NATIXIS

Flash
Économie

10 octobre 2008 - N° 447

Etats-Unis : le choix entre récession et à nouveau spoliation du Reste du Monde

Les Etats-Unis, ont, jusqu'à la crise de 2007, maintenu une croissance forte malgré la perte de substance de leur industrie (hors nouvelles technologies) en accroissant l'endettement des agents économiques privés (entreprises et ménages), et en vendant cette dette risquée au Reste du Monde sous une forme apparemment et fictivement peu risquée. De manière équivalente, la baisse du taux d'épargne de la Nation, qui soutient la demande intérieure et la croissance, a été compensée par l'attraction de l'épargne du Reste du Monde vers des actifs (ABS) plus risqués, compte tenu des actifs sous-jacents (crédits aux ménages), que ce qui était affiché.

La crise financière interrompt ce mécanisme de financement du supplément de croissance par la "spoliation" des investisseurs du Reste du Monde et la hausse de l'endettement des ménages.

Il se présente aujourd'hui un choix entre deux possibilités aux Etats-Unis :

- ***faire remonter le taux d'épargne de la Nation, en particulier le taux d'épargne des ménages, pour financer les investissements domestiques par l'épargne domestique et non par l'épargne du Reste du Monde. Ceci serait évidemment stabilisant à moyen terme (réduction des déséquilibres de balance courante, stabilisation du dollar), mais impliquerait à cout terme une forte récession aux Etats-Unis (et dans les autres pays) ;***

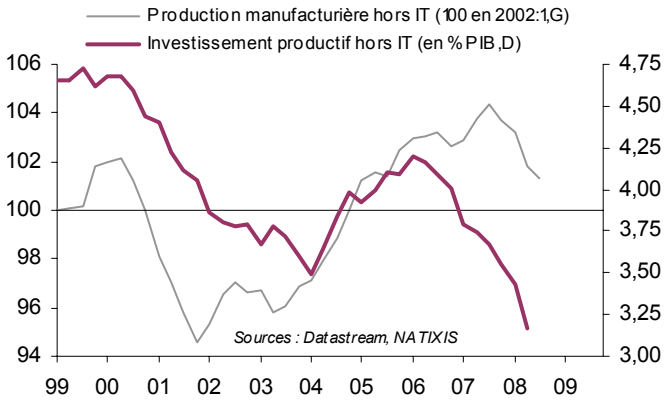
- ***refuser qu'il y ait récession et remontée de l'épargne des ménages ; ceci implique que le besoin de financement extérieur des Etats-Unis va rester très important ; il ne pourra plus être financé par la vente au Reste du Monde d'ABS (supposés peu risqués) ; ceci imposera donc que le Trésor des Etats-Unis serve d'intermédiaire entre les prêteurs du Reste du Monde et le besoin de financement des agents économiques privés aux Etats-Unis. On aurait donc une situation où le déficit public des Etats-Unis financé par la vente de Treasuries au Reste du Monde servirait à soutenir la demande des ménages américains (par des transferts publics, des baisses d'impôts, des bonifications de prêts, le soutien aux banques, des rachats d'actifs) et jouerait donc le même rôle que les ABS avant la crise. C'est très probablement ce modèle qui va être choisi.***
  Il reste à savoir si le Reste du Monde tomberait dans le même piège : acheter des actifs supposés sans risque qui financent en réalité le consommateur américain.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

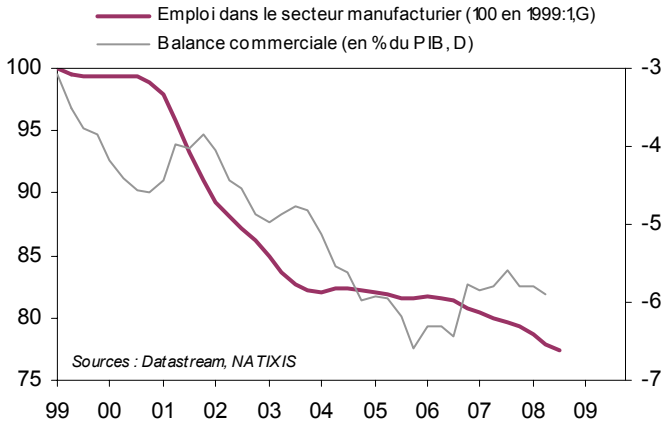
Le modèle de croissance des Etats-Unis de 2002 à la crise de 2007

La globalisation et le déclin induit de l'industrie traditionnelle aux Etats-Unis (que montre l'évolution de la production hors IT, des investissements de l'industrie **graphique 1**), de l'emploi manufacturier et de la balance commerciale **(graphique 2)**, auraient dû conduire à un net freinage de la croissance des Etats-Unis.

