

BUDGET FÉDÉRAL 2011

22 mars 2011

BUDGET FÉDÉRAL 2011

Tout un équilibre

Douglas Porter, CFA, économiste en chef délégué

Michael Gregory, CFA, économiste principal

22 mars 2011

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 mentionnées 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, 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.

¹⁰⁰«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

Tout un équilibre

Douglas Porter, CFA, économiste en chef délégué
Michael Gregory, CFA, économiste principal

Faits saillants

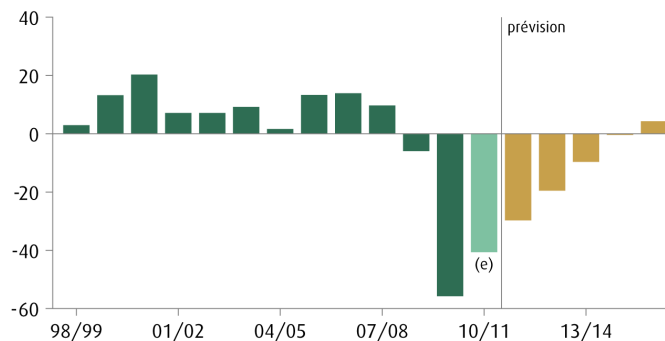
- **Le programme de relance cède la place à un contrôle modéré des dépenses**
- **Retour à l'équilibre budgétaire d'ici l'exercice 2015-2016; peut-être légèrement plus tôt**
- **Aucune mesure vedette : abondance de propositions secondaires**
- **Prolongation de la déduction pour amortissement dans l'industrie manufacturière et du crédit d'impôt pour l'exploration minière**
- **Rien de neuf en matière d'impôt sur le revenu, mais bonification du supplément du revenu garanti (SRG) assortie d'une volée de nouveaux crédits**
- **Déficit de 29,6 milliards de dollars (1,7 % du PIB) ciblé pour l'exercice, contre 40,5 milliards de dollars (2,5 % du PIB) en 2010-2011 et un écart record de 55,6 milliards de dollars en 2009-2010**

Survol — Un exercice de funambulisme

Sur le plan budgétaire, le Canada est aux prises avec des difficultés qui n'ont rien à voir avec celles des autres pays industrialisés. La plupart de ces derniers tentent délicatement de trouver le juste équilibre entre des mesures de relance suffisantes pour maintenir l'économie sur la voie de la reprise et une politique assez austère pour ne pas s'attirer les foudres des agences de notation. Le Canada a la chance de connaître une reprise plus vigoureuse et de jouir d'une situation financière plus saine, ce qui lui permet de brosser lui-même son avenir budgétaire. En revanche, la situation politique incertaine fait peser l'épée de Damoclès sur le sixième budget du gouvernement conservateur, car les partis d'opposition ont fait savoir qu'ils ne soutiendraient pas le budget sous sa forme actuelle. Le budget proposé cette année est avant tout prudent : le gouvernement fait quelques pas dans la direction de l'opposition (sans aller assez loin, apparemment), mais s'en tient à son plan général de retour à l'équilibre budgétaire d'ici le milieu de la décennie en misant sur le redressement plus solide que prévu de l'économie. Les projections sont volontairement excessivement prudentes, ce qui permettra de maintenir le cap en cas de sous-performance de l'économie, mais il semble quoi qu'il en soit que le budget sera équilibré un an plus tôt que prévu (d'ici l'exercice 2014-2015) (*graphique 1*). Globalement, à la lumière du budget présenté aujourd'hui, nous avons toute confiance

GRAPHIQUE 1
Soldes budgétaires fédéraux

Canada (en milliards de dollars CA)





dans la capacité du gouvernement à équilibrer ses comptes à moyen terme, comme il entend le faire : les nouvelles mesures sont modestes, Ottawa fait preuve de prudence et le point de départ est meilleur que prévu.

