

## États-Unis : une dette souveraine colossale mais gérable... pour le moment

L'endettement des gouvernements occidentaux et les troubles financiers de quelques pays en particulier causent actuellement une certaine incertitude sur les marchés financiers. On peut aussi s'inquiéter de la situation américaine. Il faut dire que les plus récentes informations budgétaires dévoilées la semaine dernière par l'administration Obama sont stupéfiantes. L'accumulation des déficits et l'addition de billions de dollars américains de dettes au cours des prochaines années risquent de fragiliser à la fois l'économie américaine et l'ensemble des marchés financiers. Les États-Unis peuvent-ils vraiment se permettre une telle détérioration de leur situation budgétaire?

### UNE RÉCESSION COÛTEUSE

La récession et le sauvetage des institutions financières ont coûté cher au gouvernement fédéral américain, d'autant plus que sa situation budgétaire était déjà particulièrement fragile. Pendant huit ans, les finances publiques se sont détériorées sous l'effet des guerres en Irak et en Afghanistan, des baisses d'impôt de 2001 et de 2003, et du coût croissant des programmes sociaux. Il y a dix ans, le gouvernement fédéral enregistrait un surplus budgétaire de 236 G\$ US et sa dette sur les marchés équivalait à 35,1 % du PIB. L'exercice financier 2009 s'est soldé par un déficit de 1 413 G\$ US et la dette atteignait 7 544 G\$ US, soit 53 % du PIB<sup>1</sup>.

Cette détérioration n'est pas terminée et elle prendra de l'ampleur durant l'exercice budgétaire actuel qui devrait se solder, selon la proposition de l'administration Obama, par un déficit de 1 556 G\$ US (10,6 % du PIB) et une dette de 9 298 G\$ US (63,6 % du PIB). Encore une fois, les effets de la crise économique et financière ainsi que la réponse du

gouvernement afin d'en limiter les conséquences économiques continuent de se manifester. Le Congressional Budget Office (CBO), un organisme non partisan du Congrès, estime à 200 G\$ US le coût du plan de relance qu'Obama a fait adopter il y a un an pour l'exercice financier 2009 et à 404 G\$ US celui pour l'exercice en cours. Le plan de sauvetage des institutions financières, le *Troubled Asset Relief Program* (TARP), a coûté 150 G\$ US l'année dernière, ce qui est toutefois contrebalancé par une rentrée de 95 G\$ US cette année (remboursement provenant de certaines banques, frais et intérêts reçus). Finalement, les nouvelles propositions de l'administration Obama afin d'appuyer la création d'emplois, si elles sont adoptées, coûteraient 98 G\$ US en 2010 et 147 G\$ US en 2011.

### UNE DETTE QUI SE FINANCE BIEN

Jusqu'à maintenant, l'afflux de titres gouvernementaux sur les marchés financiers s'est pourtant fait sans trop de heurts. Au cours des années 2000, une bonne partie de la dette publique a trouvé preneur chez les investisseurs internationaux, notamment dans les pays émergents (surtout la Chine et les pays exportateurs de pétrole) qui connaissaient parallèlement une abondance d'épargne. Au cours de la crise, le gonflement de la dette publique a été renfloué par une demande accrue pour les valeurs refuges tant de la part des investisseurs locaux que des investisseurs étrangers. Selon les données sur les flux de capitaux calculées par la Réserve fédérale (Fed),

<sup>1</sup> La dette américaine mentionnée dans ce *Point de vue économique* est la dette détenue par le public, une forme de dette nette qui exclut la dette fédérale détenue par les organismes liés au gouvernement fédéral. En comparaison, la dette brute s'élevait à 11 876 G\$ US en 2009, soit 83 % du PIB. Les données comparatives avec d'autres pays, telles celles de l'OCDE, utilisent plutôt la dette brute.

