



15 juillet 2011

QUE LA RAISON ET L'AUTORITÉ PRENNENT LE DESSUS SUR LA POLITIQUE

La reprise économique mondiale en est maintenant à son deuxième anniversaire, mais bien peu sont ceux qui soulignent l'événement. C'est que nous ne sommes pas vraiment sortis d-gédie shakespearienne compte quatre tableaux et que ce soit encore le troisième qui se joue.

Les trois premiers actes, qui se sont déroulés dans la majeure partie des années 2000, ont été marqués par l'excès, porté à l'avant-scène par des défauts de cupidité et d'orgueil dignes de Shakespeare. Le premier acte était composé de bulles immobilières dans une bonne partie du monde avancé. Le deuxième mettait en scène la mauvaise évaluation fondamentale du risque dans tout le système financier. Au troisième acte était le refus d'admettre, de la part des gouvernements, des marchés financiers et des particuliers, que la fête ne pouvait pas se poursuivre indéfiniment. Voilà qui prépare le pénible quatrième acte et ses quatre tableaux.

Le premier tableau du quatrième acte était la crise financière de 2008, lorsque les marchés financiers ont commencé à mettre au jour la mauvaise évaluation à grande échelle des propriétés immobilières dans de nombreux pays. Cette situation, à son tour, a alimenté une réévaluation du risque de manière plus large pour la plupart des catégories d'actifs et a donné lieu à une énorme contraction des flux financiers (c.-à-d. la crise de liquidité) menaçant de paralyser le système financier mondial. Une politique convaincante et coordonnée a par la suite été élaborée. De nombreuses banques centrales ont fait un geste sans précédent : elles ont réduit radicalement les taux d'intérêt et injecté des sommes colossales afin de laisser au système financier le temps de se faire au nouveau cadre financier, début 2009.

La crise financière et le rajustement du prix des actifs ont mené au deuxième tableau du quatrième acte, la crise économique caractérisée par des contractions de l'économie et un chômage galopant. Vu la structure des économies modernes, le deuxième tableau s'est mis en place rapidement après le premier. Le dilemme inhérent était que la correction de déséquilibres mondiaux en un court laps de temps conduirait à des résultats économiques qui seraient tout simplement inacceptables pour les autorités. Il s'ensuit que d'énormes encouragements financiers ont été accordés et que de nouvelles mesures exceptionnelles ont été prises

afin de limiter le ralentissement de l'activité économique et d'aider à appuyer le regain de croissance. En fin de compte, l'assouplissement de la politique monétaire et budgétaire a atteint le but recherché, soit remettre la croissance sur les rails avant le milieu de 2009, sans pour autant avoir mis fin à la crise.

Les politiques ont eu pour conséquence de transformer une série de déséquilibres en une autre série de déséquilibres, ce qui a préparé le terrain pour le tableau actuel, le troisième, la crise politique. Pour les pays qui accusaient un déficit budgétaire important ou des dettes non financées dont l'ampleur était inacceptable, la réponse budgétaire aux crises financière et économique s'est avérée trop coûteuse. Cela a également révélé le fait que de nombreux gouvernements avaient pris envers leurs citoyens depuis quelques décennies des engagements qu'ils ne pouvaient simplement pas honorer. Dans certains pays, les autorités ont échoué dans leur tentative de faire en sorte que les citoyens soient adéquatement épargnés par la détérioration de la conjoncture. La crise qui en a découlé s'est manifestée de trois façons : craintes d'une insolvabilité pure et simple de certains États (comme la Grèce, l'Irlande et le Portugal), inquiétudes quant à la capacité des gouvernements d'élaborer un plan budgétaire crédible pour l'avenir (comme les États-Unis) et perte de confiance dans la capacité des gouvernements d'offrir dorénavant à leurs citoyens un meilleur niveau de vie (les émeutes dans divers pays qui instaurent des mesures d'austérité budgétaire, le printemps arabe et la montée du Tea Party). Ce troisième tableau pourrait s'intituler crise politique, crise des dettes souveraines ou bien crise budgétaire, au choix. Je préfère le titre de « crise politique », puisqu'il s'agit de frictions politiques sur plusieurs fronts : entre des gouvernements (p. ex., l'Allemagne et la Grèce), entre des partis politiques (p. ex., les républicains et les démocrates), au sein de partis politiques (p. ex., les républicains et le Tea Party) et entre des citoyens et leur gouvernement (p. ex., le printemps arabe).

Alors que nous en sommes au milieu du troisième tableau, il existe beaucoup d'incertitude quant au dénouement de la pièce. Shakespeare nous fait languir. En général, la plupart des économistes affichent une préférence pour ce qui pourrait s'appeler une issue « économique rationnelle ».

Selon ce scénario, les gouvernements éviteraient encore une fois une sortie de crise inacceptable, peu importe si ce qu'exigent les politiques déplaît à leur idéologie.

En Europe, ce scénario se présenterait sous la forme d'un défaut de paiement de la dette gérée en Grèce, et peut-être en Irlande et au Portugal. Il finirait par nécessiter d'autres transferts de sommes importantes des principaux pays de la zone euro (avec le soutien du FMI) vers les pays périphériques insolubles, une plus grande union financière dans toute la zone euro et une réduction de l'ordre de 50 % de la valeur des obligations d'États qui sont insolubles.

