



Des Oiseaux dans la tourmente

**Episode 14 Le surendettement abyssal des US, grâce à la planche à billets
Le surendettement insupportable de la zone Euro, sans monétarisation de la dette.
Dans les 2 cas, la fête est finie. Les US perdent le AAA vendredi à 23h**

USA

PIB 14 582 Mds \$

Dette publique : 93% du PIB, (fédérale 70%), soit 14 300 Mds \$, en 2011

Déficit public : 10,3% du PIB, 1 500 Mds \$

Cout total de la guerre en Irak 3 000 Mds \$, celle en Afghanistan 1 000 Mds \$

En % du PIB	2009	2010	2011	2012	2014
Déficit			10%	8,5%	
Dette			93%	100%	114%
Croissance		2,3%	1,3%		

Course contre la montre pour un accord / l'impasse

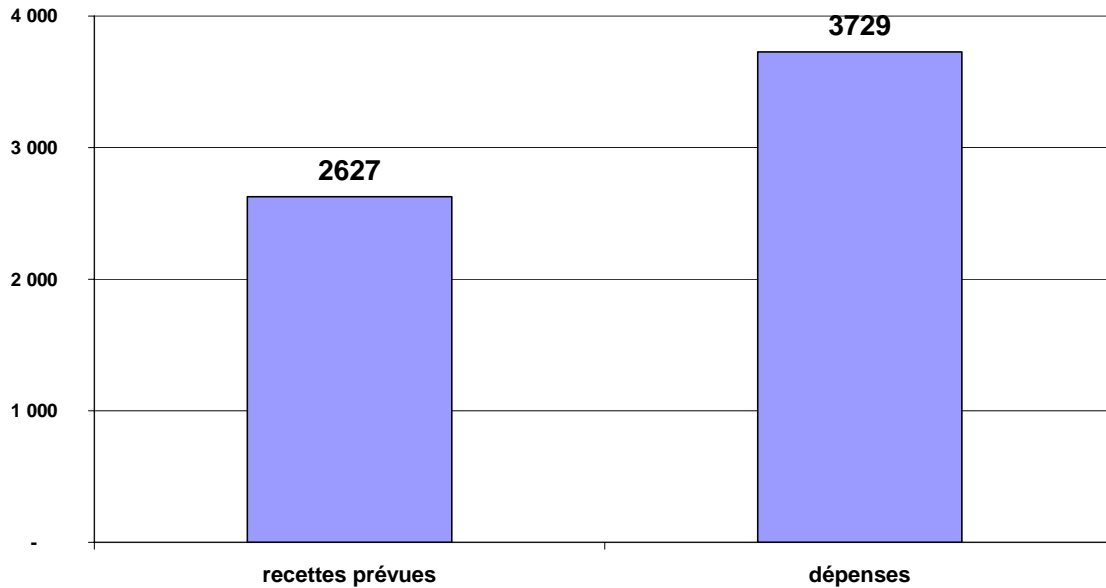
14 300 Mds \$, c'est le plafond d'endettement autorisé par le congrès américain, dépassé depuis mai 2011. Il a été relevé dix fois depuis 2001, où il était à 5 Mds\$. Et faute d'un relèvement, le 2 août, le Trésor ne pouvait plus payer certaines factures de l'Etat.

Il manquait 2 500 Mds \$ pour tenir sur le même rythme, jusqu'aux prochaines élections. Le budget 2011(oct. 10-sept 11) avait été voté en 2010 .Mais le plafond de l'endettement n'a pas été révisé dans la foulée.

Les républicains nouvellement élus depuis janvier veulent une réduction des dépenses, sans toucher aux dépenses militaires (1200 Mds\$ pour l'Irak et l'Afghanistan), et n'acceptent de remonter le plafond a minima, uniquement que jusqu'à l'élection présidentielle. Ils souhaitent que le budget soit un enjeu électoral des prochaines élections.