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Francois Généreux**  
Économiste principal

**Yves St-Maurice**  
Directeur et économiste en chef adjoint

**Martin Lefebvre**  
Économiste principal

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

## Tableau 1 Encours des titres du Trésor américain

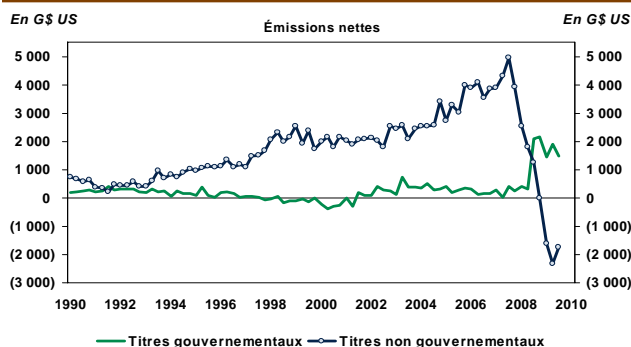
En G\$ US	2007		2008			2009			T3 variation a/a	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	Niveau	% du total
<b>Total du passif</b>	<b>5 099,2</b>	<b>5 299,1</b>	<b>5 250,6</b>	<b>5 777,5</b>	<b>6 338,2</b>	<b>6 804,4</b>	<b>7 143,1</b>	<b>7 520,8</b>	<b>1 743,3</b>	<b>100,0</b>
Sect. des ménages	257,9	332,2	385,0	429,8	272,9	607,3	633,6	801,6	371,8	21,3
Reste du monde	2 376,4	2 498,5	2 593,7	2 790,2	3 210,6	3 382,7	3 483,4	3 583,9	793,7	45,5
Autorité monétaire	740,6	591,2	478,8	476,6	475,9	492,3	656,5	769,2	292,6	16,8
Banques comm.	126,7	126,1	112,0	130,3	106,0	129,5	136,6	197,8	67,5	3,9
Cies d'assurance	159,0	123,4	129,5	135,5	140,6	160,5	179,7	189,7	54,2	3,1
Fonds de pension	376,3	426,9	439,6	448,4	467,1	470,4	478,7	489,2	40,8	2,3
Autres titres*	407,3	537,7	565,7	675,4	868,1	1 016,4	935,9	909,7	234,3	13,4

\* Incluant les fonds communs de placement du marché monétaire, les fonds communs de placement, les fonds de placement à capital fixe, les fonds indiciels négociables en Bourse (FINB), les institutions financières spécialisées d'intérêt public, les émetteurs de titres adossés à des actifs et les courtiers.  
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

L'augmentation de 1 743 G\$ US de titres du Trésor au cours de la dernière année (troisième trimestre de 2008 au troisième trimestre de 2009 pour être plus exact) a été financée à près de 55 % par la demande intérieure et à 45 % par le reste du monde (tableau 1).

Tant que la demande répondra bien à l'offre de titres de dette gouvernementale, la situation financière du gouvernement fédéral américain demeurera gérable et le coût de financement de la dette restera modeste. Il faut dire que la concurrence sur le marché des émissions de titres de dette est présentement anémique. Alors que l'activité économique demeure plutôt faible, les besoins de financement du secteur privé sont timides (graphique 1).

**Graphique 1 – Il est encore difficile de trouver des titres de qualité autres que ceux du Trésor aux États-Unis**

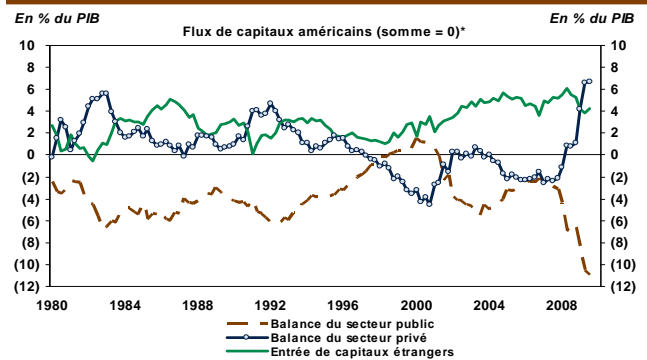


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

C'est d'ailleurs ce qui se produit généralement au lendemain des crises bancaires ou des récessions : le désendettement (*deleveraging*) du secteur privé laisse place à l'endettement du secteur public (graphique 2). Cet endettement cyclique est d'ailleurs nécessaire si l'on veut que les gouvernements participent de façon vigoureuse aux efforts de relance. Les