Aux États-Unis, un dénouement guidé par la raison serait la reconnaissance de la nécessité de mesures visant la hausse des impôts et la compression des dépenses, cette dernière devant occuper une proportion plus importante (hausse et compression compteraient, grosso modo, pour 15 % et 85 % des mesures respectivement). Il faudrait également s'attaquer aux dépenses obligatoires futures pour que les mesures budgétaires aient une incidence à long terme. Dans l'immédiat, le plafond de la dette doit être relevé. Ne pas le relever aurait des conséquences inacceptables. Le déclassement de la note de crédit des États-Unis, pays détenteur de la monnaie de réserve mondiale, entraînerait une hausse abrupte des taux d'intérêt américains pour tous les emprunteurs, un affaiblissement marqué du dollar américain, sans parler de la possibilité de défaut de versement des paiements requis aux citoyens ou de la fin de la prestation de services gouvernementaux. La grande indignation du public devant pareille tournure des événements commanderait un compromis politique en peu de temps, sauf que l'atteinte perçue à la solvabilité du pays persisterait. Les marchés financiers en arriveraient à la conclusion que les États-Unis ne pourraient régler la question, plus importante, de l'établissement d'un plan budgétaire crédible à long terme qui permettrait de se pencher sur les déficits et sur le problème menaçant de la dette.

Toutefois, il n'est pas dit qu'un dénouement guidé par la raison se produise. La politique peut souvent prendre le dessus sur l'économie, et elle le fait souvent. Étant donné la fragilité actuelle de l'économie mondiale, il s'en faudrait de peu pour créer une autre période de contraintes financières et de contraction de l'économie. Ce n'est pas le dénouement le plus plausible, mais il ne peut être écarté.

La troisième crise, en cours, débouchera sur le tableau final. La véritable tragédie shakespearienne serait que la politique l'emporte et que la reprise stagne ou recule. Pire encore serait une crise politique qui alimenterait une nouvelle crise financière. Cependant, si la raison économique l'emporte

et que les décisions politiques difficiles sont prises, nous amorcerons un long dénouement, qui se déroulerait sur la plus grande partie des dix prochaines années.

Ce scénario est celui où le véritable rééquilibrage planétaire est réalisé, le désendettement des économies avancées du monde étant résorbé grâce aux finances des États ou des ménages. À titre d'exemple, l'économie américaine ne sera pas établie sur de solides assises tant qu'elle n'aura pas réglé le problème des saisies immobilières, qui font baisser le prix des maisons et qui nuisent au système financier. Ensuite, les États-Unis doivent s'attaquer à un chômage structurel élevé. Par ailleurs, un rééquilibrage budgétaire aux États-Unis et en Europe doit s'opérer.

De toute évidence, ce dénouement ne serait pas une partie de plaisir. De nombreux défis politiques, économiques et financiers devraient être surmontés. Il est regrettable que ce scénario le plus heureux prévoie une croissance économique réelle décevante dans le monde avancé et des taux d'intérêt qui continueront d'être extrêmement bas encore quelques années. Au dernier stade du rééquilibrage, il est probable qu'une hausse de l'inflation se concrétisera, signe d'un cadre de politique monétaire très stimulant, ce qui contribuerait à la réduction du fardeau de la dette et à la baisse des taux de change réels et aiderait à faciliter le rééquilibrage du commerce mondial.

Ailleurs sur la planète, le rééquilibrage mondial se manifesterait par la poursuite d'une forte croissance économique des marchés émergents. À l'heure actuelle, bon nombre de ces pays sont aux prises avec un problème d'inflation, susceptible de freiner momentanément leur expansion. Les marchés émergents continueront toutefois d'occuper une place de plus en plus importante dans l'économie mondiale. En outre, la vitesse à laquelle se développe leur économie permettra d'alimenter leur demande intérieure, en hausse, ce qui sera en partie aidé par la création ou le renforcement de filets de sécurité sociale.

En parallèle aux événements s'opérera une réduction du déficit courant des pays avancés, les États-Unis, par exemple, qui coïncidera avec une hausse de leur taux d'épargne nationale. L'excédent courant des pays émergents diminuera, en concordance avec une baisse de leur taux d'épargne nationale. S'ensuivra un rajustement des devises qui se traduira par un taux de change réel plus élevé pour les principaux pays des marchés émergents.

En résumé, les trois dernières années se sont déroulées à la façon d'un dernier acte d'une tragédie shakespearienne, joué en trois tableaux et trois crises. Exit crise financière

et crise économique. Au tour de la crise politique d'entrer en scène. Le quatrième et dernier tableau peut se présenter sous diverses formes. Deux scénarios sont à retenir, pour simplifier. Si l'émotion et la politique dominant, une menace pèsera sur la stabilité financière et la reprise économique, et le quatrième tableau sera noir. Si le rationnel l'emporte

et que de difficiles décisions stratégiques sont prises avec autorité et fermeté, les traces de la crise financière seront effacées, les engagements irréalistes du passé en matière budgétaire seront éliminés et les politiques budgétaires pourront être appliquées à long terme, ce qui corrigera les déséquilibres de l'économie mondiale.

**Craig Alexander, premier vice-président et
économiste en chef
craig.alexander@td.com**

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD à l'intention des clients du Groupe Banque TD. Il est produit à titre informatif seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Il ne vise pas à communiquer de renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans le rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, le rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs et sont sujettes à des risques inhérents et à une incertitude. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et divisions apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.