

L'IMPACT POSSIBLE DES BAIL-OUTS SUR LA DETTE AMERICAINE

Si la décision du gouvernement américain de mettre sous tutelle Fannie Mae et Freddie Mac a été plutôt bien accueillie par la presse, elle pourrait, ajoutée aux précédents et aux futurs bail-outs, constituer une très mauvaise nouvelle pour la dette souveraine américaine sur une perspective de moyen terme, puisque cette mise sous tutelle revient à transférer le risque sur les Tnotes. Déjà, certains signaux suggèrent que les marchés craignent une baisse de la qualité de la dette US.

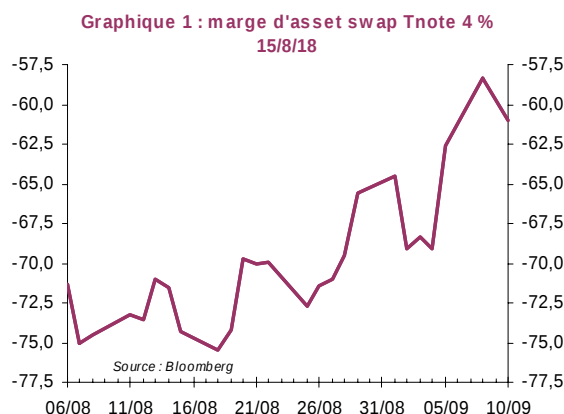
Bien sûr, le rendement du Tnote 10 ans baisse depuis mi-juin, en ligne avec des anticipations de hausse des taux Fed de moins en moins agressives, et grâce au rôle de valeur refuge des obligations souveraines, qui joue à plein quand l'aversion au risque est maximale. Mais cette évolution du niveau absolu du rendement des Tnotes cache l'affaiblissement de ces derniers en « valeur relative ».

En utilisant des instruments de « valeur relative » simples, nous montrons que la dette américaine est, à cause des stabilisateurs automatiques, des mesures fiscales prises en début d'année, et depuis les différentes mesures de sauvetage (effectives ou annoncées) dans le système financier, un peu moins attractive.

Rétrécissement des marges d'asset swap

Le **graphique 1** montre que la marge d'asset swap de l'actuel benchmark américain à 10 ans s'est contractée de 15pb environ depuis début août. Ce mouvement est à comparer avec le comportement récent de la marge d'asset swap du bund avril 2018, benchmark de la dette zone euro, qui elle s'élargit (**graphique 2**).

Dans les deux zones, les courbes de taux se sont aplaties depuis début août : ce facteur est donc neutre dans le comportement des marges d'asset swap.

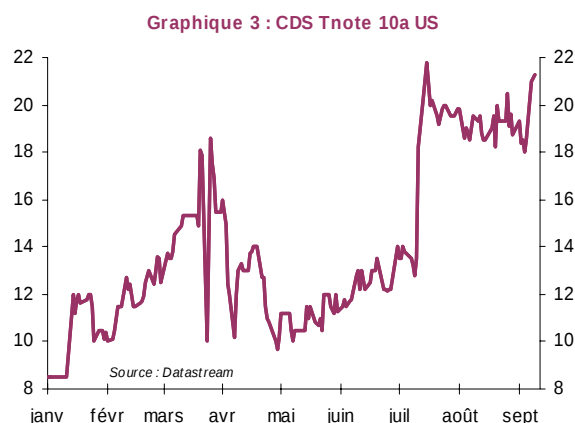


Graphique 2 : marge d'asset swap bund 4 %
avril 2018



Elargissement des CDS sur la dette souveraine américaine

Le deuxième signe montrant une (relative) dégradation du crédit américain, c'est l'élargissement des spreads de CDS sur cette dette. Le **graphique 3** montre que le CDS sur les Tnotes 10 ans a plus que doublé depuis le début de l'année.



Là encore, on ne retrouve pas l'équivalent pour la dette allemande (**graphique 4**).

