

Lutter contre la dette en s'endettant davantage

Todd Mattina, PhD

Vice-président principal
Économiste en chef, gestionnaire de
portefeuille, cochef d'équipe
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Jules Boudreau, MA

Économiste
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Faits saillants

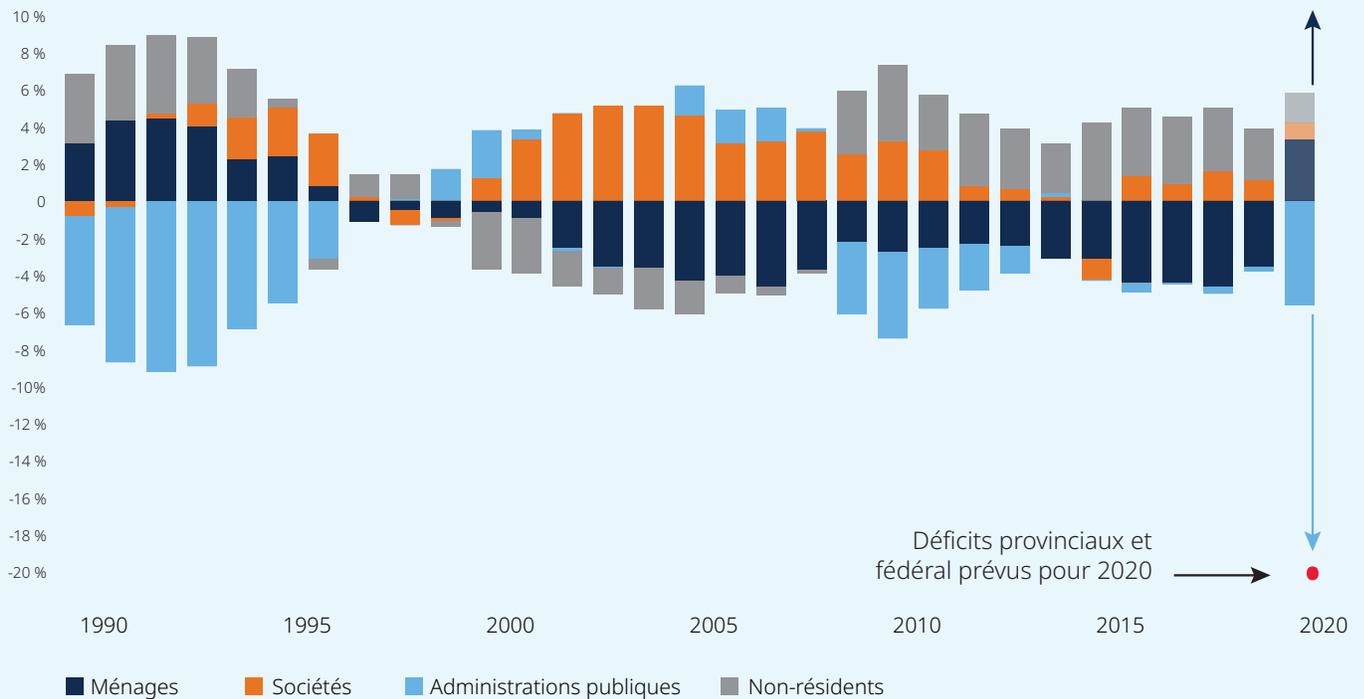
- Les déficits budgétaires publics sans précédent restent essentiels pour soutenir la reprise économique fragile après la pandémie ainsi que les attentes des analystes quant à un redressement du PIB et des bénéfices des sociétés aux niveaux prépandémie d'ici la fin de 2021.
- Nous ne nous attendons pas à ce que les déficits budgétaires élevés persistants à court terme fassent pression sur l'inflation ou les taux d'intérêt en raison des fortes pressions désinflationnistes et de la hausse de l'épargne des particuliers.
- La priorité devrait être accordée au soutien budgétaire à court terme. Toutefois, le moment est venu pour les gouvernements, pendant que les conditions financières sont avantageuses, de concevoir des redressements budgétaires favorables à la croissance qui réduiront les déficits budgétaires après la pandémie et contrôleront la croissance de la dette publique.

