

## Les autorités contre-attaquent



**Eric Lascelles**  
Économiste en chef  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

### POINTS SAILLANTS

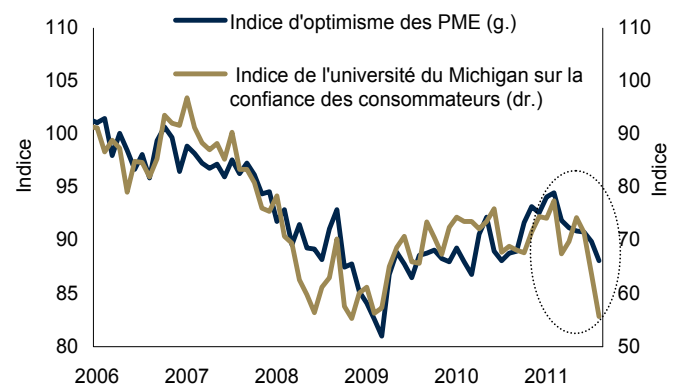
- › Une crise de la confiance entrave la reprise économique.
- › Certains affirment qu'il n'y a rien que les autorités puissent y faire étant donné que les taux d'intérêt sont déjà bas et le fardeau de la dette déjà élevé.
- › Nous ne sommes pas d'accord : il reste encore beaucoup de mesures novatrices.
- › Elles sont loin d'assurer une reprise robuste de l'économie, mais elles feraient pencher la balance vers un retour à la croissance.

Les nombreuses bourdes commises durant l'été par les responsables politiques américains et européens ont émué l'appétit des investisseurs pour le risque et fait chuter la confiance des ménages et des entreprises, qui est précieuse (figure 1). Par ailleurs, l'économie mondiale défailit de manière inquiétante (figure 2), transformant ce qui n'était en fait qu'une baisse passagère causée par les prix du pétrole et les événements survenus au Japon en phénomène beaucoup plus grave. C'est inquiétant.

Nous situons le risque de récession entre 25 % et 50 % pour les États-Unis, et à un taux encore plus élevé pour l'Europe. Déjà, de nombreux pays frôlent le déclin économique. Le Japon a enregistré trois trimestres négatifs consécutifs. Le Canada a fait les frais d'une baisse de son PIB au deuxième trimestre. La France est demeurée stable, tandis que l'Allemagne a réussi, de peine et de misère, à réaliser un gain. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont jusqu'à maintenant un peu mieux tiré leur épingle du jeu ; toutefois, ils font une avancée très timide sur une base absolue. Étant donné les indices avancés qui ne disent rien qui vaille, il n'est pas exclu que certains de ces pays affichent des résultats négatifs au troisième trimestre, ce qui les mènera au bord d'une récession technique ou les y jettera carrément.

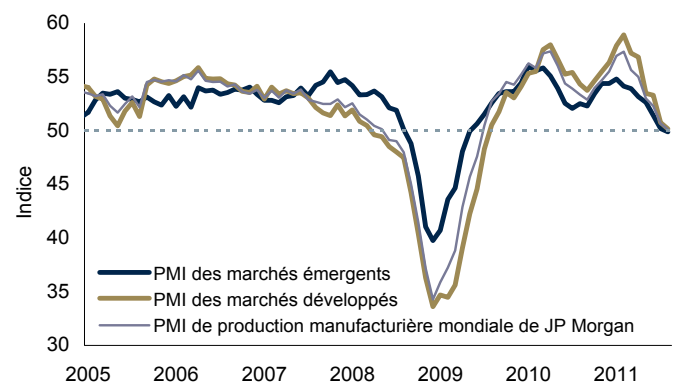
À notre avis, cette obsession à l'égard du risque de récession masque un point plus essentiel encore. Il importe peu de savoir si les économies se replieront ou croîtront légèrement au cours des prochains

Figure 1 : La confiance aux États-Unis représente un problème



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 2 : Les indices économiques sont revenus sur terre



PMI désigne l'indice des directeurs d'achats (un indicateur de l'activité économique).  
Sources : Haver Analytics, RBC GMA



trimestres (les deux scénarios les plus probables), ce qui compte, c'est de prendre conscience que la marge de manœuvre économique est manifestement restreinte et ne suffira pas à ramener des données comme le taux de chômage à la normale.

Cette situation est inacceptable. Heureusement, les autorités abondent aussi dans ce sens. Ils ont déjà commencé à lutter contre les perceptions de faiblesse afin de ranimer l'économie (figure 3). Il semble que la légendaire « intervention de Greenspan »<sup>1</sup> continue de porter ses fruits. La Réserve fédérale américaine (la « Fed ») a instauré une nouvelle mesure de relance, et d'autres pourraient suivre, et la Banque centrale européenne (BCE) a commencé à acquérir, à contrecœur, des obligations italiennes et espagnoles. Le Fonds monétaire international (FMI) envisage la possibilité de mettre en place un programme de recapitalisation obligatoire des banques européennes. L'Allemagne et la France discutent de convergence fiscale accrue. La Maison-Blanche s'apprête à proposer des incitatifs budgétaires visant les marchés de l'emploi et du logement. Le Brésil a pris tout le monde par surprise en abaissant ses taux. La Chine semble laisser sa monnaie s'apprécier plus rapidement.

## Opposants

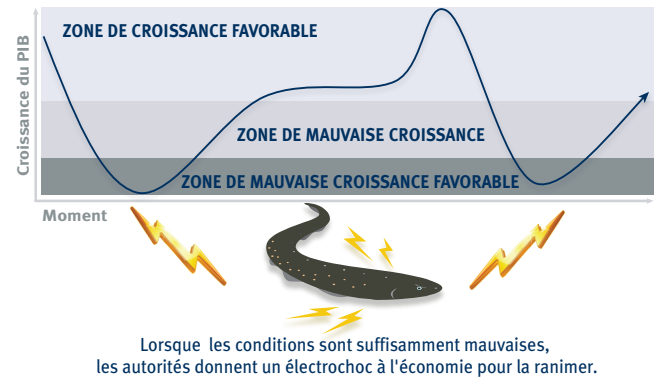
Certains affirment qu'il y a peu d'espoir que la situation s'améliore – ils soutiennent que l'économie a besoin d'une récession pour effacer ses déséquilibres ; qu'une politique activiste ne fera que créer d'autres problèmes ; que les mesures mises en place jusqu'à maintenant n'ont pas été très fructueuses et que les autorités ne disposent pas des outils nécessaires. Permettez-nous d'en douter.

