NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 mai 2011 – N°. 450

Les Etats-Unis ne pourront pas continuer à avoir un rôle international crédible

Le monde commence à réaliser que le problème financier des Etats-Unis n'a pas du tout été résolu : déficit public très important conduisant à une hausse rapide du taux d'endettement sans consensus politique pour le réduire ; difficultés des collectivités locales ; déficit extérieur à nouveau inquiétant au moment où les investisseurs non résidents s'inquiètent de la solidité du dollar. Fondamentalement, ces déséquilibres ont toujours la même cause : l'impossibilité d'avoir de la croissance aux Etats-Unis sans utiliser la désépargne. Outre leurs effets financiers (normalement dépréciation du dollar et hausse des taux d'intérêt à long terme après la fin du QE2) ces déséquilibres peuvent avoir un effet géo-politique important : les Etats-Unis n'auront plus les moyens d'une grande puissance (il faudra qu'ils réduisent les dépenses militaires, leur capacité d'intervention à l'étranger), ils seront dépendants des prêteurs internationaux pour le financement de leur économie. Si les investisseurs domestiques américains doivent financer le Trésor US après la fin du QE2, alors le secteur privé aux Etats-Unis dépendra des non résidents pour son financement.

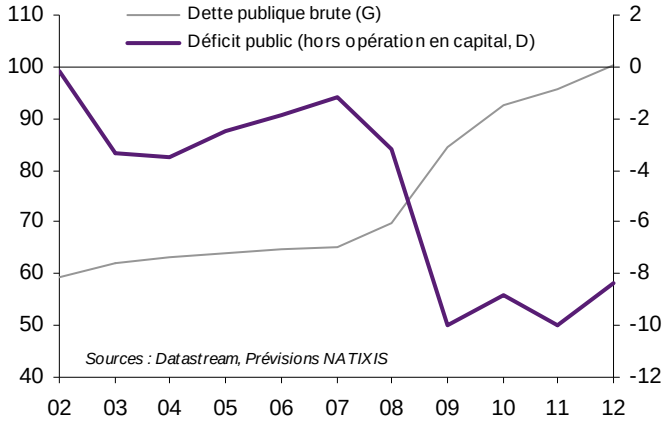
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Les déséquilibres économiques durables des Etats-Unis et leur cause profonde

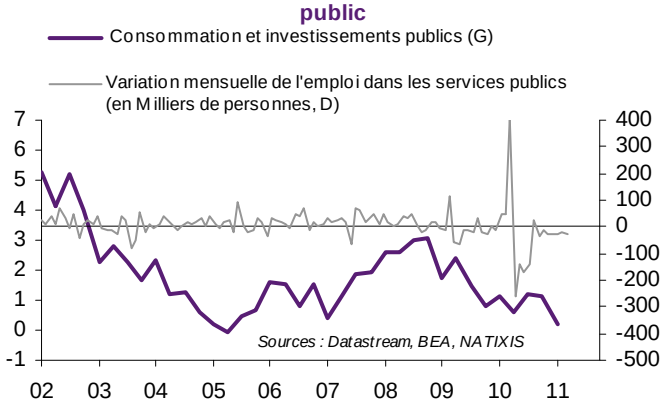
La communauté des investisseurs et des analystes commence à comprendre que **les Etats-Unis ont des problèmes financiers sévères et non résolus :**

- **déficit public très important (graphique 1)**, conduisant à **une hausse rapide du taux d'endettement public**, sans qu'on puisse imaginer un accord entre républicains et démocrates pour réduire le déficit **(encadré 1)** ;
- **difficultés des collectivités locales (tableau 1)** conduisant au recul de leurs dépenses **(graphique 2)** ;
- **déficit extérieur qui s'ouvre à nouveau (graphique 3a)**, alors que beaucoup d'investisseurs internationaux s'inquiètent au sujet de la solidité du dollar (avec **la hausse de l'endettement extérieur des Etats-Unis, (graphique 3b), le risque de downgrade, l'inquiétude sur la croissance des Etats-Unis (graphiques 3c/3d).**

