

Faut-il s'inquiéter du plafond de la dette?

Par Angelo Katsoras

Dans presque tous les pays, lorsque des programmes de dépenses sont approuvés, le gouvernement emprunte simplement ce dont il a besoin. Pas aux États-Unis, où le Congrès fixe une limite au montant que le gouvernement peut emprunter; lorsque cette limite est atteinte, les législateurs doivent la relever ou la suspendre avant que le département du Trésor ne puisse emprunter davantage. Comme les États-Unis enregistrent régulièrement des déficits annuels importants, le plafond de la dette est une question récurrente. Les États-Unis ont atteint leur limite d'emprunt légale de \$31,400 milliards le 19 janvier de cette année.



« The US hit the debt ceiling. What happens next », *Financial Times*, 19 janvier 2023

Les républicains de la Chambre des représentants ont déclaré qu'ils n'autoriseraient un relèvement du plafond de la dette que s'il s'accompagnait d'une baisse des dépenses publiques, alors que la Maison-Blanche ne veut aucune restriction.

Même si la limite d'emprunt a été officiellement atteinte, cela ne signifie pas qu'un défaut de paiement est imminent. Le département du Trésor a procédé à certaines manœuvres comptables, comme la suspension des investissements dans les fonds de retraite de certains fonctionnaires afin de repousser la date à laquelle le pays ne sera plus en mesure d'honorer toutes ses obligations financières.

Le département du Trésor estime que cela permettra au gouvernement d'être pleinement opérationnel jusqu'en juin. La plupart des analystes du secteur privé sont d'avis que cette date peut même être repoussée à août ou septembre. Il serait difficile de déterminer une date précise, car cela dépend du montant des recettes fiscales collectées et de la situation de l'économie.

Que se passe-t-il si le plafond de la dette n'est pas relevé à temps?

Si le Trésor n'a plus suffisamment de liquidités pour honorer tous ses paiements, le gouvernement devra en prioriser certains par rapport à d'autres. La plupart des experts s'accordent à dire que le Trésor donnerait priorité au paiement des intérêts de la dette pour éviter un défaut. Cependant, aller dire à ses électeurs qu'on favorise les porteurs d'obligations étrangers en délaissant, disons, les soins de santé aux anciens combattants, les salaires des fonctionnaires ou les programmes scolaires ne ressemble pas à une stratégie politique gagnante.

En outre, devoir comprimer les dépenses publiques de 20% pour équilibrer le budget – même pour un temps limité – plongerait probablement les États-Unis en récession.¹ Les répercussions économiques seraient plus douloureuses encore si les États-Unis manquaient un paiement de la dette. Comme la dette du Trésor est répartie largement dans le monde entier et que le dollar américain est la principale monnaie de réserve, un défaut aurait des conséquences aux quatre coins de la planète, ce qui renforcerait la position d'autres grandes monnaies comme l'euro et le yuan, et alimenterait la demande d'or.

Certains analystes ont suggéré des pratiques peu orthodoxes pour éliminer ce risque, parmi lesquelles la frappe d'une pièce de mille milliards de dollars ou l'invocation du 14^e Amendement, selon lequel la validité de la dette publique ne doit pas être remise en question, ce qui permettrait de relever le plafond de la dette sans l'accord du Congrès. Toutefois, non seulement ces mesures seraient selon toute probabilité contestées devant les tribunaux, mais elles passeraient aussi pour des manœuvres qui n'auraient pour effet que de miner un peu plus la confiance dans l'économie américaine.

Comment le plafond de la dette a été géré par le passé

Le plafond de la dette a été relevé ou ajusté 78 fois depuis 1960.² Il s'agit en général d'une formalité approuvée par le Congrès. En voici quelques exemples récents.

En 2021, le débat sur le plafond de la dette a trouvé une issue avec la conclusion d'une entente entre les démocrates et les républicains du Sénat laissant les démocrates relever le plafond de la dette avec un vote à la majorité simple, plutôt qu'à la majorité qualifiée de 60 voix habituellement nécessaire pour faire adopter un texte au Sénat. Les démocrates contrôlaient la Maison-Blanche et les deux chambres du Congrès.

Avant cela, le Congrès avait voté pour suspendre le plafond de la dette plusieurs fois depuis 2013, et trois fois sous la présidence Trump. Les républicains sont accusés de ne pas s'inquiéter des niveaux de la dette lorsqu'un président républicain est en poste.

