NATIXIS

SPECIAL REPORT

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

19 juillet 2011 - N° 70

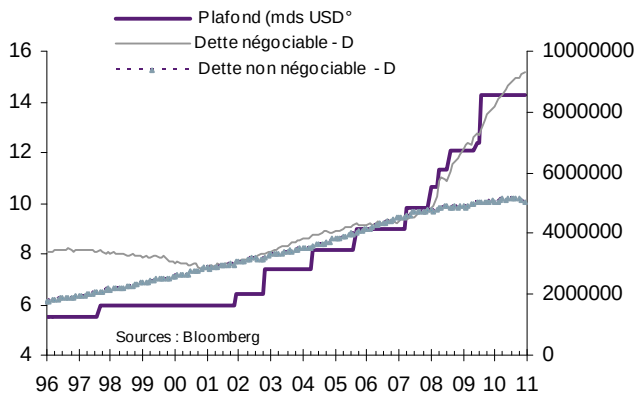
Patrick Artus
Evariste Lefeuvre

Plafond de la dette américaine : quels sont les risques ?

Il reste encore de grandes incertitudes sur l'issue des négociations du plafond de la dette américaine. Comme les Républicains n'ont aucun intérêt à une résolution rapide du conflit, le « chicken game » pourrait durer, voir se traduire par un échec final le 2 août prochain. Doit-on s'attendre à un défaut pour autant ?

Les Etats-Unis ne sont pas insolvables. La dette publique négociable s'élève à 63,5% du PIB. Même si le déficit primaire doit être corrigé pour que la trajectoire fiscale ne s'aggrave pas, les risques de court terme sont bien moindres que dans beaucoup d'autres pays.

Plafond de la dette et dette publique totale



La crise que pourrait engendrer l'absence de relèvement du plafond est une crise de liquidité inversée : les non-résidents ne montrant aucune réticence à prêter (comme l'illustre le niveau actuel des taux longs), c'est la contrainte institutionnelle qui interdit au Trésor de s'endetter davantage.

Eviter le défaut

La contrainte porte sur la dette totale nominale (et non en pourcentage du PIB comme dans le cas du Pacte de Stabilité et de Croissance). Elle se décompose en dette négociable et dette implicite (jeu d'écriture) envers le système de retraite. On s'intéresse ici à la première, en faisant l'hypothèse que les IOU envers le système de retraite n'augmenteront pas au cours des prochains mois.

Sans accord, les émissions nettes de l'Etat ne peuvent s'accroître. Le Trésor peut en revanche renouveler la dette existante. Il faut en effet distinguer :

1. Le renouvellement de la dette arrivant à échéance : ces tombées peuvent être financées par l'émission de nouveaux titres car ceux-ci n'accroissent pas le montant absolu de dette.

2. Le paiement des intérêts : lorsqu'un pays a un solde primaire (hors paiements d'intérêt) négatif, les intérêts sont payés par émission de dette nouvelle. Comme le plafond l'interdit, il faut trouver un moyen d'honorer les coupons. Sinon il y a défaut.

On peut envisager de rendre ces paiements de coupons prioritaires sur les autres dépenses. Ceci ne peut être qu'une solution de très court terme pour un pays dont les dépenses dépassent très largement les recettes. Dans tous les cas les « autres dépenses » doivent être ajustées à la baisse avec un impact violent sur l'activité.

Tombées US (Bills, Notes, Bonds, TIPS) - Mds USD

	Remboursements	coupons	Tombées
Jul-11	274	6	280
Aug-11	410	38	448
Sep-11	371	7	379
Oct-11	281	9	290
Nov-11	217	34	251
Dec-11	232	8	240

Impact sur l'activité

Fin juin 2011, les recettes budgétaires cumulées sur un an atteignaient 2205 mds USD, les dépenses 3480, les paiements d'intérêts 289. Le solde primaire s'élevait à -985 mds soit -6,5% du PIB.

Pour éviter le défaut et honorer ses coupons, le gouvernement doit assurer, en moyenne, le paiement mensuel de 24 mds USD (38 en août), ce qui accentue l'effort de réduction des dépenses déjà considérable eut égard au solde primaire de -985 mds (-6,5% du PIB).