### Un déclin nécessaire ?

Il est à la mode (nous nous risquons à dire « plutôt fataliste ») d'affirmer que l'économie doit se faire purger par une récession en bonne et due forme avant de pouvoir se rétablir de façon durable. De plus, toute action qui empêcherait cette crise ne ferait que retarder l'inévitable.

Il est vrai que des excès considérables ont mené au resserrement du crédit. Aux États-Unis, les prix des maisons étaient trop élevés et les banques et les ménages étaient trop endettés. Étonnamment, la plupart de ces déséquilibres ont maintenant été corrigés. Les prix des maisons aux États-Unis sont revenus à la normale. Le

Figure 3 : Les décideurs tentent de réanimer l'économie



Sources : RBC GMA

secteur bancaire mondial a grandement rehaussé le niveau de ses fonds propres. Les ménages sont toujours trop endettés, mais ils sont en voie de résoudre le problème en misant de plus en plus sur l'épargne. Bref, il reste peu d'aspects qu'une récession pourrait améliorer.

### Un cadeau empoisonné ?

Il est vrai aussi que les erreurs de politique passées ont contribué aux déboires actuels. Les difficultés économiques que l'on connaît aujourd'hui découlent directement des récentes tergiversations à l'égard du plafond de la dette et du sauvetage de pays européens. Les taux d'intérêt ont été maintenus à un niveau trop bas durant une trop longue période au milieu des années 2000, créant ainsi une soif de rendement malsaine qui a mené à des excès de risque. Pleines de bonnes intentions, les autorités désiraient accroître le taux d'accessibilité à la propriété. Par contre, ce faisant, elles ont gonflé les prix des maisons et ont diminué la qualité du portefeuille de prêts hypothécaires. L'adoption d'une attitude de laissez-faire à l'égard de la réglementation des banques s'est révélée mal avisée. Les budgets gouvernementaux sont tombés dans le flou perpétuel des déficits en dépit de la saine conjoncture économique, gaspillant la chance de se constituer un coussin.

De plus, tout ceci n'est que l'exception à la règle. Les autorités ont réussi à maîtriser l'inflation et grâce à elles, on a connu une extraordinaire période de croissance solide et stable qui a duré presque 30 ans. Évidemment, la règle des conséquences involontaires nous indique que le fait de redemander de nouvelles mesures de relance apportera tôt ou tard son lot de conséquences, certaines indésirables,

d'autres imprévues. Toutefois, la situation est suffisamment grave pour que l'on accepte de prendre ces risques.

### Une politique qui manque de mordant ?

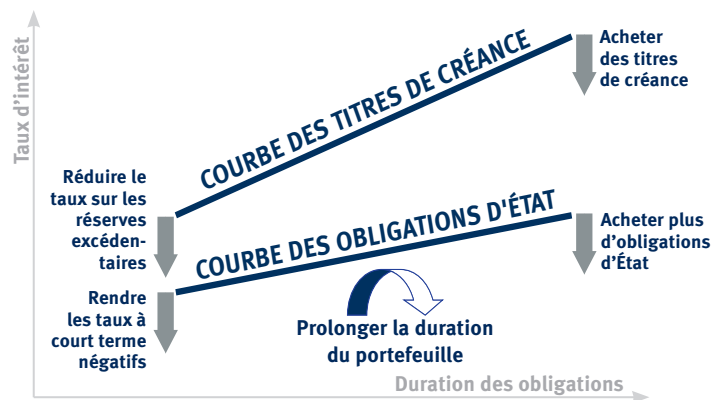
Certains prétendent que les mesures de relance mises en place jusqu'à maintenant sont inefficaces. Après tout, l'économie reste déprimée. Cependant, ils ne tiennent pas compte des estimations hypothétiques. L'économie aurait été en bien plus mauvaise posture sans l'instauration de ces mesures.

Il est clair que les marges de liquidité et les renflouements bancaires mis en œuvre au plus fort de la crise de resserrement du crédit ont empêché la débâcle totale du système financier mondial. Le sauvetage de l'industrie automobile nord-américain a permis d'éviter de nombreuses pertes d'emploi inutiles aux États-Unis, ce qui aurait été catastrophique. Bien que la politique monétaire ait perdu son mordant habituel en raison du nombre limité de nouveaux prêts consentis, les emprunteurs actuels réalisent au moins des économies, et les faibles taux peuvent avoir un effet psychologique et stimuler des anticipations inflationnistes. Les programmes d'assouplissement quantitatif (AQ) ont en alternance réduit les taux d'intérêt, rehaussé la confiance, favorisé des gains sur le marché ou relevé les attentes inflationnistes. L'efficacité des mesures de stimulation budgétaire soulève toujours la controverse car on doit comparer les avantages découlant de ces dépenses supplémentaires et le fardeau qu'impose une nouvelle dette. Bien que ce pari n'ait pas eu les résultats escomptés pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal, il a clairement été profitable à presque tous les autres pays du monde. Certains soutiennent que le déclin économique aurait été deux fois plus important sans ces mesures<sup>2</sup>.

### À court de munitions ?

Cependant, l'argument le plus cité contre la mise en place de nouvelles mesures de relance est que les autorités sont tout simplement à court de munitions. Après tout, les taux d'intérêt sont déjà presque nuls et la politique budgétaire se bute à des niveaux d'endettement imposants et à des agences de notation strictes. Cet argumentaire dénote par contre un manque de créativité. Il existe encore quelques options conventionnelles liées à la politique monétaire et, plus important encore, une vaste gamme d'options à la carte. Nous vous les présentons ci-dessous.

Figure 4 : Schéma des options liées à la politique monétaire



Source : RBC GMA

## Politique monétaire

La politique monétaire est le levier traditionnel utilisé pour régulariser le cycle économique. Comparativement à la politique budgétaire, elle est plus légère, ne comporte pas d'entrave politique, coûte habituellement moins cher et ses effets économiques sont plus manifestes. Malheureusement, les taux d'intérêt sont presque nuls à l'échelle mondiale, ce qui restreint sérieusement la solution conventionnelle, qui consiste à réduire de nouveau les taux. Cela ne signifie pas pour autant que les banques centrales sont à court de munitions.

### Mesures de relance conventionnelles

Contrairement à la croyance populaire, même les politiques monétaires conventionnelles n'ont pas toutes été épuisées (figure 4). D'abord, la relance monétaire est fonction du niveau des taux, non du rythme du changement. Par conséquent, le fait que les taux directs aient cessé de reculer signifie simplement que les mesures de relance budgétaire ont cessé d'augmenter. Compte tenu de la faiblesse actuelle des taux, elles sont toujours relativement efficaces (figure 5).