La dette publique mondiale a explosé cette année afin de protéger les consommateurs et les entreprises contre le ralentissement économique le plus sévère depuis la Grande Dépression. La récession actuelle est unique tant pour ce qui est de l'ampleur du ralentissement initial que de la rapidité à laquelle de nombreuses économies ont commencé à se redresser. La politique budgétaire a joué un rôle clé dans la reprise en soutenant la consommation des ménages et en empêchant une augmentation du chômage et des faillites d'entreprise encore plus grande. Toutefois, l'augmentation des dépenses financées par le déficit a soulevé des préoccupations chez les investisseurs à propos de la solvabilité budgétaire à long terme et de la stabilité macroéconomique à court terme. Malgré ces préoccupations, nous croyons que des déficits budgétaires élevés seront nécessaires pendant plusieurs années pour soutenir la reprise et revenir à la tendance d'avant la pandémie.

En plus de stabiliser l'activité économique pendant la récession actuelle, les dépenses publiques actives soutiennent la viabilité de la dette à long terme en contribuant à la reprise économique. La crise de la COVID a entraîné un taux de chômage élevé et une activité économique faible dans beaucoup de secteurs, ce qui a créé un environnement de récession et de désinflation. Les ménages ont aussi fortement réduit leurs dépenses et augmenté leur taux d'épargne, et ainsi contribué à la faiblesse de la demande intérieure. Nous nous attendons à ce que le taux d'épargne élevé des ménages se maintienne et contribue à financer des déficits budgétaires publics relativement élevés (**Graphique 1**).

Sans un soutien budgétaire pour stimuler la demande globale et soutenir la confiance, les économies développées risquent de rester coincées dans une boucle de faible croissance et de faible inflation. Une croissance anémique diminue la capacité à long terme d'un gouvernement d'assurer le service de sa dette, tandis que les pressions désinflationnistes augmentent la valeur réelle du fardeau de la dette publique. Autrement dit, les gouvernements doivent continuer à lutter contre la dette en s'endettant davantage.

Graphique 1. | Canada : Sources et répartition de l'épargne, T1 1990 - T2 2020
(soldes financiers par secteur économique en tant que % du PIB)



Notes : Flux annuel de fonds canadiens en tant que % du PIB par secteur, y compris les ménages, les sociétés, les administrations publiques et le secteur étranger. Une équation comptable signifie que la somme des excédents sectoriels (soit les prêts) doit être égale à la somme des déficits (soit les emprunts). Les données proviennent de Statistique Canada. Les barres pour 2020 sont pour le premier et deuxième trimestres de 2020. Le point rouge indique le déficit public prévu pour le Canada (fédéral et provinces). Calculs de Todd Mattina et de Jules Boudreau.

Les mesures budgétaires financées par le déficit ont fourni des revenus d'urgence sans précédent aux ménages et aux entreprises en 2020. Au Canada et aux États-Unis, les déficits budgétaires du gouvernement fédéral devraient dépasser 17 % du PIB compte tenu des politiques existantes. Les déficits budgétaires fédéraux en 2020 s'élèvent à environ 4,7 % du PIB des États-Unis et à moins de 1 % du PIB du Canada de l'an dernier. Une partie de l'augmentation des déficits budgétaires est le reflet d'une forte baisse des recettes fiscales en raison du ralentissement économique marqué. Les dépenses discrétionnaires et les transferts de revenus, totalisant environ 9 % et 14 % du PIB en 2020 pour le Canada et les États-Unis respectivement, ont également contribué à l'endettement public (**Tableau 1**).¹ Combinés à un PIB en baisse cette année et aux dépenses supplémentaires par les provinces et les états, les ratios de la dette publique totale par rapport au PIB devraient atteindre des niveaux records en temps de paix (**Graphique 2**).

¹Pour le Canada, les mesures et les coûts sont pour l'exercice 2020 (de mars 2020 à mars 2021). Veuillez prendre note que les dépenses fédérales en tant que proportion des dépenses totales du gouvernement sont plus faibles au Canada.

Tableau 1. | Canada et États-Unis : Mesures budgétaires clés en 2020
(par les gouvernements fédéraux)

	Mesure budgétaire (coût budgétaire estimé en % du PIB)	Description de la mesure
Canada	Prestation canadienne d'urgence (3,2 %)	500 \$ par semaine pour chaque adulte au chômage en raison de la COVID
	Subvention salariale d'urgence du Canada (2,7 %)	Subvention couvrant 75 % des salaires payés par les employeurs avec des revenus en baisse
	Transfert d'urgence aux provinces (0,6 %)	Transfert sans condition aux provinces pour couvrir les dépenses d'urgence liées à la COVID
	Prestation canadienne d'urgence pour les étudiants (0,3 %)	1 250 \$ par mois pour les étudiants admissibles de mai à août 2020
	Bonification du crédit pour la TPS (0,3 %)	Crédit maximal doublé pour la TPS pouvant être demandé par les contribuables
États-Unis	Programmes de prêts aux petites entreprises et de protection des salaires (5,4 %)	Ensemble de prêts conditionnels et inconditionnels aux petites entreprises en vertu de la loi CARES et du programme de protection des salaires
	Augmentation des prestations d'assurance emploi (1,5 %)	Augmentation des prestations d'assurance-chômage de 600 \$ par semaine, plus d'autres programmes d'urgence ad hoc
	Remboursements d'impôt uniques (1,4 %)	Remboursement d'urgence de 1 200 \$ par adulte et de 500 \$ par enfant

