



BUDGET FÉDÉRAL

2010

4 mars 2010

BUDGET FÉDÉRAL

2010

4 mars 2010

Passons aux choses sérieuses

Douglas Porter, CFA, économiste en chef délégué

Michael Gregory, CFA, économiste principal

1 800 613-0205

www.bmocm.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 placement 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, administrateurs, dirigeants 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

Passons aux choses sérieuses

Douglas Porter, CFA, économiste en chef délégué

Michael Gregory, CFA, économiste principal

Faits saillants

- **Conclusion du programme de relance cette année**
- **Plans détaillés de rééquilibrage du budget en cinq ans prévoyant des compressions au chapitre de la défense**
- **Accent sur la compétitivité, à moindre coût, en jouant notamment sur les droits de douane des manufacturiers**
- **Aucune modification apportée aux impôts sur le revenu, mais resserrement des règles visant les options d'achat d'actions**
- **Gel des cotisations d'assurance-emploi cette année, mais hausse à l'horizon**
- **Légère contraction du déficit, à 49 milliards de dollars, après le record de 54 milliards de dollars de cette année, et budget presque équilibré en 2014-2015.**

Aperçu — Des compressions en perspectives

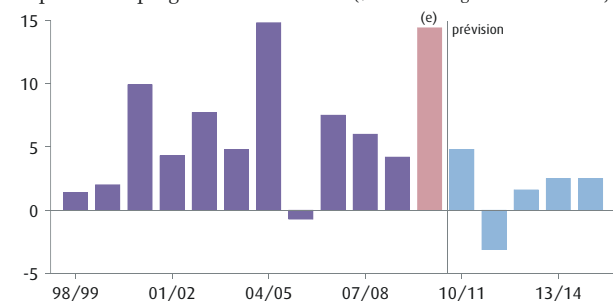
Le gouvernement fédéral nous avait promis un «petit» budget, et il a tenu sa promesse (dans la mesure où l'on peut qualifier de «petit» un document de 451 pages). Le cinquième budget du gouvernement conservateur ne contient presque aucune nouvelle grande mesure, la reprise étant encore trop jeune et trop fragile pour qu'Ottawa serre déjà énergiquement la bride en matière de relance. Les mesures proposées pour geler les dépenses publiques ont été dévoilées hier, dans le discours du Trône, et l'exercice 2010 est globalement placé sous le signe de la poursuite des mesures de stimulation mises en place l'an dernier. C'est en 2011 que s'amorceront véritablement les compressions, quand Ottawa s'attaquera plus résolument au déficit budgétaire toujours considérable et le programme de relance touchera brusquement à sa fin, en mars.

Ce budget avait pour thèmes principaux le renforcement des mesures de stimulation, mais aussi l'établissement d'un calendrier précis de rétablissement de l'équilibre budgétaire à moyen terme. La clarté des mesures de compression à moyen terme présentées a constitué la seule surprise véritablement notable du document déposé aujourd'hui, le gouvernement proposant notamment un ralentissement des dépenses de défense, des coupures dans ses dépenses directes et un examen exhaustif de tous les programmes gouvernementaux. Ce qui devrait permettre d'éponger le déficit d'ici environ cinq ans, en s'appuyant sur des prévisions économiques raisonnables. Le ministre des Finances, Jim Flaherty, prévoit une augmentation de 4,8 % des dépenses de programmes au cours du prochain exercice, après le bond de 14,4 % enregistré en 2009-2010 (*graphique 1*). Les dépenses de programmes, en proportion du PIB, devraient se

GRAPHIQUE 1

Compression des dépenses

Dépenses de programmes – Canada (% de var. en glissement annuel)



maintenir à 15,6 % au cours du prochain exercice, puis retomber rapidement à 13,2 % d'ici 2015.