Ensuite, la politique monétaire réagit généralement avec un certain retard. Il peut s'écouler jusqu'à 18 mois avant que tous les avantages d'un assouplissement politique ne se répercutent dans l'économie<sup>3</sup>. Donc, même si le deuxième programme d'AQ a pris fin aux États-Unis en juin, les avantages économiques continueront de s'accumuler pendant tout 2012.

Par ailleurs, les banques centrales peuvent encore réduire leurs taux même s'ils avoisinent le zéro. Singapour, la Suède et la Suisse ont réussi à rendre leurs taux négatifs sans en subir de conséquences néfastes. Même aux États-Unis, le rendement en revenu négatif de certains bons du Trésor plaide en faveur de nouvelles réductions de taux.

Puis, il existe habituellement un écart entre les taux d'emprunt à court terme et le taux directeur. Il y a donc une certaine marge de manœuvre de ce côté-là. Dans la zone euro, cette situation a permis d'enregistrer 40 points de base supplémentaires au cours des derniers mois, et ce, même si la BCE n'a officiellement annoncé aucun changement.

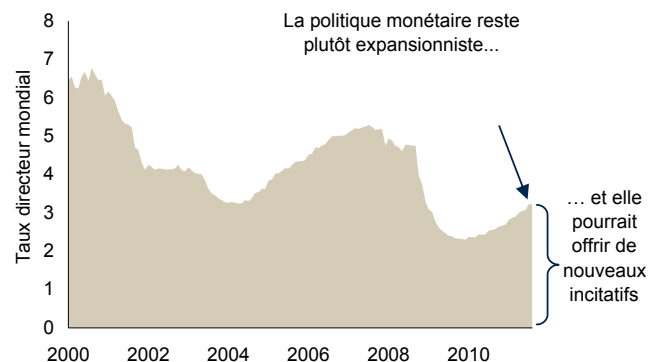
Enfin, les banques centrales de certains pays qui envisageaient de hausser leurs taux semblent désormais satisfaites sur la ligne de touche. La liste comprend la BCE, la Banque d'Angleterre et possiblement la Banque du Canada. Il s'agit d'une forme de stimulation de compensation. Par ailleurs, certaines banques centrales qui prévoyaient maintenir le statu quo – comme la Banque centrale du Brésil – viennent de surprendre le marché en réduisant leurs taux, invoquant comme motif la détérioration considérable des perspectives mondiales. À l'échelle mondiale, la politique monétaire devient de plus en plus expansionniste.

### Mesures de relance non conventionnelles

Ces dernières années, plusieurs banques centrales se sont jetées tête baissée vers des mesures de relance non conventionnelles. Les mesures mises en place s'apparentent essentiellement au programme d'AQ : accroître la base monétaire (« imprimer de l'argent »), puis injecter cet argent dans les marchés des actifs, habituellement celui des obligations d'État. La Fed a été, jusqu'à maintenant, la plus friande de ces mesures ; voilà pourquoi nous exposons le reste des options selon son point de vue. Les rumeurs circulant sur la Banque d'Angleterre et d'autres institutions convaincront peut-être d'autres pays de mettre certaines de ces mesures en place.

D'abord, la Fed pourrait instaurer de nouveaux programmes d'AQ. Il n'existe techniquement aucun nombre maximal de programmes d'AQ pouvant être mis en place, car on matérialise de l'argent d'un seul coup de crayon. Nous croyons que les programmes d'AQ antérieurs ont eu des retombées constructives<sup>4</sup> et que les

Figure 5 : Politique monétaire mondiale



Voici les régions prises en compte : États-Unis, Canada, Royaume-Uni, pays de la zone euro, Suisse, Suède, Norvège, Japon, Australie, Chine, Inde, Corée du Sud, Russie, Brésil et Mexique. La parité des pouvoirs d'achat est établie selon la part du PIB. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

prochains programmes devraient aussi avoir des effets positifs, bien que moindres que les précédents. Les raisons justifiant la mise en œuvre d'un nouveau programme sont moins graves qu'elles ne l'étaient au début de 2009 ou au milieu de 2010, car les attentes inflationnistes sont bien maîtrisées. Toutefois, les conditions économiques qui se dégradent pourraient constituer un motif suffisant.

De plus, la Fed pourrait modifier la composition du programme d'AQ qu'elle a déjà entrepris. Dans le même esprit que l'« opération Twist » réalisée dans les années 1960, le capital des obligations arrivant à l'échéance qui figurent dans le bilan de la Fed (500 milliards de dollars au cours des 15 prochains mois) pourrait être réinvesti dans des secteurs ciblés du marché. Par exemple, il pourrait être placé dans des obligations à long terme, ce qui réduirait les coûts d'emprunt à long terme et favoriserait les dépenses lointaines. Par ailleurs, le capital des obligations arrivant à l'échéance pourrait être investi dans des actions, dans des obligations de sociétés ou dans une variété d'autres types d'instruments de placement.

Puis, la Fed pourrait continuer de s'aventurer sur la voie des engagements verbaux. Au départ, la Fed avait promis de ne pas toucher aux taux durant « une longue période » (d'une durée incertaine). En août, elle s'est montrée plus loquace en précisant qu'aucune hausse de taux ne surviendrait avant le milieu de l'année 2013. Cette déclaration a fait réduire les coûts d'emprunt à long terme et pourrait aussi permettre de diminuer l'instabilité du marché obligataire. La Fed pourrait prolonger encore plus

son engagement ou encore promettre de conserver son bilan à sa forte taille actuelle pour une période donnée.

La Fed pourrait aussi imposer un plafond sur les rendements en revenu des obligations d'État, qui ressemblerait beaucoup à celui en place durant presque toutes les années 1940 et au début des années 1950. Le rendement en revenu des obligations à 10 ans serait limité à 2,0 %, et tout effort du marché visant à l'augmenter serait annulé par des achats de la Fed. Selon des sources officielles, le président de la Fed, Ben Bernanke, discuterait actuellement de cette option. Par contre, l'un des écueils est que l'on ne sait pas combien coûterait l'instauration d'une telle mesure. Elle pourrait ne rien coûter si l'engagement de la Fed réussissait à soumettre le marché ou encore elle pourrait se révéler très onéreuse si la Fed devait effectuer beaucoup d'achats pour maintenir le plafond.

Ensuite, la Fed pourrait réduire le taux d'intérêt qu'elle offre sur les réserves excédentaires. Les banques ont entreposé d'énormes réserves excédentaires à la Fed, notamment parce qu'elles en tiraient un revenu convenable. Si le taux était réduit à zéro ou même en deçà, cette situation pourrait encourager les banques à utiliser les fonds à des fins économiquement productives.