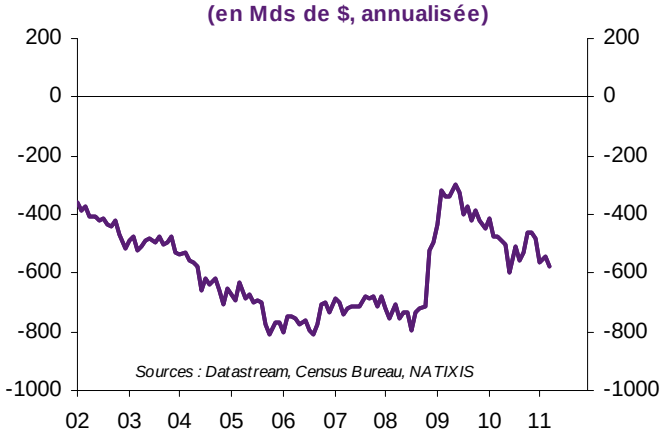
Graphique 1
Etats-Unis : dette et déficit publics (en % du PIB)



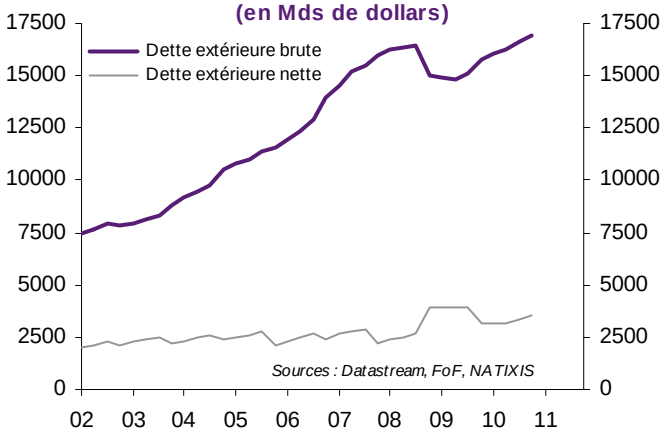
Graphique 2
Etats-Unis : consommation+investissements publics et variation mensuelle de l'emploi public



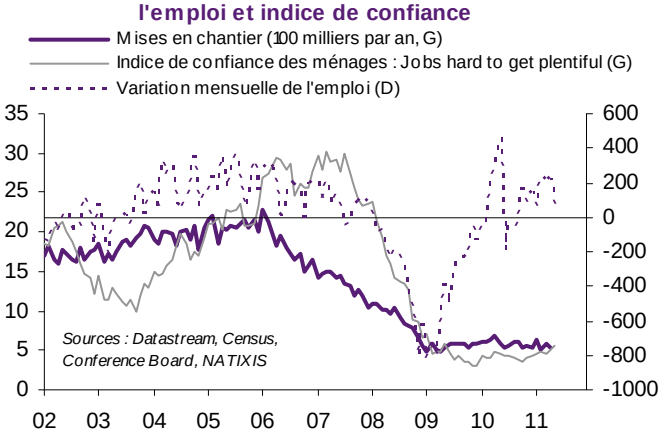
Graphique 3a
Etats-Unis : balance commerciale (en Mds de $, annualisée)



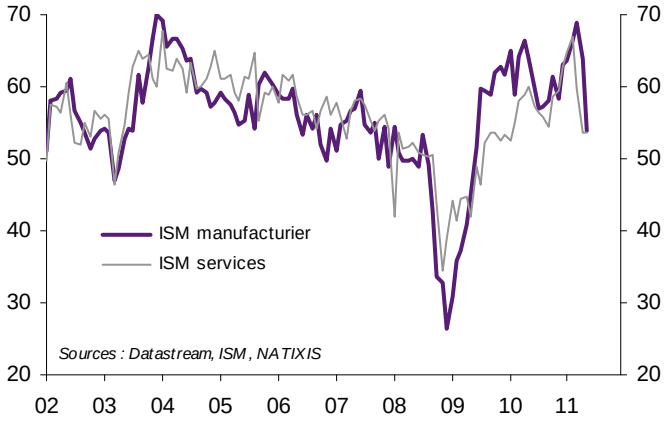
Graphique 3b
Etats-Unis : dette extérieure (en Mds de dollars)



Graphique 3c
Etats-Unis : mises en chantier, variation de l'emploi et indice de confiance



Graphique 3d
Etats-Unis : ISM



Encadré 1
Positions des républicains et des démocrates pour réduire le déficit public

Démocrates versus Républicains : l'impossible compromis

Les deux partis ont tour à tour présenté leurs propositions de réforme budgétaire. Schématiquement, deux visions s'affrontent. D'un côté les Républicains, fidèles à leur volonté de réduire la taille de l'Etat, poursuivent des programmes de réduction des dépenses publiques avec une moindre imposition des entreprises, la pérennisation des baisses d'impôts de Bush et l'abrogation de la réforme de santé. Paul Ryan, Président du Comité au Budget de la Chambre des Représentants a révélé récemment un projet ambitieux de consolidation budgétaire basé sur ces principes (**tableau 1**).