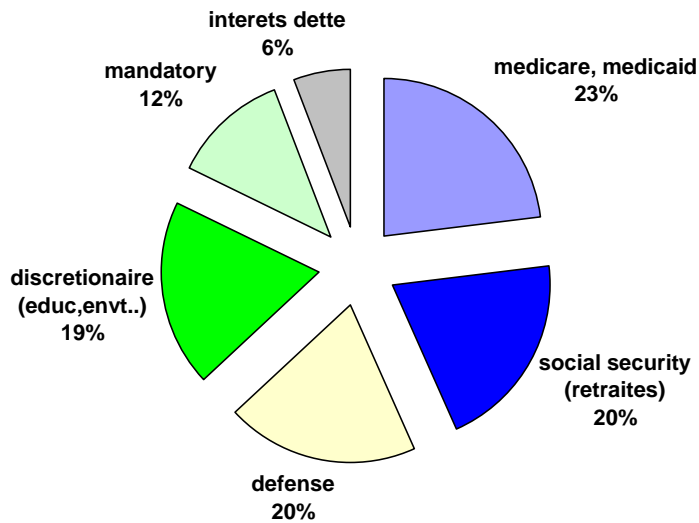
Les démocrates ne veulent pas modifier leur budget, en particulier les dépenses sociales. Bref c'est l'impasse

Budget fédéral 2012 (en Mds \$)



Le budget 2012 porte sur la période oct. 11-sept 12. Il représente 20,6% du PIB

répartition des dépenses



*Discrétionnaire (budget renouvelé chaque année (éducation, environnement.....)
Mandatory = programme pluriannuel imposé par la loi, donc peu modifiable*

En l'absence d'accord

Si le plafond n'avait pas été remonté, l'Etat aurait dû baisser brutalement ses dépenses de 1101 Mds \$ soit 30%. Premières dépenses à honorer : le chèque des retraites de 23 Mds \$

le 3 aout, le remboursement de 87 Mds \$ d'obligations à maturité, le 4 aout. 180 Mds \$ payés entre le 3 aout et le 12 aout.

Le gouvernement aurait dû alors choisir entre ne pas payer certaines dépenses ou ne pas payer la dette. S'il ne paye pas la dette, les taux d'intérêt montent. Le coût de la dette pourrait monter de 100 Mds à 200 Mds \$.

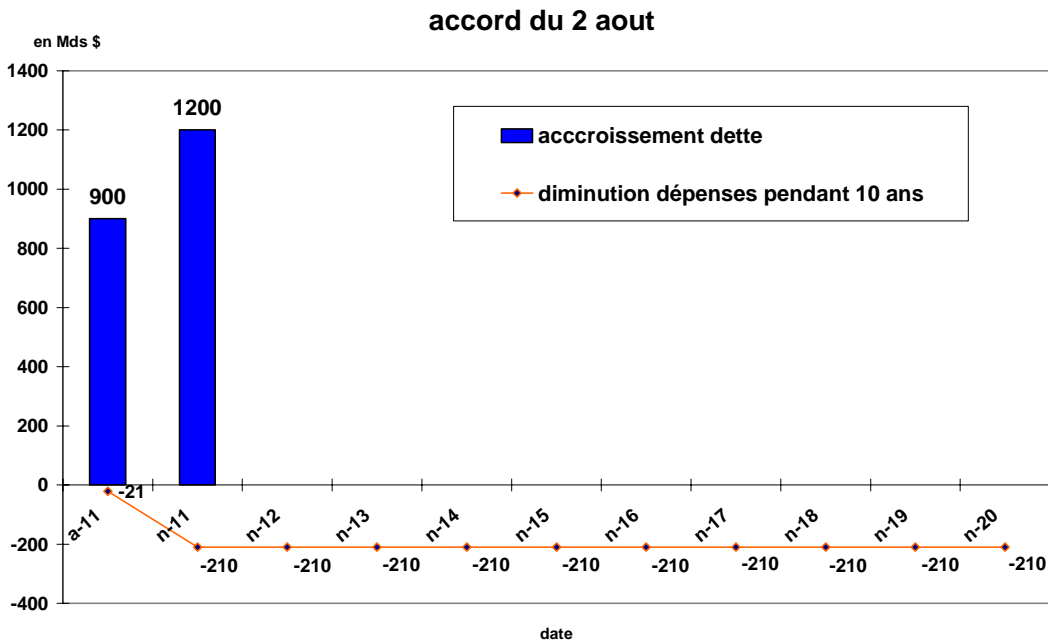
La croissance revue à la baisse

Il est difficile de prétendre augmenter les dépenses publiques, sans croissance.

