

L'administration américaine a-t-elle perdu la raison ? Non, elle est totalement cynique.

Les politiques économiques mises en place aux Etats-Unis sont impressionnantes : déficit public approchant 14 % du Produit Intérieur Brut, taux directeurs quasi-nuls, base monétaire ayant plus que doublé en un an. Compte tenu des annonces de l'administration américaine, ces politiques vont se prolonger (achats d'actifs par la Réserve Fédérale, soutien des banques, des emprunteurs, extension de l'assurance-maladie, construction d'infrastructures publiques...).

Ces politiques incroyablement expansionnistes ont donc deux motivations bien différentes :

- *le soutien à court terme de l'économie, l'arrêt de la crise financière ;*
- *des politiques structurelles de moyen terme (protection sociale, investissements publics, éducation...).*

On a l'impression qu'il n'y a plus de limite, cependant, à ces politiques.

Quels sont les risques, sont-ils suffisamment sérieux pour que l'administration américaine ait du renoncer ?

- *le déficit public (et le déficit extérieur induit) devrait être financé par les pays exportateurs de pétrole et par la Chine tant que le régime de change présent restera en place. Le risque d'insolvabilité budgétaire à court terme est donc exclu ;*
- *la création monétaire massive est réalisée dans un environnement de sous-évaluation généralisée des actifs, ce qui en limite le risque dans un premier temps ; elle permet de plus de monétiser l'excès de dette publique ;*
- *mais à moyen terme :*
 - *même si la dette publique supplémentaire est absorbée sans difficulté, il faut assurer la solvabilité budgétaire, ce, en l'absence d'inflation, exigera une hausse de la pression fiscale aux Etats-Unis ;*
 - *l'excès de liquidité fera apparaître de nouvelles bulles sur les prix d'actifs, ce qui peut être un problème purement américain mais sera plus probablement un problème mondial (s'il s'agit des actions, des matières premières...) ;*
 - *les acheteurs non-résidents d'actifs en dollars (Chine en particulier) pourraient arrêter de stabiliser le dollar, ce qui entraînerait une violente dépréciation du dollar ; mais, plus ils auront accumulé de dollars, plus il est improbable qu'ils le fassent.*

En réalité, l'administration Obama n'a pas perdu la raison, mais :

- *sait qu'elle ne prend pas de risque à court terme ;*
- *sait qu'elle dilue les risques liés à l'excès de liquidité à long terme sur l'ensemble de la planète ;*
- *accepte l'idée d'une pression fiscale durablement plus élevée aux Etats-Unis ;*
- *sait que plus les non-résidents auront accumulé de dollars, plus il leur sera difficile d'arrêter de le soutenir.*

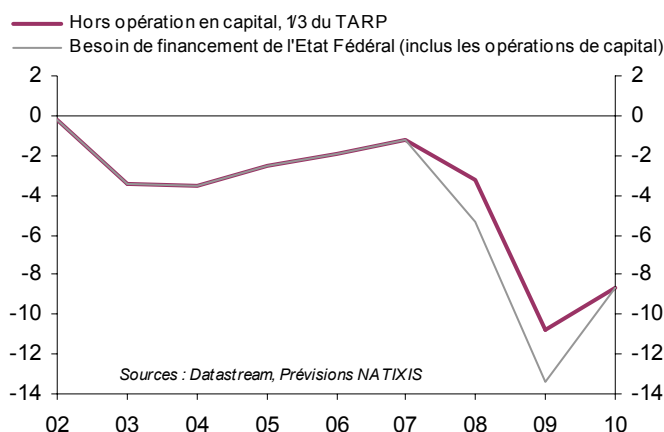
Elle est donc profondément cynique.

Politiques économiques « extraordinaires » mises en place aux Etats-Unis

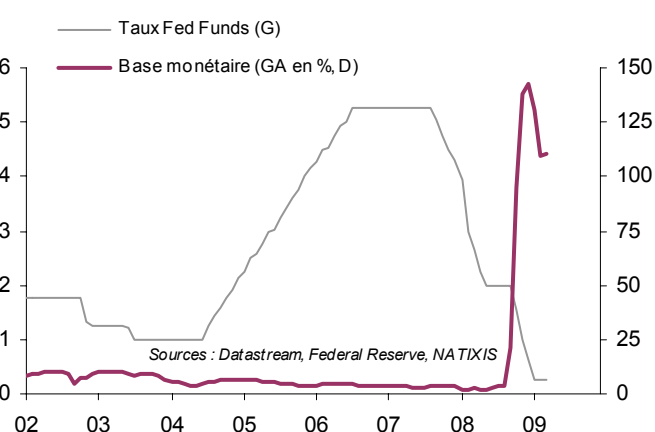
Dans la période récente, l'administration américaine a mis en place des **politiques économiques d'une ampleur sans précédent** :

- déficit public (au sens large) approchant 14 % du PIB en 2009 (**graphique 1**) ;
- taux d'intervention quasi-nuls de la Réserve Fédérale et croissance extrêmement forte de la base monétaire avec les achats d'actifs par la Banque Centrale (**graphique 2**).