Graphique 1
Etats-Unis : Investissement productif et production manufacturière

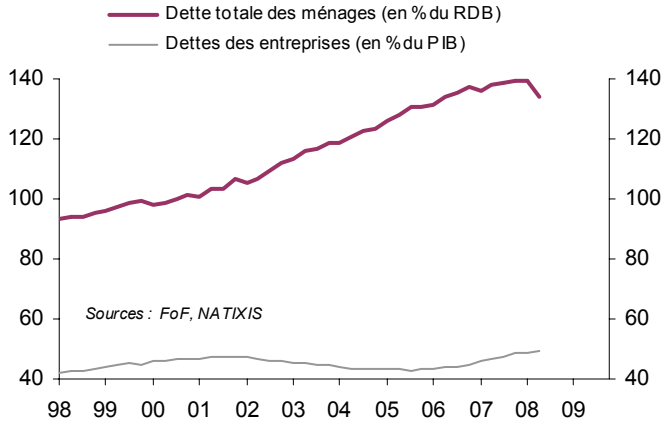


Graphique 2
Etats-Unis: Balance commerciale et emploi

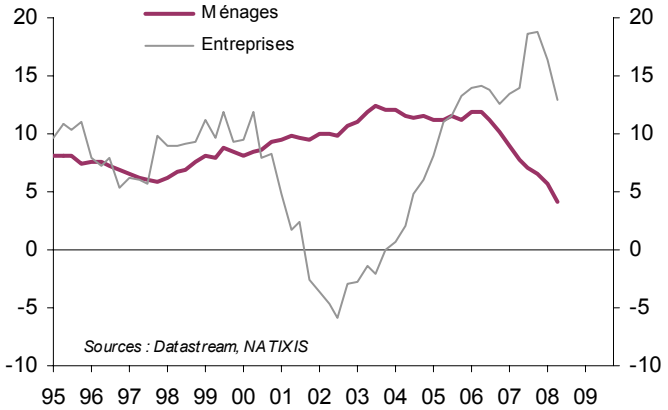


Mais ceci n'a pas été le cas grâce à la **forte hausse de l'endettement des ménages** (de 2003 à 2007) et à partir de 2005 à nouveau de **l'endettement des entreprises (graphiques 3 a/b)**.

Graphique 3 a
Etats-Unis : Taux d'endettement

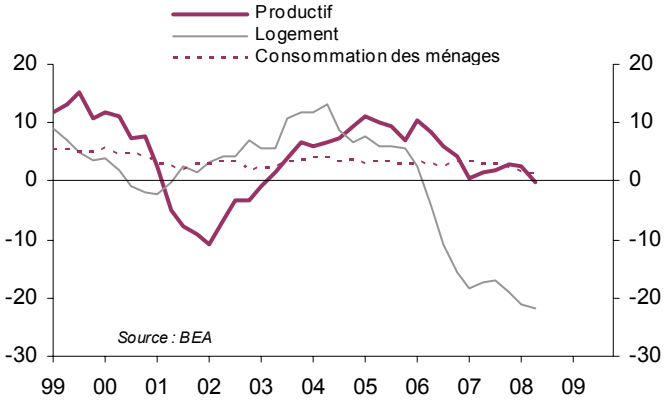


Graphique 3 b
Etats-Unis : Crédits (GA en %)

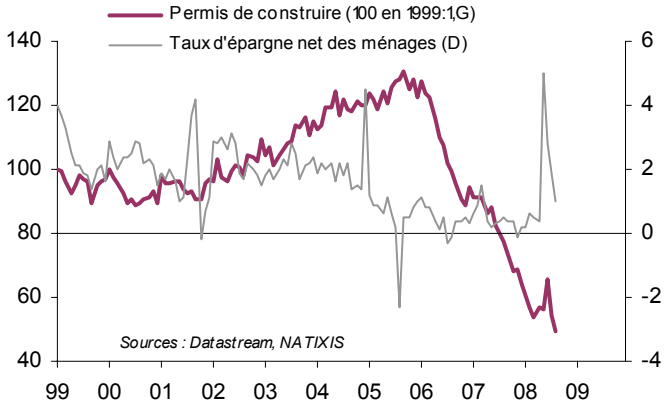


Il a résulté de la **hausse de l'endettement une forte hausse de la demande intérieure** : investissement logement, consommation des ménages avec la baisse du taux d'épargne, plus tard investissement productif **(graphiques 4 a/b)**.