Enfin, si les marchés de financement continuent de se détériorer, les banques centrales pourraient accroître la taille ou la portée de leurs programmes de liquidité. La BCE fournit déjà des liquidités illimitées aux banques, alors la taille ne constitue pas le nœud du problème. Elle pourrait souhaiter étendre la portée de son programme, en offrant notamment des liquidités aux sociétés non financières dont la capacité de financement serait compromise. La Fed a établi ses propres programmes de liquidité et pourrait aussi les augmenter de façon similaire au besoin.

### **Des mesures de relance vraiment hors du commun**

Finalement, il existe une poignée d'options de politiques extrêmement inhabituelles que les banques centrales pourraient adopter. Elles sont toutes risquées, mais en cas de catastrophe, elles pourraient mériter que l'on s'y attarde. À tout le moins, elles montrent le large éventail d'options à la portée des banques centrales.

Premièrement, les banques centrales pourraient rehausser temporairement leurs cibles d'inflation d'environ 2 %, pour les faire passer à 5 %. Cette mesure aurait plusieurs conséquences. L'inflation se trouvant si soudainement

en deçà du taux cible justifierait, d'abord et avant tout, une vague de stimulation monétaire. Elle ferait diminuer les taux d'intérêt réels, aiderait à créer des attentes de hausse d'inflation et de croissance rapide qui se concrétiseraient d'elles-mêmes, ferait réduire le prix des habitations à un niveau acceptable et ferait légèrement reculer la dette publique et l'endettement des ménages<sup>5</sup>.

La deuxième mesure consiste en un scénario excentrique qui a récemment attiré l'attention des marchés. Les banques centrales pourraient modifier totalement leur objectif de politique, passant du maintien d'un certain taux d'inflation à la poursuite d'un taux particulier de revenu nominal ou de croissance du PIB nominal. La raison en est fort simple. Si les autorités sont perçues comme étant crédibles, l'économie devrait commencer à rebondir d'elle-même. Et bien que les chiffres actuels de l'inflation envoient un signal mitigé à savoir si une plus grande stimulation monétaire est appropriée, une cible de revenu/PIB est un appel clair en faveur de celle-ci. Cette stimulation pourrait se poursuivre indéfiniment, jusqu'à ce que l'économie soit en bonne voie d'atteindre une croissance saine. En d'autres termes, il s'agirait d'une bonne excuse pour un assouplissement quantitatif illimité. Certains membres de la Réserve fédérale semblent privilégier une version atténuée qui implique une cible pour le taux de chômage.

Troisièmement, au lieu d'imprimer des billets et de les utiliser pour acheter des avoirs financiers, les banques centrales pourraient injecter les fonds directement dans l'économie. Il s'agit de la jetée d'argent par hélicoptère proposée par Milton Friedman et si mémorablement citée par le président de la Réserve fédérale, M. Bernanke, lors de ses premières années à la banque centrale. Cette mesure ne serait qu'une ruse inflationniste pour renflouer le bilan des ménages en plus d'élargir la base monétaire<sup>6</sup>. Ce qui est intéressant, c'est qu'elle permettrait de contourner le secteur bancaire qui, en majeure partie, a laissé dormir l'argent imprimé à ce jour.

### **Politique budgétaire**

Lors de circonstances normales, une politique budgétaire contre-cyclique active n'est que rarement recommandée. Il est habituellement mieux de laisser la stimulation monétaire faire le dur labeur. Par rapport à la politique monétaire, la politique budgétaire est moins malléable, car elle est entravée par des politiques, elle est plus

coûteuse et son incidence macroéconomique est moins certaine. Même durant la phase de récession d'un cycle économique normal, il est normalement préférable de laisser les stabilisateurs automatiques, comme les revenus du gouvernement qui déclinent naturellement lorsque les profits et les revenus chutent et les dépenses publiques qui s'accroissent d'elles-mêmes lorsque la demande de services sociaux augmente, faire leur travail.

Toutefois, aucun cycle économique n'est normal. Tout est sens dessus dessous et, dès le point de départ, les risques d'un repli de l'économie ont été assez sombres pour justifier une politique active, ce qui explique pourquoi, pendant le pire moment du resserrement du crédit, les institutions internationales comme le FMI ont supplié les pays d'entreprendre plus de mesures de stimulation budgétaire. Et c'est ce qu'ils ont fait (figure 6).

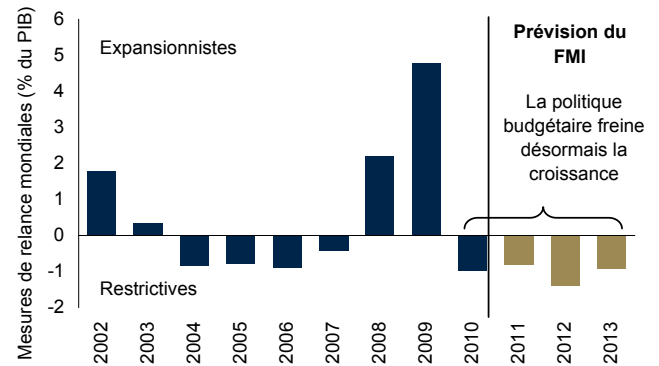
De plus, malgré la sagesse traditionnelle, il pourrait y avoir encore de l'espace pour davantage de stimulation budgétaire, même dans des pays comme les États-Unis. La raison en est fort simple : la baisse de la notation de la dette souveraine par S&P semble n'avoir eu presque aucun effet. Les coûts d'emprunt ont diminué au lieu d'augmenter et aucun bouleversement n'est survenu dans le marché du crédit. D'ailleurs, une plus grande stimulation budgétaire peut même être possible, et ce, sans contrarier les agences de notation, tant que c'est de concert avec une austérité responsable à long terme (figure 7).

Plus particulièrement, la clé consiste à déplacer les tactiques budgétaires brutales employées jusqu'à maintenant vers des dépenses plus ciblées sur des problèmes récalcitrants qui court-circuitent la reprise économique, comme l'emploi et le marché du logement aux États-Unis.

### Le marché de l'emploi aux États-Unis

Le marché de l'emploi demeure profondément marqué aux États-Unis, comme l'illustre la définition plus large du taux de chômage qui, à 16 %, est le double de la norme historique (figure 8), un chiffre qui est déconcertant. Les États-Unis ont perdu un nombre disproportionné d'emplois durant le déclin économique et, pourtant, l'embauche a été au ralenti depuis le début de la reprise. C'est le pire des deux mondes pour une variable qui est essentielle au déclenchement d'une reprise économique durable et qui, plus que tout, permet de reproduire le plus fidèlement possible le bien-être financier des Américains.