Graphique 1
Etats-Unis : déficit public (en % du PIB)



Graphique 2
Etats-Unis : base monétaire et taux Fed Funds



Ces politiques vont se poursuivre avec la poursuite des achats d'actifs par la Réserve Fédérale (**encadré 1**), les programmes de soutien des banques et des emprunteurs (**encadré 2**), les réformes de la santé (**encadré 3**), les besoins d'infrastructures publiques (**encadré 4**)...

Encadré 1

Nouvelles annonces de la Fed sur les programmes d'achats supplémentaires d'actifs par la Réserve Fédérale

A l'issue du FOMC de 18 mars, la Fed a annoncé une nouvelle augmentation de la taille de son bilan :

- achats de 750Md\$ supplémentaires de MBS d'agences portant le montant total à 1 250Md\$;
- achats de 100Md\$ de titres d'agences supplémentaires portant le montant total à 200Md\$;
- achats de titres du Trésor à hauteur de 300Md\$

Encadré 2

- Aides nouvelles aux banques ;
- programme de soutien des emprunteurs immobiliers : le Trésor a annoncé une aide de 75Md\$ au secteur immobilier. Deux mesures phares :
 - permettre aux ménages qui ne sont pas en défaut mais qui n'ont pas assez d'equity (différence entre la valeur du prêt et la valeur de la maison) de refinancer leur prêt pour bénéficier de la baisse des taux hypothécaires ;
 - modification des prêts à risque (défaut de paiement) pour rendre les prêts abordables (paiement d'intérêt rapportés à 30% du revenu), la moitié étant financée par le créancier (banques, etc...), l'autre par l'Etat.

Encadré 3

Etats-Unis

Le budget 2010 établit un fonds de \$633,8 Md sur 10 ans pour financer la réforme du système de santé américain. Ces fonds sont constitués de \$316Md d'économies de santé et de \$317,8Md de recettes fiscales sur 10 ans. Le programme est assez flou, l'objectif donné est d'aller vers une assurance maladie pour tous les américains.

Les propositions du budget sont les suivantes :

- accélérer l'adoption des technologies de l'information dans le domaine de la santé et l'utilisation de fichier électroniques (Electronic Health Record) ;
- étendre la recherche comparant l'efficacité des traitements médicaux ;
- investir 6Md pour la recherche contre le cancer au National Institute of Health (NIH) ;
- renforcer le système de santé des communautés indiennes ;
- 330m pour augmenter le nombre de médecins, infirmières et dentistes pratiquant dans les zones de pénurie ;
- Allouer des fonds supplémentaires pour des soins pédiatriques abordables et de haute qualité, extension des Early Head Start et Head Start et création du Nurse Home Visitation Program ;
- renforcer le programme Medicare en encourageant des soins de qualité et améliorer l'intégrité du programme (lutte contre la fraude) ;
- baisser le coût des médicaments, autoriser les génériques.

Le stimulus fiscal 2009 (American Recovery and Reinvestment Act) comprenait déjà \$19Md pour les technologies de l'information dans la santé, \$1Md pour le recherche d'efficacité comparée des traitements, \$10Md pour la recherche au NIH, des subventions aux nouveaux employés pour maintenir leur assurance maladie ainsi qu'une augmentation temporaire des fonds fédéraux du Medicaid pour aider les états en difficulté budgétaire à maintenir leurs programmes.

