

Conséquences d'un endettement public élevé aux États-Unis Une hausse marquée des taux d'intérêt est-elle envisageable? La monétisation du déficit est-elle inévitable?

Le contexte l'oblige : plusieurs pays, à défaut de laisser sombrer leur économie, se sont résolus à déployer d'importants plans de stimulation économique. Les montants qui seront dépensés par certains gouvernements de la planète pour tenter de relancer leur économie s'annoncent particulièrement colossaux (graphique 1). À eux seuls, les États-Unis y alloueront près de 800 G\$ US, et c'est sans compter les centaines de milliards déjà prévues pour le *Troubled Asset Relief Program (TARP)* et le financement de certaines opérations de la Réserve fédérale (Fed) par le biais du *Supplementary Financing Program (SFP)*. Ces stimuli devant être financés par l'endettement public, n'y a-t-il pas lieu de s'inquiéter d'une augmentation de l'offre de titres de dette gouvernementale sur les taux d'intérêt de moyen et de long terme?

Graphique 1 – Des sommes astronomiques seront dépensées dans différents pays pour relancer l'économie

	Valeur (G\$ US)	en % du PIB
États-Unis	787,0	5,8
Canada	28,7	2,0
Royaume-Uni	30,8	1,1
Allemagne	102,9	3,1
France	38,9	1,5
Italie	90,5	4,3
Japon	87,6	2,0
Australie	36,4	4,0
Chine	586,0	15,0
Inde	14,3	1,3
Russie	14,2	1,1
Brésil	2,6	0,2
Autres pays	80,6	---
Total	1 900,5	---

Sources : Organisation des Nations Unies et Desjardins, Études économiques

Les textes économiques abondent sur la question des conséquences de l'endettement public. Toutes choses étant égales par ailleurs, il en ressort que les taux d'intérêt réels de moyen et de long terme sont influencés à la hausse par un accroissement des déficits. Toutefois, étant donné la complexité de notre monde, il est difficile d'arriver à ce type de conclusion, car plusieurs facteurs peuvent influencer les variables en jeu et générer des résultats très divergents.

Dans ce *Point de vue économique*, nous montrons qu'en théorie, les préoccupations des marchés financiers face à l'accroissement des titres de dettes publiques sur les taux d'intérêt réels sont fondées. En pratique, toutefois, le contexte actuel, caractérisé par une capacité excédentaire de production, une crise bancaire majeure, un resserrement sévère des conditions de crédit et des risques croissants de déflation, n'est pas compatible avec une hausse à brève échéance des taux d'intérêt obligataires.

Aux États-Unis, plus spécifiquement, il apparaît que l'importante perte de richesse des ménages, la baisse de l'investissement privé et l'insatiable appétit de certains pays émergents pour les titres fédéraux américains rendent le financement de la dette du gouvernement aisément soutenable. Dans la pire des situations, la Fed pourrait racheter une partie de la dette (monétisation du déficit) afin de maintenir les taux d'intérêt réels à un faible niveau. Il y aurait toutefois des risques d'inflation à plus long terme, raison pour laquelle ce scénario ne devrait être envisagé qu'en présence de déflation ou d'une contraction du crédit (destruction monétaire) trop prolongée.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste

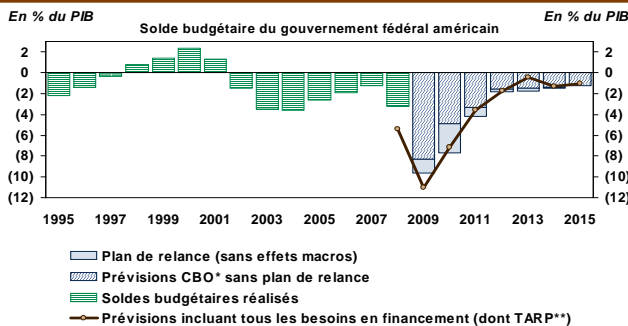
514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

UNE RELANCE ONÉREUSE, MAIS SOUTENABLE

De tous les pays industrialisés, le cas des États-Unis est celui qui mérite qu'on s'y attarde le plus. Certes, la hausse de l'endettement public n'est pas unique au pays de l'oncle Sam, mais c'est sans aucun doute l'endroit où les nouveaux besoins de financement seront les plus élevés et, par conséquent, les plus susceptibles d'influencer les taux d'intérêt.

Signe que la situation économique s'est détériorée, le déficit budgétaire du gouvernement fédéral américain devrait atteindre 8,3 % du PIB en 2009 et 4,9 % en 2010, alors qu'il se situait tout juste à 1,2 % du PIB en 2007. Si l'on y ajoute le plan de 787 G\$ US signé par le président Obama, il atteindra 9,6 % et 7,6 % du PIB, respectivement. À ces chiffres, il faudrait ajouter d'autres besoins de financement, dont les fonds pour le gouvernement fédéral à 11,0 % et 7,2 % du PIB au cours des deux prochaines années (graphique 2). Néanmoins, comme les fonds alloués pour le TARP devraient en partie être rapidement récupérés¹ et qu'ils servent à acheter d'autres actifs, on peut supposer que l'effet sur les taux d'intérêt ne sera pas le même que celui estimé pour un déficit traditionnel (voir l'encadré à la page 3 pour plus de détails sur la nature des déficits).