Tableau 1
Les propositions de Paul Ryan sur 2012-2021 (Républicain)

Baisse des dépenses	Baisse de 5,8 trillion de $ sur les 10 prochaines années par rapport au scénario de référence du CBO
Niveau des dépenses	Ramener les dépenses discrétionnaires hors défense à leur niveau d'avant crise
Taxe sur les individus	Etendre de manière permanente les baisses d'impôts de l'administration Bush, baisse des taux d'impositions, clôture des "loopholes"
Taxe sur les entreprises	Baisse des taux d'imposition à 25%
Taille du gouvernement	Réduire la taille du gouvernement à 20% en 2015 et à 15% en 2050
Déficit primaire	Equilibre du déficit primaire atteint en 2015
Santé	Abroger la réforme de la santé

Source: House Commitee on the Budget

En ce qui concerne les dépenses de santé qui sont la source la plus importante des pressions haussières de long terme sur le budget, Ryan a proposé de remplacer le programme d'assurance publique Medicare pour les personnes âgées par un système de subventions individuelles qui favorise la souscription d'assurances privées. Le programme d'assurance pour les plus démunis (Medicaid) sera décentralisé par le versement de subventions aux collectivités locales qui redistribueront le financement sur place. Selon Ryan le plan pourrait diminuer le déficit de 4,4 trillions de $ sur 10 ans.

Le projet a déjà été voté par la Chambre des Représentants mais la probabilité de passage au Sénat contrôlé par les Démocrates semble assez faible. Par ailleurs, il est possible que la Commission sur le Budget du Sénat propose en parallèle son propre projet budgétaire pour le vote.

Encadré 1 (suite)
Positions des républicains et des démocrates pour réduire le déficit public

Le projet de l'administration Obama

De son côté, le président Obama, propose la suppression des baisses d'impôts pour les hauts revenus, la réduction du budget militaire et la mise en place des nouvelles mesures liées à sa réforme de la santé. Ces dernières sont censées diminuer significativement le coût de santé. Les coupes de certaines dépenses discrétionnaires avec une réduction du budget de la Défense, une hausse des recettes en provenance de l'expiration des allégements fiscaux de Bush pour les hauts revenus, le plan d'Obama compte économiser 4 trillions de $ sur 12 ans y compris une baisse de 1 trillion de $ sur la charge d'intérêts de la dette (**tableau 2**).

Les Républicains considèrent ce plan peu ambitieux et seront fortement opposés à des baisses trop importantes des dépenses sur la défense et à toute hausse d'impôts.

Lueur d'espoir

A part ces deux projets partisans, qui ont peu de chance de voir le jour, il existe un potentiel pour l'introduction d'un plan bipartisan élaboré par une commission informelle qui se compose de membres du Congrès, trois Républicains et trois Démocrates - « the Gang of Six ». Pour l'instant, aucune proposition concrète n'a été faite de leur part, mais le groupe se base sur les propositions d'une commission fiscale organisée par l'administration Obama en 2010.

Tableau 2
Les propositions du Président Obama (2012-2023)

Baisse des dépenses	**Baisse des dépenses de 2 trillions de $ sur les 12 prochaines années**
dont dépenses mandataires	840 Mds de $ de baisse des dépenses principalement sur Medicare et Medicaid
dont dépenses discrétionnaires	Baisse de 1,17 Trillion de $ de dépense sur les secteurs de la défense et autres dépense discrétionnaires
Revenus	**Hausse des revenus de 1 trillion sur l'horizon (principalement avec l'expiration des Bush Tax cut)**
Dont taxe sur les individus	Expiration des baisses d'impôts de l'administration Bush pour les ménages touchant plus de 250K $ (700 Mds sur l'horizon)
Charge d'intérêt de la dette	Les mesures proposées permettront d'économiser 1 trillion de $ de charge d'intérêt de la dette
Déficit primaire	**Equilibre du déficit primaire atteint en 2014 avec un mécanisme de sécurité si cet objectif n'est pas atteint**