Négocier une entente pour relever le plafond de la dette s'est révélé bien plus difficile sous une présidence démocrate quand au moins une chambre du Congrès est contrôlée par les républicains. Les sagas du plafond de la dette de 2011 et 2013 en témoignent.

Aujourd'hui, les États-Unis se trouvent dans une position similaire : les démocrates contrôlent la Maison-Blanche et le Sénat, tandis que les républicains ont une majorité à la Chambre des représentants. Pour ne rien arranger cette fois-ci, pour accéder à la présidence de la Chambre des représentants, le républicain Kevin McCarthy a promis de n'accepter de relever le plafond de la dette qu'en échange de réductions importantes des dépenses. Son emprise sur le pouvoir est particulièrement ténue en raison de la courte majorité (222-212) des républicains à la Chambre des représentants, comparativement à la majorité de 242-193 dont ils bénéficiaient en 2011 lors de la crise du plafond de la dette.³

La quasi-catastrophe de 2011

C'est à l'été 2011 que les États-Unis ont frôlé le plus près le défaut de paiement sur une partie de leurs obligations financières. La Chambre des représentants contrôlée alors par les républicains exigeait une réduction du déficit comme condition au soutien d'un relèvement du plafond de la dette. Un accord n'a été conclu que deux jours avant que les États-Unis ne soient dans l'incapacité d'honorer leurs obligations.

Cette quasi-catastrophe a bouleversé les marchés. L'indice boursier S&P500 a chuté de 17% entre le 22 juillet et le 8 août, et n'a effacé totalement ses pertes que six mois plus tard. Les secteurs le plus tributaires du gouvernement fédéral américain

¹ « There is no easy escape from America's debt-ceiling mess », *The Economist*, 23 janvier 2023