Graphique 2 – Prévisions budgétaires du Congressional Budget Office

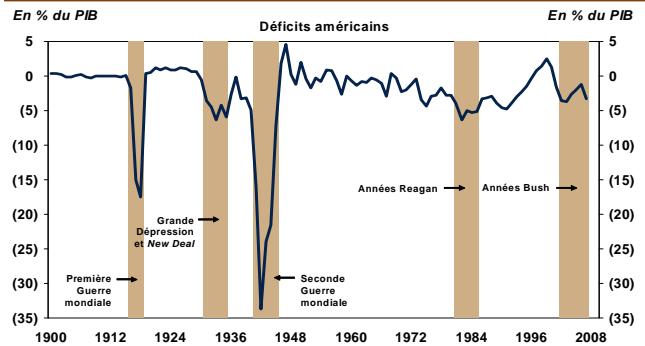


* Congressional Budget Office; ** Troubled Asset Relief Program. Sources : U.S. Treasury, Office of Management and Budget, Congressional Budget Office, et Desjardins, Études économiques

Bien que ces statistiques semblent impressionnantes, il faut rappeler que les États-Unis ont déjà connu des taux d'endettement public supérieurs. Le déficit avait dépassé les 15 % du PIB lors des deux premières guerres mondiales, et plus de 6 % à l'époque du *New Deal* ainsi que durant la forte récession du début des années 80 (graphique 3).

¹ Le Congressional Budget Office inclut dans le déficit courant uniquement la partie des coûts du TARP qui ne devrait pas être récupérée en raison, entre autres, des dévaluations d'actifs et autres pertes probables.

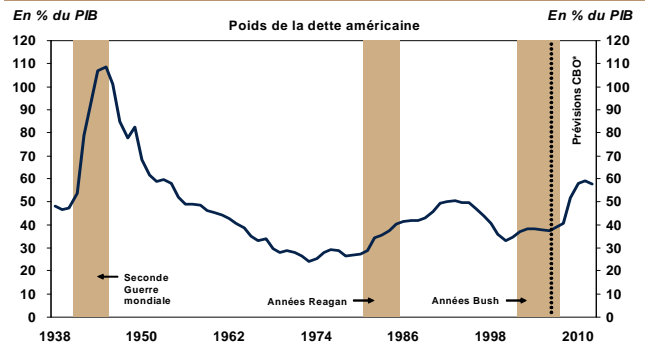
Graphique 3 – Des déficits de très grandes ampleurs ont déjà été observés aux États-Unis



Sources : Global Financial Data et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, avec l'essentiel des déficits prévus qui s'étaleront sur les quatre prochaines années, le poids de la dette du gouvernement fédéral américain (part échangeable sur le marché secondaire), qui correspond aujourd'hui à environ 40 % du PIB, pourrait s'élever à 58 % du PIB d'ici 2012. Toutefois, le fait qu'il ait déjà atteint plus de 100 % du PIB à la fin de la Seconde Guerre mondiale (graphique 4) suggère que la situation actuelle est plus que soutenable.

Graphique 4 – Le poids de la dette américaine a déjà été supérieur au niveau actuel (dette fédérale détenue par le public)



* Congressional Budget Office. Sources : Global Financial Data, Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

Malgré tous ces milliards de dollars d'endettement, on est donc encore bien loin de la « faillite ». La situation n'en est pas moins préoccupante. En particulier, l'effet potentiel d'une augmentation marquée de l'offre de dettes publiques sur les taux d'intérêt réels mérite qu'on s'y attarde.

LES TROIS PRINCIPALES THÉORIES

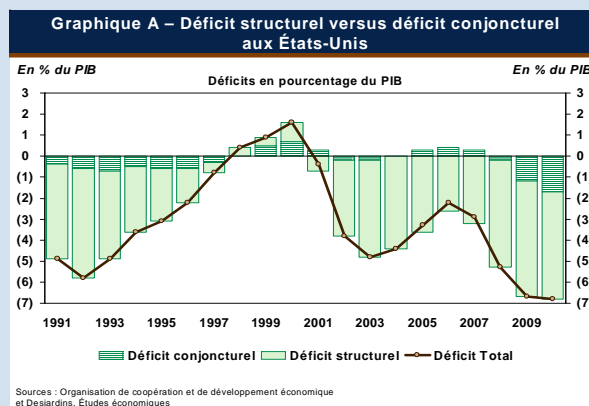
Il existe trois principales théories en lien avec l'endettement public et ses impacts sur l'économie. Elles se distinguent d'abord sur le plan de l'efficacité de l'État à stimuler la consommation, puis sur l'effet sur les taux d'intérêt.