Le plus difficile, pour atteindre les objectifs budgétaires à moyen terme, sera de contrôler les dépenses (*graphique 2*). Le ministre des Finances, James Flaherty, s'attend à ce que les dépenses de programme augmentent d'à peine 0,2 % au cours du prochain exercice, comme en 2010-2011, sous l'effet de la fin du programme de relance. Au cours des quatre prochains exercices, Ottawa entend maintenir la croissance des dépenses à 2 % par an à peine, ou les ajuster sur l'inflation. Par conséquent, en proportion du PIB, les dépenses de programme devraient renouer avec leur niveau d'avant la récession (environ 13 %) d'ici le milieu de la décennie, après avoir atteint leur point culminant récent à 16 % l'an dernier et s'être inscrites à 15 % cette année. Le défi sera donc de taille.

Malgré le tourbillon de mesures contenues dans le budget qui feront la une des journaux — bonification du SRG pour les aînés, crédit d'impôt pour aidants familiaux, crédit d'impôt pour les activités artistiques des enfants —, les nouvelles mesures nettes sont ciblées et relativement peu coûteuses. Le coût budgétaire net total des nouvelles mesures combinées n'atteindra pas 2 milliards de dollars durant le prochain exercice, et fléchira par la suite.

Somme toute, Ottawa a décidé de s'en tenir aux grandes lignes de son plan d'élimination du déficit à moyen terme. Le gouvernement n'a ni vraiment accéléré le rythme (malgré la conjoncture économique plus favorable que prévu), ni freiné l'allure (à la perspective d'élections potentielles). L'effacement du déficit sur cinq ans est une tâche laborieuse, mais réalisable. L'incidence du budget sur le dollar canadien sera globalement neutre, compte tenu de l'absence de changement majeur sur le plan budgétaire, d'autant plus que la situation du Canada demeure enviable sur fond de dégradation massive de celle de la plupart des autres pays, ce qui dore le blason du huard. Cependant, si l'opposition refuse d'adopter le budget, avec les élections qui s'ensuivront, l'incertitude pourrait peser sur le dollar canadien.

Mise à jour financière — Peu de changements

Selon les projections, le déficit budgétaire d'Ottawa se chiffrera à 29,6 milliards de dollars en 2011-2012, ce qui correspond à peu près au montant prévu lors de la Mise à jour d'octobre 2010 (29,8 milliards de dollars) (*tableau 1*). Toutefois, hors nouvelles mesures budgétaires, l'écart aurait été de 27,8 milliards de dollars, essentiellement grâce à la révision à la hausse de la croissance des revenus. Le

GRAPHIQUE 2

Compression des dépenses

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

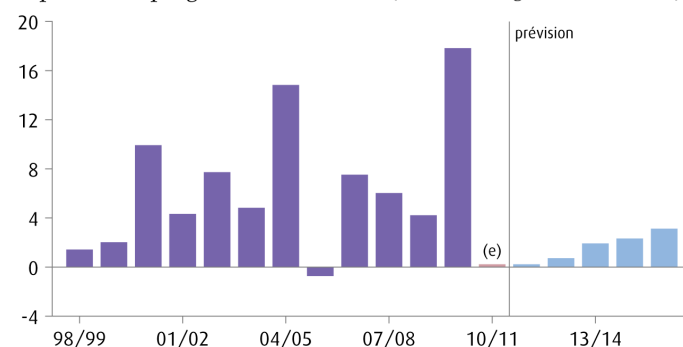


TABLEAU 1

Perspectives budgétaires

(en milliards de dollars CA, sauf indication contraire)

	réel 09/10	estimation 10/11	prévision	
			11/12	12/13
Revenus	218,6	235,6	249,1	264,4
Dépenses	274,2	276,0	278,7	283,8
Dép. de programmes	244,8	245,2	245,7	247,3
Frais de la dette publ.	29,4	30,8	33,0	36,5
Solde budgétaire	-55,6	-40,5	-29,6	-19,4
Dettes fédérales	519,1	556,4	586,0	605,4
Dettes/PIB (%)	34,0	34,3	34,4	33,8

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

Source : prévisions fédérales



gain de 2,0 milliards de dollars permet de prendre de nouvelles mesures sans faire dérailler le plan de réduction du déficit. Ottawa a prévu pour 2,3 milliards de dollars de nouvelles initiatives de dépenses (dont la liste coïncide, étrangement, avec bon nombre de souhaits exprimés par les partis d'opposition avant l'établissement du budget). Ces nouveaux débours sont réduits par des économies de 0,4 milliard de dollars réalisées en éliminant des échappatoires fiscales et par voie d'examen des programmes.