Encadré3 (suite)

Détail des propositions d'économies dans la santé :

Proposition	Projection des économies de 2010 à 2019
Réduire le taux de réadmission dans les hôpitaux	\$8.43 Md
Paiement de « bonus de qualité » des hôpitaux	\$12.09 Md
Introduire de la compétitivité dans l'allocation des avantages Medicare	\$176.6 Md
Regrouper les paiements Medicare pour les soins hospitaliers et post-hospitaliers	\$17.84 Md
Contrôler les coûts de radiologie	\$260 m
Faire appel au secteur privé pour vérifier les paiements Medicare	\$2.04 Md
Baisser les coûts de médicaments achetés par Medicaid	\$19.555 Md
Augmenter l'utilisation des génériques	\$9.24 Md
Etendre les services de planning familial sous Medicaid	\$190 m
S'assurer que les paiements Medicaid sont appropriés à travers le National Correct Coding Initiative (NCCI)	\$620 m
Modifier les paiements des traitements Medicare à domicile	\$37.07 Md
Réallouer les fonds d'amélioration des Medicaid, Medicare	\$23.94 Md
Faire payer des primes plus élevées aux bénéficiaires du Medicare dont les revenus sont les plus élevés	\$8.130Md
Total	\$316.005Md

Source : OMB

Encadré 4

Etat des infrastructures publiques aux Etats-Unis

Sujet	Note 2001	Note 2005	Commentaires
Aviation	D	D+	L'encombrement des aéroports américains a diminué depuis les niveaux critiques atteints au début de la décennie, suite à une baisse de la demande et aux légères augmentations de financement récentes. Toutefois les voyages aériens et le trafic ont dépassé les niveaux qu'ils avaient atteint avant le 11 septembre et l'on attend une croissance annuelle de 4,3 % d'ici 2015. Les aéroports devront accommoder d'un nombre croissant de jets régionaux et de nouveaux super-jumbo.
Ponts	C	C	Entre 2000 et 2003, le pourcentage des 590 750 ponts considérés structurellement défectueux ou fonctionnellement obsolètes a légèrement baissé, de 28,5 % à 27,1 %. Toutefois le coût de réparation de ces ponts s'élèverait à 9,4 Mds de \$ par an pendant 20 ans. Le manque chronique d'investissement est aggravé par l'absence de programme de transport fédéral.
Eau potable	D	D-	L'Amérique manque des 11 Mds \$ annuels nécessaires pour remplacer les installations vieillissantes et se conformer aux normes réglementaires relatives à l'eau potable. Le financement fédéral pour la production d'eau potable est resté au même niveau en 2005, à 850 M \$, soit moins de 10% des besoins nationaux. L'administration du Prés. Bush a proposé de maintenir ce niveau de financement pour l'année fiscale 2006.
Énergie	D+	D	Le réseau de transport électrique des États-Unis est en grand besoin de modernisation. La croissance de la demande en électricité et l'investissement dans de nouvelles centrales électriques ne s'est pas accompagnée d'investissements similaires dans le réseau de transport d'électricité. Les dépenses d'entretien ont baissé de 1% par an depuis 1992.
Réseau ferroviaire	--	C-	Pour la première fois depuis la seconde guerre mondiale, l'insuffisance de la capacité ferroviaire a créé des goulots d'étranglement et des retards. Ce problème devrait s'aggraver, du fait de l'augmentation d'au moins 50 % du tonnage de fret ferroviaire prévue d'ici 2020.
Réseau routier	D+	D	Les routes en mauvais état coûtent 54 Mds \$ en réparations et frais de fonctionnement pour les automobilistes américains, soit 275 \$ par automobiliste. Les Américains passent 3,5 Mds d'heures par an dans les embouteillages, pour un coût de 63,2 Mds \$ par an. Les dépenses annuelles de 59,4 Mds \$ sont bien en-deçà des 94 Mds \$ nécessaires annuellement pour améliorer l'infrastructure nationale des transports. Alors que les programmes de transports fédéraux à long terme ne sont plus autorisés depuis leur expiration le 30 septembre 2003, la nation continue à rogner sur les fonds nécessaires aux améliorations du réseau routier.

A = Exceptionnel, B = Bon, C = Médiocre, D = Insuffisant, F = défaillant, I = Incomplet

Total des investissements nécessaires = 1,6 billion \$

(Estimation des besoins sur 5 ans - ne comprend pas les besoins d'investissements de sécurité)

Chaque catégorie a été évaluée en fonction de son état et de sa performance, capacité comparée aux besoins, et financement comparé aux besoins.

Source : American Society of Civil Engineers (Société américaine des ingénieurs civils).