Source: OMB

Tableau 1
Insuffisance de ressources des Etats

	Total FY2010 Budget Gaps			
States	**FY2010 Before Budget Adoption**	**Additional FY2010 Mid-Year Gap**	**FY2010 Total**	**Total Gap as Percent of FY2010 General Fund**
California*	$45,5 Milliards	Yes*	$45,5 Milliards	52,8%
Illinois	$9,3 Milliards	$5,0 Milliards	$14,3 Milliards	43,7%
New Jersey	$8,8 Milliards	$2,2 Milliards	$11 Milliards	40,0%
New York	$17,9 Milliards	$3,2 Milliards	$21,0 Milliards	38,8%
Georgia	$3,1 Milliards	$1,4 Milliards	$4,5 Milliards	28,8%
Florida	$5,9 Milliards	$147 Millions	$6,0 Milliards	28,5%
Connecticut	$4,2 Milliards	$513 Millions	$4,7 Milliards	27,0%
North Carolina	$4,6 Milliards	$391 Millions	$5,0 Milliards	26,2%
Virginia	$1,8 Milliards	$1,8 Milliards	$3,6 Milliards	24,1%
Wisconsin	$3,2 Milliards	0	$3,2 Milliards	23,7%
Pennsylvania	$4,8 Milliards	$1,1 Milliards	$5,9 Milliards	23,6%
Washington	$3,4 Milliards	$1,4 Milliards	$4,8 Milliards	23,2%
Minnesota	$3,2 Milliards	$209 Millions	$3,4 Milliards	22,7%
South Carolina	$725 Millions	$439 Millions	$1,2 Milliards	21,5%
Massachusetts	$5,0 Milliards	$600 Millions	$5,6 Milliards	20,4%
Maryland	$1,9 Milliards	$936 Millions	$2,8 Milliards	20,3%
Michigan	$2,8 Milliards	$454 Millions	$3,3 Milliards	15,8%
Ohio	$3,3 Milliards	$296 Millions	$3,6 Milliards	13,9%
District of Colombia	$650 Millions	$167 Millions	$817 Millions	13,0%
Tennessee	$1,0 Milliards	$170 Millions	$1,2 Milliards	12,1%
Texas	$3,5 Milliards	0	$3,5 Milliards	10,7%

*Notes: * California's mid-year gap is included in the total shown for FY11 in Table 1. Oregon has a two-year budget.*
For Oregon, the size of the combined shortfall before budget adoption for FY10 and FY11 is shown here.

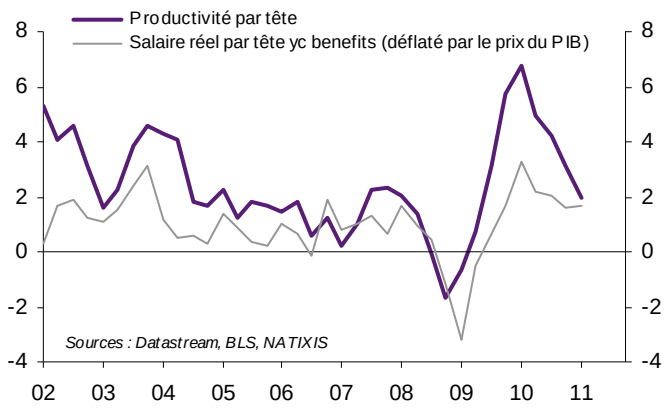
Tableau 1 (suite)
Insuffisance de ressources des Etats

