Hypothèses économiques : aucune complaisance

Compte tenu de l'agitation économique et des révisions répétées apportées aux prévisions ces derniers mois, Ottawa a renoncé à baser ses hypothèses économiques sur le plus récent consensus du secteur privé (*tableau 2*). En janvier, ce consensus tablait sur un recul de 0,8 % du PIB réel cette année (nous en sommes à -1,3 %) et sur une baisse de 0,4 % des prix du PIB (estimée actuellement à -0,7 %), pour un déclin de 1,2 % du PIB nominal (-2,0 % à ce jour). Le ministère des Finances a adopté une position beaucoup plus prudente et table sur une contraction brutale de 2,7 % du PIB nominal (sans toutefois préciser la répartition entre croissance réelle et inflation). Le gouvernement prend ainsi des précautions supplémentaires pour se protéger contre une nouvelle vague de révisions à la baisse des prévisions. Par conséquent, nous trouvons peu à redire aux prévisions économiques. Notre estimation pour l'an prochain est toutefois un peu plus prudente (1,8 %, comparativement à l'hypothèse budgétaire de 2,4 %, elle-même bien inférieure au chiffre extrêmement optimiste de 3,8 % avancé par la Banque du Canada). Les taux d'intérêt à trois mois sont estimés en moyenne à 0,8 % pour cette année et à 1,7 % pour l'an prochain, ce qui diffère à peine de nos propres prévisions (respectivement 0,7 % et 2,0 %). Les hypothèses du gouvernement concernant le taux des obligations à 10 ans – 2,8 % cette année et 3,4 % en 2010 – semblent raisonnables.



Répercussions sur le marché — Le Canada suit le mouvement

Dollar canadien : Le budget proposé aujourd'hui ne devrait pas avoir de répercussions marquées sur le dollar canadien. Les nouvelles mesures nettes de relance n'ont rien de surprenant et sont en fait moins musclées que celles qu'ont prises bon nombre d'autres pays industrialisés. Ainsi, les nouvelles mesures nettes planifiées par le gouvernement Obama pour les deux prochaines années (825 milliards de dollars) représentent environ 3 % du PIB. La Chine a dévoilé des mesures dont la valeur annuelle est estimée à au moins 5 % du PIB. Le Canada a beau renouer avec un déficit, sa situation budgétaire reste exceptionnelle parmi les grands pays industrialisés et elle pourrait apporter un soutien au dollar canadien à moyen terme. Toutefois, les prix des produits de base ayant diminué de moitié en un peu plus de six mois et n'ayant pas encore résolument touché le fond, le huard prête le flanc à de nouvelles baisses à court terme. En fin de compte, son évolution continuera à dépendre du goût du risque généralement affiché par les investisseurs mondiaux. Nous pensons qu'il reprendra pied au deuxième semestre de 2009 et tournera à nouveau autour de 85 cents (1,17 \$/\$ US) d'ici la fin de l'année.

Obligations : Le flot des mesures de relance budgétaire sustentera la demande intérieure dans le courant de l'année et allégera le fardeau qui pèse exclusivement sur les épaules de la Banque du Canada. Grâce aux mesures visant à stimuler le processus de création du crédit, il sera peut-être aussi moins nécessaire à la Banque de recourir à des mesures extraordinaires. Le dollar canadien est par ailleurs loin de ses sommets des dernières années, ce qui apporte maintenant un soutien timide à la croissance. Autrement dit, il sera difficile à la Banque du Canada de réduire à nouveau ses taux. Dans l'intervalle, Ottawa accélérera les nouvelles émissions nettes d'obligations du Canada, qui devraient augmenter vertigineusement de 54 milliards de dollars cette année. Après une éventuelle compression à court terme, nous prévoyons une légère remontée des taux d'intérêt à long terme au cours de l'année à venir. Comme pour le dollar canadien, les rendements seront, à court terme, guidés par le sentiment de confiance général des investisseurs mondiaux. À plus long terme, les différentiels de taux entre le Canada et les États-Unis devraient devenir négatifs d'ici l'an prochain. Les conditions relatives de l'offre demeurent très favorables aux obligations canadiennes; le rapport de la dette au PIB restera bien inférieur à celui des États-Unis (où il se situait à 68 % l'an dernier et devrait bondir à plus de 80 % d'ici 2010).

Actions : Le budget ne contenait pratiquement aucune mesure importante pour les actions cette année. Certes, le crédit d'impôt pour la rénovation stimulera les dépenses en produits de l'industrie du second oeuvre, tandis que l'accélération de l'amortissement autorisé soutiendra les achats d'ordinateurs. Et, dans l'ensemble, les mesures prises au chapitre de la création du crédit ont été plutôt positives pour les institutions financières, sans être particulièrement envahissantes. L'évolution des marchés boursiers dépendra avant tout de la stabilité de l'économie mondiale, un facteur qui sort évidemment largement de la sphère d'influence du budget.