Encadré 4 (suite)

Dépenses annuelles en infrastructures de transport (Md \$ de 2004)

	Dépenses courantes	Dépenses pour maintenir le niveau actuel de service	Investissements économiquement justifiables	Autres
Autoroutes`	66,7	78.8 d	131.7 d	
Mass Transit`,`	15,5	15.8 d	21.8 d	
Transport voies ferrées marchandises`	6.4 f	10.7 s	12.3 e	
Transport voies ferrées passagers`	0,7	0.5 "	n.a.	2,1
Aviation`	14,4	17.9'	18.9'	
Transport eau `	2,5	2,7	n.a.	7.9 ``
Total Transport	106,2	126,5	184,8	

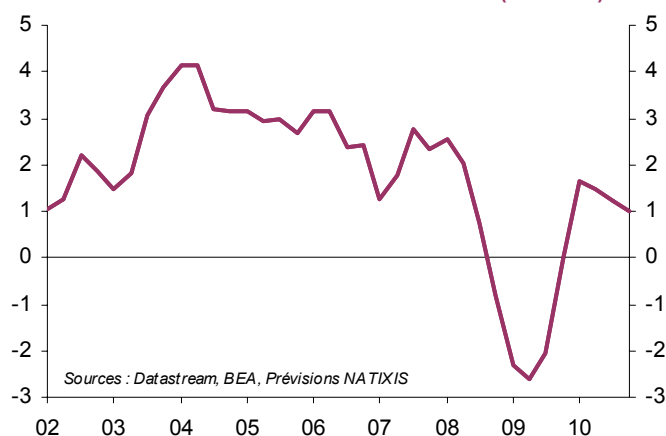
Source: Congressional Budget Office

Les deux motivations des politiques économiques des Etats-Unis

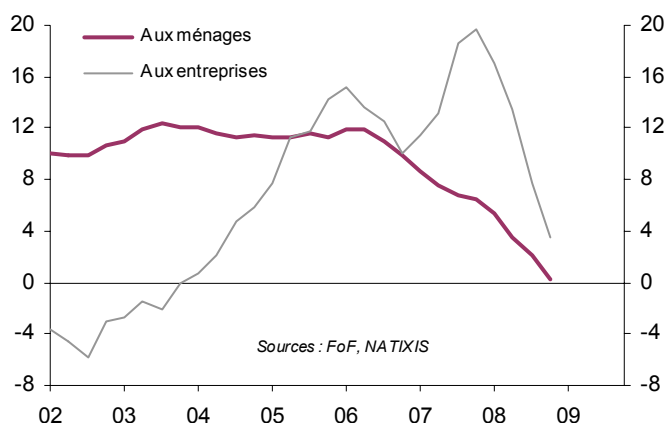
On voit donc apparaître **deux motivations bien différentes pour les politiques économiques** menées aux Etats-Unis :

- **le soutien à court terme** de la croissance (**graphique 3**), le souhait de faciliter le redémarrage du crédit (**graphique 4**), de favoriser les refinancements de prêts avec des taux d'intérêt plus bas (**graphique 5**)...

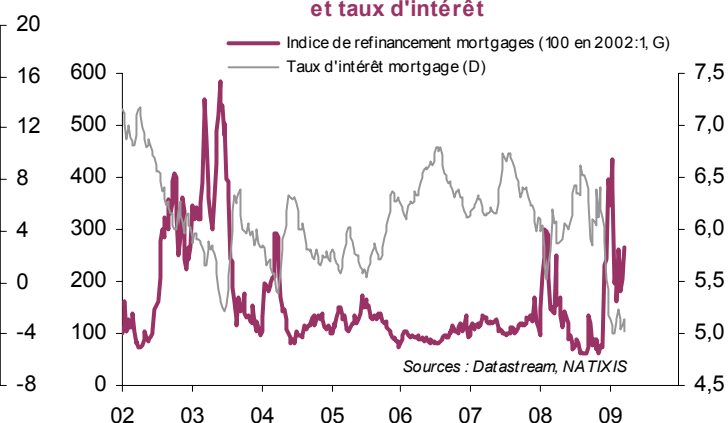
Graphique 3
Etats-Unis : croissance du PIB volume (GA en %)



Graphique 4
Etats-Unis : crédits (GA en %)



Graphique 5
Etats-Unis : Indice de refinancement et taux d'intérêt



- le souhait de modifier les structures de l'économie américaine : protection sociale plus forte (tableau 1), accroissement des investissements publics...