States	Gaps States Have Faced in FY2011			
	Gap Before Budget Adoption in States with Biennial 09-11 Budgets	Gap Before Budget Adoption in States With Annual Budgets/New Gap in Biennial States	Total FY11 Shortfall Closed When Budget Adopted*	Total Shortfall as Percent of FY11 Budget
Illinois	0	$13,5 Milliards	$13,5 Milliards	40,4%
New Jersey	0	$10,7 Milliards	$10,7 Milliards	38,2%
North Carolina	$4,4 Milliards	$1,4 Milliards	$5,8 Milliards	30,6%
Connecticut	$4,4 Milliards	$700 Millions	$5,1 Milliards	28,8%
Georgia	0	$4,2 Milliards	$4,2 Milliards	25,4%
Minnesota	$2,8 Milliards	$1,2 Milliards	$4,0 Milliards	25,0%
Wisconsin	$3,4 Milliards	0	$3,4 Milliards	23,9%
Washington	$2,1 Milliards	1,4 Milliards	$3,5 Milliards	22,5%
California*	0	$17,9 Milliards	$17,9 Milliards*	20,7%
Florida	0	$4,7 Milliards	$4,7 Milliards	19,5%
Pennsylvania	0	$4,1 Milliards	$4,1 Milliards	16,2%
New York	0	$8,5 Milliards	$8,5 Milliards*	15,9%
Maryland	0	$2,0 Milliards	$2,0 Milliards	15,3%
Ohio	$2,5 Milliards	$463 Millions	$3,0 Milliards	11,0%
Texas	$3,3 Milliards	$1,3 Milliards	$4,6 Milliards	10,8%
South Carolina	0	$1,0 Milliards	$1,0 Milliards	9,4%
Tennessee	0	$1,0 Milliards	$1,0 Milliards	9,4%
Michigan	0	$2,0 Milliards	$2,0 Milliards*	9,3%
Massachusetts	0	$2,7 Milliards	$2,7 Milliards	8,6%
Virginia	0	$1,3 Milliards	$1,3 Milliards	8,5%
District of Colombia	0	$104 Millions	$104 Millions	1,7%

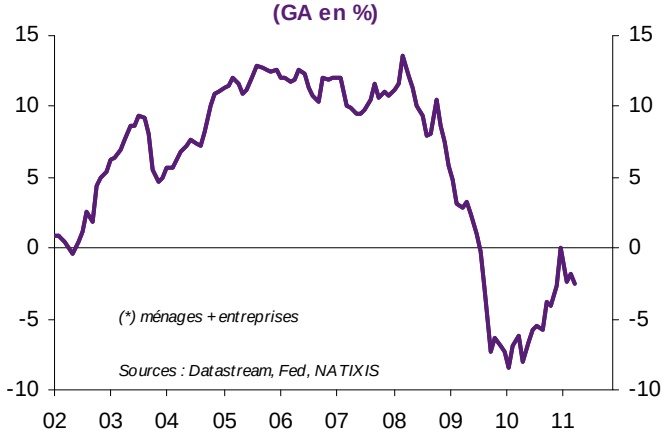
Note: California did not fully close the shortfall listed in this table. A $8.2 billions shortfall remains open for FY2011.
California's shortfall does not include $1.2 billions in proposed reserve replenishment. Oregon has a two-year budget. See Table 4 for additional gap information.

D'où viennent fondamentalement ces déséquilibres économiques des Etats-Unis ? Toujours de la même cause profonde : avec la déformation du partage des revenus au détriment des salariés et l'excès d'épargne des entreprises (graphique 4a), il ne peut y avoir de croissance aux Etats-Unis que s'il y a désépargne, d'abord du secteur privé **(graphique 4b)**, puis du secteur public **(graphique 1 plus haut).** Lorsque le secteur public doit se désendetter **(graphiques 4b/4c)** et que le secteur public doit réduire son déficit (**graphique 1** plus haut), **la croissance des Etats-Unis disparaît faute de moteur de la croissance. Comme ceci est inacceptable aux Etats-Unis, les déséquilibres dus à l'insuffisance d'épargne persistent (graphique 5).**

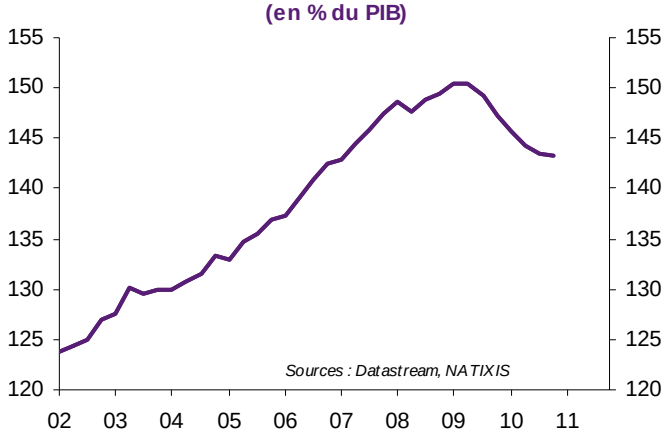
Graphique 4a
Etats-Unis : productivité et salaire réel par tête
(GA en %)



