

Réflexions sur la politique budgétaire et la conjoncture

15 jours après le budget

Serge Coulombe

Département de science économique

Université d'Ottawa

Mercredi 6 avril 2016

5 à 7 sur le budget fédéral et la conjoncture économique

Finances Canada, Salle 2-A, 90 Elgin, Ottawa

Le premier budget Morneau : faits saillants

- Premier budget depuis plus de 20 ans (Paul Martin) où le retour à l'équilibre budgétaire n'est plus sur l'écran radar. (Remarque sur l'approche de Mulroney)
- Finances publiques fédérales frappées brutalement par l'effondrement du prix des matières premières et du pétrole
- Programme d'infrastructure de 10 ans
- Budget social : beaucoup pour les familles, la classe moyenne et les autochtones (mini New deal), redistribution accrue et ... rien pour les entreprises

Les thèmes abordés aujourd'hui

1. D'où vient le déficit prévu de 30 milliards de \$
2. Est-ce bon de relancer une petite économie ouverte en taux de change flottant par la politique budgétaire? Oui, quand on utilise le bon modèle.
3. Un producteur pétrolier doit-il tenter de relancer son économie avec une politique budgétaire parce que les cours du pétrole se sont écroulés?
4. A-t-on remplacé le sacro-saint équilibre budgétaire par la stabilisation du ratio Dette/PIB? Oui, mais c'est un objectif plus compliqué. Tentons donc de comprendre les mérites d'une cible compliquée.

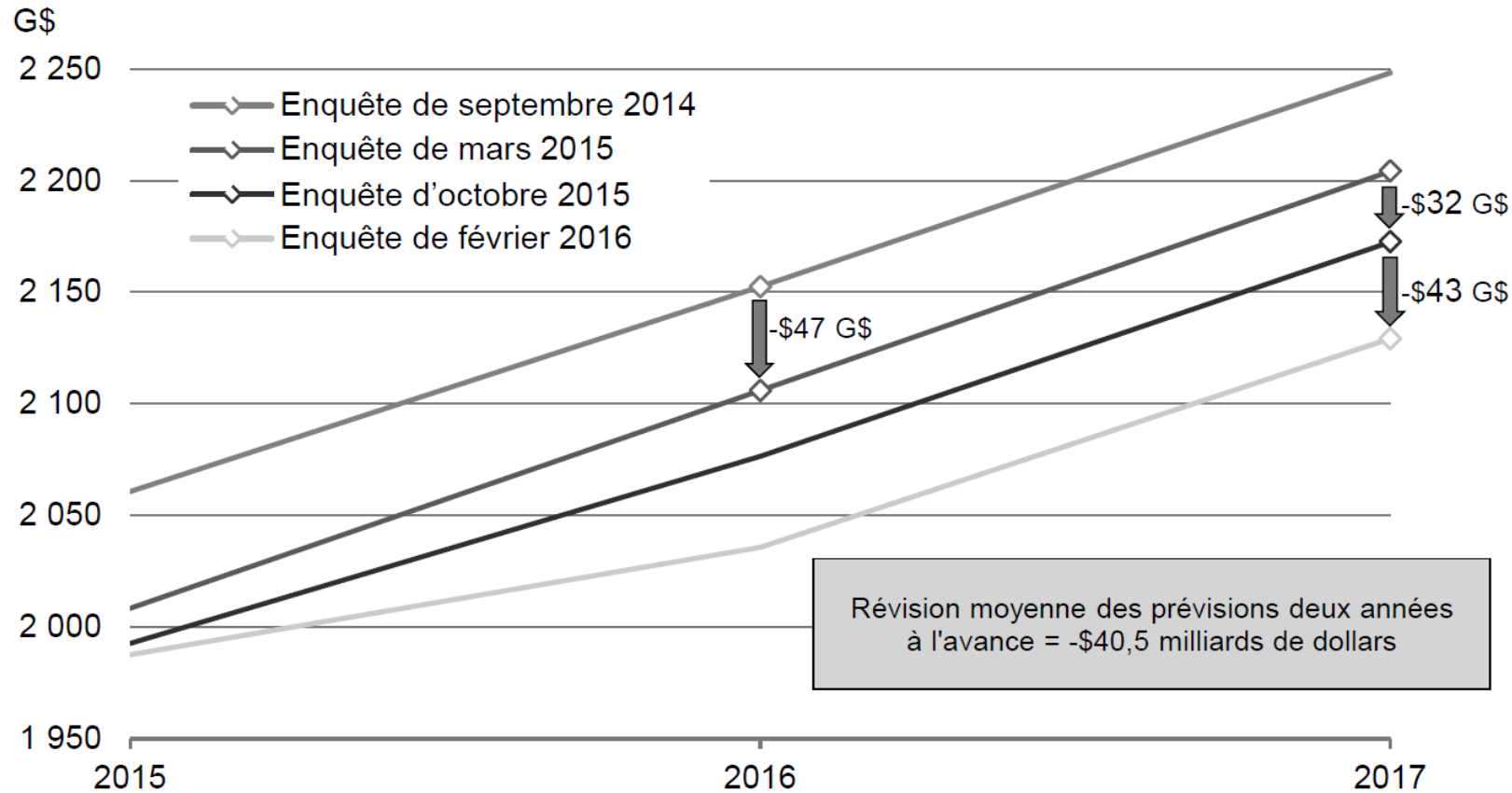
1- Un déficit de 30 milliards de \$ nous tombe sur la tête

- Pour comprendre l'impact de la baisse du prix des produits de base sur les finances du gouvernement fédéral, ce n'est pas le taux de croissance du PIB réel qui compte. C'est le niveau du PIB nominal.
- Le PIB réel exclut les variations des termes de l'échange qu'il considère comme de l'inflation!!! Le PIB réel ne tient pas compte de la baisse de la valeur de nos exportations sur les marchés internationaux depuis 2014.

L'ajustement à la baisse des prévisions du secteur privé concernant le PIB nominal correspond aux révisions des prévisions précédentes

Graphique 25

RÉVISIONS DES PRÉVISIONS SUR UN HORIZON DE DEUX ANS CONCERNANT LE PIB NOMINAL DANS LES ENQUÊTES ANTÉRIEURES



Nota – Les chiffres ont été redressés en fonction de la révision historique du Système de comptabilité nationale du Canada jusqu'au 3^e trimestre de 2015, publiée le 1^{er} décembre 2015.

Sources : Enquêtes de septembre 2014, de mars 2015, d'octobre 2015 et de février 2016 du ministère des Finances auprès d'économistes du secteur privé

$$47+43+32=120$$

- Baisse de 120 milliards de \$ du PIB nominal depuis 2014. Effet de niveau permanent
- $120 * 0,15 = \mathbf{18}$ milliards de \$, c'est la détérioration du solde budgétaire du gouvernement fédéral par suite de la baisse du PIB nominal.
- Le ministère des Finances sous-estime aussi les prévisions de PIB du secteur privé de 40 milliards de \$ pour chaque année (baisse du niveau, pas du taux de croissance). Le déficit est surévalué de 6 milliards de \$.
- Les nouveaux engagements budgétaires de 6 milliards de \$.
- Si le budget avait été préparé en 2014, sans prudence budgétaire, le déficit prévu aurait été de 6 milliards de \$.

2 - Sur la désirabilité d'avoir un déficit budgétaire actuellement

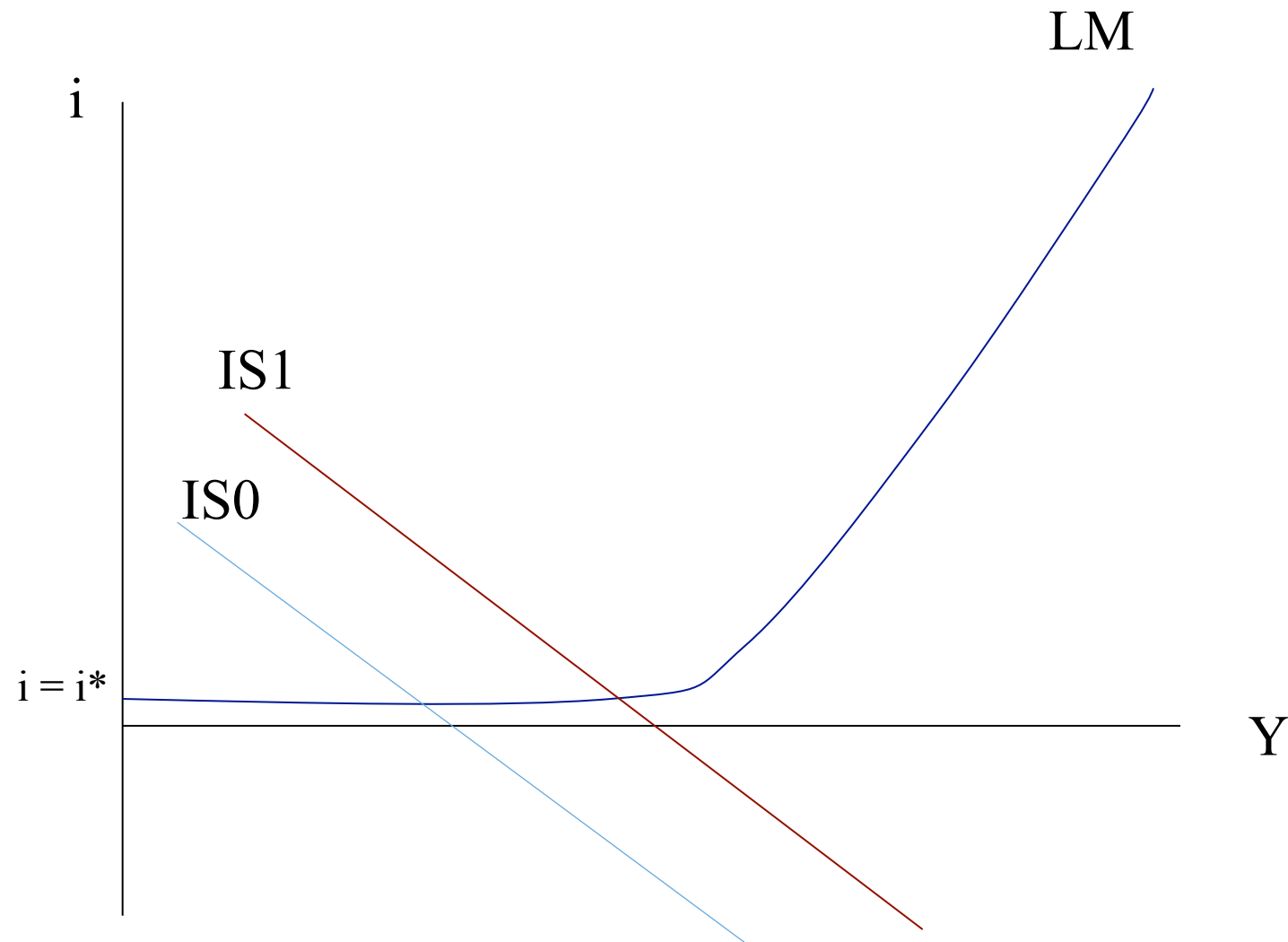
2.1 Que nous dit la théorie économique?

1. Utilisons le modèle de Mundell-Fleming pour une petite économie ouverte en taux de change flottant.
2. Considérons l'effet d'une politique budgétaire expansionniste (non coordonnée contrairement au Sommet de Washington de novembre 2008).
3. L'augmentation de G entraîne une hausse du taux d'intérêt national, une entrée de capitaux, une appréciation du taux de change et une baisse de $X - M$ (déficits jumeaux).
4. Pas d'effet net sur le PIB, la hausse de $G =$ baisse de $X - M$

2.2 Prenons maintenant le bon modèle : Mundell-Flemming et Keynes-Hicks seuil de liquidité

- Depuis 2008, nous vivons dans un monde keynésien où le taux d'intérêt avoisine son niveau plancher (ZLB). C'est le seuil de liquidité, le *liquidity trap*.
- Dans un monde pareil, une expansion budgétaire n'entraîne pas de hausse du taux d'intérêt (graphique suivant).
- On doit s'attendre à un multiplicateur pour les dépenses d'infrastructure d'environ 1,5 (base empirique).

Le seuil de liquidité Keynes-Hicks à la Mundell-Flemming

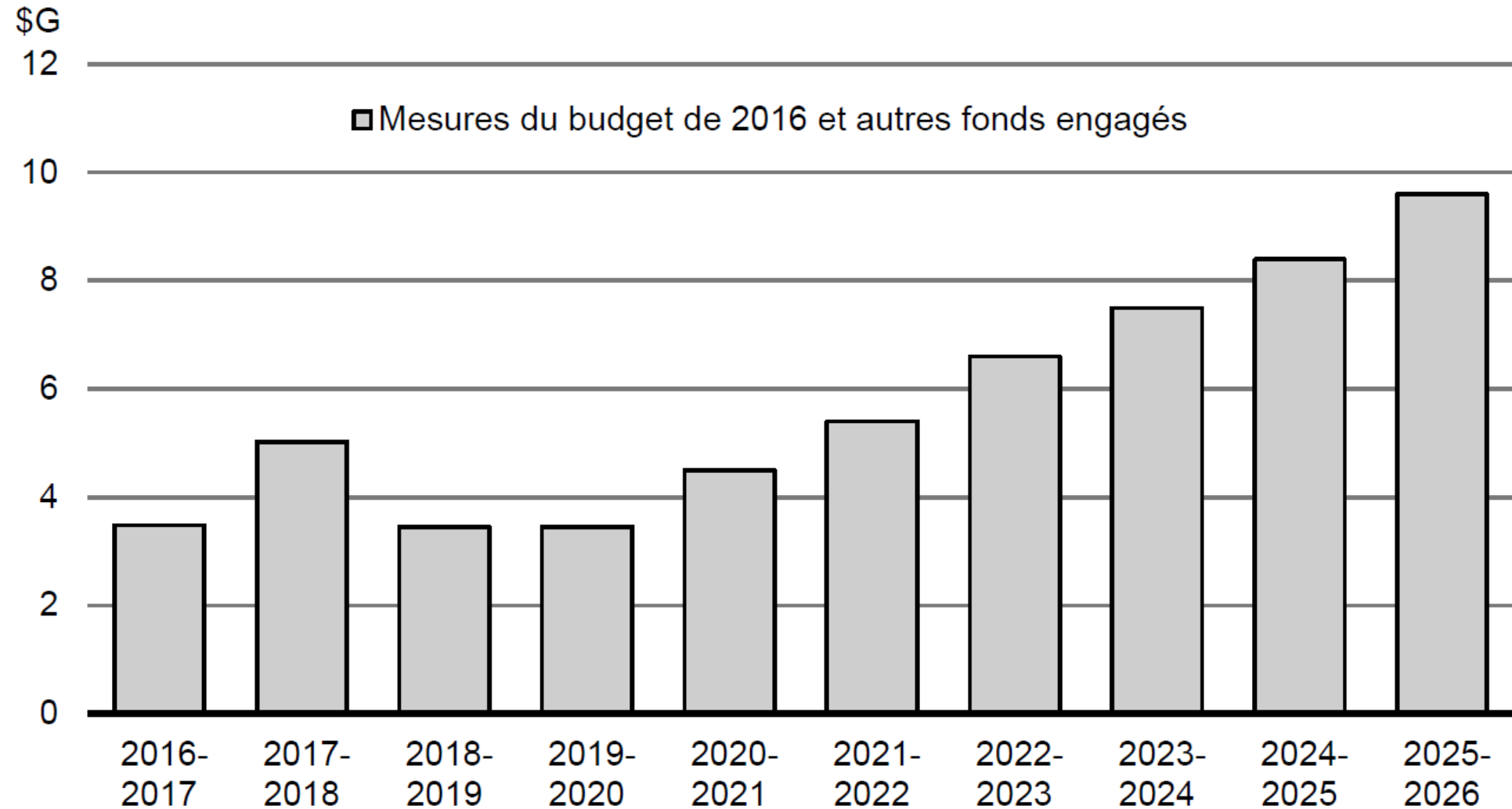


2.3 Pourquoi relancer l'économie si la baisse du PIB nominal est permanente?

- Il ne faut pas considérer la politique budgétaire active du gouvernement fédéral comme une politique de relance.
- La détérioration de nos termes d'échange entraîne un rajustement de l'économie canadienne (moins de ressources naturelles, plus d'activités dans le secteur manufacturier).
- L'ajustement s'opère par la baisse du taux de change.
- Le programme d'infrastructure du gouvernement fédéral accroît l'investissement public et augmente le stock de capital et le niveau du PIB potentiel.

Graphique 2.1

NOUVELLES DÉPENSES EN INFRASTRUCTURE¹



¹ Transport en commun, infrastructure verte et infrastructure sociale.

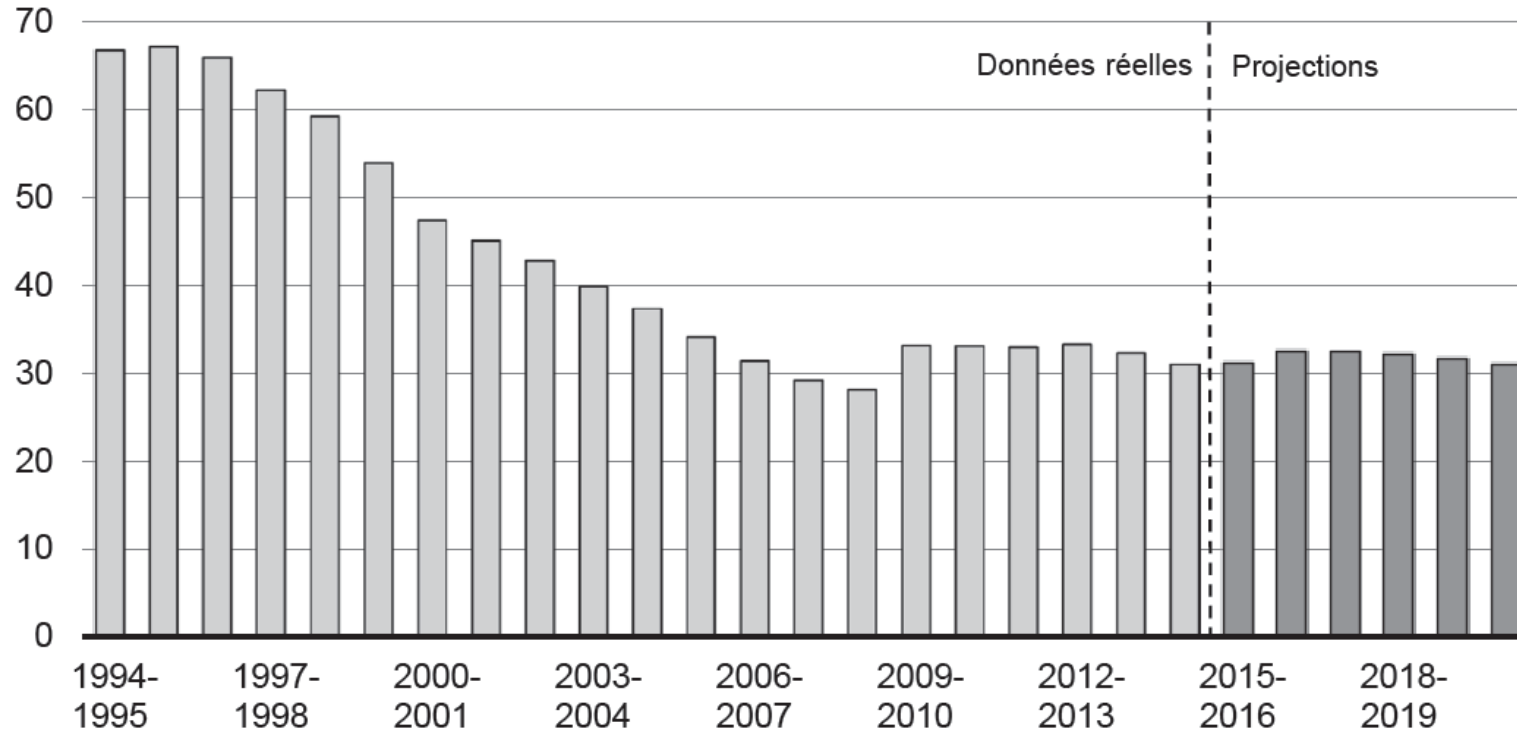
3 - Dynamique de la dette publique

Le ratio de la dette fédérale au PIB demeurera faible tout au long de la période de projection

Graphique 28

RATIO DE LA DETTE FÉDÉRALE AU PIB

% du PIB



Sources : Ministère des Finances; *Comptes publics du Canada*; Statistique Canada

Un peu d'arithmétique

- Considérons la contrainte de budget du gouvernement :
- $G - T + iB = \Delta B$
- Posons $G - T = D$ le déficit primaire et divisons par Y
- $d + ib = \Delta B / Y$
- Le terme de droite doit être remplacé par $\Delta b = \Delta(B/Y) = \Delta B / Y - B / Y \Delta Y / Y$
- On a donc $d + ib = \Delta b + bn$

$$\Delta b = d + (i - n)b$$

- L'évolution du ratio Dette/PIB est déterminée par :
 - 1) La politique budgétaire courante d
 - 2) La dynamique de la dette publique $(i - n)b$

En prenant les chiffres du budget (voir tableau suivant) $i \approx 3 \%$

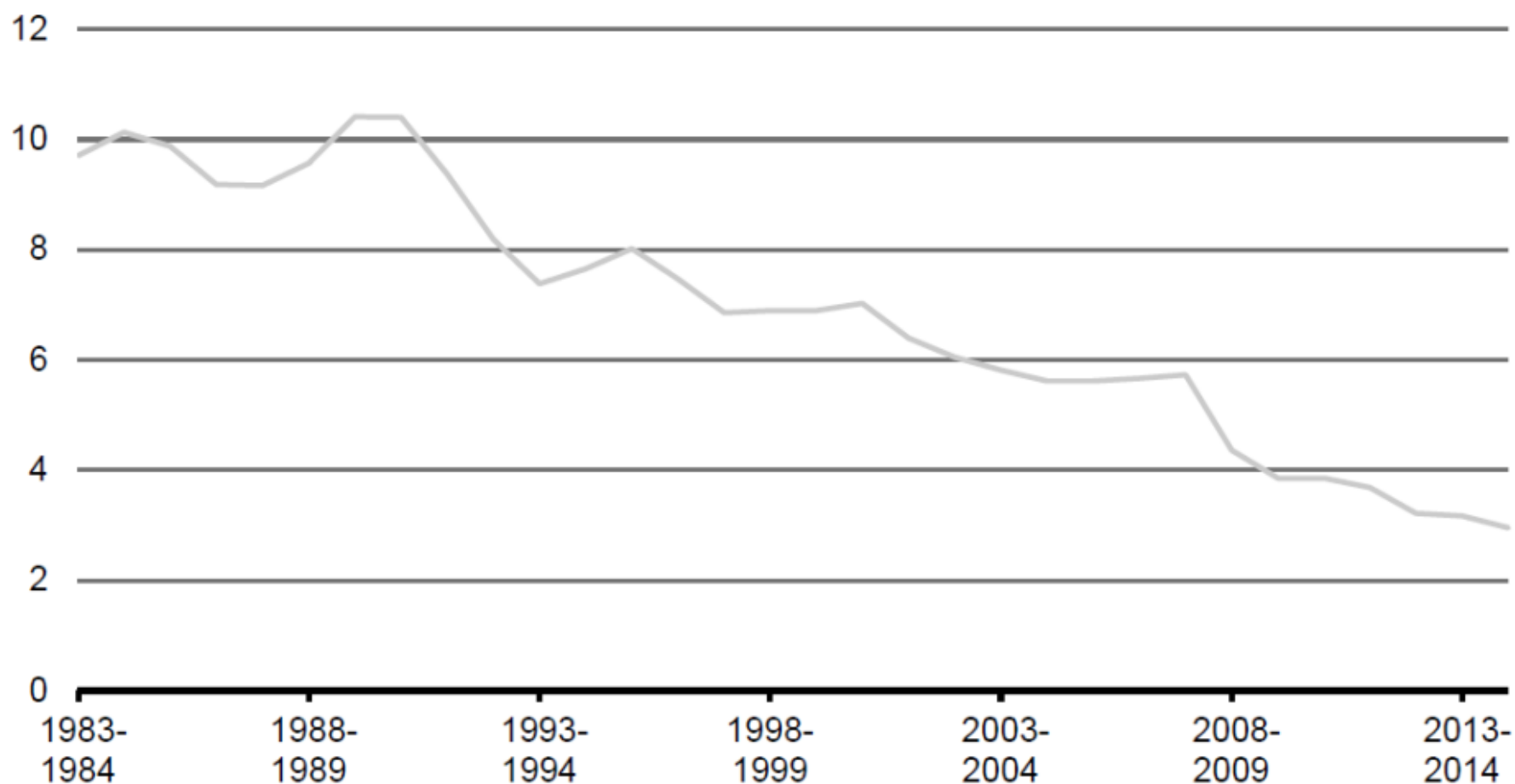
Considérons en première approximation que $n = 3 \%$

Dans ce cas, le ratio Dette/PIB est stable ($\Delta b = 0$) quand $d = 0$

Graphique 9

TAUX D'INTÉRÊT EFFECTIF SUR LA DETTE DU GOUVERNEMENT DU CANADA

%



Nota – Le taux d'intérêt effectif désigne les frais de la dette publique bruts exprimés en pourcentage de la dette portant intérêt. Le dernier point de données correspond à l'exercice 2014-2015.

Source : Ministère des Finances, *Tableaux de référence financiers*, septembre 2015

$$\Delta b = d + (i - n)b$$

- Pour ce cas, le ratio Dette/PIB est stable avec $d=0$ quand le déficit budgétaire est égal à 25,7 milliards de \$ (2016-2017).
- Comme le déficit prévu pour 2016-2017 est de 29,4 milliards de \$, le ratio Dette/PIB augmente.

Une hausse du taux d'intérêt effectif ?

- Seuil de liquidité : taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans sont très faibles (bien inférieurs à 3 %, soit 1,24 % au 4 avril 2016)
- Comment se fait-il que le ministère des Finances prévoit des augmentations de i (fondé sur le ratio entre les frais d'intérêt et la dette nette du budget)? (voire graphique suivant)
- Nous savons que

$$i_t^n = \frac{i_t^1 + E_t i_{t+1}^1 + \dots + E_t i_{t+n-1}^1}{n}$$

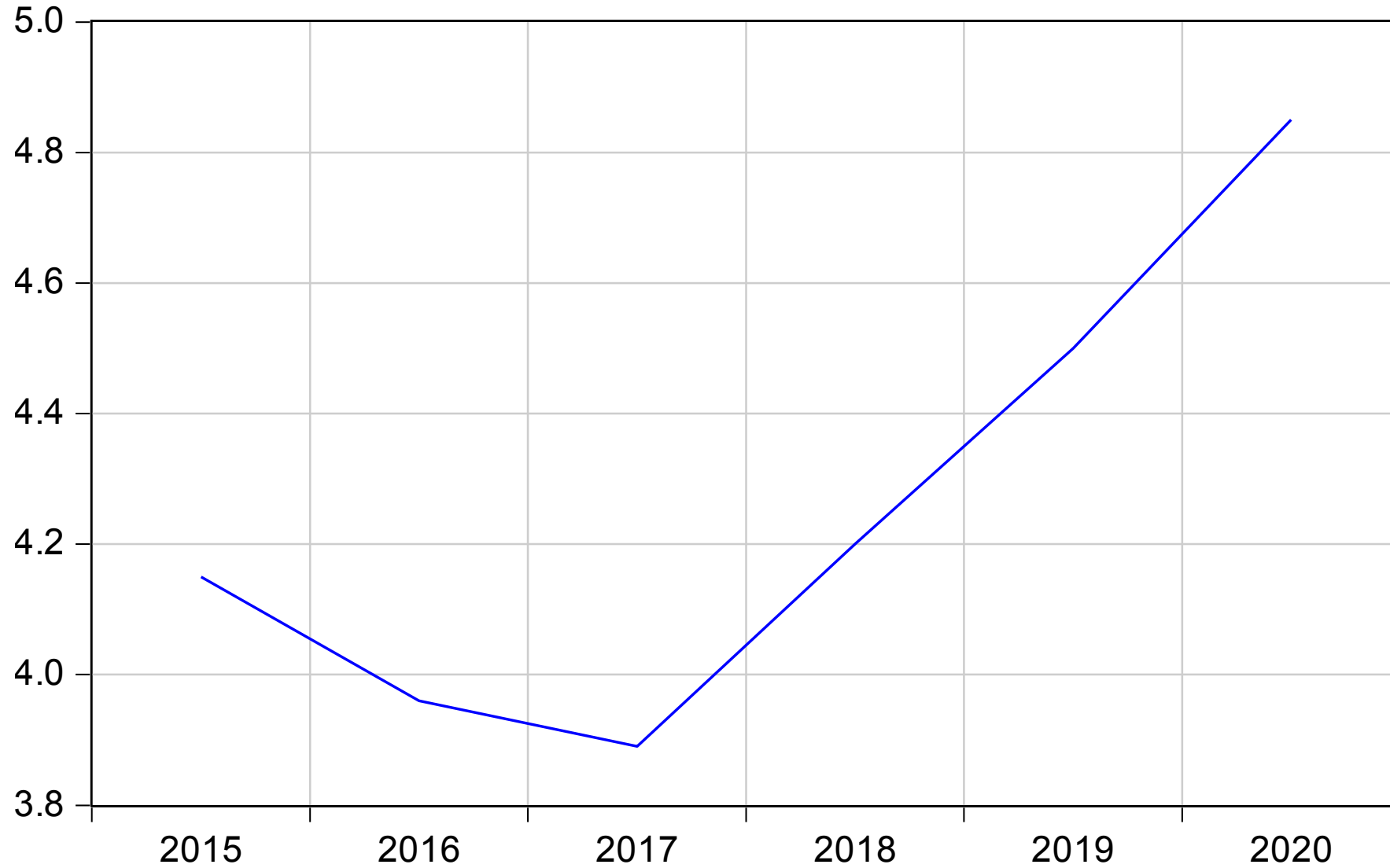
Tableau 1

SOMMAIRE DE L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION BUDGÉTAIRE DEPUIS LA PUBLICATION DES PERSPECTIVES DE FÉVRIER

G\$

| | Projections | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015- 2016 | 2016- 2017 | 2017- 2018 | 2018- 2019 | 2019- 2020 | 2020- 2021 |
| Perspectives de février ¹ | -2,3 | -18,4 | -15,5 | -13,9 | -11,0 | -7,2 |
| Mesures du budget de 2016 ² | -3,1 | -11,0 | -13,5 | -8,9 | -6,7 | -7,0 |
| Solde budgétaire du budget de 2016 | -5,4 | -29,4 | -29,0 | -22,8 | -17,7 | -14,3 |
| Faits saillants financiers du budget de 2016 : | | | | | | |
| Revenus budgétaires | 291,2 | 287,7 | 302,0 | 315,3 | 329,3 | 344,4 |
| Charges de programmes | 270,9 | 291,4 | 304,6 | 308,7 | 314,2 | 323,2 |
| Frais de la dette publique | 25,7 | 25,7 | 26,4 | 29,4 | 32,8 | 35,5 |
| Total des charges | 296,6 | 317,1 | 331,0 | 338,0 | 347,0 | 358,6 |
| Dette fédérale | 619,3 | 648,7 | 677,7 | 700,5 | 718,2 | 732,5 |
| <i>% du PIB</i> | <i>31,2</i> | <i>32,5</i> | <i>32,4</i> | <i>32,1</i> | <i>31,6</i> | <i>30,9</i> |

Taux d'intérêt nominal effectif sur la dette publique fédérale



Prévisions douteuses du secteur privé

Taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans

| | | | | | | | |
|-------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Budget de 2015 | 1,7 | 2,5 | 3,2 | 3,7 | 3,9 | - | - |
| Mise à jour de l'automne 2015 | 1,5 | 2,1 | 2,8 | 3,3 | 3,6 | 3,9 | 3,1 |
| Budget de 2016 | 1,5 | 1,6 | 2,3 | 3,0 | 3,4 | 3,6 | 2,8 |

Posons que $i < n$ de 1 %

- $\Delta b = d + (i - n)b = 0$
- $d = 0,01 * 0,312 = 0,00312$
- Le gouvernement doit donc avoir un déficit primaire de 0,312 % du PIB, soit environ 6 milliards de \$.
- Dans ce cas, pour 2016-2017, le déficit budgétaire qui implique la stabilité du ratio Dette/PIB est de 25,7 + 6, soit environ 32 milliards de \$.
- L'inverse est parfaitement symétrique quand $i > n$.
- 6 milliards de \$ seulement par point de % de différence entre i et n .
- C'est faible car le ratio Dette/PIB est faible à 31 %.
- Pour un ratio Dette/PIB de 90 %, c'est 18 milliards de \$ par point de %.

Une autre marge de prudence

- Cette hausse prévue du taux d'intérêt effectif sur la dette fédérale peut être perçue comme un autre coussin de prudence dans le budget.
- Une autre bonne raison qui me porte à penser que, à moins que le ciel ne nous tombe sur la tête, le ratio Dette/PIB devrait se réorienter à la baisse.
- La hausse prévue du taux d'intérêt effectif implique un coussin d'environ 5 à 6 milliards de \$ en 2019-2020.
- Conclusion partielle : la baisse du ratio Dette/PIB est un objectif réalisable et souhaitable. C'est cependant un objectif complexe (difficile à communiquer).

Conclusion et éléments de prospective

- Dans les conditions actuelles (faible i et b), emprunter pour financer des dépenses d'infrastructure est l'approche budgétaire qui s'impose.
- Le déficit est structurel (pas la situation de 2008) mais les conditions de la dynamique de la dette publique sont favorables et devraient le rester (taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans de 1,25%).
- Prudence dans les prévisions : Pourquoi? Atteindre l'objectif? Oui, mais lequel? Se garder une marge de manœuvre pour de nouvelles dépenses?