Figure 6 : Mesures de relance mondiales



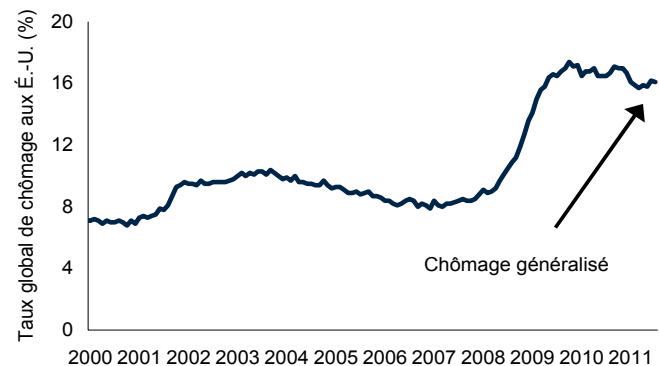
Voici les régions prises en compte : États-Unis, Canada, Royaume-Uni, pays de la zone euro, Suisse, Suède, Norvège, Japon, Australie, Chine, Inde, Corée du Sud, Russie, Brésil et Mexique. La parité des pouvoirs d'achat est établie selon la part du PIB. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 7 : Équilibrer la politique budgétaire



Source : RBC GMA

Figure 8 : Le marché de l'emploi américain aurait besoin d'un coup de main



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Globalement, les entreprises américaines sont encore florissantes, affichent de solides bilans, des marges de profit intéressantes, de bonnes possibilités d'exportation et de bas coûts d'emprunt et ont accès à de la main-d'œuvre bon marché. La capacité d'embaucher existe ; c'est la volonté qui manque à l'appel. Une politique budgétaire pourrait bien être le catalyseur qui change la donne.

De façon prometteuse, la Maison-Blanche vient juste de choisir Alan Krueger, spécialiste du marché du travail, à titre de conseiller économique en chef. Le président, M. Obama, semble déterminé à proposer plusieurs mesures pour s'attaquer au problème de l'emploi, d'une valeur de 200 à 300 milliards de dollars. Ces mesures pourraient comprendre une prolongation de l'exonération temporaire d'impôt pour les travailleurs.

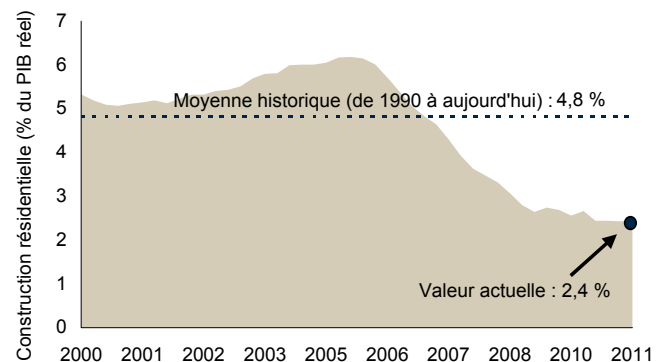
Il existe beaucoup d'autres moyens pour stimuler les perspectives d'emploi aux États-Unis. La part des prélèvements sur la masse salariale versée par les sociétés devrait être temporairement abolie. Le gouvernement pourrait d'abord subventionner ou compléter les salaires de ceux qui quittent l'aide sociale pour réintégrer le marché du travail. Il pourrait aussi embaucher temporairement des chômeurs pour les projets de travaux publics. Il pourrait également s'attaquer aux problèmes du marché du logement qui empêchent les gens de déménager là où se trouvent les emplois. Comme mesure à long terme, l'âge de retraite pourrait être relevé, faisant ainsi d'une pierre deux coups, en liant la croissance de l'emploi à un programme de sécurité sociale solvable.

La création d'emploi vivote ; elle ne doit pas être étouffée par l'inaction.

### Le marché du logement aux États-Unis

Les prix des propriétés ont subi une chute énorme de 32 % et l'accessibilité s'est considérablement améliorée. Les taux hypothécaires sont déjà très bas grâce à une combinaison de la stimulation de la Réserve fédérale et aux faibles perspectives économiques. La majeure partie du marché hors normes s'est heureusement volatilisée. Toutefois, le marché demeure profondément dysfonctionnel. Une combinaison du comportement de certains acheteurs, de l'avarice des prêteurs et d'emprunts hypothécaires sur des maisons dévaluées a empêché le marché de reprendre adéquatement et les consommateurs de dépenser normalement. La construction résidentielle ne tourne

Figure 9 : La construction résidentielle nécessite un second souffle aux É.-U.



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

qu'à la moitié de sa vitesse normale (figure 9) et, par conséquent, la reprise économique éprouve des difficultés.

La plupart des moyens de rétablir le rythme du marché du logement sont liés aux deux agences gouvernementales du logement, Fannie Mae et Freddie Mac, qui, collectivement, financent 7 nouveaux prêts hypothécaires sur 10 et détiennent ou garantissent plus de la moitié du marché hypothécaire américain. Malheureusement, le mandat de Fannie et de Freddie est d'optimiser les profits, alors qu'ils cèdent annuellement 10 % des actifs des entreprises, ce qui n'aide pas le marché du logement.

Ainsi, la première et probablement la meilleure solution pour rétablir le marché du logement serait de modifier le mandat de ces agences, afin qu'elles cessent leurs rationalisations et qu'elles se concentrent sur l'allègement des problèmes dans le marché du logement, ce qui ferait augmenter l'accès aux emprunts hypothécaires pour les acheteurs et aiderait à redémarrer le marché du logement. Malheureusement, une telle mesure nécessite une loi du Congrès.

Plus du quart des emprunteurs hypothécaires doivent plus que la valeur de leur propriété. La plupart de ceux-ci, accolés au pied du mur, ne peuvent ni vendre leur propriété, ni refinancer leur emprunt à des taux plus bas.

Pour appuyer ceux qui souhaitent vendre, il pourrait y avoir un certain avantage à élargir l'utilisation des « ventes à découvert ». Dans une vente à découvert, un prêteur accepte la valeur obtenue lors de la vente d'une propriété et renonce au reste du montant initial du prêt. On évite ainsi les frais et les tracas associés à la

forclusion, les dommages à la cote de solvabilité sont moindres pour l'emprunteur et on évite les stigmates et les complications liés à la vente d'une maison ayant été saisie. Le prêteur épargne de l'argent et l'emprunteur peut revenir plus rapidement dans le marché du logement. Le gouvernement pourrait soutenir les ventes à découvert en incitant les banques à y être plus réceptives et en informant les propriétaires de leur existence.