Le manque à gagner de l'exercice 2010-2011, projeté à 45,4 milliards de dollars en octobre, est tombé à 40,5 milliards de dollars grâce à l'amélioration des résultats économiques et des revenus (les retombées se faisant pleinement sentir). Ottawa entend toujours renouer avec un excédent budgétaire (4,2 milliards de dollars) d'ici 2015-2016 (un montant qui dépasse de 1,6 milliard de dollars l'excédent prévu en octobre). En effet, la situation budgétaire prévue pour 2014-2015 est tellement proche de l'équilibre (déficit de 0,3 milliard de dollars), que le Canada a de bonnes chances de passer dans le vert un an plus tôt qu'escompté. Deux facteurs devraient y contribuer :

Premièrement, les projections budgétaires reposent sur un PIB nominal dont le profil est plus bas que ce que prévoit en moyenne le secteur privé (écart d'environ 0,6 %), ce qui réduit les revenus prévus de 1,5 milliard de dollars par an. Deuxièmement, les chiffres ne tiennent pas encore compte des économies résultant de l'Examen stratégique et fonctionnel. Le ministre des Finances estime (ou espère) que le processus produira des économies de 1 milliard de dollars en 2012-2013, et de 4 milliards de dollars en 2014-2015.

Nous avons beau nous méfier, de façon générale, des «*économies à définir plus tard*», le gouvernement s'est montré capable de cerner et de réaliser des économies lors de chaque processus budgétaire depuis 2007 (ces économies représentent actuellement environ 1 milliard de dollars, atteindront près de 3 milliards de dollars d'ici 2014-2015 et sont déjà prises en compte dans les chiffres du budget).

À partir de 2010-2011, les revenus devraient augmenter de 5,6 % par an en moyenne sur les cinq exercices suivants, soit un peu plus rapidement que le PIB nominal, ce qui n'a rien d'exceptionnel. Les dépenses n'augmenteront que de 1,6 % par an et, même en tenant compte de l'élimination progressive des mesures de relance cette année, les dépenses de programme devraient croître d'un maigre taux de 2,0 % par an de l'exercice 2011-2012 à 2015-2016. Ce taux suivra tout juste le rythme de l'inflation et, sachant que la croissance de la population devrait tourner autour de 0,8 % en moyenne, selon les estimations, il s'agit d'une nette réduction des dépenses réelles par habitant. Le gouvernement devra suivre la situation de près à l'avenir.

Grandes mesures — Distributions des aumônes

Le gouvernement n'a annoncé aucun projet de grande envergure cette année; il s'est concentré sur des mesures ciblées, relativement étroites. Voici, pêle-mêle, un aperçu de ses plus grandes initiatives :



- Bonification du Supplément de revenu garanti (SRG) pour les aînés à faible revenu – coût d'environ 300 millions de dollars par an.
- À compter de cette année, octroi d'un crédit d'impôt pour les activités artistiques des enfants, qui fait écho au crédit d'impôt associé aux activités sportives des enfants – coût de 100 millions de dollars par an.
- Crédit d'un an au titre de l'embauche aux petites entreprises, à déduire de la hausse des cotisations d'assurance-emploi. Il s'agit d'une mesure modeste, qui réduit de 165 millions de dollars les coûts des petites entreprises.
- Prolongation de deux ans, jusqu'à la fin de 2013, de l'application de la déduction pour amortissement visant les machines et le matériel, pour l'industrie manufacturière. Cette initiative devrait soutenir la reprise des investissements qui s'amorce.
- Prorogation du crédit d'impôt pour exploration minière pendant une année supplémentaire, jusqu'au 31 mars 2012.

Ce ne sont là que cinq des nouvelles mesures formulées, d'après les coûts estimés dans le budget, parmi toutes les mesures éparpillées ici et là, dont le nombre dépasse 80. La plus grande mesure visant à accroître les revenus proposée cette année porte sur la restriction des possibilités de report d'impôt dans le cas des sociétés détenant une participation notable dans des sociétés de personnes. En bref, les sociétés par actions dont l'exercice ne concorde pas avec l'année d'imposition pourraient créer des sociétés de personne *«principalement dans le but de reporter le paiement de l'impôt»*. Le gouvernement propose d'imposer des limites, ce qui ferait grimper les revenus de 850 millions de dollars d'ici 2013-2014.