Graphique 4 a
Etats-Unis : Investissements et consommation (volume, GA en %)

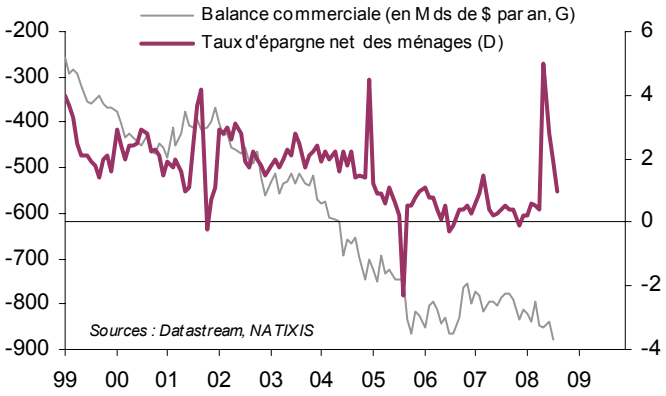


Graphique 4 b
Etats-Unis : Permis de construire et taux d'épargne des ménages

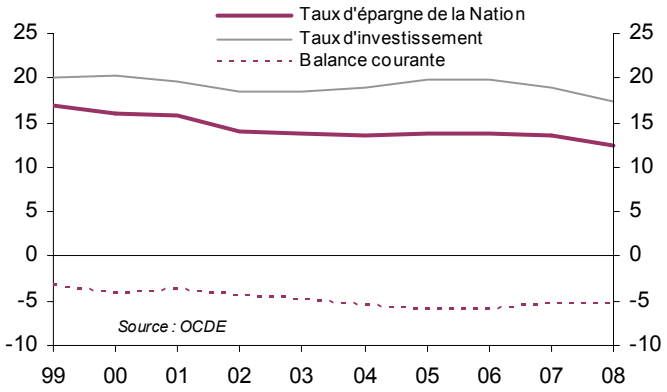


Puisque **la croissance a été tirée par l'endettement (particulièrement des ménages), par la baisse du taux d'épargne des ménages et du taux d'épargne de la Nation, elle a abouti à un fort élargissement du déficit extérieur des Etats-Unis (graphiques 5 a/b)**.

Graphique 5 a
Etats-Unis : Balance commerciale et taux d'épargne des ménages

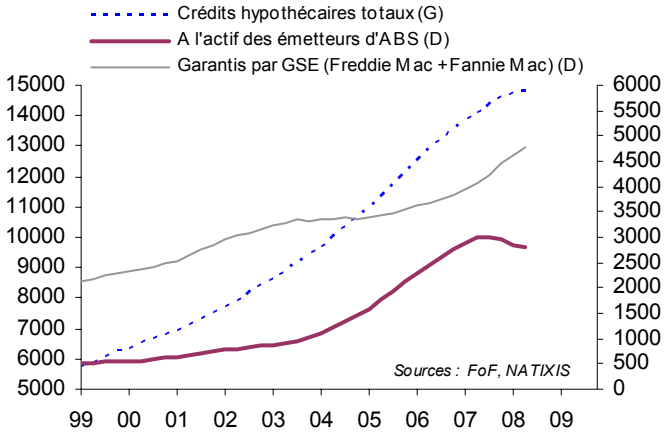


Graphique 5 b
Etats-Unis : Taux et balance courante (en % du PIB)

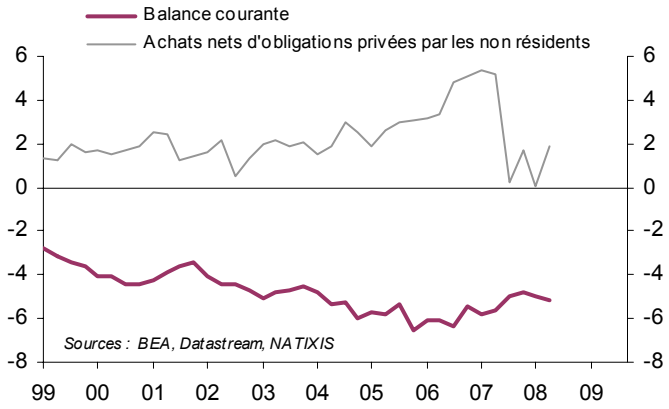


La question s'est donc posée **du financement de ce déficit extérieur. La réponse naturelle a été trouvée : titriser les crédits aux ménages** (par les agences, par le marché des ABS, **graphique 6**) et **les vendre au Reste du Monde** (le **graphique 7** montre jusqu'à la crise de 2007, l'importance des achats d'obligations d'entreprises américaines, ce qui inclut les ABS, le crédit structuré par les non résidents).