De la même manière, ceux qui ont une valeur nette négative doivent se battre pour refinancer leur emprunt hypothécaire à des taux plus bas, puisque techniquement, un refinancement constitue un nouvel emprunt. Beaucoup d'emprunteurs ne peuvent donc pas profiter de la politique de taux d'intérêt extrêmement bas de la Réserve fédérale. Un refinancement signifierait que chaque ménage aurait à sa disposition quelques milliers de dollars supplémentaires chaque année, un avantage dont il bénéficierait pendant plusieurs décennies. Non seulement une telle mesure aiderait-elle à stabiliser le marché du logement, mais elle augmenterait aussi les dépenses des ménages.

Comme mesure extrême, le gouvernement pourrait émettre un décret exigeant Fannie Mae et Freddie Mac à abaisser immédiatement leur taux hypothécaire pour tous leurs clients. Les titulaires d'emprunts hypothécaires épargneraient ainsi environ 400 milliards de dollars, une somme gigantesque. Cependant, les désavantages de cette mesure se cachent dans les détails. Les titulaires des titres adossés à des créances hypothécaires d'agence sous-jacents n'appréciaient pas cette mesure, puisqu'ils devraient renoncer à ces 400 milliards de dollars. Le secteur bancaire serait également touché de manière disproportionnée, alors qu'il vient tout juste de se sortir d'un processus de reconstruction traumatisant après les pertes essuyées plus tôt sur leurs portefeuilles de prêts. De plus, les 5,4 billions de dollars en titres adossés à des créances hypothécaires d'agence en circulation devraient être réémis dans le marché, et il est facile d'imaginer que les investisseurs pourraient être réfractaires à l'idée de s'en procurer à nouveau<sup>7</sup>. Comme le gouvernement ne peut pas compenser l'écart pour les investisseurs, une idée divertissante, soit, mais aussi coûteuse, il sera difficile d'énoncer une telle politique d'ensemble.

Une courte liste des autres options comprend la conversion des propriétés saisies par Fannie et Freddie en propriétés louées, résolvant le problème des propriétés vacantes et augmentant les coûts de location en un seul

geste. Une autre option de moindre envergure serait de réduire les frais exigés par les agences pour assurer les emprunts hypothécaires renégociés. Une option vraiment hors du commun consisterait à démolir un grand nombre de propriétés vacantes afin d'éliminer le surplus de stock<sup>8</sup>. Finalement, une stratégie plus conventionnelle, quoique coûteuse, serait d'offrir certains rabais ou crédits d'impôt aux acheteurs de propriété.

## Banques européennes

Quelques solutions intéressantes s'offrent aussi aux banques européennes. De toute évidence, la taille de la Facilité de stabilité financière européenne pourrait être augmentée pour s'assurer qu'il existe suffisamment de fonds pour renflouer les pays fragilisés et le secteur bancaire européen. Par ailleurs, un programme, qui a récemment fait l'objet des réflexions du FMI, et qui ressemble au plan de sauvetage des actifs en difficulté (TARP) américain, pourrait être créé pour directement recapitaliser les banques européennes maintenant – et éviter les problèmes bancaires ultérieurs si un pays est en défaut de paiement.

## Politique de change

Le marché des changes est habituellement considéré comme une situation gagnant-perdant, et il est donc incapable d'embellir les perspectives économiques mondiales. Pour chaque gagnant, il y a un perdant équivalent. Toutefois, cela est faux pour deux raisons.

Premièrement, les pays économiquement faibles ont tendance à avoir des devises qui se déprécient, ce qui stimule leur croissance. Donc, il s'agit juste d'un transfert économique des pays économiquement forts aux pays économiquement faibles. Mais les pays économiquement forts peuvent compenser leurs pertes en assouplissant leur politique monétaire ou budgétaire. Les pays économiquement faibles, par contre, sont souvent moins en mesure de le faire. Par conséquent, l'économie mondiale évolue plus rapidement.

Deuxièmement, l'économie mondiale peut aussi bouger plus rapidement si les soldes des comptes courants internationaux sont réglés. Il est tout aussi inefficace de prêter trop d'argent que d'en emprunter trop. Les pays les plus développés sont des emprunteurs nets, tandis que les pays en voie de développement sont des

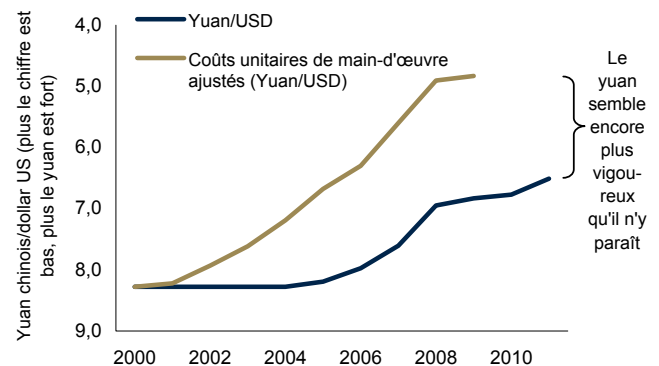
épargnants nets. Si on désancrait les monnaies des marchés émergents qui sont stratégiquement arrimées à des devises ayant des valeurs trop faibles, cela aiderait beaucoup à corriger ce déséquilibre. La Chine a commencé à y remédier (figure 10) dans le but de décourager la survenue d'une autre ronde d'assouplissement quantitatif aux États-Unis (ce qui pourrait faire augmenter les coûts des produits de base pour la Chine) et de faire diminuer sa dépendance aux hausses des taux d'intérêt comme moyen de lutter contre l'inflation.

## Réformes réglementaires

Divers changements réglementaires pourraient aussi revigorer la croissance économique. Il y a trop d'incertitude quant aux futures réglementations, et c'est souvent la raison qui est évoquée par les entreprises pour justifier qu'elles amassent des fonds au lieu de les déployer de façon fructueuse<sup>9</sup>. Il est essentiel que les réglementations deviennent plus claires. Une autre option non controversée serait de réduire la paperasserie. La Maison-Blanche a récemment annoncé un plan pour éliminer les réglementations commerciales inutiles, et on prévoit que cela permettra d'économiser 10 milliards \$ sur une période de cinq ans. Une autre possibilité sur laquelle ont porté bien des discussions est que le gouvernement des États-Unis offre une amnistie fiscale aux entreprises américaines, les encourageant à rapatrier leurs centaines de milliards de dollars en bénéfices accumulés réalisés à l'étranger, dans l'espoir que cela créerait des emplois (selon certaines estimations, des millions d'entre eux) ou que cela accroîtrait les placements nationaux.