A ceci se greffe un effet saisonnier très défavorable pour l'activité. On observe en effet que pendant les mois d'été les recettes sont inférieures à leur moyenne annuelle quand les dépenses lui sont elles supérieures.

Eviter le défaut est possible mais cela implique, pour le seul mois d'août, de réduire les dépenses d'environ 100 mds USD (déficit moyen des deux dernières années) et d'y greffer 38 milliards de paiements d'intérêts: 10 points de PIB. A titre d'illustration, dès le 3 août, 23 milliards de dollars de retraites doivent être payés…

Taux longs

On peut s'interroger sur le taux d'intérêt qui serait payé sur la nouvelle dette émise. Doit-on craindre une hausse de la prime de risque et donc des rendements? Dans un tel cas l'effet récessif des ajustements budgétaires serait accentué, d'autant plus que le passage au statut de *selected default* pourrait faire disparaître une base d'investisseurs. Les *indirect bidders*, qui ont acheté de 22% à 41% des Treasuries lors des dernières adjudications du Trésor, pourraient être les premiers à se désengager du marché.

Par ailleurs, les tensions ne se limiteraient vraisemblablement pas au seul marché des US Treasuries. Les agences de notation ont ainsi indiqué que les Government-Sponsored Entreprises (Fannie Mae, Freddie Mac etc.) pourraient subir d'éventuels downgradings, donc une dégradation de leur coût de refinancement. La remontée des taux hypothécaires qui s'en suivrait viendrait ainsi aggraver un peu plus la situation sur le marché immobilier US. Au-delà des GSE, il est probable que les corporates US voient leurs conditions de financement se dégrader comme c'est le cas dans de nombreux pays de la zone Euro. C'est donc le financement de l'économie US dans sa globalité qui est actuellement menacé.

Peut-on imaginer au contraire que la récession américaine fasse baisser les taux longs ? Une pression baissière qui pourrait être accentuée par une hausse généralisée de l'aversion pour le risque, un facteur susceptible de permettre aux bons du Trésor de conserver, paradoxalement, leur statut de valeur refuge en l'absence d'actifs alternatifs solides ?

Dans tous les cas, toute idée d'intervention de la FED et de monétisation de la dette publique doit être rejetée car elle serait incompatible avec la fixité du plafond.

Conclusion

Les Etats-Unis peuvent techniquement éviter le défaut. Le plafond n'interdit pas de renouveler la dette arrivant à échéance. En revanche, le nécessaire service de la dette accentue l'effort de réduction des dépenses et présente un risque supplémentaire sur l'activité économique en deuxième partie d'année

NATIXIS

SPECIAL REPORT
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

20 juillet 2011 - N° 71

Inna MUFTEEVA, Thomas JULIEN

Plafond de la dette américaine : l'étau se resserre

La date butoir du 2 août s'approchant, l'appareil politique américain semble plus que jamais être empêtré dans une lutte sans fin. Comme l'a souligné l'agence de notation S&P, la semaine dernière, le problème a deux aspects : d'une part le plafond de la dette (problématique de court-terme), d'autre part le retour des finances publiques sur une dynamique soutenable (problématique de long-terme). Avec 3 700 Mds de $ d'économie budgétaire sur 10 ans, le plan proposé par la commission bipartisane et soutenu par Obama constitue une option valable. Il pourrait toutefois rencontrer l'opposition de la Chambre des Représentants. Par ailleurs, aucun des autres projets qui s'offrent actuellement aux membres du Congrès ne semblent être en mesure de dépasser à la fois le clivage politique et de résoudre le problème de soutenabilité des finances publiques. Si la solution bipartisane est rejetée, on semble donc plus s'orienter vers une solution de court terme, ce qui permettrait d'éviter un défaut technique mais ne résoudrait pas le problème de la trajectoire de la dette.