actions récentes des administrations Bush et Obama, incluant les plans de relance et les mesures d'aide au secteur financier, ont empêché une détérioration encore plus marquée de l'activité économique et des marchés financiers. Vouloir conserver un équilibre des finances publiques en de pareilles circonstances (incluant un renversement du coût des stabilisateurs économiques naturels comme l'assurance-chômage et la perte de revenus fiscaux) aurait, à l'instar des années 30, conduit l'économie en une plus grave récession, voire en dépression.

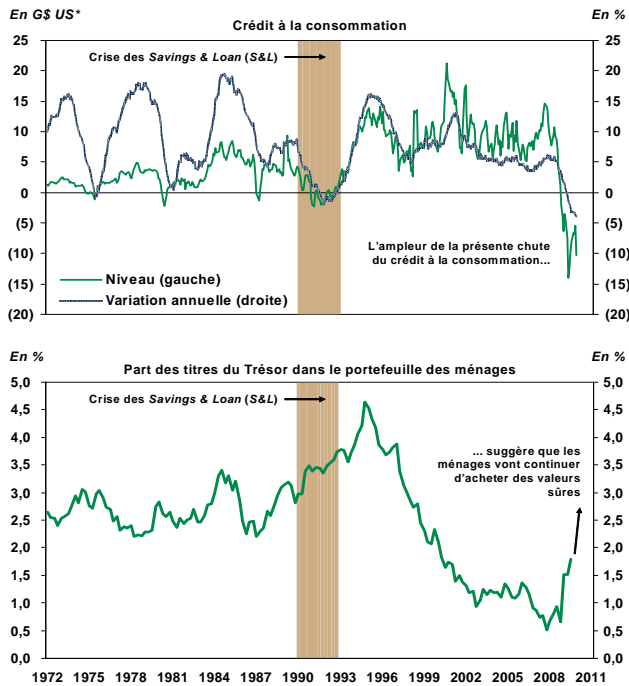
**Graphique 2 – L'endettement public est contrebalancé par un surplus du secteur privé (épargne moins investissement)**



\* L'erreur statistique est incluse dans les entrées de capitaux étrangers.  
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

À court terme, les titres du Trésor continueront de trouver aisément preneur localement. Les ménages, affligés par un taux de chômage élevé et des finances personnelles précaires, vont demeurer prudents au cours des prochains trimestres. Au rythme où la contraction du crédit à la consommation se fait, les consommateurs ont manifestement décidé d'assainir leur bilan, et le processus devrait se poursuivre encore sur plusieurs années. À en juger par les épisodes de crises passés, cela devrait se traduire par une réallocation des portefeuilles des ménages vers les titres de qualité (graphique 3).

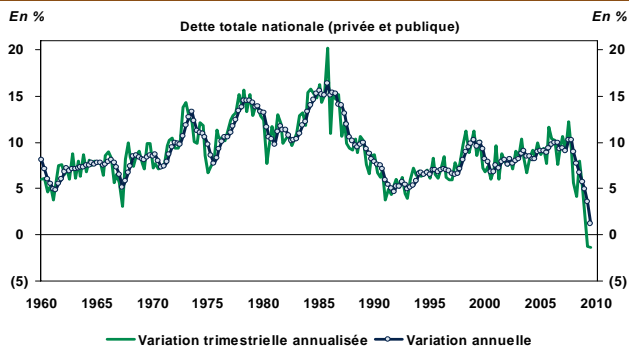
**Graphique 3 – Le repositionnement des portefeuilles des ménages devrait se poursuivre**



\* Moyenne mobile trois mois.  
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

