



Cliff, sequestre et autres shutdown... et maintenant ?

L'épisode que nous venons de traverser ces dernières semaines aux États-Unis inspire bien des réflexions et interrogations sur ce qui peut suivre l'adoption de l'accord obtenu au Sénat dans la journée d'hier. Nous revenons ici sur les points les plus importants.

De la farce politique à l'instabilité économique

Si reléguer le « *shutdown* » au rang de farce politique a pu servir d'antidote à l'anxiété provoquée par la réalité des risques que faisait encourir la situation américaine à l'économie mondiale ces deux dernières semaines, il y a dans cet épisode la révélation d'un nouvel état de fait : l'exposition croissante de l'économie au combat politique dans sa plus vile expression ; autant dire, l'exposition de l'économie à ce qui peut devenir, dans certains cas extrêmes, grotesque. Loin d'être un privilège américain, cette tendance, inhérente à la situation de crise trop durable que traverse le monde développé depuis plus de cinq ans, introduit un nouveau type de risques, du domaine de l'imprévisible et de l'incontrôlable, source, indéniable, d'instabilité. Dès lors, si le « *too big to fail* » semble encore pouvoir être considéré comme un bouclier protecteur du scénario du pire, à savoir celui du défaut de l'État américain, la période qui s'ouvre a tout lieu d'être celle de rebondissements à répétition sur la question de la dette et de la politique budgétaire américaine.

- **Débat politique : encore du grain à moudre.** Notre analyse n'a guère changé depuis la publication en mars dernier de « [Budget américain : no, we can't](#) ». Contrairement à une idée largement répandue, inverser la trajectoire de la dette publique, tout en préservant un minimum de croissance économique, n'est guère à la portée des dirigeants américains aujourd'hui. L'état des finances publiques est plombé par une croissance affaiblie et la ponction sociale de plus en plus lourde qu'impose la montée en puissance de la pauvreté et des problèmes sociaux qui vont de pair. Dans un tel cas de figure, il n'y a que deux voies envisageables. La première passe par une réduction drastique des aides sociales, ce sont, pour l'essentiel, les propositions de l'opposition républicaine. La seconde, consiste à augmenter sensiblement le niveau d'imposition sur les revenus des catégories les plus aisées et les bénéficiaires des entreprises, ce sont les propositions

des Démocrates. Le débat sur l'introduction d'une taxe fédérale à la consommation, du type TVA, pourrait éventuellement s'y greffer, sans grande chance de succès à en juger par la préférence dans le système de fiscalité locale en place. Aucune de ces voies n'est toutefois sans coût pour la croissance et aucune n'est envisageable sans nouvel épisode de déchirements politiques dont la récurrence, seule, nuit à la confiance des agents. Malgré la défaite des Républicains de ces derniers jours, la préparation du budget 2014, à laquelle conformément à l'accord passé hier, ils seront associés, promet d'être un nouvel exercice politique de longue haleine, dont la croissance américaine ne sortira vraisemblablement pas indemne.

- **À combien s'élèvera la restriction en 2014 ?** Derrière ces débats et les mesures qui seront *in fine* adoptées dans le cadre du budget 2014 et suivants, se pose la question du degré de restriction budgétaire et fiscale auquel l'économie américaine devra faire face. Avec un déficit primaire encore estimé à 4,5 % en 2013, le durcissement exigé par les Républicains pourrait bien excéder toutes les hypothèses jusqu'alors retenues par la communauté des économistes. Ainsi, un objectif qui ambitionnerait de stabiliser le taux d'endettement dès 2014, nécessiterait, aux conditions présentes de dette (106,5 % du PIB), de croissance nominale (2,9 %) et de taux d'intérêt (2,7 %), un effort de l'ordre de 4 points de PIB sur le solde primaire, soit un ajustement inédit, deux fois supérieur à celui réalisé en 2013. Cette hypothèse est loin d'être intégrée dans les prévisions du consensus qui, pour la plupart, s'appuient sur une nette réduction de l'effort budgétaire en 2014. Un tel cas de figure aurait naturellement d'énormes conséquences sur les anticipations de croissance pour l'an prochain et constituerait une réelle menace de récession.
- **À quand l'abaissement de la note souveraine ?** Il ne fait guère de doute que de telles conditions politiques et économiques augmentent considérablement le risque d'abaissement de la note souveraine des États-Unis. Ainsi, si l'accord passé cette semaine offre sans doute un temps de répit malgré les menaces de l'agence Fitch, le scénario le plus vraisemblable reste bel et bien celui d'un abaissement généralisé de la notation américaine d'ici au 15 janvier (date limite accordée pour le financement exceptionnel des services fédéraux) ou dans la foulée de l'adoption d'un budget trop dangereux pour la croissance.
- **Quel taux de financement, qu'attendre de la Fed ?** Entre le risque de défaut et le risque économique, le marché obligataire américain n'a pas su trancher ces deux dernières semaines et les taux à 10 ans n'ont que très peu fluctué. La nouvelle d'un accord, devrait permettre d'entamer une nouvelle remontée du marché, renforcée par la qualité relativement médiocre des quelques informations économiques publiées ces deux dernières semaines (Emploi ADP, enquête de New York et Beige Book de la Fed). Le risque que les taux se tendent dans un climat de négociation durablement compliqué reste cependant relativement important.

Cette situation renforce notre opinion selon laquelle la Fed n'aura vraisemblablement pas d'occasion d'abaisser ses achats d'actifs avant longtemps, quand nous considérons, par ailleurs, comme relativement significative l'hypothèse d'une augmentation de son QE en cas de downgrade ou durcissement marqué du budget 2014.

- **Impact sur la croissance ?** Les inconnues qui pèsent sur les perspectives de croissance américaine et, par voie de conséquence, mondiale sont de taille et vont bien au-delà de l'effet comptable lié au blocage des activités fédérales pendant deux semaines. Ce dernier est modeste, estimée à moins de deux dixièmes de croissance pour le quatrième trimestre. Les effets indirects sur la confiance que l'on se soit d'ajouter à ces estimations restent, eux, largement du domaine de l'incertain. Une chose est sûre cependant : la mauvaise farce politique n'est l'amie ni de la confiance ni de la croissance.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com