Les agences de notation haussent le ton

Moody's

C'est tout d'abord Moody's qui a publié un communiqué le mercredi 13 juillet pour annoncer son intention de mettre la dette américaine sous surveillance (ainsi que la note de nombreuses entités dépendantes du bon fonctionnement des finances publiques américaines : Freddie Mac, Fannie Mae, collectivités locales…). Cette décision fait suite à leur premier communiqué du 2 juin dans lequel ils avaient annoncé l'éventualité de mettre la note américaine sous surveillance si les politiciens n'avaient pas fait de progrès significatif dans leurs démarches pour relever le plafond de la dette. Pour cette agence, la problématique du plafond de la dette prédomine, puisqu'elle annonce qu'elle maintiendra la note Aaa si un défaut technique est évité. En revanche, les perspectives sur la dette seront appréciées en fonction du plan de consolidation budgétaire qui accompagnera la hausse du plafond.

Standard and Poor's

Ici aussi l'absence d'évolution positive du débat politique au sujet du plafond de la dette a motivé la décision de placer la note 'AAA' de long-terme et la note 'A-1+' sur la dette de court-terme sous surveillance. En revanche, le communiqué de S&P s'est avéré plus agressif et plus centré sur la problématique de consolidation budgétaire. Ainsi, si la hausse du plafond n'est pas accompagnée d'un programme crédible de consolidation budgétaire (ou proche d'en voter un), l'agence pourrait revoir à la baisse la note de long-terme de la dette américaine (dans la catégorie 'AA').

Fitch

Pour sa part, l'agence Fitch est restée confiante en la capacité de l'appareil politique américain à relever le plafond de la dette avant le 2 août et éviter un défaut de paiement sur la dette. Au contraire des autres agences, ce n'est que dans l'éventualité où cette date limite serait dépassée, que Fitch prévoit de mettre la dette publique américaine sous surveillance. En revanche, le maintien à long-terme de la note AAA reste conditionnel à l'adoption d'un plan de consolidation fiscal crédible.

Contexte

Il ne reste que deux semaines au Congrès et l'Administration pour sortir de l'impasse politique qui domine actuellement les négociations. En effet, dans le communiqué de vendredi dernier le Trésor américain a confirmé la date butoir du 2 août à partir de laquelle les Etats-Unis risquent de faire défaut sur la dette souveraine. La limite de la dette a été déjà atteinte mi-mai et le Trésor a dû introduire des mesures extraordinaires qui consistent à arrêter l'investissement dans certains fonds publics (qui font partie des « intragovernmental holdings »). Cela a empêché le défaut de paiement des obligations de l'Etat fédéral, les salariés et les contractuels entre mi-mai et début août. En l'absence d'un accord

politique sur la limite de la dette vers la date butoir le Trésor n'aura plus d'instruments pour éviter le défaut[1].

Des propositions incertaines

Pour le moment les solutions qui s'offrent aux politiciens sont les suivantes :

1- **Le plan du « Gang of 6 » :** ce groupe bipartisan a proposé mardi 19 juillet un plan de consolidation fiscale comprenant 3,70 trillions de $ d'économies budgétaires sur les 10 prochaines années. Ce plan inclurait notamment une hausse de 1 trillion de $ côté revenus. Petite lueur d'espoir dans la cacophonie ambiante, on note le retour de Tom Coburn, un Républicain conservateur qui avait quitté le groupe en mai et l'approbation de ce plan par le Président Obama, ce qui fait de ce plan l'option politique la plus viable.

2- Le projet des Républicains : ce programme a pour finalité d'instaurer des coupes dans les dépenses, un plafonnement des dépenses discrétionnaires et l'obligation constitutionnelle d'équilibrer le budget fédéral (Cap, Cut and Balance). Ce projet sera accompagné d'une hausse du plafond de la dette de 2,4 trillions de $ (de quoi tenir jusqu'aux prochaines élections). Ce projet partisan qui a été voté mardi 19 juillet par la Chambre basse du Congrès, a de grandes chances d'être rejeté par le Sénat, sous contrôle des Démocrates.