Graphique 6
Etats-Unis : Encours de mortgages (Mds de $)



Graphique 7
Etats-Unis : Balance courante et achats d'obligations (en % du PIB)



Ces ventes d'ABS adossés sur les mortgages au Reste du Monde ont été facilitées par le fait **que le risque réel des actifs** (très important comme le montre la hausse des taux de défaut sur les mortgages, **graphique 8**) **a été caché par la titrisation, l'obtention de notes d'agences très élevées sur les ABS ainsi construits (tableau 1)**.

Tableau 1
Etats-Unis : structure par rating des ABS (au 31/12/2007)

	ABS total	ABS à taux variable
Aaa	93,10%	88,60%
Aaa	1,20%	8,80%
Aaa	3,20%	1,20%
Baa	2,50%	1,40%

Sources: Lehman Brothers, NATIXIS

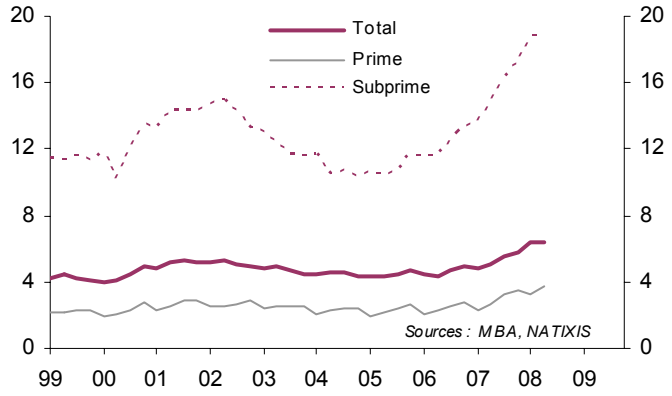
Le modèle de croissance des Etats-Unis jusqu'à la crise était donc simple : soutien de la demande intérieure par l'endettement des ménages → **déficit extérieur important des Etats-Unis → financement par la vente d'ABS basés sur les crédits aux ménages au Reste du Monde → déguisement de ces actifs risqués (comme les crédits aux ménages) en actifs peu risqués.**

Rupture de ce modèle avec la crise financière

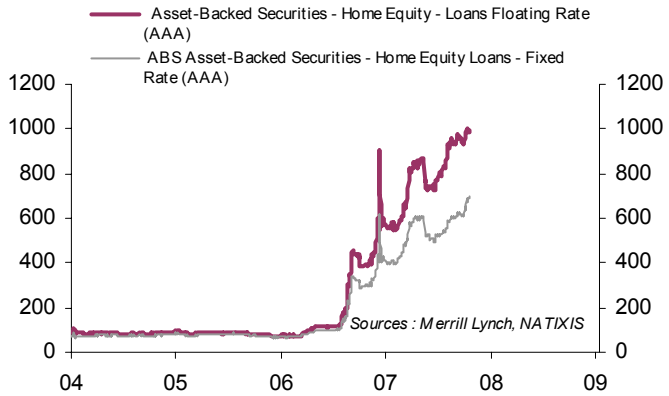
La crise financière révèle, par la hausse **des taux de défaut** des ménages **(graphique 8)** l'excès de leur endettement (**graphique 3 a). Il est probable que les ménages américains vont maintenant être condamnés à une longue période de réduction de leur levier d'endettement**, ce qui veut dire que le modèle antérieur de soutien de la croissance s'arrête.

De plus, **il n'est plus possible de financer le déficit extérieur des Etats-Unis par la vente d'ABS (ou d'obligations des Agences) au Reste du Monde**, compte tenu de la chute de ces marchés pendant la crise **(graphiques 9 a/b/c)**.

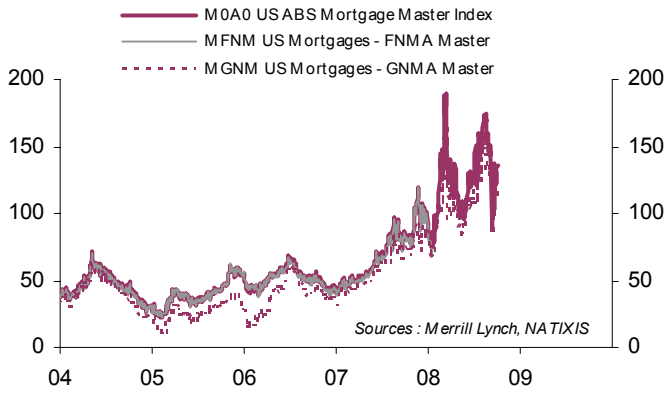
Graphique 8
Etats-Unis : Taux de défaut des ménages sur les crédits hypothécaires



