

1^{er} « shut-down » de l'Etat fédéral américain depuis 1995

Près de 1'000'000 fonctionnaires au chômage. Des négociations difficiles s'engagent à trois semaines de l'échéance du plafond de la dette US. Retour en force des incertitudes en octobre.

Points clés

- Le 1^{er} « shut-down » depuis 1995-1996 est à nouveau en place
- Une situation extraordinaire du point de vue helvétique mais relativement fréquente aux USA
- 17 « shut-downs » en 40 ans
- Négociations totalement au point mort
- Le bras de fer est engagé et constitue le prélude aux négociations sur les conditions du relèvement du plafond de la dette
- Impact possible sur la croissance évalué à -1%
- Hausse des incertitudes et effets potentiels négatifs sur la confiance des ménages
- Marchés actions à risque
- Baisse des tensions sur les taux longs

Le Congrès rejette le plan de la Chambre des représentants et provoque le 1^{er} « shut-down » de l'Etat fédéral depuis 1995

Le Congrès américain a effectivement refusé la proposition de la Chambre des représentants par 54 voix contre 46 cette nuit, qui liait l'extension du financement du gouvernement fédéral à une modification de l'application du plan de réforme de la santé du président Obama.

Le financement à court terme, nécessaire au report de cette échéance fatidique, n'a donc pas été accordé par le Congrès. Celui-ci a refusé la proposition de la Chambre des Représentants visant à repousser l'entrée en vigueur du programme de santé du président Obama (*Obamacare*) à l'année 2014 en échange d'un financement de 10 semaines supplémentaires qui permettraient de boucler le budget et éviter un « shut-down » automatique.

En l'absence d'un tel accord (*Continuing Resolution*), qui aurait permis de trouver un financement temporaire pour boucler le budget de l'exercice fiscal en cours, de nombreuses activités et programmes fédéraux devront automatiquement s'interrompre, faute de loi leur permettant de se financer. De nombreuses agences fédérales devront ainsi exécuter dès le 1^{er} octobre des plans de fermeture de leurs activités jusqu'à nouvel avis.

Entre temps, le président Obama s'adressera sans doute une nouvelle fois au Congrès pour tenter d'infléchir la position des républicains. Mais les tensions entre les deux camps semblent à leur comble, chacun tentant de faire porter la responsabilité du « shut-down » à l'autre. La position majoritaire des républicains à la Chambre des représentants leur donne aujourd'hui la possibilité d'influencer largement le contenu des propositions budgétaires. Et l'aile dure du parti semble clairement vouloir aller jusqu'au bout d'une confrontation et ne montre que peu d'entrain à négocier.

La ligne dure du parti semble donc pour l'instant diriger la manœuvre et affûte peut-être déjà ses armes pour la prochaine bataille cruciale du 17 octobre. Celle-ci devrait voir le plafond de la dette relevé de 16.7 trillions de dollars.

La fermeture des administrations fédérales ne devrait toutefois pas durer longtemps. Cette première incertitude à court terme devrait conduire rapidement à une nouvelle phase de négociation difficile sur le relèvement du plafond de la dette gouvernementale, qui durera sans doute plusieurs semaines et qui provoquera son lot de nouvelles incertitudes.

Ces nouveaux risques associés au bouclage du budget US et du relèvement du plafond de la dette interviennent alors même que les marchés financiers semblaient déjà « surachetés » à court terme et quelques jours seulement après que le revirement

d'attitude du président de la Réserve fédérale ne provoque de nouvelles incertitudes en laissant supposer un risque de faiblesse conjoncturelle aux Etats-Unis.

Les effets probables du « shut-down » 2013

Si l'annonce de l'interruption d'une partie des activités du gouvernement fédéral américain pour cause d'absence de financement semble une situation extraordinaire voire inconcevable du point de vue helvétique, il n'en va pas de même aux Etats-Unis.

Sans être une situation fréquente ou normale, les Etats-Unis ont déjà connu à de nombreuses reprises au cours des 40 dernières années des situations de blocage au niveau budgétaire ayant provoqué des fermetures partielles et des licenciements temporaires de centaines de milliers de fonctionnaires fédéraux.

La dernière situation similaire observée (les deux « shut-down » de l'hiver 1995-96) est sans doute l'un des meilleurs exemples pour estimer les effets probables sur l'économie américaine que l'on pourrait attendre du « shut-down » 2013. Si le gouvernement fédéral n'a pas connu de cessation temporaire de son activité depuis plus de 17 ans, il faut toutefois relever qu'entre 1976 et 1994, l'économie américaine a subi quinze périodes de « shut-down » ayant duré entre 1 et 21 jours au plus. En moyenne, les périodes de cessation temporaire d'activité des services fédéraux duraient une semaine. Relevons tout de même que le dernier « shut-down » historique qui s'était produit entre le 15 décembre 1995 et le 6 janvier était finalement le plus long depuis 1976.