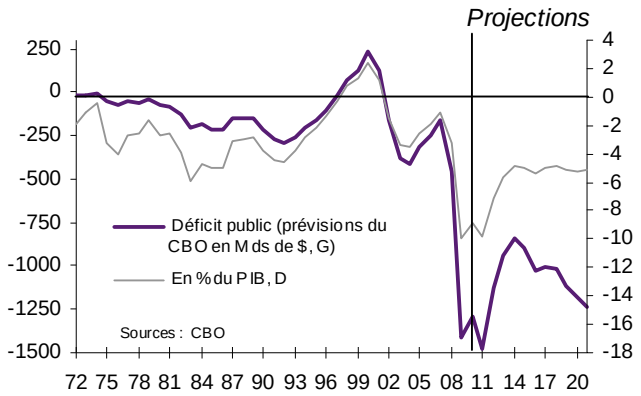
2- Un plan B (plan McConnell) : le but de ce projet est permettre au président de voter la hausse du plafond de la dette sans avoir de majorité au Congrès. La hausse du plafond de la dette pourrait éventuellement être accompagnée de baisses des dépenses de l'ordre de 1,5 trillion de $. Toutefois, ce plan a clairement été rejeté par Obama la semaine passée.

Un programme « crédible » de consolidation fiscale

Dans son discours du vendredi 15 juillet, Obama a réaffirmé sa volonté de voir émerger de ces discussions un programme de consolidation fiscale crédible. C'est également une des exigences de l'agence S&P, pour le maintien de la note 'AAA'. Un programme de consolidation crédible signifierait un retour de la dynamique de la dette sur une trajectoire soutenable. En d'autres termes, il faudrait un programme capable d'assurer une stabilisation du ratio dette sur PIB, ce qui n'est clairement pas envisageable dans le contexte actuel.

En effet, il suffit de regarder les prévisions du CBO (organisme non-partisan chargé officiellement de projeter les tendances budgétaires) desquelles on retire les hypothèses optimistes (i.e. difficilement envisageables) : expiration des baisses d'impôts de l'administration Bush, indexation de l'AMT sur l'inflation et baisse des paiements des médecins adhérant au programme Medicare. On obtient une trajectoire du déficit public qui se maintient au dessus des 5 % du PIB (**graphique 1**), c'est-à-dire loin des 3% censé stabiliser la dette. De fait, en parallèle, le ratio dette sur PIB augmentera fatidiquement vers le seuil symbolique des 100% du PIB sur les 10 prochaines années. De même, les prévisions de l'agence S&P tablent sur une hausse de la dette publique rapportée au PIB de 75% actuellement à 84% en 2013, en l'absence de plan de consolidation fiscale.

Graphique 1
Etats-Unis: déficit public (projections du CBO)



Conclusion

Afin d'assurer un retour des finances publiques sur un dynamique soutenable, un plan crédible devrait comporter environ 3-4 trillions de $ d'économies fiscales sur 10 ans. Ainsi, avec une proposition se situant dans cette fourchette, le plan du « Gang des 6 » est le candidat idéal mais pourrait rencontrer une opposition lors du passage à la Chambre des Représentants, les Républicains étant jusqu'à présent farouchement opposés à toute augmentation des revenus fiscaux. Toutefois, le retour du sénateur conservateur Tom Coburn dans le groupe et l'approbation du plan par le président Obama sont des signaux positifs.

Autrement, étant donné la contrainte temporelle et le contexte politique, l'élaboration d'une réforme du code fiscal et des programmes sociaux (Medicare, Medicaid et Sécurité Sociale) indispensables pour un véritable projet de long terme nécessitera beaucoup plus de temps que ce qui reste actuellement aux politiciens.

De fait, si le plan de la commission bipartisane est écarté, nous n'attendons pas de réforme budgétaire d'ampleur à court terme (en tout cas, pas avant les élections de 2012), alors qu'un accord beaucoup moins ambitieux (1-2 trillions de $) serait probable.

En ce qui concerne la probabilité de voir le Trésor faire défaut sur les Treasuries d'ici deux semaines, on note un degré d'incertitude encore très élevée. Les débats politiques étant largement partisans, la capacité du Congrès et de la Maison Blanche à trouver une solution avant le jour J est incertaine.

[1] Pour plus de détails cf Special Report No 70 : « Plafond de la dette américaine : quels sont les risques ? »