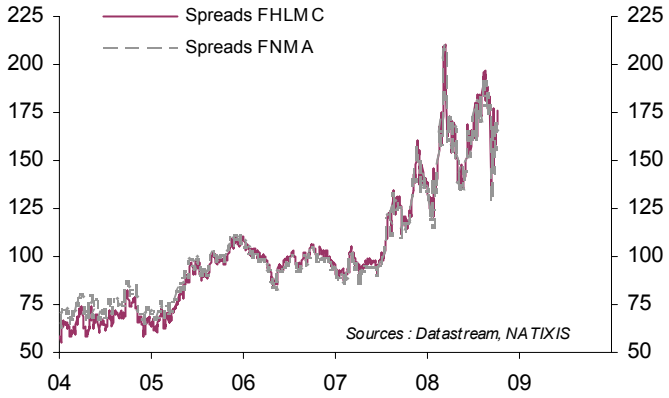
Graphique 9 a
Etats-Unis : Indices ABS sur home equity loans (spreads OAS, pb)



Graphique 9 b
Etats-Unis : Indices MBS sur crédits garantis par les agences (spreads OAS, pb)



Graphique 9 c
Spreads agencies Contre Govies 10 ans (en pb)



Il faut donc trouver un autre modèle macroéconomique pour les Etats-Unis ; deux pistes sont possibles :

- remontée du taux d'épargne, récession à court terme et réduction des déséquilibres et stabilisation à moyen terme ;
- refus du freinage de la croissance, déficits publics et financement du déficit extérieur par la vente de titres publics.

Premier modèle : le modèle vertueux

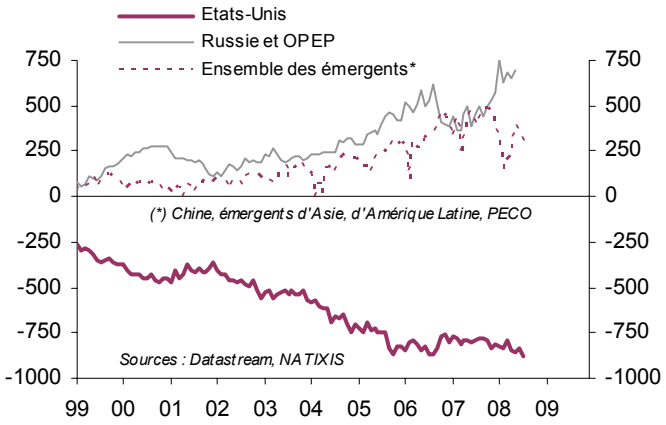
Ce modèle "vertueux" consisterait **à accepter la remontée du taux d'épargne des ménages et du taux d'épargne de la Nation (graphiques 5 a/b)**, ce qui permettrait :

- de **réduire le levier d'endettement des ménages par la hausse de l'épargne des ménages affectée au désendettement** ;
- **de réduire le déficit extérieur des Etats-Unis**.

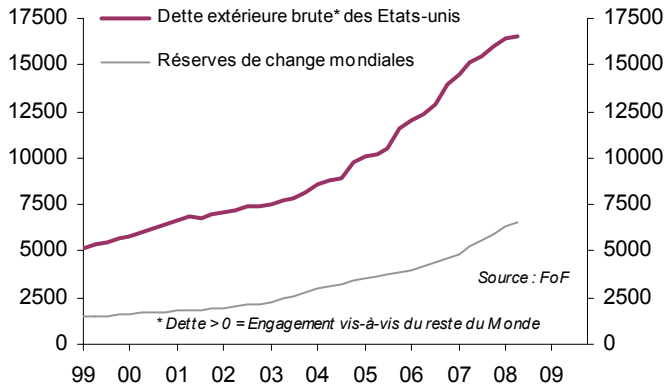
Ce modèle serait donc très stabilisant à moyen terme : réduction des déséquilibres de commerce extérieur **(graphique 10 a)**, stabilisation de la dette extérieure des Etats-Unis et des réserves de change des pays excédentaires **(graphique 10 b)**, donc freinage de la création monétaire mondiale **(graphique 10 c).**

Mais la remontée du taux d'épargne des ménages américains provoquerait à court terme une récession aux Etats-Unis avec la chute induite de la consommation. Le besoin de remontée de l'épargne des ménages américains est en effet très important compte tenu de la taille du déficit extérieur des Etats-Unis **(graphique 11)**.