Différence entre un déficit structurel et cyclique

La nature d'un déficit peut influencer l'ajustement des taux d'intérêt. Le déficit conjoncturel, qui s'apparente à une baisse des revenus et à une augmentation des dépenses liées aux stabilisateurs économiques automatiques, fluctue selon le cycle d'activité. Étant donné qu'il se résorbe en période de croissance, ce déficit est moins inquiétant, et, en principe, les surplus que l'État peut dégager en période de prospérité devraient être suffisants pour éponger la dette accumulée en période de morosité. Le déficit structurel est quant à lui plus problématique. Il est lié à une balance déficitaire indépendante du cycle économique et se veut plus permanent, ce qui inquiète davantage les marchés. Par ailleurs, plus d'efforts et de sacrifices de la part de l'État sont souvent nécessaires pour le résorber. Bien que le déficit structurel américain soit considérable, l'aggravement des finances publiques américaines en 2009 et en 2010 sera principalement dû à une hausse du déficit conjoncturel (graphique A). Dernièrement, on a pu observer une baisse marquée des revenus de taxation aux États-Unis ainsi qu'une augmentation des dépenses.

Concernant le plan Obama, bien qu'il génère des dépenses au moment où la conjoncture est défavorable, on ne peut pas vraiment le considérer comme une hausse du déficit conjoncturel, car celle-ci ne serait pas causée par une baisse cyclique des revenus ou par une croissance des dépenses des programmes de stabilisation automatique.

Une partie des dépenses pourraient s'inclure dans le déficit structurel si elles s'avéraient récurrentes comme, par exemple, une baisse d'impôt permanente. L'essentiel du plan doit toutefois être classé dans la catégorie des déficits forfaitaires. Étant donné son caractère temporaire, on peut toutefois s'attendre à ce que son effet sur les taux d'intérêt soit plus limité qu'un déficit structurel. Il en va de même pour le TARP, d'autant plus que les emprunts qu'il nécessite servent en principe à acquérir d'autres actifs et que la dette ainsi créée sera éventuellement majoritairement remboursée lors de la revente de ceux-ci.



Une règle commune à toutes les économies ouvertes est l'équilibre qui doit être maintenu entre les déficits publics et les flux d'épargne, d'investissements et de capitaux étrangers. On résume ainsi l'identité des flux de capitaux :

$$(1) \quad \Delta(G - T) = \Delta(S - I) + \Delta CE$$

Selon l'équation (1), l'investissement ne peut pas être supérieur à l'épargne et aux entrées nettes de capitaux étrangers. Si le gouvernement s'endette davantage ($\Delta(G - T) > 0$), cela réduit l'épargne disponible à l'investissement, ce qui peut être contrebalancé par une hausse de l'épargne privée (S), une baisse de l'investissement (I) ou un influx de capitaux en provenance de l'étranger (CE).

1. Équivalence ricardienne

La première théorie est connue sous le nom d'équivalence ricardienne. Selon elle, les déficits gouvernementaux ne sont pas problématiques, car les individus supposément rationnels épargnent davantage lorsque le gouvernement accuse des

déficits afin d'être en mesure de répondre à d'éventuelles hausses de taxes qui serviront à éponger la dette accumulée. Ainsi, dans un monde ricardien, l'efficacité de la politique budgétaire est annulée en totalité par une hausse de l'épargne privée et aucune autre variable, dont les taux d'intérêt, n'est affectée.

2. Vision d'une petite économie ouverte

Cette théorie suggère que l'endettement public réduit l'épargne nationale disponible pour l'investissement, mais est compensé par une augmentation des entrées de capitaux étrangers. Selon cette approche, la politique fiscale est efficace, car elle permet d'accroître la consommation au lieu de l'épargne des ménages, mais on assiste à une détérioration du solde du compte courant. Comme on suppose que la quantité de titres de dette publique émis n'a aucun effet sur les taux d'intérêt et qu'elle peut être facilement absorbée par les investisseurs étrangers, l'économie ne subit pas de baisse de l'investissement. Cette approche cadre davantage, par exemple, avec une économie de la taille du Canada.

3. Vision traditionnelle

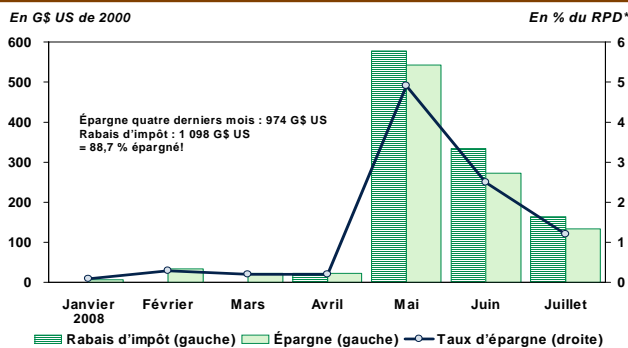
À l'inverse d'une petite économie, l'endettement d'une grande économie influence les taux d'intérêt. En plus d'une augmentation des capitaux étrangers, l'endettement public est aussi compensé par une réduction de l'investissement privé (effet d'éviction).