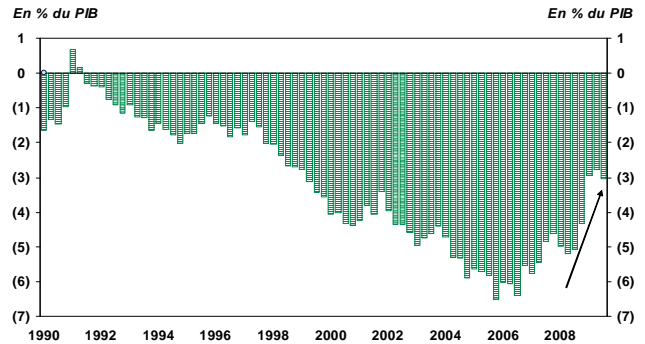
Il faut aussi noter que, pour les investisseurs étrangers, l'ensemble de la dette américaine (celle du secteur public et celle du secteur privé) ne connaît pas une très forte croissance (graphique 4). Ainsi, malgré la vive détérioration des finances publiques, le besoin de financement étranger pour la totalité de l'économie américaine a bien peu changé, et le déficit du compte courant se situe, en proportion du PIB, à un plus faible niveau qu'au cours des années 2000 (graphique 5). Cette situation élimine donc grandement les pressions à la baisse qui pourraient s'exercer sur le dollar américain, et ce, malgré tout le débat autour de l'endettement public.

**Graphique 4 – La croissance de la dette totale nationale est pratiquement nulle**



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

**Graphique 5 – Le déficit du compte courant s'améliore**

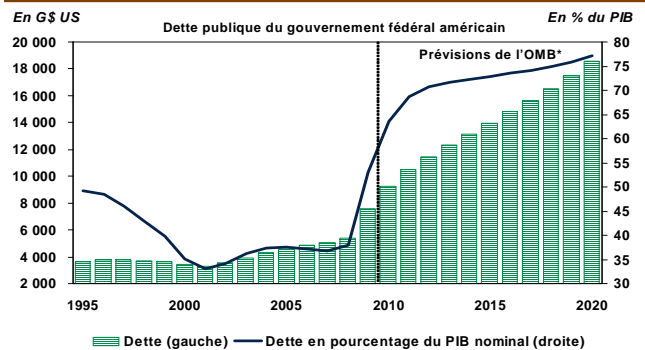


Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**UN RISQUE À MOYEN ET LONG TERME**

L'augmentation cyclique de la dette publique en période de crise économique et financière est donc normale et souhaitable jusqu'à un certain point. L'absence de pressions à la hausse sur les taux d'intérêt du marché obligataire témoigne de ce fait. Les inquiétudes deviennent toutefois plus grandes si l'on ne peut entrevoir de correction de la situation budgétaire dans des horizons de moyen ou long terme. À ce niveau, la position américaine est nettement plus inquiétante. La proposition budgétaire de l'administration Obama anticipe que la dette publique des États-Unis augmentera de 8 532 G\$ US d'ici 2020. Autrement dit, la dette émise sur les marchés devrait doubler. En proportion du PIB, la hausse prévue est toutefois un peu moins importante alors que la dette passerait de 53 % à 77 % (graphique 6).

**Graphique 6 – La dette américaine augmente rapidement, mais son poids par rapport au PIB devrait bientôt se stabiliser**



\* Office of Management and Budget.  
Sources : Office of Management and Budget et Desjardins, Études économiques

Bien sûr, le gros de cette détérioration devrait se faire à très court terme. Les déficits prévus à partir de 2011, et surtout à partir de 2013, sont bien plus modestes que ceux de 2009 et de 2010 (graphique 7 à la page 5). Toutefois, on remarque que les États-Unis ne parviendront pas à rétablir un équilibre de leurs finances publiques, et ce, malgré des prévisions plutôt

optimistes concernant la croissance économique (voir encadré).