Tableau 1
La protection maladie aux Etats-Unis
(2007, millions de personnes)

Couverture privée		
	Employés	177
	Achat direct	27
	Total	202
Couverture Publique		
	Medicaid	40
	Medicare	41
	Military Health Care 1/	11
	Total	83
Total couvert		253
Non couvert		46

Source: Census

Mais même si les motivations des politiques économiques sont raisonnables, on a l'impression que l'administration américaine ne sait plus mettre de limites aux politiques expansionnistes (création monétaire, déficits publics). Aurait-elle perdu la raison ? Il faut distinguer les risques à court terme et les risques à long terme associés à ces politiques expansionnistes.

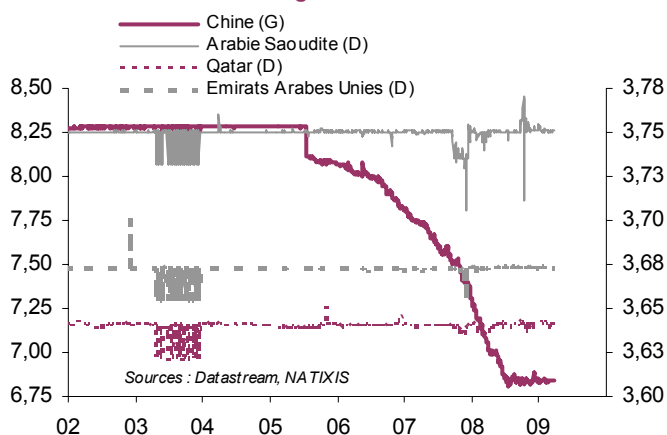
Peu de risques à court terme

Nous pensons que peu de risques sont associés à court terme aux déficits publics et à la création monétaire :

- beaucoup de pays (Moyen-Orient, Chine) ont décidé d'être en changes fixes par rapport au dollar (graphique 6). Ceci impose à ces pays d'acheter tous les actifs en dollars offerts qui ne trouveraient pas d'acquéreur, donc, si cela devient nécessaire, de financer le déficit public des Etats-Unis aux taux d'intérêt présent pour éviter une dépréciation du dollar. Cette présence d'acheteurs en dernier ressort de titres en dollars (par l'accumulation de réserves de change, graphique 7) évite tout risque à court terme d'insolvabilité du Trésor des Etats-Unis ou de pentification de la courbe des taux sur le dollar ;

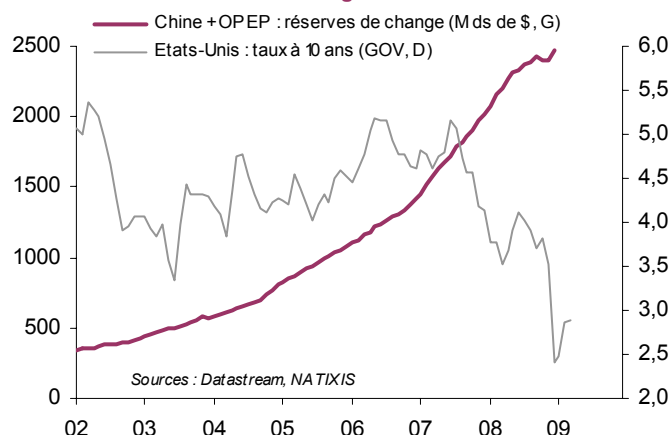
Graphique 6

Taux de change contre le dollar US



Graphique 7

Réserves de change et taux d'intérêt



- la création de liquidité est très forte (graphique 2 plus haut) avec le risque de faire réapparaître des bulles sur les prix des actifs. Mais à court terme, les actifs sont manifestement sous-évalués aux Etats-Unis : actions (graphique 8a), crédit investment grade (graphique 8b), immobilier résidentiel après la forte baisse des prix (graphique 8c), matières premières (graphique 8d).

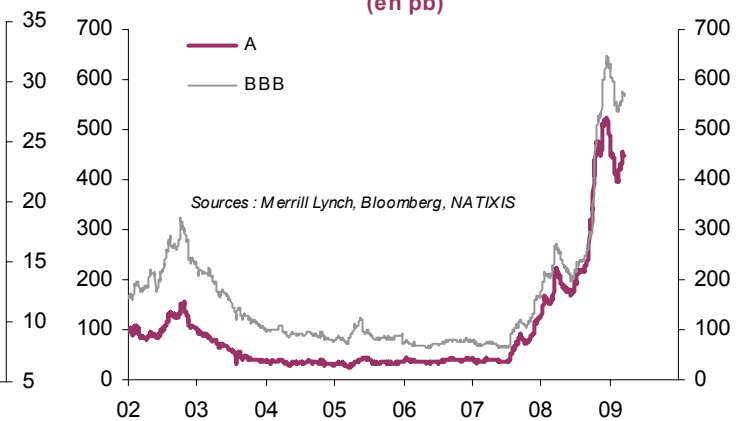
Graphique 8a

Etats-Unis : PER (total marché)