Or la croissance US est très décevante au 2 eme trimestre 2011 : 1,3% seulement, après 0,4% au premier trimestre. Elle est tirée par l'investissement 0,87% et le commerce extérieur 0,56%. La consommation est en décroissance. Les services sont au plus bas depuis 17 mois. Le quantitative easing n'a pas fait de miracle. Il a juste permis de relancer l'inflation mondiale. **La prévision de croissance des US n'est plus que de 1,7% pour 2011, au lieu de 3% prévue en début d'année.** Une révision de la croissance de 1% coute 150 points au S&P. D'où la chute brutale des marchés, depuis une semaine

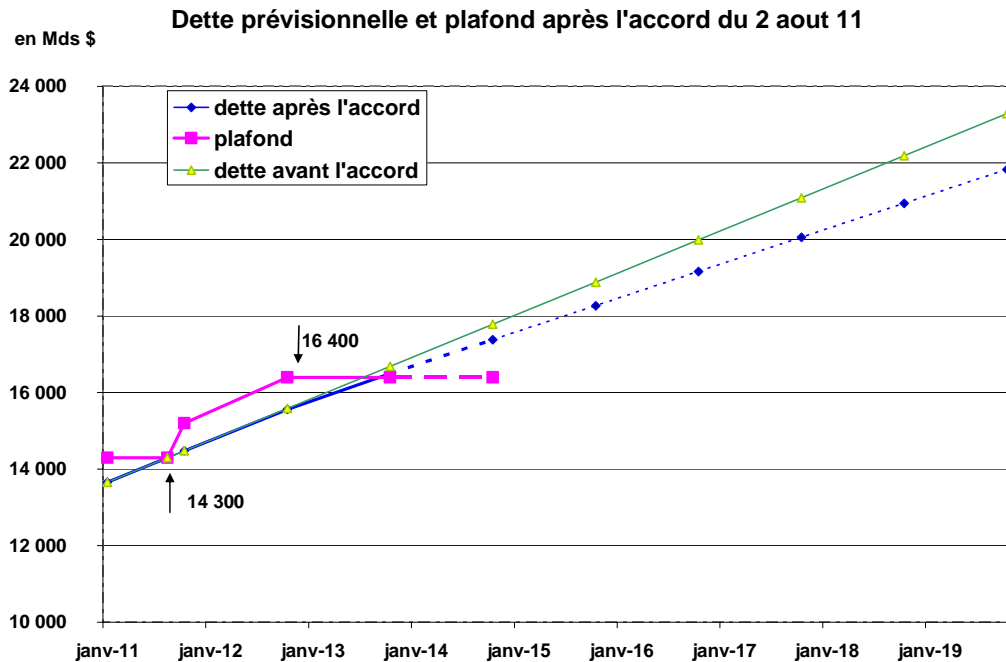
L'accord du 2 aout 11

Augmentation du plafond de la dette de 2 100 Mds \$. Une réduction des dépenses de 970 Mds \$ pour les dix prochaines années (première tranche finalisée) et une deuxième tranche de 1200 Mds \$ supplémentaire, à finaliser avant le 23 novembre. Un comité de 6 républicains et 6 démocrates doivent se mettre d'accord sur le contenu de la 2 eme vague de réduction. En cas d'absence d'accord en novembre, les dépenses seront réduites automatiquement, sans distinction, y compris la santé et la défense. Les républicains refusent toute augmentation d'impôts.



En principe, il n'est pas possible d'engager les dépenses des législatures suivantes .Il s'agit donc bien d'une augmentation du plafond réelle, contre des hypothétiques baisses des dépenses.