RÉSULTATS EMPIRIQUES

Plusieurs travaux empiriques appuient la vision traditionnelle de l'endettement public pour les États-Unis². On peut montrer, d'une part, l'efficacité d'une politique fiscale expansionniste sur la consommation et, d'autre part, l'impact significatif sur les taux d'intérêt de moyen et long terme.

En général, les résultats suggèrent qu'en moyenne entre 50 et 80 cents seraient dépensés pour chaque dollar que le gouvernement retourne aux consommateurs. Cela n'empêche toutefois pas que l'efficacité peut être beaucoup moindre à certaines occasions comme cela a été le cas avec les chèques de rabais d'impôt accordés aux Américains le printemps dernier (graphique 5). En ce qui concerne l'impact sur les taux d'intérêt de long terme, il varierait entre 30 et 70 points de base pour chaque point de pourcentage d'augmentation anticipée du déficit par rapport au PIB.

Graphique 5 – Les rabais d'impôt accordés au printemps dernier aux Américains ont pratiquement tous été épargnés



* Revenu personnel disponible.
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

QUEL SERAIT L'IMPACT DE L'ENDETTEMENT AUX ÉTATS-UNIS SUR LES TAUX D'INTÉRÊT?

À l'aide d'une règle du pouce construite à partir des résultats empiriques, on peut estimer qu'une hausse de 6,4 points de pourcentage du déficit³ en 2009 ferait augmenter les taux

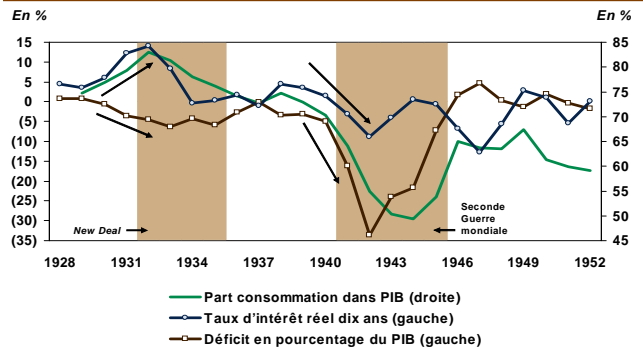
² Pour une revue exhaustive de la littérature et des résultats empiriques, voir William G. Gale et Peter R. Orszag, *Budget Deficits, National Saving, and Interest Rates*, septembre 2004.

³ Pour l'année financière 2008, le déficit américain a atteint 455 G\$ (3,2 % du PIB) selon les dernières estimations du Congressional Budget Office. En 2009, le déficit prévu, incluant une part des dépenses du plan Obama, se chiffre à 1 370 G\$ (9,6 % du PIB) : une différence de 6,4 points de pourcentage par rapport à l'année 2008.

d'intérêt de dix ans, toutes choses étant égales par ailleurs, entre 190 à 450 points de base, ce qui serait somme toute considérable. Si l'on se base plutôt sur l'augmentation moyenne du déficit de 1,8 point de pourcentage prévue pour les cinq prochaines années, l'effet estimé sur les taux d'intérêt varie plutôt entre 55 et 125 points de base.

Mais pour plusieurs raisons, l'ampleur pourrait être moindre. Par exemple, lors de la Seconde Guerre mondiale, le taux d'intérêt réel de dix ans a baissé malgré un déficit supérieur à 30 % du PIB (graphique 6). Le rationnement et l'appel à l'épargne avaient permis d'éponger les besoins en financement public. À l'opposé, au début des années 30, alors que la dépression faisait rage, les déficits croissants avaient concouru avec une hausse d'environ 800 points de base des taux d'intérêt.

Graphique 6 – Lors de la Seconde Guerre, le rationnement et la diminution de la consommation avaient compensé pour les déficits



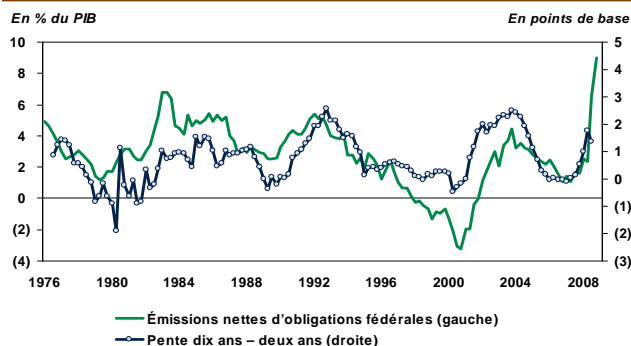
Sources : Global Financial Data et Desjardins, Études économiques