**DE TIMIDES EFFORTS DE REDRESSEMENT**

L'administration Obama semble être consciente du problème que causent à moyen et long terme la situation budgétaire et l'endettement. Lors du récent discours sur l'état de l'Union, le président a proclamé :

*« If we don't take meaningful steps to rein in our debt, it could damage our markets, increase the cost of borrowing, and jeopardize our recovery—all of which would have an even worse effect on our job growth and family incomes. »*

**Encadré  
Des prévisions très incertaines**

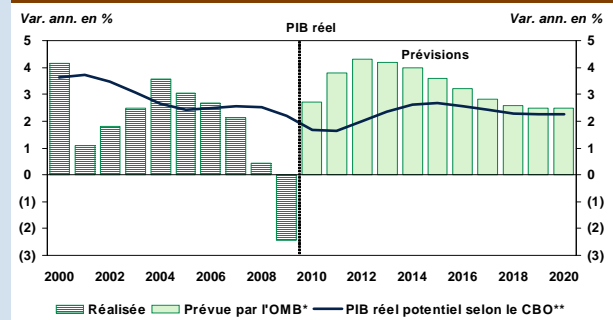
Les prévisions de l'administration Obama comportent certaines hypothèses qui pourraient ne pas se manifester, ce qui ferait que la situation financière pourrait être encore plus mauvaise... ou meilleure.

Premièrement, les prévisions économiques sous-jacentes ajoutent un degré d'incertitude à tout exercice budgétaire. Les hausses annuelles du PIB réel prévues pour les années 2011 à 2014 se situent autour de 4 % (graphique 8). Sans être complètement hors champ, ces prévisions semblent tout de même optimistes pour une économie qui se relève d'une crise si importante et qui devrait connaître un taux de croissance du PIB potentiel un peu plus faible que ce qu'elle connaissait avant la crise.

Entre autres choses, il ne faudra pas compter sur les ménages pour prendre le relais. Avec la faible hausse des revenus (outre les transferts provenant des programmes gouvernementaux), l'effet de richesse négatif lié à la contraction des prix des maisons et les réticences des banques à octroyer du crédit, les dépenses de consommation seront vraisemblablement inférieures à la moyenne des dernières années (graphique 9).

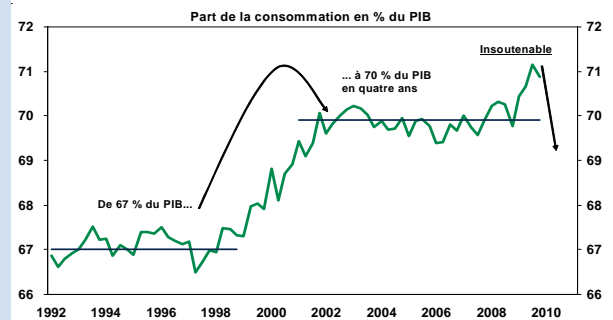
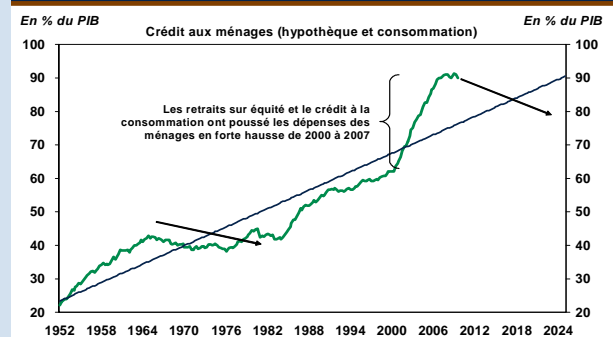
Deuxièmement, il faut comprendre que les budgets présentés par la Maison-Blanche ne sont à peu près jamais adoptés tels quels. Le président propose, mais c'est le Congrès qui décide. Par exemple, le budget présenté récemment comporte des dépenses allouées à la réforme du système américain de santé. À l'heure actuelle, le Congrès ne s'entend pas sur cette réforme et les demandes budgétaires du président à ce sujet risquent d'être rapidement mises de côté. Il en va de même pour certains autres éléments de la proposition budgétaire comme les nouveaux efforts visant l'emploi et l'expiration partielle (pour les ménages gagnant plus de 250 000 \$) des baisses d'impôt de 2001 et de 2003 de l'administration Bush. Puisque 2010 est une année électorale (où l'ensemble des représentants et le tiers des sénateurs doivent se faire élire), les terrains d'entente sont plutôt rares.