Les dépenses doivent être diminuées de 25 Mds \$ sur le budget 2011 (officiellement pas plus, pour ne pas réduire la croissance), et 210 Mds \$ sur les budgets suivants. Mais le déficit sera encore de 900 Mds \$ par an. Il faudra remonter le plafond en 2013. La crise n'est pas finie .Comme pour la Grèce on part pour 10 ans de récession.



En fait c'est un accord de gribouille, en trompe l'œil.

Obama a obtenu :

- Que les US évitent le défaut de paiement,
- le relèvement du plafond, permettant d'aller jusqu'à l'élection présidentielle

Les républicains ont obtenu :

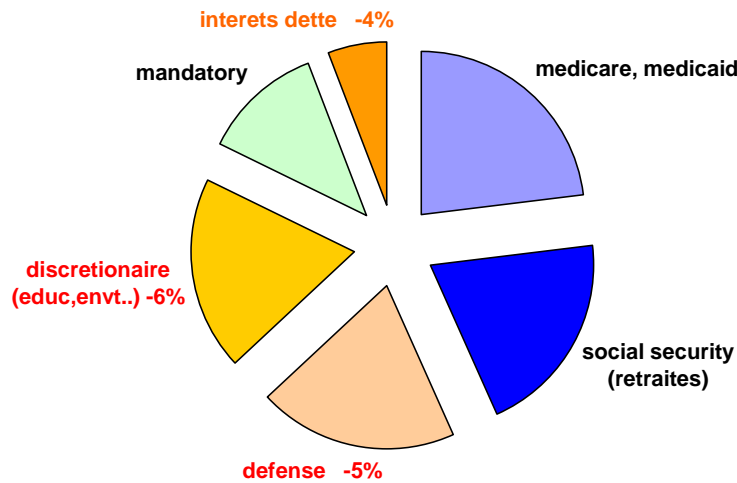
- l'absence d'augmentations d'impôts, pour les plus aisés,
- la finalisation de la réduction des dépenses, confiée à une commission bipartite, (commissions qui ont toutes capoté depuis 2 ans)

Bref la fête continue à crédit. Les nouveaux élus se débrouilleront après les élections de nov. 2012. Mais l'image est pitoyable : les politiques sont incapables de se mettre d'accord, pour créer les conditions de la croissance. Les marchés sanctionnent.

Même avec la réduction prévue des dépenses de 7% (200 Mds\$ / an), la dette continuera d'augmenter de manière abyssale. C'est dire le problème des prochaines années. Forte récession en vue, avec augmentation des impôts et inflation

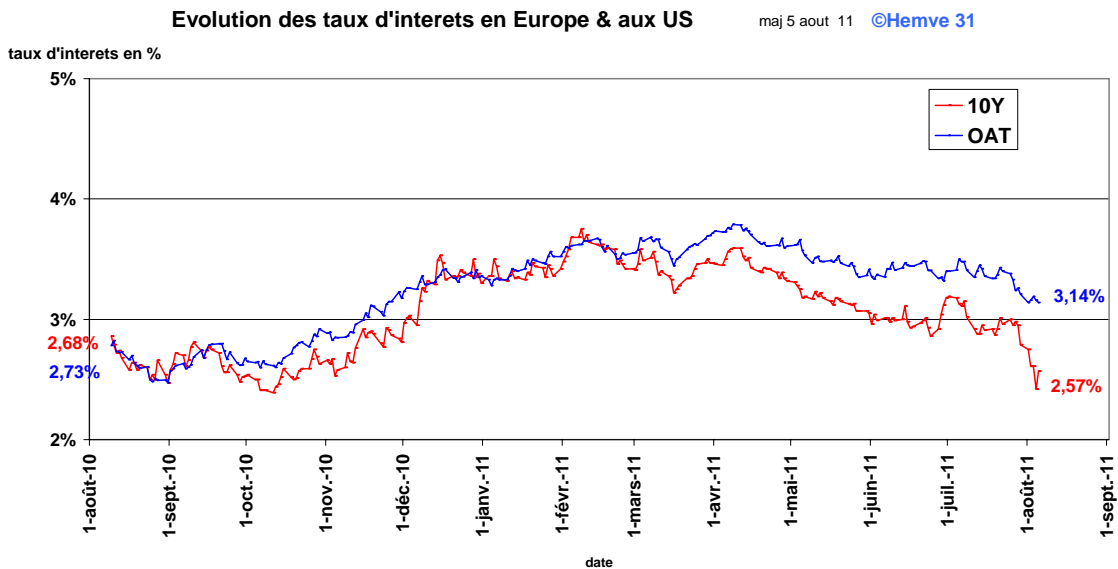
Le coup de rabot de la première vague serait sur les 3 postes en orange sur le schéma suivant. Mais comme on l'a dit, les députés ne peuvent définir le budget des années ultérieures, il s'agit donc d'un cadre qui n'engage personne, au-delà de 2012.