Notes : Pour le Canada, les coûts sont pour l'exercice financier 2020 (mars 2020-mars 2021). Pour les États-Unis, les coûts sont pour l'année civile 2020. Les calculs sont fondés sur des données du Gouvernement du Canada, du Bureau du directeur parlementaire du budget, de Statistique Canada, du Congressional Budget Office et du Committee for a Responsible Federal Budget.

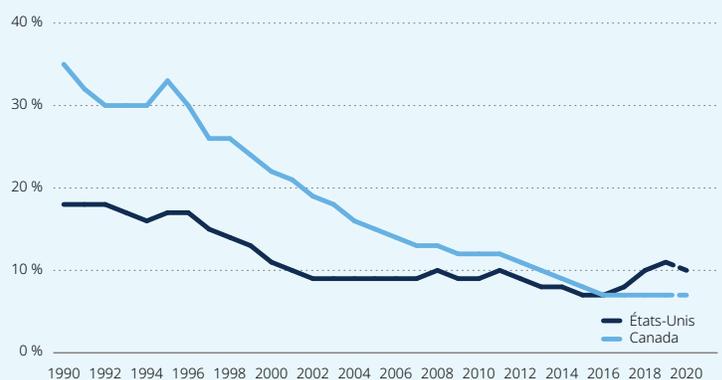
L'activité économique actuelle au Canada et aux États-Unis laisse entendre qu'un soutien budgétaire continu est nécessaire. Le Graphique 3 illustre l'écart estimé entre le niveau de production actuel et potentiel au Canada et aux États-Unis. Malgré le soutien budgétaire sans précédent déjà mis en œuvre en 2020, plusieurs vents contraires continuent de freiner la reprise, dont l'incertitude à propos d'une deuxième vague du virus et les élections aux États-Unis en novembre. Ces facteurs pourraient retarder les décisions des entreprises en matière d'investissement et d'embauche, et ralentir la reprise. Des mesures de relance budgétaire supplémentaires ne devraient pas causer de pressions inflationnistes en raison des pressions déflationnistes exercées par l'important écart de production. La tarification en fonction des forces du marché permet de penser que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation atteigne environ 2 % en moyenne au cours de la prochaine décennie.

Graphique 2. | La dette publique explose alors que les faibles taux d'intérêt à long terme permettent de garder les frais de service de la dette à un niveau modéré

La dette brute publique atteint son niveau le plus élevé de l'après-guerre
(% du PIB)



Faibles frais de service de la dette malgré un endettement élevé
(frais de la dette en % des recettes publiques)