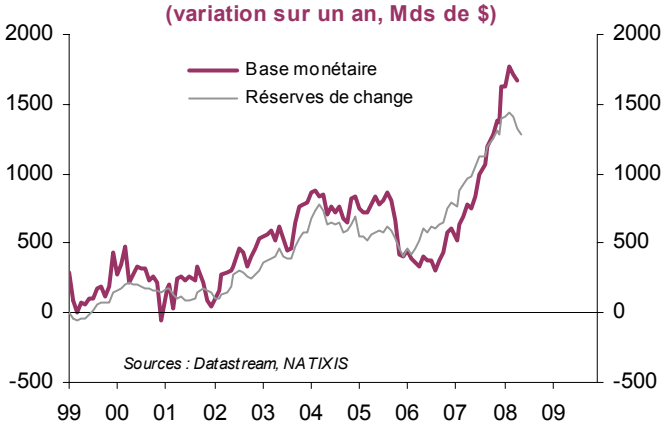
Graphique 10 a
Balance commerciale (en Mds de $ par an)



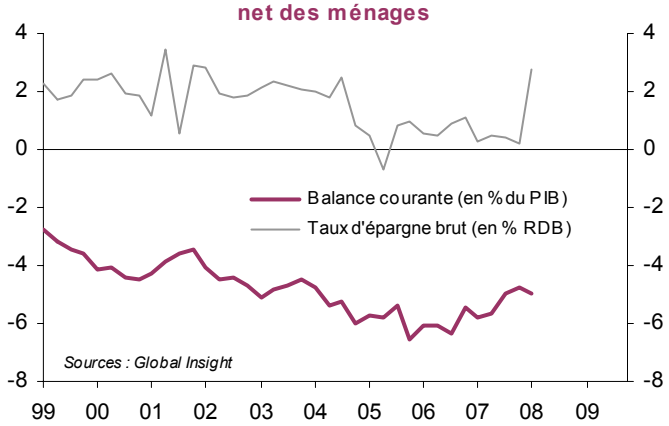
Graphique 10 b
Dette extérieure des Etats-unis et réserves de change mondiales (en Mds de $)



Graphique 10 c
Monde : Base monétaire et réserves de change (variation sur un an, Mds de $)



Graphique 11
Etats-Unis : Balance courante et taux d'épargne net des ménages



Second modèle : le modèle de poursuite de l'endettement

Si le gouvernement et l'opinion publique aux Etats-Unis refusent l'idée d'une récession, donc d'une remontée de l'épargne des ménages, ils sont devant une difficulté double :

- **les ménages américains doivent se désendetter** ;
- **les non-résidents ne veulent plus acheter d'ABS**.

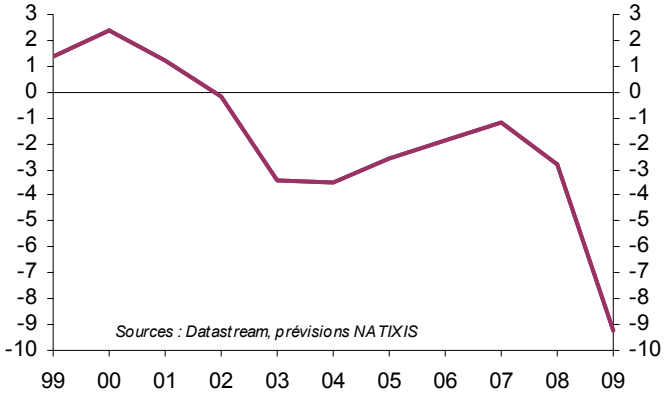
La seule solution est donc la suivante :

1. **augmenter massivement le déficit public des Etats-Unis pour soutenir la dépense des ménages** par des transferts de revenus, des baisses d'impôts, la bonification – baisse des taux d'intérêt – des crédits, le soutien aux banques – rachats d'actifs – pour qu'elles ne rationnent pas le crédit, le soutien aux emprunteurs en difficulté…