**Diminution des dépenses les dix prochaines années
(première tranche 2013-2020)**

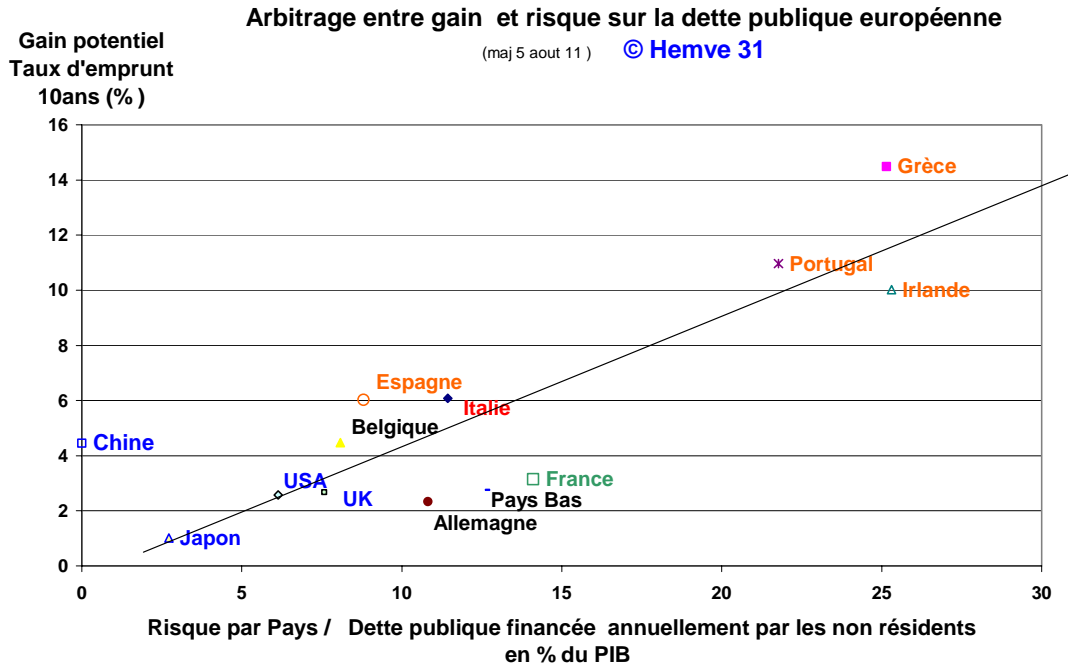


D'où l'absence de confiance des investisseurs sur l'économie. Le chômage est encore fort : 25 millions de demandeurs d'emploi, et c'est la fin des grands chantiers, et des programmes de relance

Paradoxe jamais les bons du trésor n'ont été autant demandés cette semaine.