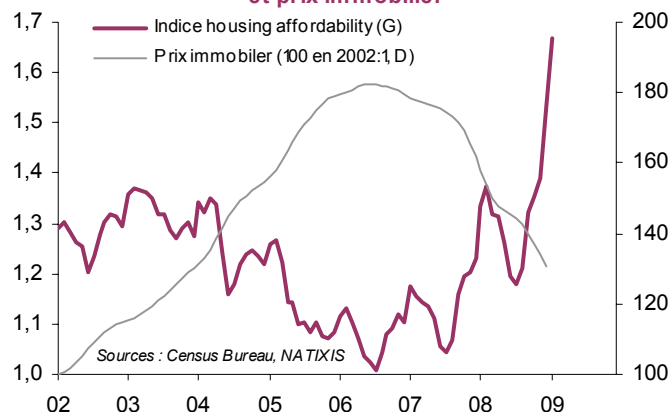


Graphique 8b

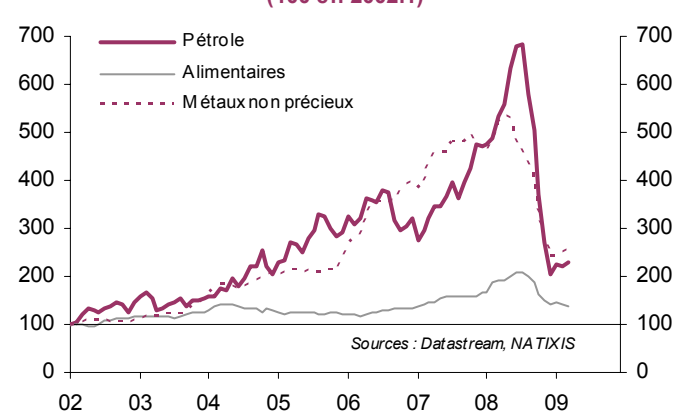
Etats-Unis : spread de crédit contre swap (en pb)



Graphique 8c
Etats-Unis : indice housing affordability et prix immobilier



Graphique 8d
Prix spot des matières premières en dollars (100 en 2002:1)



A court terme, toujours, l'excès de liquidité pourra juste aider les prix des actifs à revenir vers leur valeur normale, compte tenu des fondamentaux, à partir de la situation présente de sous-évaluation.

Les politiques économiques « extraordinaires » mises en place aux Etats-Unis font donc courir peu de risques à court terme aux Etats-Unis.

Mais des risques sérieux à moyen terme

Ces risques sont de trois ordres :

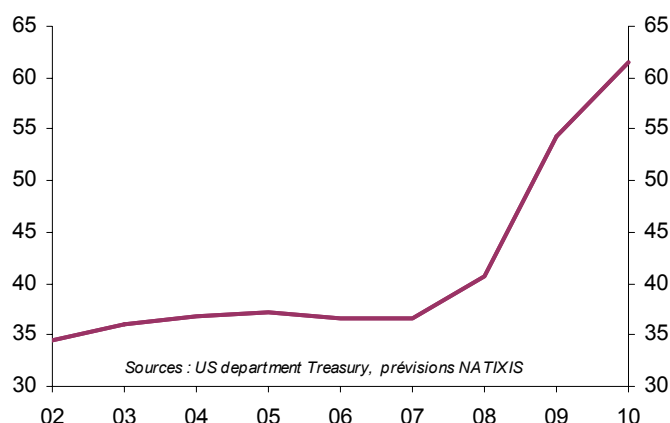
- nécessité de rétablir la solvabilité fiscale ;
- bulles sur les prix des actifs ;
- refus de la poursuite de l'accumulation de dollars en dehors des Etats-Unis.

1- Solvabilité fiscale

On a vu plus haut que les pays qui maintiennent des taux de change quasi-fixes vis-à-vis du dollar (la Chine en particulier) sont obligés aujourd'hui de financer les déficits des Etats-Unis. Il n'y a donc pas de risque quant au placement de la dette publique qui est émise.