Malgré la pléthore de nouvelles mesures dévoilées, le nouveau coût total net est modeste, puisqu'il est inférieur à 2 milliards de dollars (en tenant compte de l'élimination de certaines échappatoires fiscales, y compris à l'aide de la mesure susmentionnée visant les sociétés de personnes). Le gouvernement présente cette année un plan raisonnablement détaillé permettant d'enrayer le déficit à moyen terme. À ce stade, il s'agit essentiellement de ne pas reconduire les mesures de relance, puis de compter sur une croissance des revenus stimulée par la poursuite de la reprise tout en prenant des mesures générales de restrictions des dépenses. Le budget contient par ailleurs des informations détaillées sur un Examen stratégique et fonctionnel des dépenses qui pourrait faire ressortir des économies potentielles de 4 milliards de dollars maximums par an d'ici le milieu de la décennie. Cependant, le gouvernement ne tient pas compte de ces économies potentielles dans ses projections financières, soit par mesure de prudence (tant que les économies n'auront pas été cernées plus clairement), soit parce qu'il doute des résultats possibles de l'examen.

Combinées aux autres mesures de contrôle des dépenses envisagées, les dépenses de programme devraient augmenter à un rythme annualisé qui n'atteindra pas 2 % sur les cinq prochaines années. Ce taux, inférieur à l'inflation, correspondrait à une baisse des dépenses réelles par habitant en fin de compte. Comme nous



l'avons constaté durant les années 1990 (lorsque les dépenses nominales réelles ont été réduites), le plan est certes réalisable, mais le gouvernement devra conserver une poigne de fer pendant une période prolongée.

Stratégie de gestion de la dette

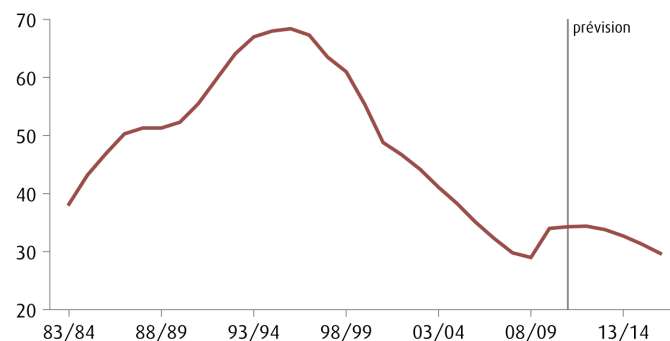
Avec un déficit estimé à 29,6 milliards de dollars pour 2011-2012, contre 40,5 milliards pour 2010-2011, on prévoit que les besoins financiers totaux passeront à 34 milliards de dollars en 2011-2012 après avoir atteint 45 milliards en 2010-2011. Le ratio de la dette au PIB grimpera de 0,1 point pour se fixer à 34,4 % en 2011-2012 (*graphique 3*). Malgré la baisse des besoins financiers globaux, les émissions brutes d'obligations prévues augmenteront légèrement pour s'établir à 102 milliards de dollars l'an prochain, contre 96 milliards estimés cette année (déduction faite des rachats, les émissions augmenteront également, passant de 91 à 94 milliards de dollars; les rachats atteindront 8 milliards de dollars en moyenne en 2011-2012, soit 3 milliards de plus que cette année). Cette hausse des émissions d'obligations s'explique par deux facteurs.

Premièrement, l'encours des bons du Trésor diminuera d'environ 15 milliards de dollars pour passer à 145 milliards d'ici la fin de 2011-2012, ce qui réduira la part de la dette à refinancer durant l'exercice (les émissions de bons à 3, 6 et 12 mois, qui ont lieu toutes les deux semaines, seront maintenues mais diminueront quelque peu). Cette part devrait toucher un creux de 31 % dans deux ans. Deuxièmement, afin d'augmenter son niveau de liquidité prudente, le gouvernement veillera à disposer de liquidités supplémentaires de 25 milliards de dollars d'ici la fin des trois prochaines années. Compte tenu des 50 milliards de dollars d'obligations qui viendront à échéance en 2011-2012, l'encours des obligations négociables en dollars CA connaîtra une augmentation nette de 44 milliards de dollars pour se fixer à 462 milliards.