**Graphique 8 – Une croissance économique prévue relativement forte**



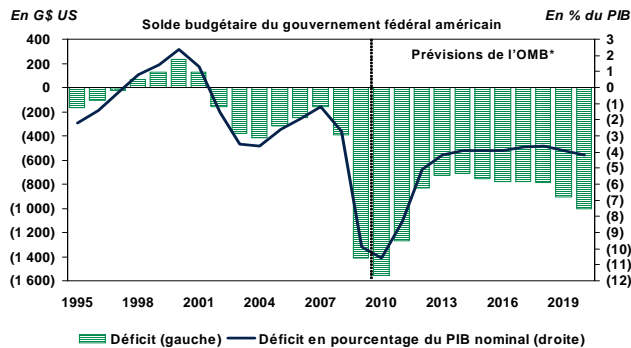
\* Office of Management and Budget; \*\* Congressional Budget Office.  
Sources : Bureau of Economic Analysis, Office of Management and Budget, Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

**Graphique 9 – La poursuite de l'assainissement du crédit va entraîner une diminution de la consommation**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

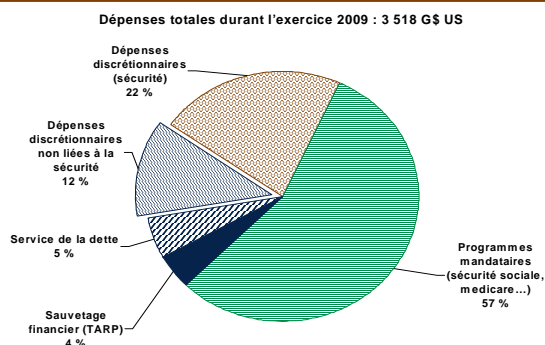
**Graphique 7 – Le déficit est appelé à diminuer, mais il demeurera somme toute important**



\* Office of Management and Budget.  
Sources : Office of Management and Budget et Desjardins, Études économiques

Malheureusement, il semble que les intentions de l'administration ne se manifestent toujours pas en solutions concrètes. Le gel annoncé des dépenses discrétionnaires non liées à la sécurité est un pas dans la bonne direction, tout comme la recommandation au Congrès d'adopter des lois fiscalement neutres (*pay-as-you-go*). Ces mesures sont toutefois insuffisantes pour éliminer un déficit qui dépasse amplement 1 000 G\$ US. D'une part, les dépenses discrétionnaires sont relativement peu importantes face au poids qu'exercent les programmes sociaux et la défense (graphique 10). D'autre part, les coupes proposées au sein de 126 programmes permettront d'épargner seulement 23 G\$ US en 2011, une goutte d'eau dans la mer. Certaines hausses d'impôt, notamment l'expiration des baisses de 2001 et de 2003 pour les ménages plus fortunés et la nouvelle taxe imposée aux grandes banques afin de rembourser le TARP, sont encourageantes. Toutefois, les revenus supplémentaires générés semblent être rapidement utilisés dans de nouvelles mesures.

**Graphique 10 – Les dépenses discrétionnaires occupent une mince place dans l'ensemble des dépenses du gouvernement fédéral**



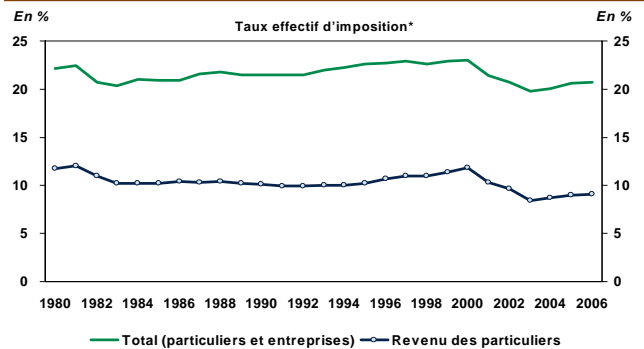
Sources : Office of Management and Budget et Desjardins, Études économiques

Afin de faire véritablement un effort de rééquilibrage des finances publiques, il faut regarder plus loin et surtout faire preuve de courage politique. Pour l'aider dans cette tâche, le

président Obama souhaite établir une commission budgétaire bipartisane. Celle-ci aura le mandat d'amener des mesures visant à équilibrer le budget, excluant le service de la dette, d'ici 2015. Le Congrès a déjà refusé d'entériner une telle commission, mais le président semble désirer aller tout de même de l'avant. Il reste maintenant à voir si cet effort portera des fruits.