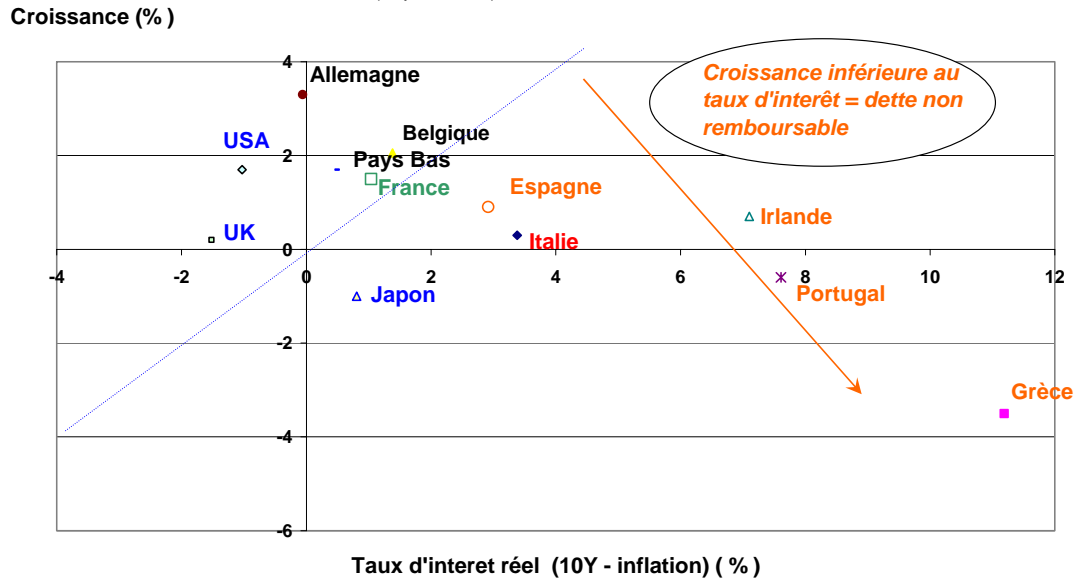
Il y a une ruée sur les obligations américaines. Juillet a été le record d'investissement (essentiellement par l'Arabie saoudite) et les taux passent en dessous de l'inflation. Seules, les dettes allemande et japonaise font aussi bien. Par contre, plus personne ne veut de la dette grecque, irlandaise, portugaise, espagnole, italienne... Plus de 12% de leur PIB est financé par les non résidents ! Et la croissance de ces pays, inférieure aux taux réels de leurs emprunts les amène au défaut de paiement.



La confiance des prêteurs non-résidents dépend de l'implication des résidents à supporter le fardeau de leur propre dette, et de la croissance qui permet de l'alléger

Effet boule de neige : croissance inférieure aux taux réels

(maj 5 aout 11) © Hemve 31



Les US restent une des meilleures signatures actuellement. Leur croissance est encore supérieure aux taux réels (taux – inflation), alors que l’Espagne et l’Italie s’enfoncent dans la récession, faisant craindre ainsi les conditions d’un défaut de paiement. Le Japon est un cas particulier avec son endettement auprès de ses résidents et une récession temporaire due au tsunami. Le Royaume Uni monétarise sa dette. La BoE a acheté 20% de la dette publique.

Les marchés anticipent-ils une nouvelle intervention de la FED, pour relancer la croissance ou du moins baisser artificiellement les taux ? Un nouveau QE3 ? Les taux sont revenus à leur niveau de novembre 2010, date du QE2, mais surtout inférieurs à l’inflation (3,6%). Mais pourquoi la FED rachèterait-elle les bons du trésor ? Les taux sont à zéro ?

De plus il faudrait l’accord des républicains au Congrès ; ce qui semble peu probable. Donc peu de raison que la fête continue. Les économies du budget fédéral représentent 1,7% du PIB, donc de croissance en moins. Les entreprises devront compenser les pertes d’emploi de l’Etat par la croissance à l’exportation, en particulier chez les émergents. Si le peu de croissance disparaît, la sanction sera terrible.

L’Italie peut-elle entrainer toute la cordée de l’Euro ?