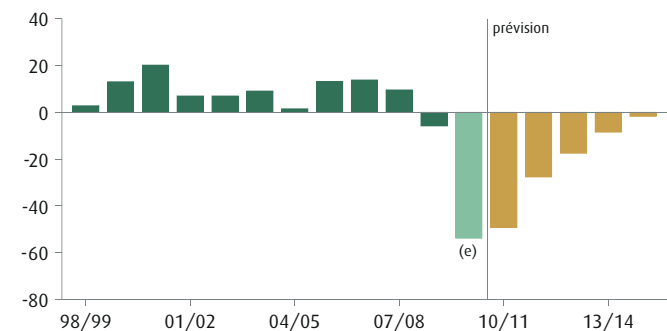
Ottawa a beau avoir prévu de nouveaux fonds pour 75 initiatives dans le document, rares ont été les mesures ayant de quoi faire couler beaucoup d'encre. Mais sans tenir compte du maintien des mesures de stimulation mises en place l'an dernier, le nouveau coût financier net de ces propositions ne dépasse pas 300 millions de dollars. Le projet le plus ambitieux a consisté à faire du Canada une zone libre de droits de douane pour l'industrie manufacturière, ce qui devrait apporter un soutien considérable au secteur en difficulté. En matière de génération de revenus, la plus grande mesure a porté sur le resserrement des règles visant la déductibilité des options d'achat d'actions (détails plus bas). Tout bien considéré, le budget devrait être relativement bien accueilli par les investisseurs, compte tenu de l'élimination prévue du déficit sur cinq ans — tâche somme toute laborieuse, mais réalisable. L'incidence du budget sur le dollar canadien sera globalement neutre, étant donné que les mesures de stimulation ont été mises en place il y a déjà longtemps. Sur le plan de la dette, la situation du Canada demeure toutefois enviable sur fond de dégradation massive de celle de la plupart des autres pays, ce qui dore le blason du huard. Naturellement, il faut avant tout que le projet soit approuvé par le parlement minoritaire; mais aucun des partis d'opposition ne semblant désireux de provoquer des élections à ce stade, ce budget inoffensif a de bonnes chances d'être adopté.

Plan d'action économique – Partie II

Selon l'annonce, le budget de 2010 maintient le Plan d'action économique de l'an dernier, qui prévoit 19,2 milliards de dollars de nouvelles mesures de stimulation du gouvernement fédéral pour 2010-2011, ou 1,2 % du PIB. Il s'agit d'une baisse par rapport à 28,1 milliards de dollars en 2009-2010, car le prêt de 9,7 milliards de dollars au secteur de l'automobile n'a pas été renouvelé. En effet, les mesures de stimulation du Plan d'action pour 2010-2011 représentent une légère hausse par rapport au montant de 18,4 milliards de dollars de l'an dernier (hors automobile). Comme les provinces et les territoires devraient injecter 6,0 milliards de dollars (par rapport à un montant de 8,4 milliards de dollars en 2009-2010, lequel était gonflé en raison du prêt de l'Ontario au secteur de l'automobile), les mesures de stimulations totales se chiffreront à 25,1 milliards de dollars ou 1,6 % du PIB, ce qui s'apparente beaucoup à l'effort de l'an dernier. Encore une fois, les dépenses d'infrastructure représentent la plus grande partie de ces mesures de stimulation. Également selon l'annonce, le budget de 2010 contient 2,1 milliards de dollars en nouvelles dépenses jusqu'en 2011-2012. Ces mesures toucheront quelque 75 programmes. Voici les mesures et les annonces les plus marquantes :

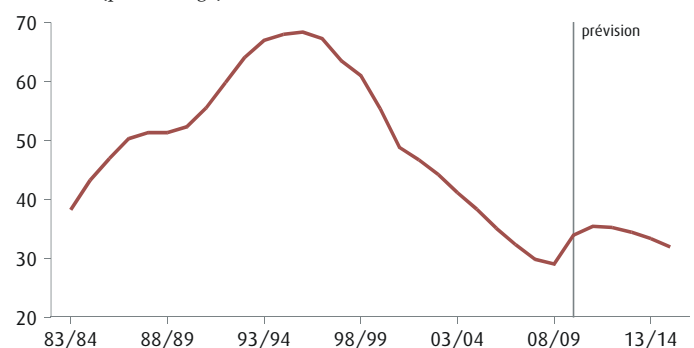
GRAPHIQUE 2
Soldes budgétaires fédéraux

Canada (en milliards de dollars CA)



GRAPHIQUE 3
Ratio dette fédérale-PIB : toujours modeste

Canada (pourcentage)