Heureusement, les États-Unis sont et resteront dans une position favorable en regard de l'assiette fiscale disponible (possibilité d'augmenter les taxes et impôts) tant historiquement (graphique 11) que par rapport aux autres pays industrialisés (graphique 12 à la page 6)<sup>2</sup>. De plus, la croissance de la productivité et de l'évolution démographique demeure favorable à l'économie américaine et, contrairement à d'autres pays, elle contribuera à la croissance du PIB potentiel. Ces facteurs faciliteront ainsi la capacité de financement des dépenses publiques incluant le service de la dette.

**Graphique 11 – L'imposition fédérale est relativement faible**



\* Les données se terminent en 2006.  
Sources : Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

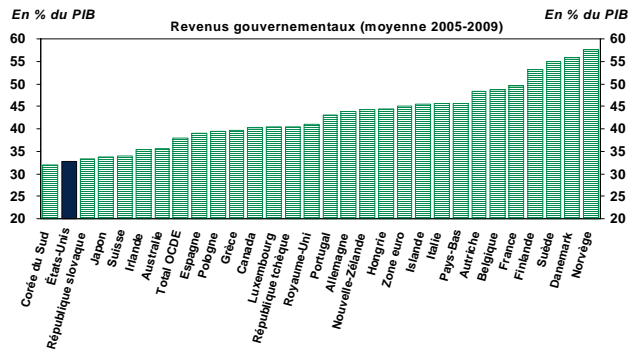
## LA DETTE : UNE SOURCE D'INCERTITUDE POUR LES MARCHÉS

Si le financement de la dette américaine s'est effectué aisément au cours des dernières années, c'est-à-dire à de bas taux d'intérêt, c'est que la demande a toujours su répondre à l'offre grandissante de nouveaux titres de dette. Malheureusement, on ne peut pas conclure que cette demande parviendra

<sup>2</sup> À titre d'exemple, si les États-Unis parvenaient à augmenter leur revenu, en proportion du PIB, au même niveau que la zone euro, ils dégageraient (toutes choses étant égales par ailleurs) plus de 1 500 G\$ US par année. Cela permettrait de rapidement équilibrer le budget et de commencer à rembourser la dette. C'est toutefois sans compter les effets néfastes d'une forte augmentation de la taxation sur l'activité économique.

Une autre solution quelquefois avancée est l'instauration d'une taxe de vente fédérale sur les produits et services. Un calcul rapide montre (toutes choses étant égales par ailleurs) que la mise en place d'une taxe de 5 % sur environ les trois quarts de la consommation de biens et services générerait environ 375 G\$ US par année.

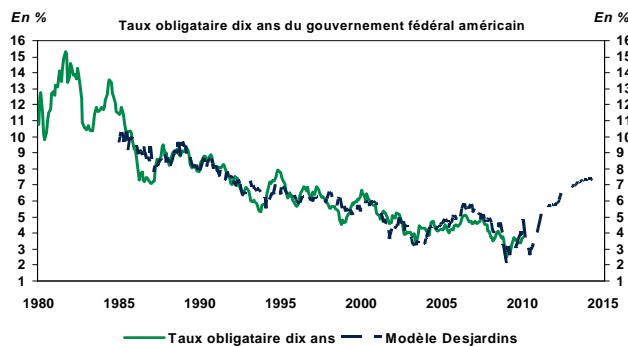
**Graphique 12 – Le gouvernement américain pourrait se permettre d'augmenter ses revenus**