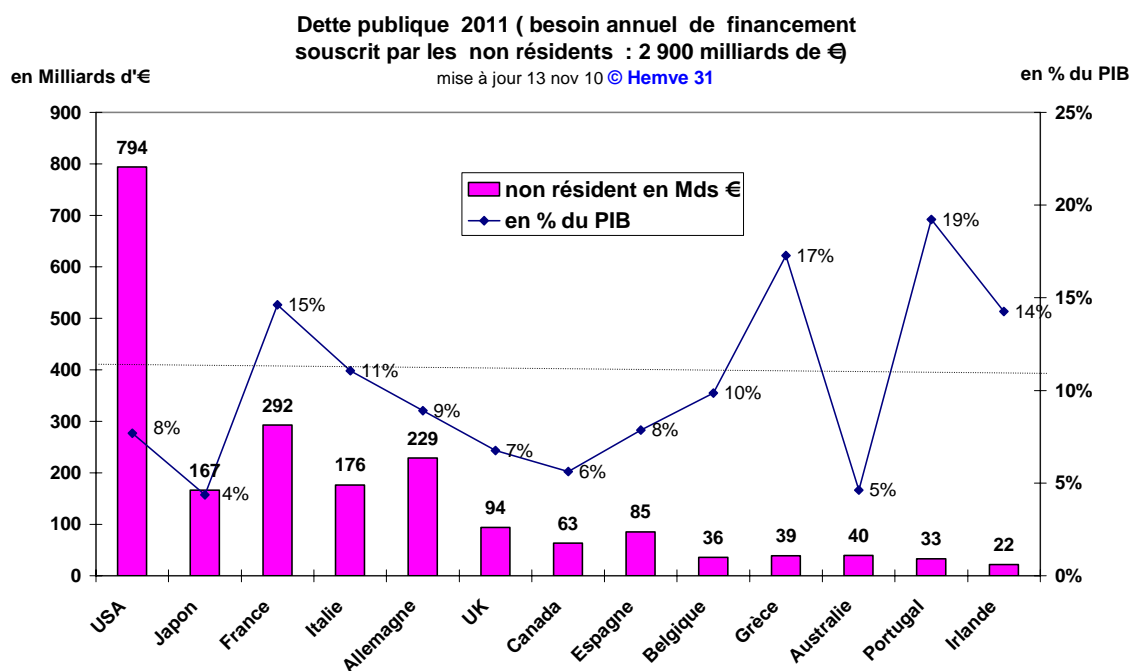
Début août, l’Espagne et l’Italie en font la douloureuse expérience début août, de l’absence de croissance. Il leur manque 2% de croissance, ou 3% du PIB dans les réductions des dépenses publiques, pour éviter une augmentation de leur dette. La FESF ne peut racheter de la dette italienne, pour calmer le jeu. Il lui faut un accord des parlements. Seule la BCE pourrait le faire. Du QE « style ECB ». Elle ne l’a pas fait depuis 18 semaines, et ne veut le faire pour ces pays. Désaccord de l’Allemagne et des Pays bas.

. L'Italie et l'Espagne représentent un poids trop important pour que la solidarité de la zone Euro entre en jeu. (L'aide à l'Italie devrait être 6 fois celle apportée à la Grèce, voir l'épisode 13, le cout pour la France de la Grèce) Une aide de la zone euro aggraverait le déficit de la France et de la Belgique, et les ferait basculer, dans les pays dont la dette n'est plus remboursable. L'euro ne peut plus faire le grand écart. Toute la cordée dévisserait alors. La seule solution serait la dévaluation, pour les pays trop endettés (monétarisation de la dette)...comme le font les US, le Royaume uni et même le Japon qui est intervenu sur le yen jeudi matin (-3%), ou la Suisse mercredi, pour protéger ses exportations. L'Allemagne, les Pays Bas, la Finlande n'en veulent pas. Soit l'Allemagne paie, soit elle divorce de la monnaie commune.

Les marchés cette semaine actent la réduction de la croissance. Aucune relance publique n'est plus possible, compte tenu de l'endettement. Un nouveau QE n'aura pas l'aval du Congrès. Reste la dévaluation généralisée. Ce qui signifie aussi la fin de la monnaie commune, pour les pays aux politiques budgétaires trop différentes de l'Allemagne.