- L'ajout de dépenses brutes de 717 millions de dollars (dont Marine Atlantique est un important bénéficiaire) aux dépenses d'infrastructure effectuées jusqu'ici.
- Faire du Canada une zone libre de douane à l'intention des fabricants en éliminant tous les tarifs qui restent sur les machines et le matériel et les biens importés pour fabrication complémentaire. Cette mesure, quand sa mise en oeuvre sera terminée, devrait permettre aux usines canadiennes d'économiser quelque 300 millions de dollars par an.
- L'élimination des restrictions à la propriété étrangère des satellites canadiens. Les hypothèses avancées avant le dépôt du budget quant à l'élimination des restrictions à la propriété étrangère dans le secteur élargi des télécommunications se sont avérées prématurées.
- Le crédit d'impôt temporaire pour exploration minière de 15 %, qui devait prendre fin le 31 mars, sera prolongé d'une autre année (ce qui représente 65 millions de dollars sur deux ans).
- Une somme de 300 millions de dollars supplémentaires pour soutenir Énergie atomique du Canada, dont certaines parties sont déjà à vendre.
- L'établissement d'une commission pour la réduction des tracasseries administratives faisant appel à des parlementaires et à des représentants du secteur privé afin de réduire la réglementation superflue et d'améliorer l'efficacité du système réglementaire pour les petites entreprises.
- Compte tenu du nombre de médailles d'or remportées par le Canada aux Jeux olympiques d'hiver de 2010 à Vancouver, 10 millions de dollars supplémentaires seront affectés au financement du développement d'athlètes d'élite.
- Malgré les rumeurs de report, le gouvernement a réitéré l'engagement pris dans le budget de 2006 qui consiste à abaisser le taux général d'imposition du revenu des sociétés à 15 % en 2012 (actuellement à 18 %, il devrait tomber à 16,5 % en 2011).

Il convient de mentionner que l'incidence de ces nouvelles dépenses sur le budget de deux ans est plus que contrebalancée par l'incidence sur le budget des deux premières années des mesures d'économie à moyen terme (2,8 milliards de dollars). Par conséquent, le budget de 2010 ne comprend à peu près aucune nouvelle mesure de stimulation nette additionnelle.

La modification du traitement de l'encaissement des options d'achat d'actions constitue une des principales nouvelles mesures d'augmentation des revenus. Comme il est indiqué dans le document, «*Le budget de 2010 propose d'empêcher qu'une déduction pour option d'achat d'actions et une déduction par l'employeur relativement à un titre visé par une telle option puissent toutes deux être demandées à l'égard du même avantage imposable relatif à l'emploi. À cette fin, les employés ne pourront généralement se prévaloir de la déduction pour option d'achat d'actions que s'ils exercent leurs options en acquérant des titres de leur employeur.*» Autrement dit, si l'employé reçoit un traitement fiscal préférentiel pour des avantages sous forme d'options d'achat d'actions, l'employeur ne peut plus déduire le coût de ces avantages. Ce resserrement des règles devrait accroître les revenus de 300 millions de dollars par an d'ici l'an prochain. De plus, les déductions pour les procédures médicales esthétiques ne seront plus admissibles, ce qui générera des économies de 40 millions de dollars par an.



Mesures touchant le secteur financier :

Le gouvernement tient toujours à la mise sur pied d'un organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières. Un avant-projet de loi sera publié ce printemps et il sera présenté à la Cour suprême afin d'obtenir l'opinion de cette dernière sur sa constitutionnalité.

Le Programme de crédit aux entreprises (PCE), une des rares initiatives toujours en vigueur du Cadre de financement exceptionnel de 200 milliards de dollars maintenant terminé, sera maintenu. Un nouveau Partenariat pour le financement des véhicules et du matériel, qui recevra 500 millions de dollars, s'ajoutera au PCE.

Le gouvernement instaurera un cadre législatif pour permettre aux coopératives de crédit de se constituer et d'être prorogées en vertu des lois fédérales.

Le Canada disposera de nouveaux billets de banque, imprimés sur un matériau de polymère ayant une durée de vie plus longue, à l'instar des billets de banque australiens (si vous avez déjà essayé de déchirer un billet de banque australien, vous savez de quoi il est question).

Un groupe de travail sera mis sur pied au printemps. Ce dernier sera chargé de procéder à l'examen du système de paiements du Canada et de soumettre des recommandations au ministre des Finances d'ici la fin de l'an prochain.

Plan de réduction du déficit à moyen terme – Un bon début

Tout en couronnant le programme de stimulation, le budget de cette année a dévoilé un plan raisonnablement détaillé en vue de maîtriser le déficit à moyen terme. Pour ce faire, ce plan consistait surtout à laisser les mesures de stimulation s'estomper l'an prochain, puis à compter sur la reprise pour augmenter les revenus tout en limitant vaguement les dépenses. Dans le budget, ce plan est présenté comme un effort en trois points qui mise sur : 1) la réduction progressive des mesures de stimulation dans un an 2) une diminution ciblée des dépenses de 17,6 milliards de dollars au cours des cinq prochaines années et 3) un examen exhaustif des frais généraux de l'État. C'est la deuxième partie de ce plan en trois points qui est présentée en détail dans le budget.