Graphique 4 : CDS Bund 10a

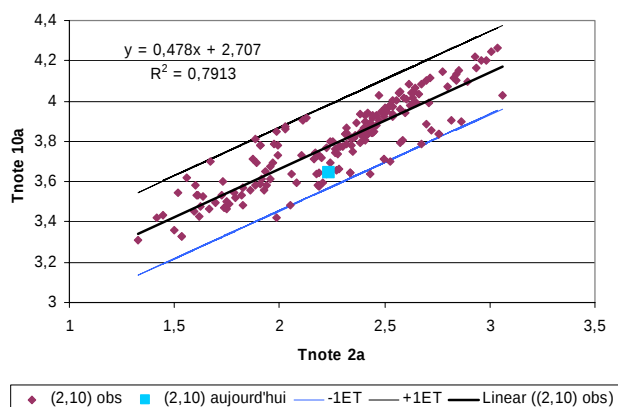


Le Tnote contre bund

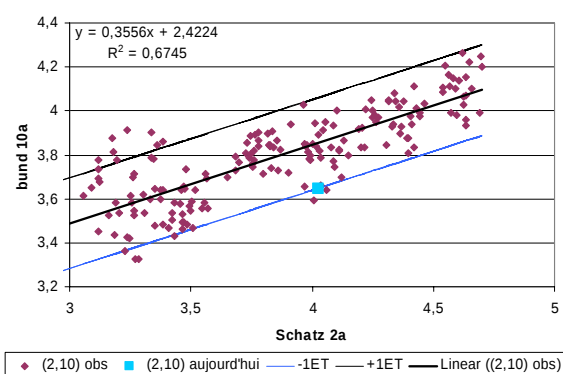
Evaluer la cherté du Tnote par rapport au bund n'est pas, évidemment, très rigoureux : il faudrait raisonner toutes choses restant égales par ailleurs, ce qui est difficile compte tenu du décalage cyclique entre les Etats-Unis et la zone euro, partant du décalage dans les cycles monétaires.

Il est peut-être plus pertinent d'observer le rendement actuel du Tnote par rapport à une fair value définie en faisant une régression à partir du taux à deux ans (qui explique l'essentiel du taux à 10 ans). On observe que le rendement actuel est certes inférieur à sa valeur théorique, mais n'en est pas très éloigné en dépit de la forte aversion au risque (graphique 5). Le même exercice réalisé avec le bund montre un décalage plus marqué (graphique 6).

Graphique 5 : Tnote 10 ans estimé et observé



Graphique 6 : Bund 10 ans estimé et observé

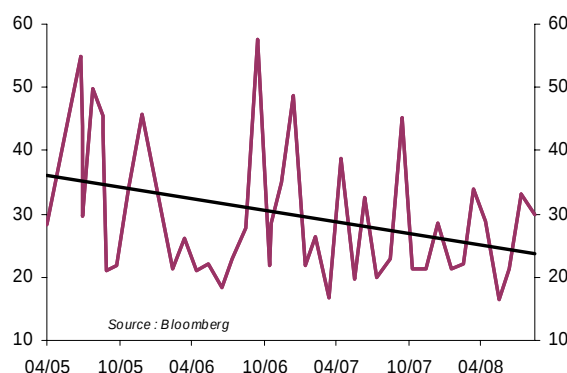


La taille plus importante du résidu dans la régression du bund suggère que ce dernier joue de manière plus significative que le Tnote un rôle de valeur refuge.

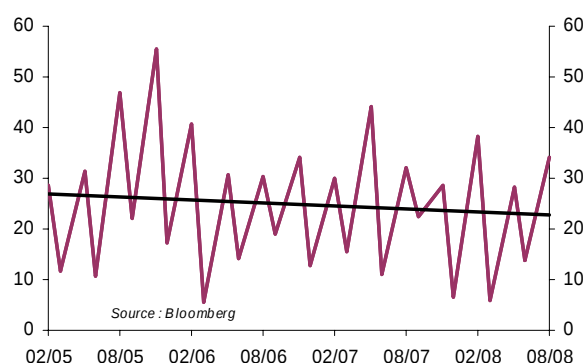
Les « indirect bids » aux adjudications de Tnotes

Dans le marché primaire des obligations souveraines américaines, il existe plusieurs façons d'apprécier l'appétit pour les TNotes. Ce que le marché regarde – et devrait regarder de plus en plus près, ce sont les « indirects bids », c'est-à-dire les bids qui proviennent des investisseurs étrangers. Ces « indirect bids » sont un proxy de l'appétit des investisseurs étrangers pour la dette souveraine américaine. Une tendance à la baisse de ces indirects bids serait donc une mauvaise nouvelle. Or cette tendance s'observe bien, comme le montrent les graphiques 7 et 8.

Graphique 7 : indirect bids Tnote 5a (en %)



Graphique 8 : indirect bids Tnote 10a (en %)



La tendance n'est pas encore très forte, mais pourrait le devenir en cas d'activisme plus marqué de la part du gouvernement pour garantir la stabilité du système financier.

Faut-il craindre une baisse de la qualité de la dette américaine ?

L'ensemble des agences de notation ont réaffirmé la notation de la dette américaine après le sauvetage de Freddie Mac et de Fannie Mae. Pour autant, ce sauvetage pose naturellement plusieurs questions sur les finances publiques américaines, en particulier celle de l'inclusion ou non des comptes de ces entités dans le budget Fédéral. En effet, en mettant sous tutelle les agences et en garantissant les titres qu'elles ont émis ou garantis, il pourrait sembler logique que les comptes des

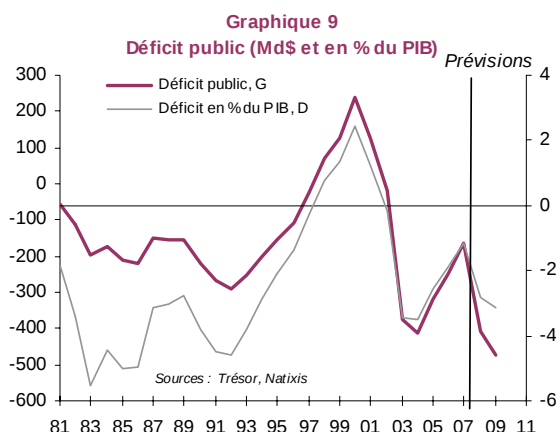
agences soient intégrés dans les comptes publics. L'avis du CBO (Congressional Budget Office) va dans ce sens. Pour autant, le Trésor ne s'est pas encore prononcé clairement sur la question.