Deux autres changements seront apportés au programme d'obligations. Premièrement, les dates d'échéance de toutes les obligations sauf les obligations à 10 ans (juin) et les obligations à rendement réel (décembre) seront modifiées. Les obligations à 2 ans arriveront désormais à échéance en février, mai, août et novembre plutôt qu'en mars, juin, septembre et décembre comme actuellement; les obligations à 3 ans, en février et août plutôt qu'en mars et septembre; les obligations à 5 ans, en mars et septembre comme auparavant plutôt qu'en juin et décembre; et les obligations à 30 ans, en décembre plutôt qu'en juin. Le but est d'étaler les versements de coupons et les flux de capitaux massifs qui se produisent le 1^{er} juin et le 1^{er} décembre de chaque année.

Deuxièmement, les fourchettes cibles de l'encours des obligations de référence à court terme seront relevées. Pour les obligations à 2 et 3 ans, la fourchette sera de 8 à 12 milliards de dollars (contre 7 à 10 milliards jusqu'à présent); pour les obligations à 5 ans, elle sera de 10 à 13 milliards de dollars

GRAPHIQUE 3
Ration dette fédérale-PIB
Canada (pourcentage)





(contre 9 à 12 milliards). Pour les obligations de référence à 10 et 30 ans, les fourchettes cibles seront toujours de 10 à 14 milliards de dollars et de 12 à 15 milliards de dollars respectivement. Le gouvernement estime que des obligations de référence de plus grande taille améliorent la liquidité davantage que la fongibilité.

Par ailleurs, dans le cadre de l'augmentation du niveau de liquidité prudente, les réserves de change seront relevées de 10 milliards de dollars US au cours de la prochaine année budgétaire (ce montant, de même que les liquidités supplémentaires de 25 milliards de dollars CA, sera emprunté mais n'alourdira pas la dette nette).

Mesures visant le secteur des services financiers

Le budget mentionne plusieurs mesures mises en chantier par le gouvernement dans le but de «maintenir l'avantage du secteur financier canadien». Par exemple, un cadre législatif pour les obligations sécurisées est en cours d'élaboration, l'examen quinquennal des lois fédérales régissant les institutions financières a été entrepris, un cadre de démutualisation des sociétés mutuelles d'assurances multirisques sous réglementation fédérale est en cours d'élaboration, et le gouvernement attend que la Cour suprême du Canada rende une décision sur sa proposition de mettre sur pied un organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières avant de poursuivre ses efforts dans ce sens. Du côté de la protection des consommateurs, Ottawa propose une interdiction des chèques non sollicités sur carte de crédit et de nouvelles règles concernant les cartes prépayées.

Hypothèses économiques : on compte sur une poursuite de la reprise

Comme c'est le cas depuis quelques années, le ministre des Finances 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 légèrement plus optimistes que le gouvernement quant à la croissance du PIB en 2011, que nous estimons à 3,0 % contre un taux de 2,9 % prévu dans le budget, mais un tantinet plus prudents pour l'année suivante, pour laquelle nous prévoyons un taux de croissance de 2,7 %, contre une hypothèse budgétaire de 2,8 %. Étant donné que les perspectives économiques ont été assombries ces dernières semaines par de nouveaux risques, les hypothèses de croissance ne peuvent être considérées comme prudentes. Pour tenir compte de ces nouveaux risques, le gouvernement a fondé ses projections sur un PIB nominal inférieur de 10 milliards de dollars aux attentes du secteur privé (soit environ 0,6 % du PIB), ce qui lui donne une marge de manœuvre budgétaire de 1,5 milliard de dollars. Ainsi, si la performance de l'économie

TABLEAU 2
Hypothèses économiques
(pourcentage)