Les principales économies seront réalisées du côté du budget de la défense, de l'aide internationale et des coûts administratifs, ainsi que par l'élimination de certaines échappatoires fiscales. Ces mesures devraient permettre d'économiser 800 millions de dollars dès cette année, puis plus de 5 milliards de dollars par an dans cinq ans. Conjuguées aux autres mesures de restriction prévues, les dépenses de programmes devraient croître à un rythme annualisé inférieur à 2 % au cours des cinq prochaines années. Ce rythme étant inférieur à l'inflation, il signifie donc une diminution en chiffres réels par habitant sur une longue période. Comme nous l'avons vu dans les années 1990, c'est certainement faisable, mais il faudra faire preuve d'une véritable discipline pendant un certain temps. À cet égard, les mesures de restriction annoncées aujourd'hui constituent un bon début.

Une stratégie de gestion de la dette sans surprise

D'après les prévisions, les besoins financiers nets tomberont à 44,6 milliards de dollars en 2010-2011, contre 71,1 milliards de dollars en 2009-2010. Ce recul excède l'amélioration

du solde budgétaire (qui passe de 53,8 à 49,2 milliards de dollars) et traduit la clôture du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés et la diminution des besoins de financement des sociétés d'État (*tableau 1*). Ces besoins de 44,6 milliards de dollars seront couverts par une augmentation de la dette publique (+29 milliards de dollars) et un abaissement des soldes de trésorerie (-15 milliards de dollars).

Inclusion faite du renouvellement des titres arrivant à échéance, les émissions brutes d'obligations sur le marché intérieur devraient atteindre 95 milliards de dollars en 2010-2011 (augmentation de 60 milliards de dollars de l'encours des obligations, 30 milliards de dollars de refinancement de titres arrivant à échéance et 5 milliards de dollars de rachats). Le programme de rachat, qui représente actuellement 2 milliards de dollars, a été élargi. L'augmentation nette de l'encours des obligations traduit aussi la réduction prévue de 28 milliards de dollars de l'encours des bons du Trésor. La taille moyenne des adjudications de bons du Trésor tenues aux deux semaines diminuera, ce qui portera à 63 % la part de la dette publique à taux fixe.

En 2010-2011, les adjudications trimestrielles d'obligations se poursuivront, avec des offres dans toutes les échéances (2, 3, 5, 10 et 30 ans) et des obligations à rendement réel, sauf sur la période de janvier à mars 2011, durant laquelle le gouvernement ne lancera pas d'obligations à 30 ans. Les tailles cibles minimales des émissions de référence seront maintenues (de 7 à 10 milliards de dollars dans les échéances courtes à 12 à 15 milliards de dollars dans les échéances longues). Pour lisser le profil des flux de trésorerie, le gouvernement envisage de rajuster les dates d'échéance de certaines obligations de référence.

Hypothèses économiques : la reprise est là pour durer

Ottawa a de nouveau fondé son budget sur le plus récent consensus du secteur privé (*tableau 2*). Cette stratégie a l'avantage de permettre au gouvernement fédéral d'utiliser des prévisions neutres, ni trop optimistes, ni trop prudentes. Comme d'habitude, ces prévisions économiques nous semblent donc relativement raisonnables. Nous sommes actuellement légèrement plus optimistes au sujet de la croissance du PIB cette année, que nous attendons à 3,0 %, contre un taux de 2,6 % prévu dans le budget, partiellement en raison de sa belle performance ces derniers mois. Nous sommes, là encore, légèrement plus optimistes en ce qui concerne l'exercice suivant, pour lequel nous prévoyons une croissance de 3,5 % alors qu'Ottawa table sur 3,2 %, mais ce dernier taux plus modeste est peut-être plus approprié en considération des véritables compressions désormais planifiées pour 2011. Les perspectives mondiales restant très incertaines, les hypothèses de croissance relativement prudente d'Ottawa sont assez raisonnables, mais elles pourraient assurément réserver de bonnes surprises sur le plan budgétaire au cours du prochain exercice. Selon les prévisions budgétaires, les taux d'intérêt à trois mois