RAISONS QUI LIMITERAIENT L'AUGMENTATION DES TAUX D'INTÉRÊT

En pratique, plusieurs raisons peuvent justifier une faible réaction des taux d'intérêt autres que le principe qui sous-tend l'équivalence ricardienne. On remarque, entre autres, des résultats plus faibles en période de récession. Cela reflète, d'une part, qu'en situation excédentaire de production, la politique fiscale expansionniste du gouvernement n'est pas inflationniste et, d'autre part, que la relance économique doit nécessairement passer par des taux d'intérêt réels faibles, voire négatifs. La période actuelle en est un bon exemple. À en juger par la détérioration rapide du solde budgétaire américain, la pente des taux d'intérêt devrait être beaucoup plus abrupte (graphique 7). Toutefois, la situation critique dans laquelle se trouvent les États-Unis n'est pas compatible, à court terme, avec une hausse des taux d'intérêt obligataires. L'écart de production qui se creuse, les craintes

⁴ Voir le *Point de vue économique* « Les forces déflationnistes s'accroissent! » du 18 février 2009.

Graphique 7 – Une détérioration de la situation fiscale tend à accentuer la pente de la courbe de rendement



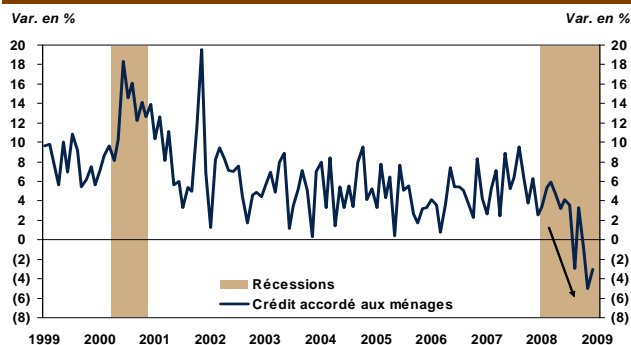
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

déflationnistes qui augmentent⁴, la réappréciation du risque et un rééquilibrage des portefeuilles favorisent les titres gouvernementaux. Par ailleurs, la possibilité que la Fed maintienne ses taux d'intérêt directeurs faibles sur une longue période s'ajoute aux pressions baissières sur les taux d'intérêt de plus long terme.

UN DÉFICIT AISÉMENT FINANCÉ

Il faut aussi tenir compte des conditions de financement. Au-delà du resserrement des conditions de crédit qui rend les taux de détail et les écarts de crédit corporatifs peu attrayants, la situation économique difficile et les forces déflationnistes en vigueur incitent le secteur privé (outre les banques qui recherchent désespérément du capital) à limiter l'endettement. L'exemple le plus concret est la contraction du crédit octroyé aux ménages au cours des trois derniers mois de 2008 (graphique 8). Ce contexte ouvre ainsi la porte à un endettement public accru à faible coût : le Trésor prend en quelque sorte la place laissée vacante par les ménages et les entreprises.

Graphique 8 – Le crédit accordé aux ménages s'est fortement contracté au cours des derniers mois de l'année 2008



Sources : Federal Reserve et Desjardins, Études économiques

En dépit de l'accroissement significatif du déficit budgétaire américain, nous entrevoyons trois raisons fondamentales en

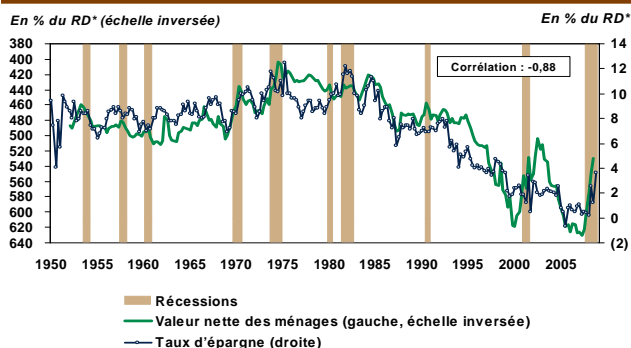
lien avec l'identité des flux de capitaux [équation (1)] qui devraient permettre aux États-Unis de s'endetter sans trop créer de pressions haussières sur les taux d'intérêt :

- une hausse du taux d'épargne en réponse à la perte de richesse des ménages;
- une baisse de l'investissement, et donc de l'endettement, d'abord dans le secteur résidentiel (ménages), puis au sein des entreprises en raison de la conjoncture et des conditions de crédit défavorables;
- un apport continu en flux de capitaux étrangers en raison de la nécessité des banques centrales étrangères de soutenir le billet vert.