	Ottawa			BMO Marchés des capitaux	
	2010	2011	2012	2011	2012
Croissance du PIB réel	3,1	2,9	2,8	3,0	2,7
Croissance du PIB nominal	6,2	5,8	5,0	5,5	4,5
Taux des bons du Trésor à 3 ans	0,6	1,3	2,5	1,3	2,9
Rend. des oblig. du Canada à 10 ans	3,2	3,5	4,0	3,4	4,1



s'avère conforme au consensus, le déficit sera inférieur de 1,5 milliard de dollars au niveau prévu. Les taux d'intérêt à trois mois devraient atteindre en moyenne 1,3 % cette année et 2,5 % l'an prochain, chiffres très proches des nôtres (1,3 % et 2,9 % respectivement); cependant, étant donné les nombreux chocs dont ont souffert les perspectives de croissance mondiale ces derniers mois, il est de plus en plus probable que la Banque du Canada reverra à la baisse son programme de durcissement monétaire.

Le budget de l'an dernier se fondait sur des hypothèses économiques relativement prudentes, ayant été élaboré durant les premiers stades de la reprise, et tablait sur une croissance plutôt timide. Il y a un an, Ottawa s'attendait à une croissance du PIB réel de 2,6 % pour 2010 (alors qu'elle a atteint 3,1 %) et à une croissance nominale de 4,9 % (qui s'est plutôt fixée à 6,2 %). En partie pour cette raison, le déficit de l'année budgétaire qui se termine ce mois-ci (2010-2011) devrait être ramené à 40,5 milliards de dollars, plutôt qu'à 49,2 milliards comme on le prévoyait il y a un an. En revanche, le déficit de l'an prochain diminuera moins que prévu à l'origine et s'établira à 29,6 milliards de dollars (comparativement aux 27,6 milliards attendus dans le budget de l'an dernier), ce qui s'explique en partie par les nouvelles mesures de dépenses proposées aujourd'hui. L'horizon économique est loin d'être dégagé, mais il est peu probable que les résultats démentent fortement les prévisions budgétaires au cours de l'année à venir.

Incidence sur les marchés : l'incertitude politique pourrait jouer

Dollar canadien : Le budget déposé aujourd'hui aura sans doute peu d'effet sur le dollar canadien, mais la monnaie pourrait au moins connaître une certaine volatilité à court terme si des élections sont déclenchées au cours des prochains jours. Les nouvelles mesures nettes sont négligeables et n'ont rien de surprenant, s'élevant à un peu plus de 2 milliards de dollars. La conjoncture budgétaire relativement favorable du Canada permet toujours au pays de se démarquer de la plupart des autres grandes économies industrialisées. Malgré des perspectives mondiales légèrement plus sombres, le rebond des prix des produits de base soutiendra également le huard, qui atteindra probablement un niveau proche de 1,05 \$ US dans le courant de l'année. Une rechute sévère de l'économie mondiale – qu'elle soit due aux problèmes du Japon, à une flambée des prix pétroliers, à la crise des dettes européennes ou à un atterrissage brutal en Chine – constituerait la principale menace pour la monnaie.

Obligations : Les nouvelles mesures budgétaires modestes, largement attendues, ne devraient en rien influencer sur la probabilité d'une augmentation des taux canadiens cet été. L'effet de ralentissement modéré sur l'économie a sans doute été intégré aux projections de la Banque du Canada. Cependant, nous prévoyons un léger relèvement des taux à long terme pour le deuxième semestre de l'année, en supposant une poursuite de la reprise aux États-Unis et une certaine persistance des craintes concernant les risques souverains mondiaux, mais nous nous attendons aussi 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 100 pb leurs homologues américains, face à l'impression que la Banque du



Canada recommencera à durcir sa politique jusqu'à la fin du deuxième semestre de cette année même si la Fed ne bouge pas. Il y a peu de choses dans les nouvelles mesures budgétaires nettes proposées aujourd'hui qui puissent dissiper cette impression.

Actions : Le budget contient très peu de mesures au chapitre des actions. Ottawa a adopté certaines mesures pour restreindre les échappatoires fiscales, notamment des règles anti-évitement à l'égard des REER et des dons d'actions accréditives, mais elles auront peu d'incidence sur la plupart des investisseurs. Le marché boursier canadien compte parmi les chefs de file du monde industrialisé depuis trois ans, grâce en grande partie aux excellents fondamentaux économiques et budgétaires du Canada. Le budget vient renforcer cette vigueur relative.