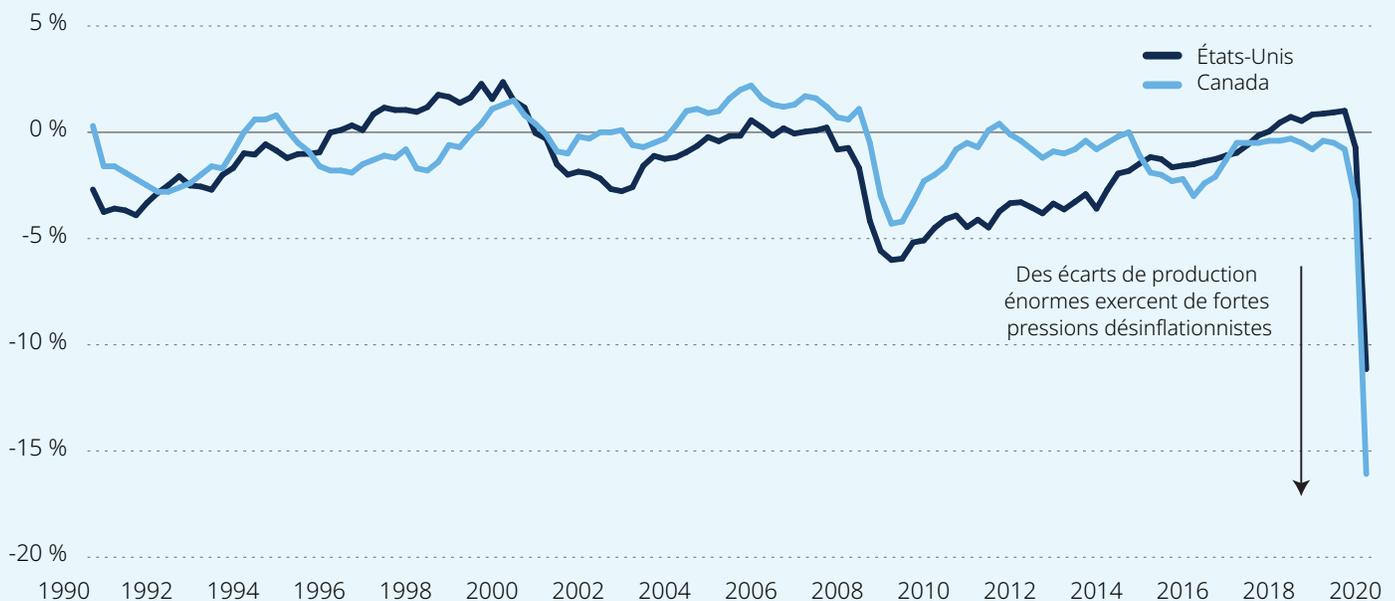
Notes : Les données relatives à la dette publique proviennent des Perspectives de l'économie mondiale du FMI. Les données sur le service de la dette concernent uniquement la dette du gouvernement fédéral et proviennent de Statistique Canada (Canada) et du Congressional Budget Office (États-Unis).

Dans ce contexte, un soutien budgétaire bonifié pendant ce cycle pourrait être important pour soutenir la reprise économique fragile. En fonction de nos enquêtes de prévision, les analystes s'attendent toujours à ce que le PIB réel et les bénéfices des sociétés des indices S&P 500 et TSX retrouvent leurs niveaux pré-pandémie d'ici la fin de 2021. Une période prolongée de déficits publics en hausse pour soutenir la reprise pourrait jouer un rôle clé dans la réalisation de la reprise attendue. C'est pour cette raison que nous surveillons l'évolution de la situation au Canada et aux États-Unis pour obtenir des indications sur la trajectoire future des politiques budgétaires.

- **Canada** : L'ampleur des dépenses publiques financées par un déficit en 2020 et en 2021, pour laquelle nous devrions obtenir de plus amples renseignements à l'automne, sera importante pour évaluer à la fois l'étendue des mesures de relance économique à court terme et la crédibilité des plans d'ajustement pour assurer la viabilité de la dette à long terme. Dans le discours du Trône du 23 septembre, le gouvernement s'est engagé à offrir le même niveau de soutien budgétaire au premier semestre de 2021, y compris le transfert de revenu actuellement offert par la Prestation canadienne d'urgence.² Toutefois, même si le gouvernement a mis l'accent sur la viabilité budgétaire à long terme, il n'a pas encore présenté un plan d'ajustement crédible à long terme.
- **États-Unis** : Pendant l'été, le Congrès et la Maison-Blanche n'ont pas réussi à prolonger la loi CARES dans le cadre de la quatrième série de mesures de relance pour soutenir les revenus. L'impasse politique à l'approche des élections de novembre menace de ralentir la reprise en contribuant à une plus grande incertitude à un moment où l'on peut observer une accélération des nouveaux cas de coronavirus. L'expiration du programme de protection des salaires en août pourrait peser sur l'emploi, le revenu disponible et les dépenses de consommation jusqu'à ce qu'une prolongation de la loi CARES soit votée par le Congrès. Toutefois, cette prolongation pourrait être possible seulement après les élections de novembre.

² Consultez l'article [Perspectives sur les marchés : L'heure n'est pas à l'austérité pour de plus amples renseignements.](#)

Graphique 3. | Canada et États-Unis : Estimations des écarts de production, T1 1990 – T2 2020
(écart entre la production nationale réelle et potentielle en % du PIB potentiel)



Notes : Les données sur les écarts de production aux États-Unis proviennent du Congressional Budget Office. Les données sur les écarts de production au Canada (du premier trimestre 1990 au premier trimestre 2020) proviennent de la Banque du Canada, et ont été prolongées jusqu'au deuxième trimestre de 2020 selon les calculs de Todd Mattina et de Jules Boudreau.