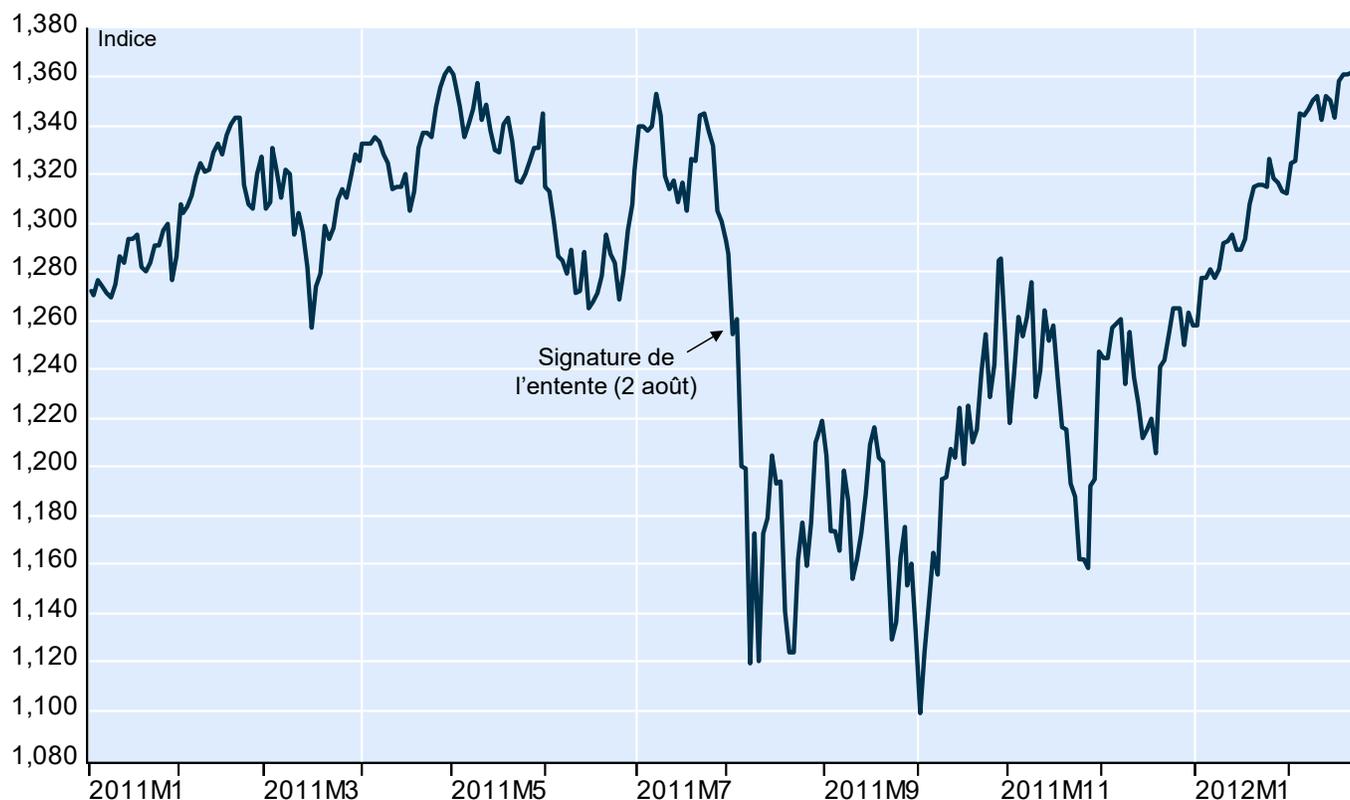
² Département américain du Trésor, 2023

³ « Debt ceiling fight: This time it's different. Here's how », Reuters, 5 janvier 2023

comme ceux de la santé et de la défense se sont effondrés de 25% pendant cette période.⁴ Cette politique de la corde raide a poussé Standard & Poor's à retirer aux États-Unis leur note de crédit triple A.

La réaction du S&P 500 avant et après la saga du plafond de la dette

Indice journalier



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Il est important de noter également que, si les taux des obligations d'État à court terme avaient alors fortement augmenté, celui des obligations du Trésor de 10 ans avait évolué en sens opposé, ces titres continuant d'être considérés par les investisseurs comme une valeur sûre en des temps troublés.⁵

Le scénario le plus probable

Bien que le plafond de la dette aux États-Unis soit actuellement un sujet brûlant dans les médias, le marché boursier n'a pas réagi au risque. Historiquement, le marché ne se réveille que lorsque l'échéance est toute proche. Comme par le passé, la crise sera selon toute probabilité dénouée là encore juste avant que certains paiements ne soient manqués, et ce, grâce à la pression que l'opinion publique, les forces politiques et les marchés financiers exerceront sur les deux partis pour éviter ce scénario catastrophe.

Deux facteurs en particulier motiveront les deux partis à éviter ce risque :

1. Aucun des deux ne voudra être tenu responsable des conséquences économiques, surtout si près des prochaines élections présidentielles.
2. L'opinion publique américaine est très peu favorable à une réduction des grands programmes sociaux (voir le graphique ci-dessous). C'est particulièrement vrai parmi l'électorat républicain, de plus en plus constitué de travailleurs et de personnes âgées.

⁴ « How investors are preparing for a debt ceiling standoff », CNN, 19 janvier 2023

⁵ « As Debt Limit Threat Looms, Wall Street and Washington Have Only Rough Plans », *New York Times*, 17 janvier 2023

Majorities favor increased spending for education, veterans, infrastructure, other govt. programs

If you were making up the budget for the federal government this year, would you increase, decrease or keep spending the same for ... (%)

	Increase spending	Keep spending the same	Decrease spending
Education	72	18	9
Veterans benefits	72	22	4
Rebuilding highways, bridges	62	27	7
Medicare	55	34	8
Environmental protection	55	30	14
Health care	53	27	17
Scientific research	52	31	14
Social Security	48	39	8
Assistance to needy in U.S.	46	34	17
Anti-terrorism in the U.S.	42	40	14
Military defense	40	34	23
Assistance to needy in the world	35	33	28
Assistance to unemployed	31	43	23

Note: Don't know responses not shown.

Source: Survey of U.S. adults conducted March 20-25, 2019.

PEW RESEARCH CENTER

Source : « Little Public Support for Reductions in Federal Spending », Pew Research Center, 11 avril 2019

Conclusion : Le feuillet du plafond de la dette de 2011 nous enseigne que, plus les deux partis attendent de voir se rapprocher l'échéance avant de négocier une entente, plus les conséquences financières sont désastreuses. Ce risque est amplifié par le fait que l'économie fait déjà face à un ralentissement de la croissance, à la hausse des taux d'intérêt, au resserrement quantitatif, à l'augmentation des niveaux de la dette, aux tensions sino-américaines et aux répercussions de la guerre en Ukraine.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.



Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.