Le ratio dette/PIB collectif de l'Europe n'est pas plus élevé que celui des États-Unis, et pourtant c'est le marché obligataire européen qui subit des attaques. Cela est attribuable à un manque de coordination politique. Heureusement, la France et l'Allemagne commencent à parler de ce qui constituerait une union fiscale plus étroite entre les pays européens, y compris de la possibilité de créer une assiette fiscale commune. La nature précise de cette union demeure vague. Toute mesure prise conduisant à une collaboration fiscale plus étroite doit être considérée comme positive, puisque l'absence d'une telle collaboration constituerait une grave lacune dans l'union monétaire européenne. Par exemple, le regroupement des agences nationales de garantie des dépôts bancaires en un fonds d'assurance-dépôts paneuropéen serait une façon d'assurer les déposants de

Figure 10 : Une transition de devises s'effectue en coulisse



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

la sécurité de leur argent, et de contourner les problèmes de crédibilité de certains des pays les plus faibles.

## Politique inhabituelle

Enfin, il y a quelques options vraiment inhabituelles en matière de politique monétaire qui n'entrent dans aucune des autres catégories.

Premièrement, lorsque les prix des marchandises sont moins élevés, cela stimule l'économie mondiale, et particulièrement les importateurs de marchandises qui sont en difficulté comme les États-Unis et l'Europe. Pendant l'été, l'Agence internationale de l'énergie a déjà utilisé une de ces tactiques lorsqu'elle a mis sur le marché 60 millions de barils de pétrole brut provenant des réserves pétrolières de ses pays membres. Cela a abaissé les prix pétroliers, et on pourrait utiliser encore cette technique à l'avenir.

Si on continue dans cette veine, l'OPEP pourrait répondre aux ratés de l'économie mondiale en accroissant la production de pétrole pour réduire modérément les prix pétroliers, plutôt que de courir le risque que survienne une récession massive, laquelle pourrait avoir un effet beaucoup plus nuisible et permanent sur le pétrole. La perspective d'une reprise de la production de pétrole libyen aide également.

Deuxièmement, les gouvernements pourraient vendre une portion de leur or. Les États-Unis en possèdent pour près de 500 milliards de dollars au cours actuel du marché (figure 11). Cela n'est manifestement pas suffisant pour faire disparaître une dette de 14 billions \$, mais cette somme pourrait constituer une source de financement

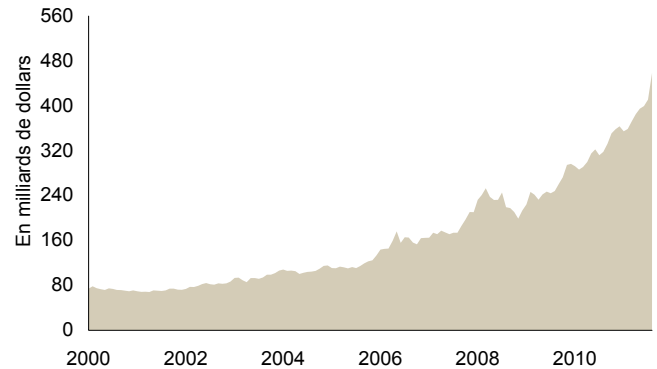
utile pour certaines mesures de relance budgétaires ciblées. Le moment est intéressant pour le faire étant donné le cours élevé de l'or actuellement<sup>10</sup>. De toute évidence, le prix de l'or chuterait si une aussi importante quantité d'or était mise sur le marché d'un seul coup. Une stratégie plus avisée serait d'en négocier la vente à un autre gouvernement étranger, peut-être la Chine ou l'Inde.

Si on revient à la situation de l'Europe, il est utile de reconnaître que même si les pays européens ne réussissent pas à sauver leurs homologues les plus faibles, les possibilités d'action ne se limitent pas à ceux-ci. Le reste du monde pourrait avoir tendance à intervenir, étant donné que, à défaut de le faire, il pourrait y avoir une contagion mondiale paralysant l'activité économique à l'échelle mondiale. Plus particulièrement, le FMI pourrait créer une énorme facilité de crédit spéciale à laquelle pourraient contribuer les pays en bonne santé économique ou affichant un excédent budgétaire. L'existence même de cette facilité ferait diminuer la probabilité d'attaques spéculatives visant les pays sans réels problèmes de solvabilité (comme l'Italie, l'Espagne, la France et la Belgique) ; les prêteurs garderaient leur argent dans leurs propres réserves jusqu'à ce que certains pays en aient besoin ; et même si le pays destinataire était en défaut de paiement, le statut de créancier privilégié du FMI l'assurerait d'être le premier à mettre la main sur le butin. De façon similaire au prêt énorme qu'ont fait les États-Unis à l'Europe durant la Première Guerre mondiale, signalant un déplacement du pouvoir économique vers l'Amérique, ce scénario pourrait être une occasion pour divers marchés émergents et divers pays avec de forts surplus au chapitre de leur compte courant de démontrer leur toute nouvelle influence.

## Conclusion

Il est impératif que les autorités contre-attaquent en prenant des mesures pour lutter contre la faiblesse économique, et il est encourageant de savoir qu'ils ont d'aussi nombreuses options. Toutefois, il est vrai de dire que ces idées ne sont pas toutes judicieuses. Nombre d'entre elles n'ont pas encore été éprouvées et quelques-unes pourraient n'être rien de plus que des victoires à la Pyrrhus. Mais il y a un petit groupe de politiques pertinentes bien qu'inhabituelles que les autorités devraient envisager de mettre en œuvre si elles veulent que l'économie regagne la confiance et le soutien nécessaires à la reprise de sa progression. Sûrement au moins quelques-unes d'entre elles seront mises à l'essai.

Figure 11 : Sommet pour l'évaluation des réserves aurifères aux É.-U.