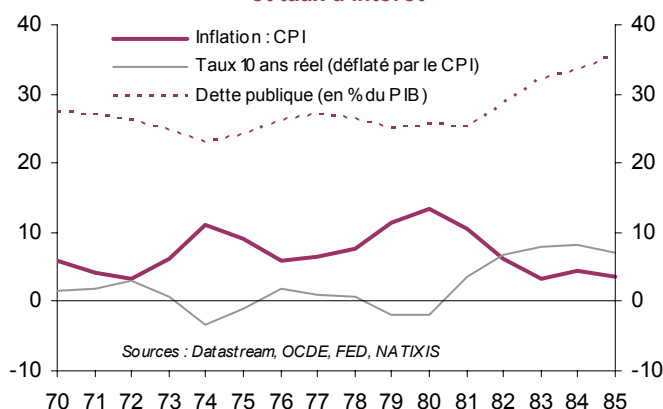
Cela n'évite pas qu'il faudra à moyen terme, assurer la solvabilité budgétaire des Etats-Unis, donc stabiliser le taux d'endettement public (graphique 9).

Graphique 9
Etats-Unis : dette publique (en % du PIB)

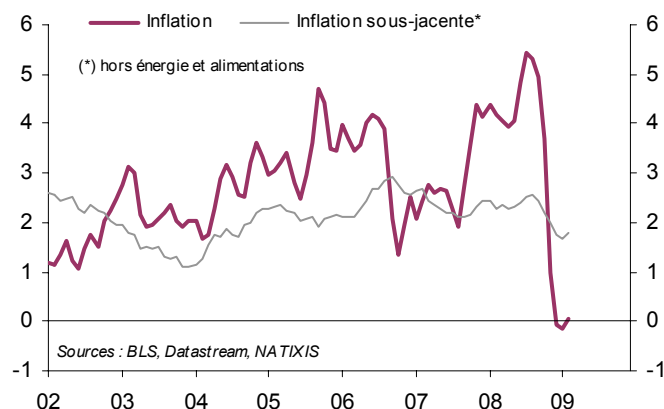


Dans le passé (comme dans les années 1970, **graphique 10**) ceci aurait pu être réalisé par l'inflation et par les taux d'intérêt réels négatifs, mais, **aujourd'hui, l'inflation ne peut plus être l'instrument du désendettement de l'Etat américain** : avec la concurrence des pays émergents, la faiblesse durable de la croissance, l'excès de capacité mondiale..., l'inflation reste faible (**graphique 11**) même si la création monétaire est forte.

Graphique 10
Etats-Unis : dette publique, inflation et taux d'intérêt

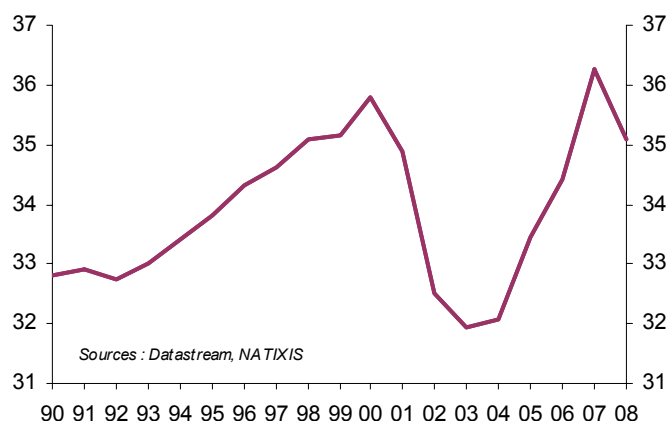


Graphique 11
Etats-Unis : inflation CPI (GA en %)



La seule solution pour retrouver la solvabilité budgétaire aux Etats-Unis sera donc la hausse de la pression fiscale (graphique 12), qui est aujourd'hui à un niveau élevé par rapport aux niveaux du passé aux Etats-Unis, mais bas par rapport aux autres pays.

Graphique 12
Etats-Unis : pression fiscale (en % du PIB)



2- Bulles sur les prix des actifs

Nous avons vu plus haut :

- que l'excès de liquidité ne pouvait pas faire revenir l'inflation ;
- que, à court terme, la hausse des prix des actifs (actions, obligations d'entreprise, immobilier, matières premières) qui pourrait résulter de l'excès de liquidité s'opérerait à partir de niveaux sous-évalués, ce qui la rend peu dangereuse.

Mais à moyen terme, il peut apparaître une surévaluation de ces actifs due à l'excès de liquidité (des bulles de prix des actifs).

Cependant, elles se communiqueraient probablement à l'ensemble des pays (sur les marchés d'actions, des matières premières) ce qui réduirait le coût porté par les Etats-Unis lié aux bulles. La seule bulle domestique pourrait être celle de l'immobilier résidentiel (graphique 8c plus haut), et il est peu probable qu'elle réapparaisse.