1. L'épargne des ménages

Le taux d'épargne peut être influencé positivement par une augmentation des taux d'intérêt, par un sentiment d'insécurité envers l'avenir ou par une destruction de la richesse des ménages (effet de richesse négatif). La corrélation entre la richesse des ménages et le taux d'épargne est particulièrement élevée (graphique 9). Lorsque les ménages s'enrichissent à la suite d'une appréciation rapide de leur portefeuille ou de leur maison, ils voient moins l'utilité d'épargner une part importante de leur revenu disponible et préfèrent consommer davantage. À l'inverse, lorsque leur richesse subit une cure rapide d'amaigrissement non attendue, ils sont alors tentés de reconstruire leur richesse en épargnant une plus grande part de leur revenu.

Graphique 9 – Forte corrélation négative entre la richesse des ménages et le taux d'épargne



* Revenu disponible.
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

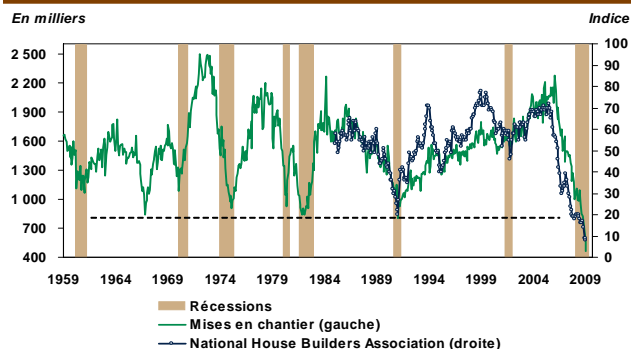
Dernièrement, le taux d'épargne a bondi à 3,6 %, soit 1,9 point de pourcentage de plus que pour l'ensemble de l'année 2008. À elle seule, cette augmentation rendrait disponibles 200 G\$ US qui pourraient servir à financer l'accroissement du déficit. Un taux d'épargne à 5 % permettrait de récupérer environ 350 G\$ US, et environ 100 G\$ de plus pour chaque point de pourcentage additionnel. Pour l'année 2009, les

besoins en financement du gouvernement américain devraient être 810 G\$ US plus élevés qu'en 2008 selon les dernières prévisions du Congressional Budget Office (CBO).⁵

2. L'investissement

Une baisse de l'investissement peut aussi dégager une marge de manœuvre à l'endettement public. La chute des prix des maisons se poursuit encore, le stock de maisons à vendre demeure important, et les conditions de crédit de même que la plus grande précarité de l'emploi n'ont rien pour inciter une reprise immobilière au cours des prochains trimestres (graphique 10). L'investissement des entreprises devrait aussi connaître un repli en raison du resserrement des conditions de crédit et de la conjoncture économique. Une baisse potentielle de 15 % de l'investissement total permettrait à elle seule une somme supplémentaire de 300 G\$ pour équilibrer les flux de capitaux américains.

Graphique 10 – Le marché immobilier américain continue de se détériorer



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

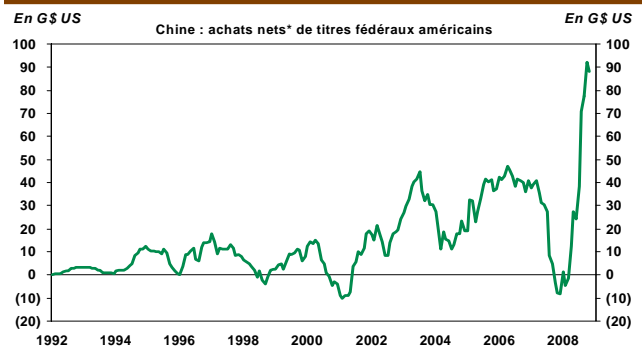
Un taux d'épargne à 5 %, ajouté à une baisse de l'investissement de 15 %, dégagerait donc une somme de 650 G\$ US, ce qui mènerait à un manque à gagner de 160 G\$ US pour équilibrer les flux de capitaux en 2009. L'épargne privée des entreprises, qui provient des profits non distribués, pourrait, elle aussi, contribuer à équilibrer ces flux. Dans le cas contraire, une entrée de capitaux étrangers serait nécessaire.

3. Les capitaux étrangers

À ce sujet, des craintes circulent, voulant que le financement extérieur puisse ne pas suffire. Plusieurs pays, notamment les pays de l'Asie et du Moyen-Orient, pourraient se désintéresser des titres américains, ce qui serait problématique pour le financement du déficit. Ces craintes n'ont toutefois

aucun fondement solide. D'une part, les pays comme la Chine ont besoin coûte que coûte de titres en dollars américains pour maintenir leur taux de change faible. Dans un contexte où la croissance des dernières années a largement reposé sur la relation entre le consommateur américain et les manufacturiers asiatiques, les pays en émergence tels que la Chine peuvent difficilement se permettre de ne pas soutenir le billet vert. Au cœur de la tourmente, la forte hausse des achats nets de titres du Trésor américain de la part des autorités chinoises souligne bien cet effet (graphique 11).