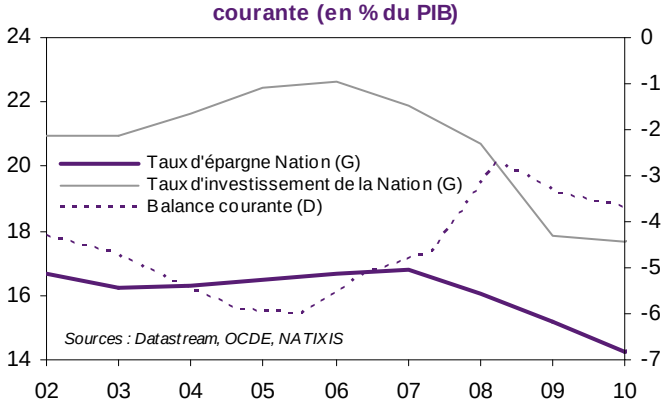
Graphique 4b
Etats-Unis : crédits bancaires au secteur privé*
(GA en %)



Graphique 4c
Etats-Unis : dette des ménages + entreprises (en % du PIB)



Graphique 5
Etats-Unis : taux d'épargne, taux d'investissement de la Nation et balance courante (en % du PIB)



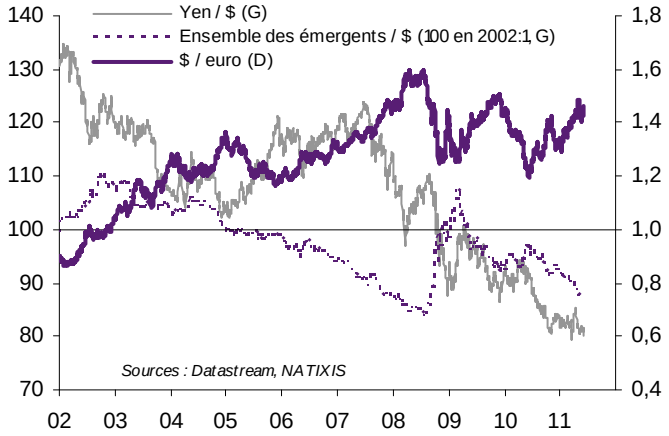
Les effets des déséquilibres durables aux Etats-Unis

1. **Le fait que les Etats-Unis aient de manière chronique un déficit public et un déficit extérieur, une dette publique et une dette extérieure en hausse, a bien sûr des effets sur les marchés financiers :**

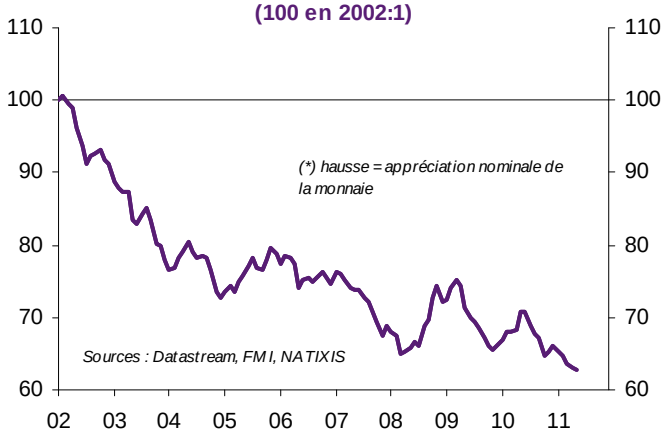
   - **dépréciation du dollar (graphiques 6a/6b)**, sauf dans les grandes poussées d'aversion pour le risque lorsque le dollar sert de valeur refuge, et sauf vis-à-vis de l'euro lorsque la crise des dettes périphériques de la Zone Euro est aigüe ;

   - **remontée qu'il faut attendre des taux d'intérêt à long terme sur le dollar (graphique 7a)**, lorsque les achats de Treasuries par la Réserve Fédérale dans le cadre du QE2 auront cessé **(graphique 7b).**