Pour donner quelques ordres de grandeur, la dette publique (dette détenue par les agents privés) se monte actuellement à 5,48 trillions de dollars, représentant 38,3% du PIB.

La dette publique totale (agents privés + détentions intra-gouvernementales) soumise à limite définie par le Congrès est actuellement de 9,58 trillions de dollars. La limite a été augmentée cet été par le Congrès à 10,6 trillions (vs 9,8 trillions précédemment) ce qui signifie que la hausse potentielle se monte à environ 1 trillion de dollars.

Freddie Mac et Fannie Mae ont émis ou garantissent 5,3 trillions de dollars de titres (37% du PIB) dont seulement 1,6 trillions sont à leur bilan. Les 3,7 trillions restant sont hors bilan puisqu'ils sont détenus par d'autres investisseurs. Selon l'avis du CBO, la dette non garantie des agences devrait être ajoutée à la dette publique mais la dette garantie par des prêts ne devrait pas l'être de la même façon.

Le déficit budgétaire va continuer d'augmenter en 2009 impliquant une hausse de l'offre brute de papier souverain. **Notre prévision actuelle de déficit public pour 2009 est de 472Md\$ (3,2% du PIB)** après environ 410Md\$ en 2008 (2,8% du PIB). Pour autant, cette prévision ne prend pas en compte la décision récente du sauvetage des agences, ni un éventuel nouveau stimulus fiscal. **Le déficit sera vraisemblablement plus élevé de 100Md\$ environ (soit un déficit de 3,8% du PIB en 2009).** Le déficit dépendra également de l'issue des élections, avec probablement un nouveau stimulus fiscal dans le cas de l'élection d'Obama.



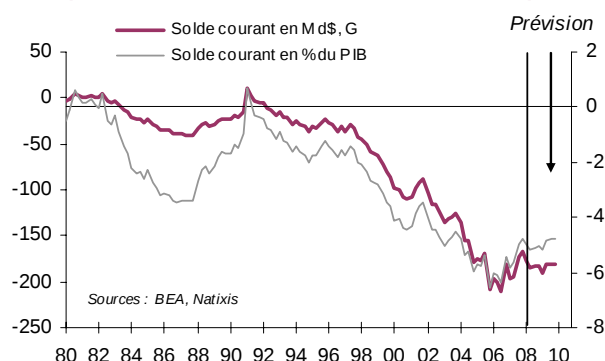
Un scénario de stress sur le déficit public pourrait être caractérisé par :

- une croissance finalement plus faible que ce que nous anticipons pour 2009 impliquant une ouverture plus importante du déficit cyclique. Notre prévision actuelle est de 1,3% en moyenne pour 2009. Avec une hypothèse très négative de 0,3% de croissance, cela impliquerait une augmentation du déficit de ½ point de PIB.
- l'utilisation totale de la garantie pour les deux agences soit 200Md\$ (1,3% de PIB) ;
- d'autres aides actuellement en discussion au Congrès pour des prêts en faveur du secteur automobile entre 25 et 50Md\$ (entre 0,2 et 0,3pt de PIB).
- un nouveau stimulus fiscal décidé en début d'année (en particulier si Obama était élu). L'ordre de grandeur pourrait être de 50Md\$ pour 2009 (0,3% du PIB)

Dans ce scénario de stress, le déficit public pourrait être supérieur à notre estimation d'environ 2,3% du PIB soit un déficit à 5,5% du PIB (soit 350 Md\$ de plus que notre prévision actuelle).

La spécificité des Etats-Unis est l'importance des investisseurs étrangers dans le financement du déficit public (57% des titres publics hors T-bills étaient détenus par des étrangers en juin 2007). En dépit du ralentissement de la conjoncture et de la baisse du dollar, le déficit courant américain ne s'est guère réduit ces dernières années (**graphique 10**).

Graphique 10
Etats-Unis : solde courant
(données trimestrielles en Md\$ et en % du PIB)



On observe depuis 2002, une lente modification de la composition des réserves de change mondiales, au détriment des actifs libellés en dollar (**graphique 11**). Une augmentation de l'offre de papiers souverains américains, associée à des interrogations croissantes par l'investisseur étranger sur la qualité de la dette du gouvernement américain, pourrait, à terme, peser lourdement sur les T-notes, tant en termes relatifs qu'en absolu.