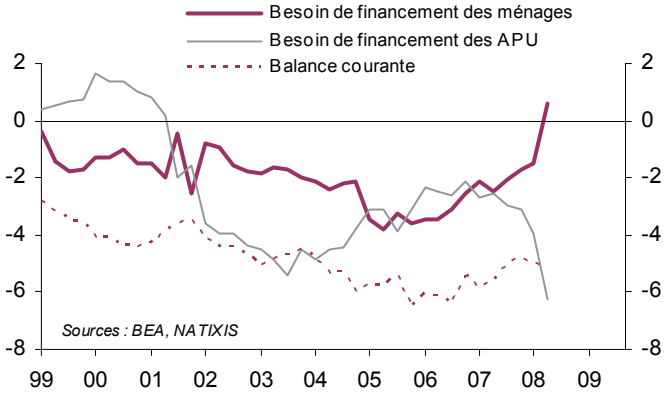
2. puisque le déficit public des Etats-Unis augmente, même si le taux d'endettement des ménages américains n'augmente plus, **le déficit extérieur des Etats-Unis ne se réduit pas** ; puisqu'il ne peut plus être financé par des ABS, **il doit être financé par la vente de titres publics au Reste du Monde.**

C'est évidemment cette situation qui va être retenue ; ceci se voit dès aujourd'hui : le déficit public des Etats-Unis augmente massivement (en particulier en 2009 avec le plan de soutien des banques **graphique 12**) ; la hausse du besoin de financement des administrations publiques compense la baisse du besoin de financement des ménages (la stabilisation de leur taux d'endettement) et empêche la réduction du déficit extérieur **(graphique 13)** ; le déficit extérieur des Etats-Unis n'est plus financé par la vente d'ABS (inclus dans les obligations d'entreprises) mais par celle de titres publics au Reste du Monde **(graphique 14)**.

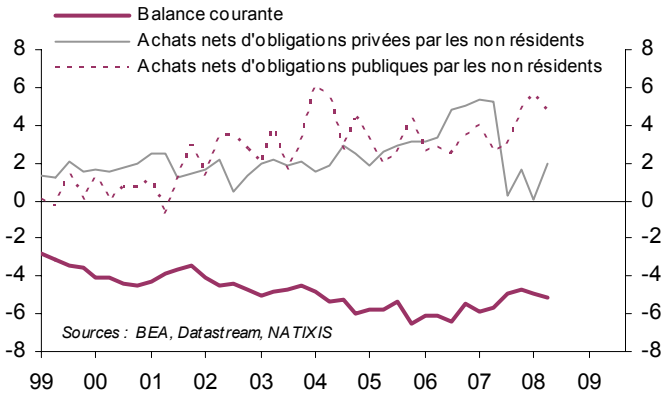
Graphique 12
Etats-Unis : Deficit public (% PIB) avec programme de sauvetage des banques



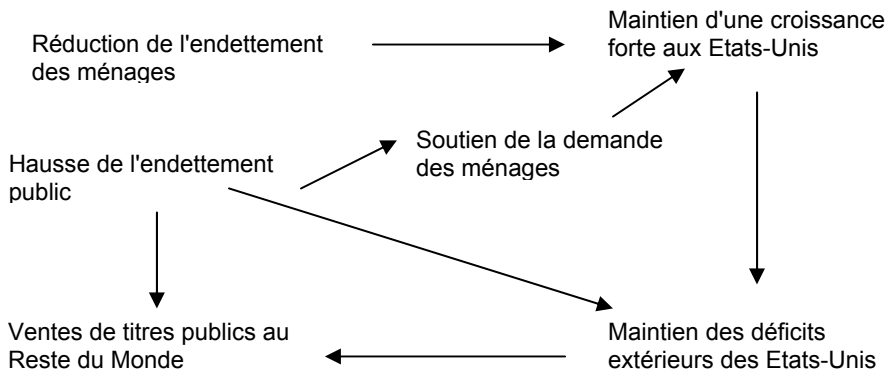
Graphique 13
Etats-Unis : Besoin de financement et balance courante (en % du PIB)



Graphique 14
Etats-Unis : Balance courante et achats d'obligations (en % du PIB)



Le nouveau modèle de croissance des Etats-Unis devient donc :



Dans le cas du modèle antérieur à la crise, les investisseurs du Reste du Monde achetaient des ABS en pensant qu'ils étaient peu risqués ; ils l'étaient en réalité puisqu'ils finançaient l'excès d'endettement des ménages. **Dans le cas du nouveau modèle qui se met en place, les investisseurs du Reste du Monde achètent des Treasuries en pensant qu'ils ne sont pas risqués. Leur contrepartie étant la hausse de la dépense des ménages, ils sont en réalité risqués : c'est de la dette des ménages déguisée en Treasuries.**

Synthèse : jusqu'où va aller la naïveté des investisseurs non américains ?

De 2003 à 2007, les investisseurs non américains ont financé l'excès d'endettement des ménages américains (permettant de stimuler la croissance des Etats-Unis) en achetant des titres liés aux crédits hypothécaires (ABS, dette des agences) et en croyant qu'ils étaient peu risqués.