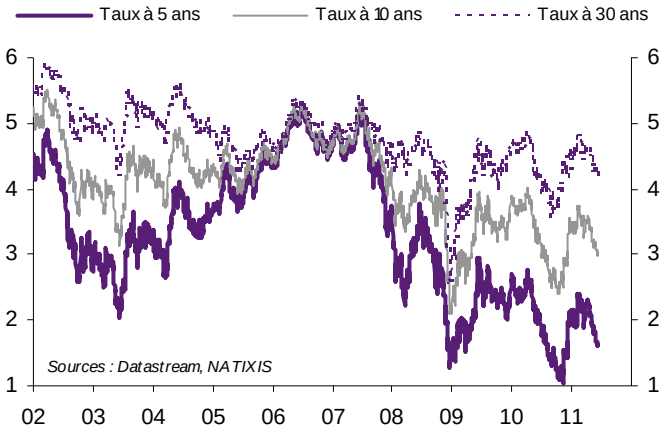
Graphique 6a
Taux de change contre dollar



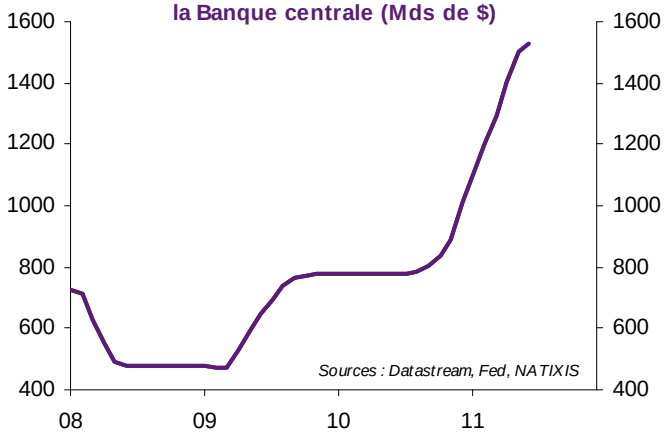
Graphique 6b
Etats-Unis : taux de change effectif nominal* (100 en 2002:1)



Graphique 7a
Etats-Unis : taux d'intérêt Treasuries



Graphique 7b
Etats-Unis : encours de treasuries détenus par la Banque centrale (Mds de $)



2. Mais nous pensons que les effets les plus importants des déséquilibres économiques des Etats-Unis ne seront pas financiers mais géo-politiques.

(a) On ne voit pas comment, dans le futur, l'administration américaine pourra éviter de réduire les dépenses militaires (graphique 8, tableau 2) et les interventions militaires extérieures des Etats-Unis, ce qui s'est déjà vu clairement en Lybie.

Graphique 8
Etats-Unis : dépenses militaires

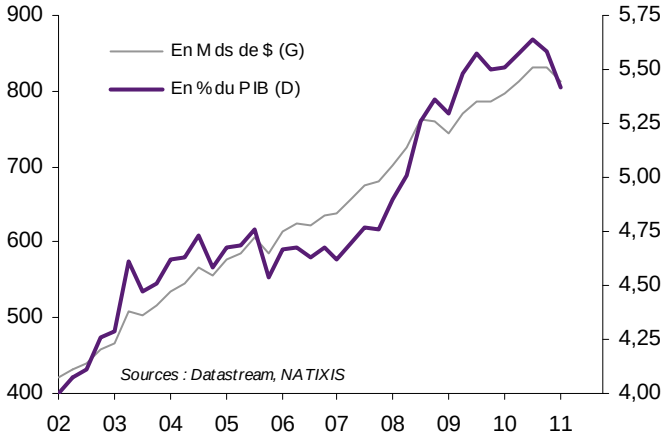


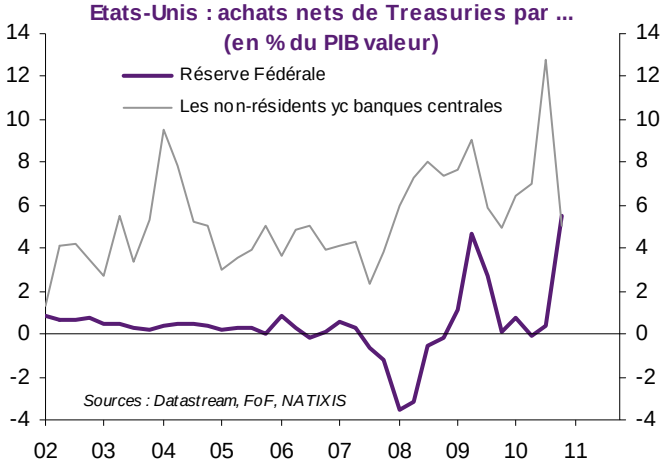
Tableau 2
Coûts des interventions militaires extérieures (Mds de $)