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

toujours à combler l'encours croissant de la dette et à renouveler les émissions échues. Ainsi, étant donné les besoins prévus, un coût de financement modeste n'est jamais assuré. Nos estimations, basées sur les perspectives de croissance économique et d'inflation ainsi que sur l'évolution de l'endettement du gouvernement, montrent que les taux d'intérêt de moyen et long terme subiront inévitablement les pressions haussières liées à un endettement accru dans un environnement de reprise économique (graphique 13). Cela pourrait s'avérer plutôt coûteux pour le poste du service de la dette qui jusqu'à maintenant demeure assez modeste (graphique 14).

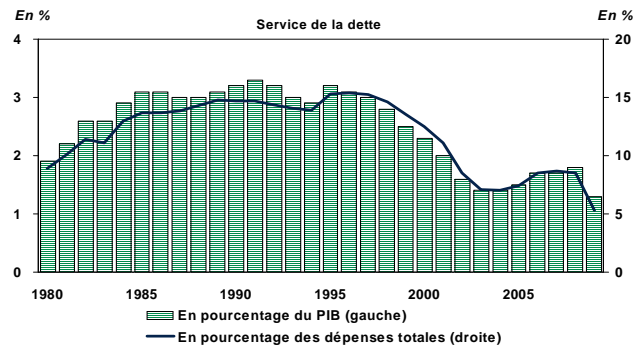
**Graphique 13 – L'augmentation de la dette risque d'engendrer une hausse des taux d'intérêt obligataires**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, on ne peut être sûr que les étrangers voudront indéfiniment financer les États-Unis. Déjà, on observe une tendance envers une diversification accrue des réserves internationales des banques centrales au détriment de la proportion en actifs libellés en dollars américains. Par ailleurs, il est loin d'être certain qu'à long terme les investisseurs voudront encore accumuler des titres fédéraux alors que d'autres opportunités d'investissement se manifesteront à mesure que la reprise économique se renforcera.

**Graphique 14 – Le service de la dette demeure modeste pour le moment**



Sources : Office of Management and Budget et Desjardins, Études économiques

Il faut toutefois mentionner que les risques de défaut de la dette souveraine américaine semblent pratiquement nuls. Certaines agences de notation de crédit menacent les États-Unis d'une décote si la situation budgétaire n'est pas redressée tôt ou tard. Toutefois, ces menaces paraissent vaines puisque les obligations fédérales américaines représentent encore l'étalon (*benchmark*) du marché obligataire mondial. La grande liquidité de la dette américaine, sa qualité de valeur refuge et la place du billet vert dans les échanges commerciaux et financiers mondiaux font que le statut privilégié des obligations américaines n'est pas encore remis en question. Rappelons qu'au moment où l'épicentre de la crise financière se situait aux États-Unis, les obligations fédérales américaines sont demeurées l'actif privilégié pour tous les investisseurs craignant le risque. Tant qu'un autre type d'actifs ne ravira pas la place des États-Unis à ce chapitre, une décote semble mal indiquée. De plus, puisque la dette américaine est totalement libellée en dollars américains et que les États-Unis contrôlent leur propre politique monétaire, les attaques d'investisseurs étrangers sur la valeur de la devise ou de la dette sont peu probables. Finalement, en dernier recours et dans une situation extrême, la dette pourrait toujours se financer par une monétisation de la part de la Réserve fédérale, qui certes engendrerait de l'inflation, mais qui empêcherait un défaut de paiement.

Néanmoins, la dette du gouvernement risque de venir hanter l'économie américaine. Si une crise majeure peut être évitée, des soubresauts pourraient toutefois tourmenter les marchés financiers. Ce fardeau pourrait également miner la grande influence qu'ont les États-Unis dans l'ordre économique mondial. On pourrait penser que l'Europe et sa monnaie commune deviendraient des solutions de rechange à l'hégémonie américaine. C'est cependant sans compter sur les nombreux problèmes qui occupent également cette région.

**Francis Généreux**  
Économiste principal

**Martin Lefebvre**  
Économiste principal