Après la tempête

Même si des déficits budgétaires importants sont actuellement nécessaires pour soutenir la reprise, une dette publique insoutenable pourrait mettre en péril la confiance des marchés et la stabilité macroéconomique à long terme. Au Canada, en 1995, les pressions sur les marchés des capitaux provoquées par des craintes de frais de service de la dette trop élevés ont conduit à un ajustement budgétaire marqué pour réduire la dette publique générale (**Graphique 2**). D'importantes réformes à long terme ont aussi été mises en œuvre, comme le financement du Régime de pensions du Canada afin d'assurer sa viabilité financière à long terme. Ces efforts ont été bien récompensés au cours des années suivantes. Grâce à sa position financière, l'une des plus solides des économies avancées du G-7, le Canada était bien placé pour affronter la crise financière mondiale de 2008 et le grand confinement de 2020. Il sera important de rebâtir l'espace budgétaire du Canada après la pandémie afin que les bilans du secteur public puissent résister aux futurs ralentissements.

Des niveaux élevés de dette publique et une croissance insoutenable de la dette peuvent compromettre la stabilité financière et macroéconomique à long terme. Des déficits budgétaires et des ratios d'endettement élevés peuvent être associés à une croissance économique à long terme plus faible, particulièrement si ces déficits budgétaires élevés financent des dépenses non productives. L'affaiblissement de la confiance des consommateurs dans la viabilité de la dette à long terme, et des pressions inflationnistes accrues une fois l'économie rétablie qui peuvent entraîner une hausse des taux d'intérêt et un affaiblissement de la monnaie constituent également des risques. De plus, la faiblesse des bilans du secteur public pourrait empêcher les gouvernements de faire face aux dépenses liées à l'âge pour les soins de santé et d'autres programmes.



MACKENZIE

Placements

Pour réduire ces risques, les gouvernements devraient commencer dès maintenant à envisager des plans crédibles en vue d'ajustements budgétaires favorables à la croissance après la pandémie, afin de reconstituer leurs réserves budgétaires. La viabilité de la dette publique à long terme exige un cadre pluriannuel pour réduire les déficits budgétaires élevés. Nous croyons que l'ajustement budgétaire idéal devrait favoriser la croissance en protégeant les investissements dans les infrastructures productives, en évitant les réductions générales de dépenses mal ciblées pour se concentrer sur les domaines de dépenses moins productifs, comme les subventions, et en supprimant les échappatoires fiscales. L'ajustement budgétaire devrait aussi être mis en œuvre de concert avec une déréglementation pour stimuler l'investissement privé. La composition de l'ajustement budgétaire après la pandémie devrait également différer d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, les réformes des transferts de droits sont importantes pour contrôler la croissance des dépenses à long terme. Le Canada devra quant à lui contrôler la croissance de ses dépenses de soins de santé. Il sera aussi important de résister à la tentation de réduire les investissements publics afin de mettre en place un ajustement budgétaire favorable à la croissance.

Implications pour les marchés des capitaux

Maintenant que les outils de politique monétaire semblent être épuisés, la trajectoire future des déficits budgétaires, de la dette et des ajustements budgétaires post-pandémie pourrait constituer un facteur clé d'influence dans les marchés des capitaux. À court terme, nous croyons que les gouvernements doivent maintenir leur soutien budgétaire actif pour éviter une boucle de désinflation et de faible croissance qui pourrait nuire aux catégories d'actifs sensibles à la croissance, comme les marchés boursiers, le crédit aux entreprises et le dollar canadien. Nous croyons que les gouvernements du Canada, des États-Unis et d'autres grandes économies seront en mesure de la faire, même s'il pourrait y avoir des retards en raison d'une impasse politique.

Lorsque la pandémie sera chose du passé, les gouvernements devront concevoir des plans d'ajustement pluriannuels crédibles pour rassurer les investisseurs à propos de la solvabilité à long terme. La principale question est de savoir si les gouvernements attendront que le marché exerce de la pression sur les monnaies et les taux souverains avant d'agir, comme l'a fait le Canada en 1995, ou s'ils mettront en place des ancrages budgétaires crédibles à long terme alors que les conditions financières restent très favorables aujourd'hui.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

Ce document pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, sans s'y limiter, les facteurs économiques, politiques et de marché généraux, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, l'évolution technologique, les changements qui interviennent dans la réglementation de l'État, l'évolution des lois fiscales, les procédures judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Il est conseillé au lecteur de peser soigneusement ces considérations, ainsi que d'autres facteurs, et de ne pas se fier indûment à des renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 29 septembre 2020. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre.

Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.