Irak	805,5
Afghanistan	443,5

Source : Congressional Research Service

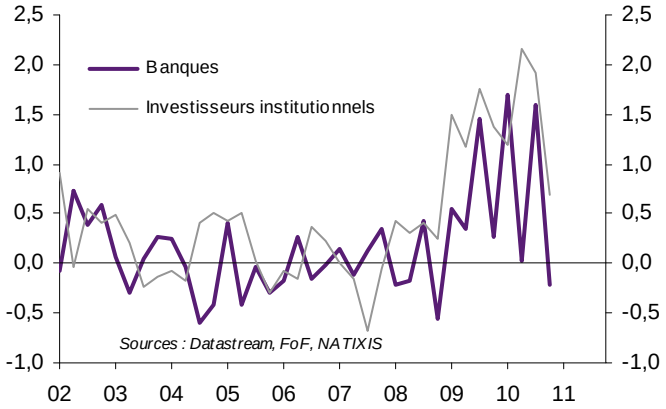
(b) Les emprunteurs américains vont être dépendants des prêteurs étrangers. Aujourd'hui, **le déficit public des Etats-Unis est financé essentiellement par la Réserve Fédérale et par les Banques Centrales des pays émergents qui recyclent les flux de capitaux que ces pays reçoivent (graphique 9).**

Graphique 9
Etats-Unis : achats nets de Treasuries par ...
(en % du PIB valeur)



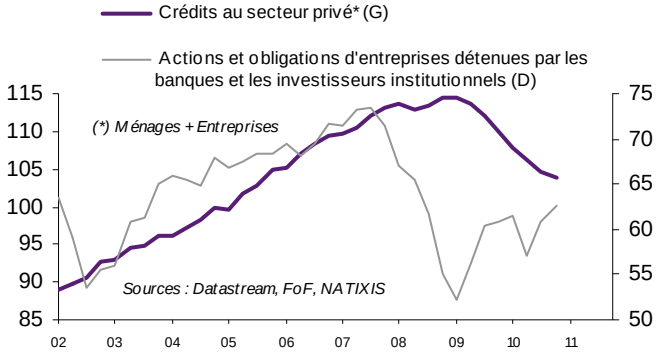
Mais **l'arrêt du QE2 va considérablement réduire les achats de Treasuries par l'ensemble des Banques Centrales.** Il est très peu probable que d'autres investisseurs non américains deviennent fortement acheteurs de Treasuries, avec les risques perçus aux Etats-Unis. **Ce sont donc normalement les banques et les investisseurs institutionnels domestiques des Etats-Unis qui devront financer le déficit public des Etats-Unis à la place des Banques Centrales**, ce qu'ils ne font aujourd'hui que pour de faibles montants **(graphique 10)**.

Graphique 10
Etats-Unis : achats nets de Treasuries par ...
(en % du PIB valeur)



Ceci veut dire que les banques et les investisseurs institutionnels aux Etats-Unis devront réduire leurs financements du secteur privé (ménages et entreprises, **graphique 11**) **pour pouvoir financer le Trésor.** Ceci implique **que le secteur privé aux Etats-Unis va être dans les mains des non résidents pour son financement, comme cela était le cas, jusqu'au QE2, pour le secteur public.** Ceci est évidemment une **cause de faiblesse pour l'économie américaine**, qui devra « passer dans les mains » des non résidents.

Graphique 11
Etats-Unis : crédits au secteur privé* et encours d'actions et d'obligations détenus par les banques (en % du PIB)



Synthèse : vers l'affaiblissement géo-politique des Etats-Unis

Les déséquilibres structurels économiques et financiers des Etats-Unis (déficit public, insuffisance d'épargne et déficit extérieur) **vont conduire à un affaiblissement géo-politique des Etats-Unis :**

- nécessité de réduire les dépenses militaires, capacité réduite à mener des actions militaires extérieures ;
- dépendance du secteur privé vis-à-vis des prêteurs non résidents pour son financement lorsque les investisseurs domestiques américains devront financer le déficit public des Etats-Unis après la fin du QE2.