L'évaluation des réserves aurifères se fonde sur les prix actuels du marché.  
Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Nous ne pouvons pas précisément savoir quelles politiques seront mises en œuvre, puisque cela dépendra de la fragilité de l'économie et de la dynamique politique complexe (et on pourrait même dire dysfonctionnelle) dans plusieurs pays. Ce qui est le plus susceptible de se produire est la mise en place d'autres mesures de relance monétaire sous la forme de pauses dans le relèvement des taux qui était auparavant effectué par les banques centrales, de coupes par les banques centrales qui faisaient précédemment une pause, et sous la forme d'une autre ronde d'assouplissement quantitatif aux États-Unis, au R.-U. et au Japon. Les pays qui peuvent se permettre de prendre d'autres mesures de relance budgétaire ciblées – et les États-Unis demeurent l'un d'entre eux – devraient probablement le faire. En Amérique, l'emploi et le logement sont les pierres angulaires les plus évidentes de ces mesures de relance. Les devises des marchés émergents sont susceptibles de poursuivre leur lente appréciation, aidant ainsi à rétablir l'équilibre mondial. Il semble tout à fait envisageable qu'il y ait une réforme de la réglementation et par conséquent une meilleure clarté au niveau réglementaire.

Il est difficile d'imaginer les mesures politiques qui peuvent immédiatement redonner tout son éclat à l'économie mondiale. Il y a une limite à ce que peuvent accomplir les autorités même dans le meilleur des cas, et certaines des options traditionnelles ne leur sont tout simplement pas offertes. Mais l'utilisation créative et pragmatique de l'ensemble des politiques qui restent devrait à tout le moins empêcher une plus grande dépréciation économique et, espérons-le, ouvrir la voie à une reprise graduelle.

**Remarques :**

<sup>1</sup> Cela fait référence au fait que les autorités réagissent habituellement en prenant des mesures pour faire échec aux événements ayant une incidence négative sur l'économie ou sur les marchés. Ces mesures permettent d'éliminer la majeure partie des risques de ralentissement économique, tout comme le ferait une option de vente sur le marché financier.

<sup>2</sup> « How the Great Recession Was Brought to an End », par Alan Blinder et Mark Zandi.

<sup>3</sup> Cela dépend fortement du pays, puisque pour les pays dont la tradition est de faire des emprunts à long terme, l'effet se fait sentir moins rapidement. Les États-Unis sont un fascinant extrême, puisque les très populaires amortissements hypothécaires sur 30 ans signifient que de nombreux emprunteurs ne subiront pas de hausse de leurs taux pendant des décennies – si les taux venaient à augmenter. Et, le cas échéant, ils auraient la possibilité de renégocier leur hypothèque et donc de bénéficier immédiatement de taux d'intérêt moins élevés.

<sup>4</sup> La première série d'assouplissement quantitatif a fortement réduit les coûts d'emprunt, relevé les attentes en matière d'inflation, dégelé les marchés financiers et a renforcé la confiance à l'égard de l'économie. La deuxième phase d'assouplissement quantitatif a ravivé l'intérêt des investisseurs pour les placements dans les actifs à risque et a inversé les attentes inflationnistes.

<sup>5</sup> Il y a des raisons pour lesquelles cette stratégie n'est pas utilisée à la légère. L'inflation était le fléau des années 1970, et les dirigeants des banques centrales ont par la suite fait des efforts considérables pour l'éradiquer. Un taux d'inflation plus élevé punit les épargnants/prêteurs et récompense les emprunteurs dépensiers. Une telle démarche pourrait nuire à la crédibilité des dirigeants de banques centrales, et pourrait désancrer les attentes inflationnistes à long terme. Et elle se révèle également inefficace à long terme sur le plan économique.

<sup>6</sup> De quelle façon la Réserve fédérale distribuerait-elle cet argent ? Il y a une multitude de façons. Si elle voulait vraiment s'assurer que l'argent était dépensé et non pas épargné (même si cela aiderait les ménages à reconstituer leurs bilans), la Réserve fédérale pourrait créer et distribuer une carte-cadeau générique, qui pourrait être utilisée dans tout magasin aux É.-U., qui deviendrait sans valeur à la fin d'une période limitée. Cela garantirait des dépenses additionnelles et une hausse de l'inflation, et pourrait créer le climat propice pour contribuer au redressement de l'économie américaine. Toutefois, la Réserve fédérale pourrait suivre une autre voie et commencer à accumuler des actions du secteur immobilier, redistribuant les fonds aux banques et aux propriétaires de maison tout en réglant ainsi le problème de l'excédent de maisons invendues. Essentiellement, c'est tout l'univers des politiques budgétaires qui s'ouvre.

<sup>7</sup> En fait, la Deutsche Bank estime qu'on devrait inciter les acheteurs de titres adossés à des créances hypothécaires à intégrer le marché au moyen de rendements en revenus plus élevés, ce qui entraînerait une augmentation d'environ 60 points de base dans les taux hypothécaires – et irait donc à l'encontre de l'objectif principal de l'opération. De plus, le gouvernement a déjà comptabilisé un programme du genre dans ses livres pendant les deux dernières années, et pour diverses raisons moins de 60 000 ménages ont participé au programme sur une quantité potentielle de cinq millions de ménages.

<sup>8</sup> Cette option a été mise en œuvre à petite échelle dans certaines villes économiquement dévastées, mais il est peu probable que cette façon de faire devienne une politique nationale.

<sup>9</sup> Aux États-Unis, une plus grande clarté sur des questions comme l'Accord de Bâle III, la loi Dodd-Frank, et un éventail d'autres réglementations pourrait en elle-même améliorer les perspectives économiques. Le président de la Réserve fédérale de Dallas, M. Fisher, n'est que le dernier d'une longue série d'experts à souligner ce point.

<sup>10</sup> Même si l'or occupe toujours une place spéciale dans le cœur de nombreux investisseurs, ce n'est plus le cas de l'étalon-or. L'or n'est qu'un actif comme les autres.



## RBC Gestion mondiale d'actifs®

Le présent rapport a été préparé par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA) à titre d'information seulement et ne doit pas être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA. Les renseignements y figurant ne constituent pas des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, ni des conseils de placement ou autres, et ne

devraient pas être considérés comme tels. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. En raison de la possibilité que survienne une erreur humaine ou mécanique ainsi que d'autres facteurs, notamment des inexactitudes techniques et des erreurs ou omissions typographiques, RBC GMA décline toute responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions que pourrait contenir le présent document. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantit explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme ce document représentent notre jugement à la date indiquée et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Dans la mesure autorisée par la loi, ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'assument une responsabilité quelconque à l'égard de toute perte découlant directement ou indirectement de l'utilisation des renseignements prospectifs que contient ce document. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

### NOTE SUR LES ÉNONCÉS PROSPECTIFS

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives sont sujettes à changement sans préavis et sont fournies de bonne foi mais sans responsabilité légale.

® Marque déposée de la Banque Royale du Canada. RBC Gestion mondiale d'actifs est une marque déposée de la Banque Royale du Canada. Utilisation sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2011.