3- Refus de la poursuite de l'accumulation de dollars

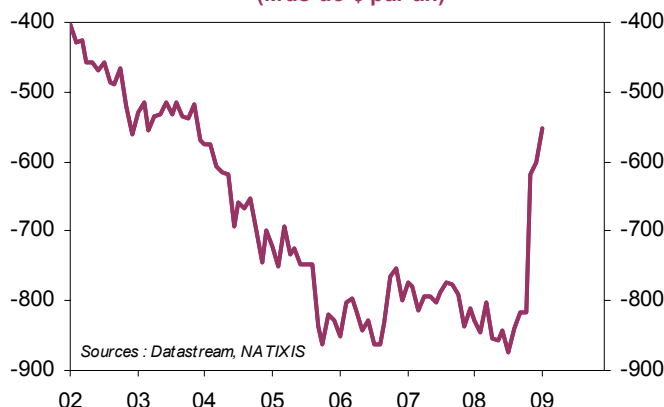
A court terme, le régime de change en place entre les Etats-Unis d'une part, la Chine, les pays du Moyen-Orient d'autre part, **impose à ces pays d'accumuler des actifs en dollars dans leurs réserves** (graphique 7 plus haut).

Cette accumulation va sans doute s'accélérer lorsque la mise en place effective du programme de stimulation budgétaire conduira à une aggravation à nouveau du déficit extérieur des Etats-Unis (graphique 13).

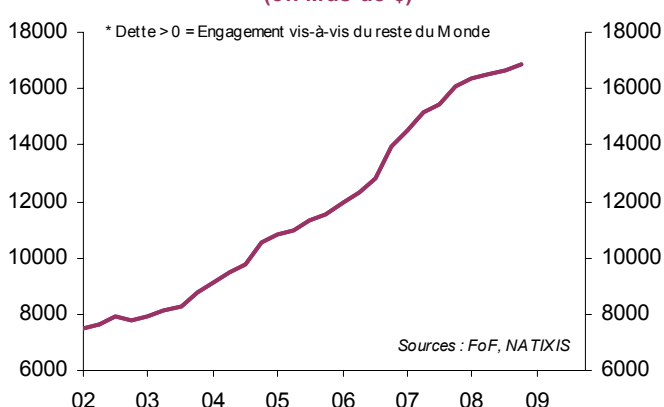
Le risque est donc pour les Etats-Unis que les créiteurs, dans le futur, cessent d'accumuler des dollars, ne veuillent plus détenir autant d'actifs en dollar.

Mais plus la dette extérieure des Etats-Unis (graphique 14) augmente, plus l'arrêt de la détention de dollars par le Reste du Monde ferait chuter le dollar, et plus il est improbable donc que cet arrêt ait lieu, les investisseurs non-résidents voulant éviter l'effondrement de la valeur de leurs actifs en dollars.

Graphique 13
Etats-Unis : balance commerciale
(Mds de \$ par an)



Graphique 14
Etats-Unis : dette extérieure* brute
(en Mds de \$)



**En réalité,
l'administration Obama
n'est pas inconsciente,
elle est cynique**

Les politiques économiques extrêmement expansionnistes menées aux Etats-Unis pourraient faire croire à « l'inconscience » de l'Administration américaine.

Mais, en réalité, l'administration Obama n'est pas inconsciente, elle est cynique :

- **à court terme, les politiques menées ne peuvent pas avoir d'effet négatif** : les pays qui maintiennent des changes fixes vis-à-vis des Etats-Unis (la Chine en particulier) doivent acheter tous les actifs en dollars qui pourrait générer un excès d'offre ; l'essentiel des actifs étant sous-évalué, l'excès de liquidité peut seulement ramener leurs prix vers un niveau normal ;
- **à moyen terme, les désordres créés par les politiques très expansionnistes des Etats-Unis** seront :
 - **soit supportés essentiellement par les autres pays (bulles des prix d'actifs, chute du dollar) ;**
 - **soit acceptés par l'administration Obama (hausse de la pression fiscale aux Etats-Unis).**

L'administration Obama, à notre avis, d'une part sait que les politiques menées aux Etats-Unis (**explosions du déficit public et de la création monétaire**) vont surtout être dangereuses pour les autres pays ; d'autre part accepte l'idée de la hausse de la pression fiscale aux Etats-Unis.