TABLEAU 1

Perspectives budgétaires

(en milliards de dollars CA, sauf indication contraire)

	réel 08/09	estimation 09/10	pévision	
			10/11	11/12
Revenus	233,1	213,9	231,3	249,0
Dépenses	238,8	267,7	280,5	276,7
Dép. de programmes	207,9	237,8	249,2	241,4
Frais de la dette publ.	31,0	29,9	31,3	35,3
Solde budgétaire	-5,8	-53,8	-49,2	-27,6
Dette fédérale	463,7	517,5	566,7	594,3
Dette/PIB (%)	29,0	33,9	35,4	35,2

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

Source : prévisions fédérales

TABLEAU 2

Hypothèses économiques

(pourcentage)

	Ottawa			BMO Marchés des capitaux	
	2009	2010	2011	2010	2011
Groissance du PIB réel	-2,5	2,6	3,2	3,0	3,5
Groissance du PIB nominal	-4,6	4,9	5,4	5,8	5,4
Taux des bons du Trésor à 3 mois	0,3	0,7	2,4	0,6	2,5
Rend. des oblig. du Canada à 10 ans	3,3	3,7	4,3	3,5	4,1



devraient atteindre 0,7 % en moyenne cette année et 2,4 % l'an prochain, chiffres très proches des nôtres (0,6 % et 2,5 %). Cependant, la croissance et l'inflation étant ressorties vers l'extrémité supérieure de la fourchette prévue ces derniers mois, le risque que la Banque du Canada orchestre un programme de durcissement plus énergique s'intensifie. Pour les obligations à 10 ans, le gouvernement prévoit aussi un rendement proche de nos prévisions, soit de 3,7 % cette année et 4,3 % en 2011, rendement qui pourrait (pour changer) se révéler modérément plus élevé, dans les deux cas, si la Banque intervient plus vigoureusement que prévu.

L'horizon économique est loin d'être dégagé, mais l'incertitude est nettement moins grande qu'il y a un an et il est peu probable que les résultats démentent fortement les prévisions budgétaires au cours de l'année à venir.

Incidence sur les marchés : un budget qui accentue les points forts du Canada

Dollar canadien : Le budget déposé aujourd'hui aura sans doute peu d'effet sur le dollar canadien. Les nouvelles mesures nettes sont négligeables et n'ont rien de surprenant. Au mieux, les marchés pourraient être modérément et agréablement surpris par le plan structuré visant à éliminer le déficit en cinq ans. De plus, la conjoncture budgétaire relativement favorable du Canada permet au pays de se démarquer de la plupart des autres grandes économies industrialisées. Le rebond des prix des produits de base, malgré les perspectives économiques toujours anémiques des États-Unis, soutiendra également le huard, qui franchira probablement la parité dans le courant de l'année. Une rechute sévère de l'économie mondiale, qu'elle soit due aux États-Unis ou à la Chine en plein essor, constituerait la principale menace pour la monnaie.

Obligations : Les nouvelles mesures budgétaires modestes, largement attendues, contribueront à maintenir la robustesse de la demande intérieure mais ne devraient en rien influencer sur la probabilité d'une augmentation des taux canadiens cet été. Nous prévoyons seulement un léger relèvement des taux à long terme pour le deuxième semestre de l'année, en supposant une reprise modérée aux États-Unis et une certaine persistance des craintes concernant les risques souverains mondiaux. Nous nous attendons néanmoins à ce que les écarts entre les taux à long terme canadiens et américains mordent davantage dans le rouge. La situation est différente dans la partie courte de la courbe; les taux canadiens à deux ans dépassent maintenant de 62 pb leurs homologues américains, ce qui frôle l'écart le plus large observé depuis l'éclatement de la crise financière, face à l'impression croissante que la Banque du Canada durcira sa politique plus tôt et plus souvent que la Fed jusqu'à la fin du deuxième semestre 2010. Il y a peu de choses dans les nouvelles mesures budgétaires nettes proposées aujourd'hui qui puissent dissiper cette impression.

Actions : Le traitement fiscal plus strict des options d'achat actions est le principal aspect de ce budget qui intéressera les marchés boursiers; le reste n'aura que très peu d'incidence sur les actions. Le marché boursier canadien compte parmi les chefs de file du monde industrialisé depuis deux ans, grâce en grande partie aux excellents fondamentaux économiques et budgétaires du Canada. Le budget vient renforcer cette vigueur relative.