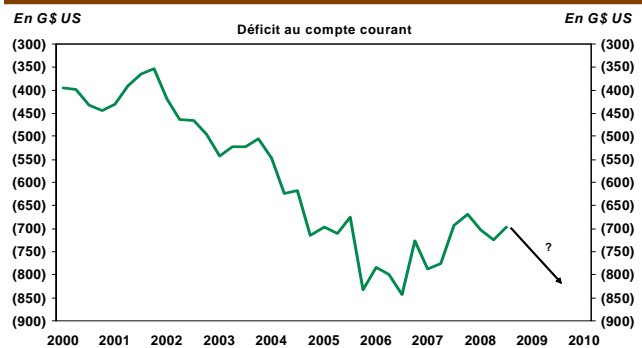
Graphique 11 – La demande pour les titres du gouvernement américain est élevée



* Somme sur douze mois.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

D'autre part, il ne faut pas non plus perdre de vue que les flux de capitaux étrangers sont en fait la contrepartie des échanges commerciaux entre les pays. Ainsi, si des pays refusent de financer les États-Unis, cela impliquerait qu'ils refusent aussi que les Américains achètent leurs produits. L'amélioration du compte courant indique que les besoins de financement à l'étranger sont moins importants que par le passé. Toutefois, l'accroissement du déficit budgétaire pourrait rapidement inverser la tendance récente (graphique 12).

Graphique 12 – L'expansion du déficit public américain pourrait se traduire par un retour de la détérioration du compte courant



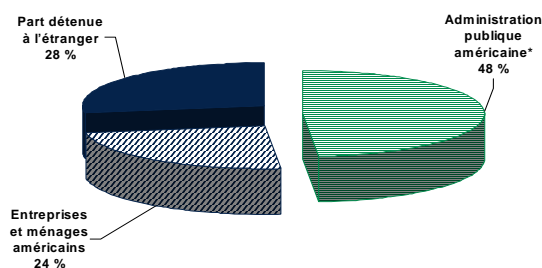
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

⁵ Les plus récents chiffres disponibles montrent que l'ensemble des besoins de financement du gouvernement américain se sont élevés à 768 G\$ en 2008, alors qu'ils devraient atteindre 1 575 G\$ en 2009 en incluant une partie des dépenses du plan Obama.

UN CHOC DE LA DEMANDE ALORS?

Même s'il apparaît que l'évolution des flux de capitaux facilitera le financement des déficits à venir, il pourrait toujours survenir un choc du côté de la demande pour les obligations américaines. Cette demande implique l'ensemble de la dette des gouvernements pouvant être échangé sur le marché secondaire, dont un peu moins de la moitié se retrouve encore entre les mains d'Américains (graphique 13), le reste étant détenu à l'étranger, en particulier au sein des réserves des banques centrales. Pour une raison ou pour une autre, si la demande pour les obligations diminuait (ce qui est peu probable du côté des banques centrales), les taux d'intérêt obligataires devraient s'ajuster à la hausse pour maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande. La réappréciation du risque observée depuis le début de la crise a favorisé les titres gouvernementaux de moyen et long terme jusqu'ici, mais certains peuvent craindre que ça ne dure pas. Un argument de taille penche cependant en faveur d'une demande forte pour les obligations : le rééquilibrage des portefeuilles.

Graphique 13 – Répartition de la dette publique du gouvernement fédéral américain en 2008



* Part de la dette détenue par des composantes de l'administration publique américaine qui n'est pas échangée sur le marché secondaire.

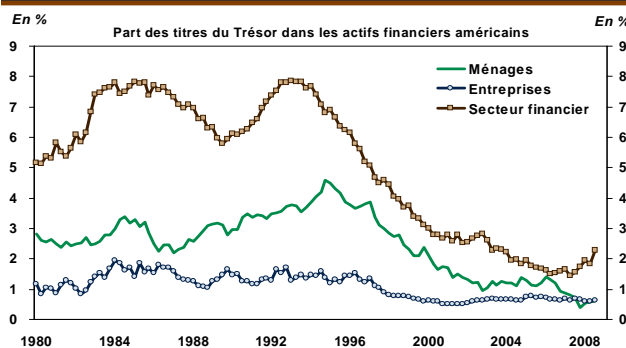
Sources : Department of the Treasury et Desjardins, Études économiques

Au cours de la dernière décennie, les investisseurs ont constamment réduit leur détention d'obligations pour des actifs plus risqués, dont des actifs adossés à des créances hypothécaires ou du papier commercial (graphique 14). La perte d'intérêt pour ces produits devrait se prolonger sur une assez longue période et, par conséquent, favoriser les obligations. Les marchés boursiers ont aussi déçu plusieurs investisseurs, qui préféreront peut-être investir davantage en obligations pour réduire leur exposition au risque. Plusieurs conditions devront être réunies pour renverser la demande de titres gouvernementaux, et, d'ici là, les déficits anticipés seront déjà moins élevés et inquiéteront moins les marchés.