Ce modèle de soutien de la croissance, malgré la globalisation, aux Etats-Unis, s'arrête avec la crise financière.

Il aurait pu être remplacé par un modèle de désendettement des ménages américains basés sur la hausse de leur épargne. Ce modèle aurait été très stabilisant à moyen terme, mais il est clairement rejeté, à la fois par les démocrates et les républicains, parce qu'il implique une récession à court terme.

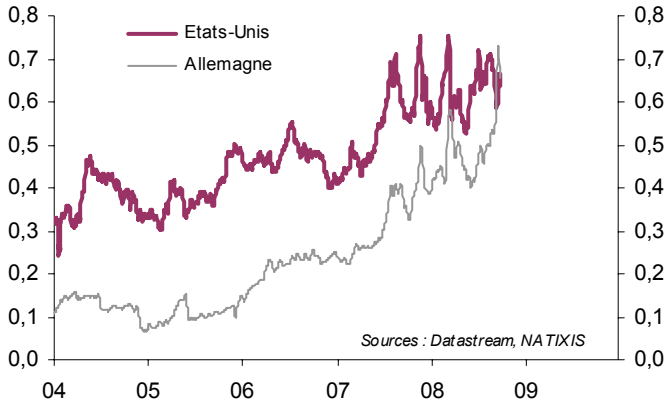
Le nouveau modèle des Etats-Unis est donc un modèle où les ménages américains se désendettent mais où leur consommation reste forte grâce aux déficits publics. La désépargne publique se substitue donc à la désépargne privée et maintient le déficit extérieur des Etats-Unis, qui est financé par la vente de titres publics au Reste du Monde.

Les investisseurs du Reste du Monde n'avaient pas compris que les ABS étaient risqués, puisque les crédits aux ménages américains le sont, **comprendront-ils que les Treasuries qu'ils achètent sont risqués puisqu'ils financent la dépense des ménages et sont donc l'équivalent de crédits aux ménages ?** Ce n'est pas sûr.

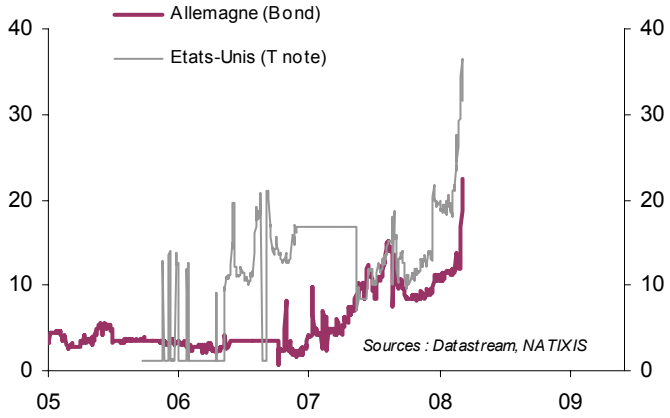
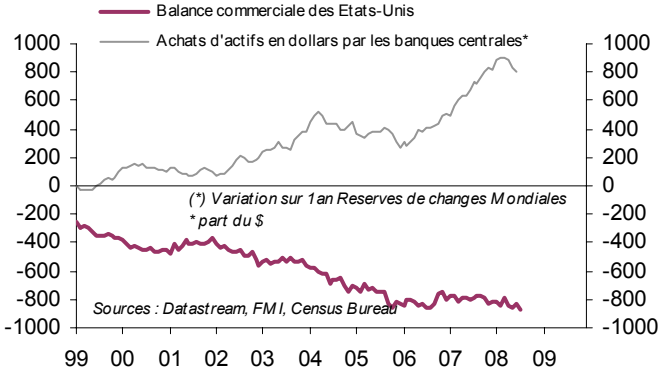
Il est vrai que **la qualité de crédit de la dette publique des Etats-Unis se dégrade** et que ceci se voit à certains signes : resserrement de swap spreads par rapport à l'Allemagne **(graphique 15 a)**, hausse des CDS sur les Treasuries **(graphique 15 b)**.

Mais il n'est pas sûr que ce mouvement aille très loin, d'autant plus que l'essentiel du financement du déficit extérieur des Etats-Unis est réalisé par les banques centrales (graphique 16), et que celles-ci sont obligées d'acheter des actifs en dollars pour éviter la dépréciation du dollar.

Graphique 15 a
Swap spread à 10 ans



Graphique 15 b
CDS



Graphique 16
Balance commerciale des Etats-Unis et achats d'actifs en dollars par les banques centrales (Mds de $ par an)