Les déséquilibres mondiaux / un appel irraisonnable à l'épargne d'autres pays

Faute de courage politique pour ajuster leurs dépenses aux recettes, la plupart des Etats de l'OCDE vivent à crédit en faisant appel aux marchés mondiaux, qui prennent peur, et craignent le défaut de paiement



L'ajustement nécessaire que les Etats devraient opérer si les non résidents ne finançaient plus leurs emprunts publics (déficit + roulement des emprunts anciens). 10% du PIB est apporté par l'extérieur, pour faire les fins de mois à beaucoup d'Etats. C'est colossal et ne peut pas durer très longtemps. La France dépend des marchés mondiaux, pour financer ses dépenses publiques, au niveau de 15% de son PIB. On comprend que les

marchés prennent peur et craignent le défaut de paiement dès que la croissance baisse ou que les taux montent.

Et vendredi à 23H, l'impensable arrive, les US perdent le AAA

Ils l'avaient conservé depuis 1941, quelque soient les événements, quelque soient les déficits. S&P avait demandé au gouvernement de réduire ses dépenses de 4000 Mds\$ au printemps . Le gouvernement ne les a réduites que de 2,1Mds \$, étalé sur 10 ans. La sanction était inévitable. Les conséquences sont immenses sur les autres emprunts indexés (Etats américains, villes, emprunts immobiliers ...) et sur la confiance des investisseurs. .Beaucoup de fonds souverains, norvégiens, saoudiens ...ne peuvent plus souscrire les bons du Trésor US de par leurs statuts, dès lundi. Ils devront se rabattre sur les seuls AAA (UK, Allemagne, Canada, France) du moins pendant plusieurs semaines. Les US et les particuliers vont devoir emprunter plus cher ; ce qui va diminuer un peu plus la croissance.

La situation de la France n'est pas tellement meilleure. Le risque systémique n'est pas encore là, mais il pointe son nez. L'AAA de la France est en sursis.

Quid, la semaine prochaine ?

Malgré la publication de bons résultats des entreprises, le S&P intègre dans ses cours (-12% en une semaine), la révision de la baisse de la croissance. Et les US ont encore une croissance faible, mais positive. Mais l'onde de choc de la perte du AAA, va être importante. L'eurodollar va être impacté (€à la hausse). Les taux allemands anglais devraient encore baisser. Baisse d'au moins 3 à 5% sur le marché action. La volatilité des marchés restera forte, tant que toutes les conséquences n'auront pas été analysées (augmentation du déficit public, baisse de la croissance...). Lundi, Le 11eme jour de baisse semble inévitable .et le 12 éme jour mardi aussi.

La montée des taux obligataires italiens à 6% traduit la peur des marchés (leur déficit 2011 n'est que 4%).Mais le cas de l'Italie va passer provisoirement au 2 ème plan avec la déflagration des taux US

Seule une réduction drastique et immédiate des dépenses publiques pourrait rassurer les marchés. C'est ce qu'ils demandent

A suivre

Hemve 31

Rappel des épisodes précédents

22 Oct., 1/ L'impasse, la crise mondiale de l'endettement

30 oct. 2 /la globalisation la concurrence mondiale des salaires, des systèmes sociaux, des dettes

Des oiseaux dans la tourmente

- 6 nov. 3/ *l'ajustement*
- 12 nov. 4/ *Gain contre risque, la volatilité, le VIX, le trading*
- 25 Nov. 5/ *le marché de la dette,*
- 3 dec 6/ *les gagnants et les perdants*
- 10 déc. 7/ *les gagnants, le DAX*
- 31dec 8/ *les gagnants, jouer les taux*
- 7 janv. 9/ *les gagnants, les matières premières*
- 14janv 10/ *retour sur les matières premières*
- 4 fév. 11/ *faut il acheter de l'or ?*
- 4 mars 12/ *la crise du pétrole*
- 29 jul 13/ *la tragédie grecque*