LA MONÉTISATION DE LA DETTE EST-ELLE INÉVITABLE?

Pour financer une partie du déficit, la Fed pourrait tout simplement choisir d'acheter plus de titres gouvernementaux à même la planche à billets, ce qui est couramment appelé la

Graphique 14 – La part des titres du Trésor dans les portefeuilles d'actifs devraient remonter après un long délaissement



Sources : Federal Reserve et Desjardins, Études économiques

« monétisation de la dette ». Bien que cela permettrait de stimuler l'économie par l'endettement public avec un taux d'intérêt plus faible, l'accroissement de la masse monétaire qui pourrait en résulter causerait une hausse marquée des pressions inflationnistes et, par ricochet, des taux d'intérêt.

Il serait somme toute préférable d'éviter la monétisation et de laisser les taux de long terme s'ajuster légèrement à la hausse pour équilibrer les flux de capitaux. Un manque à gagner de 160 G\$ US (1,1 % du PIB) pourrait signifier une hausse des taux d'intérêt de long terme de 30 à 75 points de base en 2009. L'impact serait encore moindre si le marché considérait qu'après 2010, la situation reviendrait rapidement près de la normale. Une hausse marquée de l'inflation (ou seulement des anticipations inflationnistes) en raison d'une intervention de la Fed pourrait nous ramener à des taux bien plus élevés.

La monétisation n'est conseillée que dans un contexte clairement déflationniste ou de rationnement sévère du crédit, lequel tend à freiner l'accroissement monétaire. Pour limiter les craintes inflationnistes, la Fed pourrait toutefois officiellement s'engager envers une cible précise d'inflation à moyen terme. Autrement, les marchés risqueraient de devenir nerveux à l'idée de détenir des obligations et exigeraient un rendement nominal plus élevé. L'idée d'émettre davantage d'obligations indexées à l'inflation pourrait constituer une mesure incitative pour que les autorités maintiennent cette cible.

La monétisation est donc évitable à condition de tolérer une légère augmentation des taux d'intérêt de long terme. Évidemment, tout est aussi une question de dosage. Une monétisation partielle pourrait suffire et s'avérer souhaitable, surtout si le scénario déflationniste se concrétisait. Dans le pire des cas, la Fed pourrait toujours choisir de revendre la dette achetée pour restreindre l'offre monétaire une fois l'économie tirée d'affaire.

CONCLUSION

Une forte progression de l'endettement public sera observée au cours des années à venir dans plusieurs pays industrialisés. Comme le suggèrent la théorie et certaines études, on pourrait normalement s'attendre à une hausse importante des taux d'intérêt de long terme, en particulier aux États-Unis, une grande économie ouverte dont le déficit en pourcentage du PIB sera encore plus considérable. Quoiqu'il en soit, plusieurs facteurs penchent en faveur de taux d'intérêt de moyen et de long terme demeurant relativement faibles. Parmi ceux-ci, on retrouve l'augmentation du taux d'épargne, la chute de l'investissement et la nécessité des banques centrales à soutenir le billet vert. Par-dessus tout, un goût moins prononcé pour le risque et un rééquilibrage des portefeuilles en faveur des titres gouvernementaux limiteront les risques d'un renversement majeur de la demande.

En contrepartie, une hausse du taux d'épargne et une baisse de l'investissement ne sont pas l'idéal pour la croissance économique à court terme. Fort heureusement, une part importante de l'endettement servira à l'amélioration des infrastructures, à la recherche et au développement, à l'éducation et à la réduction de la dépendance aux énergies fossiles. À défaut d'une croissance plus mitigée à court terme du côté des consommateurs et des entreprises, le potentiel de croissance à plus long terme est quant à lui augmenté. Le

fait qu'une partie de l'endettement public servira à financer des actifs productifs devrait d'autant plus rassurer les marchés.

Enfin, la monétisation de la dette est une solution extrême au problème des déficits publics. Plusieurs pays ont connu de terribles épisodes d'hyperinflation après avoir abusé de ce moyen facile pour financer l'État. Même si cette mesure avait initialement pour but de limiter une hausse des taux d'intérêt de long terme en rééquilibrant les flux de capitaux à la baisse, les pressions inflationnistes qui pourraient alors surgir se traduiraient de toute façon par une augmentation plus marquée des taux d'intérêt. Pour l'instant, il s'agit donc d'une issue à éviter, mais elle serait justifiée avec la venue d'une période déflationniste et une trop longue prolongation de la contraction du crédit. Par ailleurs, à plus long terme, la Fed aurait toujours le choix de revendre les titres de dette achetés pour réduire l'offre monétaire une fois que l'économie se serait relevée.

Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste