

La dette publique est-elle soluble dans l'alcool?

Je lis rarement *Le Devoir* ces jours-ci. Quand j'ai déménagé de Hull à Aylmer il y a deux ans, j'ai tenté de conserver mon abonnement mais il n'y a pas de livraison à domicile de ce journal à Aylmer. Mes amis bloggeurs me diront que je peux toujours m'abonner à la version électronique; j'ai tenté de le faire, mais mon ordinateur n'est pas assez puissant pour manipuler adéquatement le fichier électronique du journal. Quoiqu'il en soit, il y avait un titre accrocheur à la première page du *Devoir* du week-end du 14 et 15 mars 2009, un titre sur le retour de Marx et des études marxistes, si bien que je l'ai acheté à l'épicerie. Mais ce n'est pas de Marx dont je veux vous entretenir ici, mais plutôt d'un article du journaliste François Desjardins portant sur la Caisse de dépôt et de placement du Québec, qui nous fait réfléchir sur le rôle financier que joue la dette publique.

Dans un texte fort astucieux et bien argumenté, Desjardins se demande pourquoi la Caisse a investi autant d'argent dans les PCAA, le papier commercial adossé à des actifs, un titre à court terme. L'ancien président de la Caisse, Henri-Paul Rousseau, autrefois professeur d'économie avec qui j'ai eu une fois l'occasion de croiser le fer lors d'un débat télévisé et qui m'avait alors paru détenir la science infuse, affirme que c'est parce que la Caisse n'avait pas le choix. La Caisse est un gros joueur sur les marchés financiers, et elle gère un énorme portefeuille. Les autres titres à court terme, liquides et ne pouvant donner lieu à des pertes en capital (en théorie du moins, comme on le sait maintenant), étaient une denrée rare. Rousseau ajoute que depuis 1998 le gouvernement fédéral accumulait des surplus, si bien que la quantité de titres gouvernementaux était en déclin, tandis que les marchés financiers demandaient toujours plus de ces titres fédéraux. Rousseau affirme aussi que les bons du Trésor, qui sont les titres à court terme émis par le gouvernement fédéral, pour une durée inférieure à un an, mais généralement de un, deux, ou trois mois, étaient particulièrement rares.

Sur cette question de rareté, Rousseau a probablement raison. Dans les années 2000, la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont décidé de modifier la proportion de titres à court terme et à long terme, en augmentant la part de ces derniers. Pourquoi faire une telle chose alors que l'on sait que les taux à long terme sont (presque) toujours plus coûteux que les taux à court terme? Le gouvernement canadien voulait diminuer les *fluctuations* de ses dépenses pour le service de la dette. En finançant une plus grosse partie de la dette publique sous forme de titres à long terme, le taux d'intérêt moyen sur la dette change beaucoup moins que si la dette est surtout financée par les bons du Trésor. Autrement dit, le gouvernement fédéral voulait se comporter comme les ménages qui tiennent à éviter toute mauvaise surprise quant à leurs paiements hypothécaires en choisissant une hypothèque à taux fixe pour vingt ans. D'autre part, on sait qu'il y a deux ou trois ans, le taux de financement à un jour des marchés monétaires interbancaires était tombé en-dessous du taux cible annoncé par la Banque du Canada. Celle-ci nous disait alors que c'était pour des raisons techniques, justement parce qu'il y avait une pénurie de bons du Trésor, qui sert de nantissement (de collatéral) pour les prêts sur ces marchés. Le taux d'intérêt interbancaire avec collatéral était ainsi tombé bien en dessous du taux sans collatéral et du taux directeur de la Banque du Canada. Celle-ci a ensuite rectifié le tir en précisant que son taux cible visait le taux interbancaire avec collatéral.

Cette pénurie étant reconnue, à défaut de bons du Trésor, la Caisse aurait pu acheter d'autres titres relativement sûrs, comme des acceptations bancaires, ou encore des PCAA émis par des banques. Mais la Caisse a choisi d'acheter des PCAA émis par des institutions financières non-bancaires. Commanditées par des banques étrangères qui devaient leur ouvrir des lignes de crédit si elles avaient besoin de fonds d'urgence, ces institutions étaient dirigées par des aventuriers, qui au départ n'avaient aucune expertise dans le monde de la finance, et qui avaient découvert une niche lucrative en introduisant un nouveau concept au Canada. Comme l'a rappelé en entrevue un ancien dirigeant de la Caisse, Michel Nadeau, l'expansion de ces compagnies, dont la plus connue était Coventree, a en fait été commanditée par la Caisse. La Caisse n'est donc pas à proprement parler une victime, car elle a contribué à l'essor de ces PCAA non-bancaires, touchant sans doute des commissions quand tout le monde ne faisait que chanter les mérites de cet outil financier, et donc il n'est pas surprenant qu'elle ait hérité d'une grosse part de ces PCAA qui se sont retrouvés complètement gelés quand la bise fut venue. Ceci n'est pas sans ressembler à la situation des banques d'affaires comme Bear Stearns et Lehman Brothers, aujourd'hui disparues, qui ont commandité la création de milliards d'actifs adossés à des hypothèques et de leurs dérivés synthétiques, tout en acquérant elles-mêmes des stocks énormes de ces actifs devenus illiquides ou même pourris.

Quoi qu'il en soit, même si les bons du Trésor canadiens se faisaient rares, rien ne forçait la Caisse à acquérir des PCAA. La Caisse aurait pu également acquérir des bons du Trésor émis par le gouvernement américain, très sécuritaires, comme l'ont fait bien des institutions étrangères, puisque le gouvernement américain en émettait à tire-larigot, à cause des énormes déficits qu'il a encourus à chaque année après le krach boursier de 2001. On peut objecter à cette solution que la Caisse aurait alors couru un risque de change, si le dollar américain s'était mis à chuter. Le risque de change ne semble pas avoir trop inquiété la Caisse puisque celle-ci a apparemment subi d'énormes pertes en raison de certaines de ses positions spéculatives en 2008, après avoir fait des gains en 2007. Mais il existait une alternative : acheter des bons du Trésor américains, et se couvrir du risque de change sur les marchés des changes à terme, obtenant ainsi exactement le même taux de rendement que sur les bons du Trésor canadiens. Mais comme le rappelle le journaliste du *Devoir*, la Caisse préférait apparemment obtenir des rendements supérieurs de 30 à 70 points au taux de rendement sur les bons du Trésor en faisant l'acquisition des PCAA non-bancaires. Sous ces conditions, il est difficile de croire que la Caisse n'était pas régie par une obsession de rendements élevés.

Ce qui est ironique, c'est qu'en poussant jusqu'au bout la logique de M. Rousseau, il appert que si le gouvernement canadien avait une dette publique plus élevée, les marchés financiers ne s'en porteraient que mieux, puisque les institutions financières pourraient détenir davantage de titres sûrs, à la fois liquides et dépourvus de risque de perte en capital. Les équations de l'économiste hétérodoxe Michal Kalecki démontraient déjà que les profits des entreprises sont proportionnels au déficit de l'État, toutes autres choses étant égales par ailleurs. Les arguments de M. Rousseau nous rappellent qu'un monde financier dépourvu de titres gouvernementaux serait un monde moins sécuritaire, puisque tous les actifs financiers seraient risqués et donc que les banques ne pourraient offrir aucun collatéral véritablement dépourvu de risque. Vouloir à tout prix éliminer les déficits publics et réduire au maximum le stock de la dette publique a des effets négatifs

sur les profits des entreprises et des effets pervers sur la stabilité des marchés financiers. Ceci, tout comme la débâcle actuelle du système financier, remet en question l'adage de nombreux professeurs de finance selon lesquels les marchés financiers ne se trompent jamais!