Le premier « shut-down » de 1995 n'avait cependant duré que 5 jours et avait provoqué le licenciement temporaire d'environ 800'000 employés fédéraux. Cette cessation temporaire d'activité n'avait alors concerné que les activités non essentielles de l'Etat fédéral, mais soit tout de même un peu moins de 30% de l'effectif global des fonctionnaires.

Aujourd'hui, les dépenses de l'Etat fédéral se montent à un peu plus de 300 milliards de dollars par mois.

Les deux premiers postes du budget sont représentés par les dépenses de défense (65.2 milliards) et la sécurité sociale ou retraites (65.1 milliards).

Viennent ensuite le Medicare pour 42.5 milliards, le chômage (37.8 milliards) la santé (31.3 milliards) et la charge de la dette dont les intérêts se montent à 24.6 milliards. L'agriculture, les transports, la

justice, l'environnement et les autres services représentent le solde des dépenses.

En contrepartie, les revenus fédéraux mensuels se montent à 184 milliards seulement, ce qui implique un déficit mensuel de l'ordre de 120 milliards de dollars à financer par la dette publique.

Le plafond de la dette sera probablement atteint entre le 17 et le 22 octobre selon les experts indépendants, ce qui pose un problème difficile à résoudre dans le contexte présent. Car en l'absence d'un accord sur le relèvement du plafond de la dette, il faudra bien tailler dans les dépenses.

Or l'analyse des postes du budget montre clairement que les principaux coûts se situent au niveau de la défense, des retraites et du Medicare. Ces trois premiers postes du budget représentent 172.8 milliards, soit presque la totalité des revenus. Il sera donc difficile en cas de blocage durable et sans un accord sur le relèvement du plafond de la dette, d'empêcher des coupes importantes dans le budget et les effets non négligeables sur la croissance économique qui y sont associés.

Nous n'accordons qu'une faible probabilité à la survenance de cet événement qui constituerait une menace trop importante pour la reprise en cours tant en terme de croissance qu'en termes de confiance des ménages et des investisseurs.

La confiance des consommateurs avait effectivement nettement plongé lors des deux dernières périodes d'incertitude fiscale, caractérisées en 2011 par la question du relèvement du plafond de la dette et la perte du rating AAA du Trésor américain, puis en 2012 à l'approche du « fiscal cliff ».

Confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Une certaine perte de confiance pourrait donc à nouveau se produire en cas de « shut-down » durable.

Toutefois, il apparaît clairement selon nous que les républicains voudront faire monter la pression avant de négocier réellement les conditions du relèvement du plafond de la dette.

Par conséquent, le blocage actuel pourrait bien être l'un des « shut-down » les plus longs de l'histoire et se prolonger jusqu'à la conclusion d'un accord sur le relèvement du plafond de la dette. Même si les activités gouvernementales jugées indispensables seront maintenues, la fermeture de certaines activités d'intérêt public non nécessaires pourrait tout de même perturber la confiance des ménages américains.

Le « shut-down » actuel est donc de toute évidence un moyen de pression et de levier pour la vraie négociation qui concernera dans quelques semaines le relèvement du plafond de la dette. Il ne faut toutefois pas sous-estimer les risques qu'un « shut-down » prolongé pourrait faire peser à l'économie américaine.

Selon le président de l'American Federation of Government employees, en cas d'interruption temporaire, environ 1 million de fonctionnaires fédéraux considérés comme non-essentiels devraient être concernés, sur 2.1 millions.

Les estimations de l'impact négatif sur la croissance d'un tel « shut-down » se montent à 0.3% sur une base annuelle par semaine. Un « shut-down » de trois semaines pourrait donc théoriquement retrancher près de 1% de croissance au PIB américain. A cela devraient s'ajouter tous les effets induits sur la perte de confiance des ménages et des entrepreneurs.

En 1995, l'interruption pendant 21 jours des services fédéraux non-essentiels avait effectivement soustrait 1% de croissance au PIB américain par une contraction de -14% des dépenses gouvernementales sur une base annualisée.

De quoi donc faire réfléchir et hésiter les investisseurs, alors que les marchés actions semblent ne plus vouloir prendre en considération les risques économiques déjà soulevés il y a quelques jours par le président de la banque centrale.

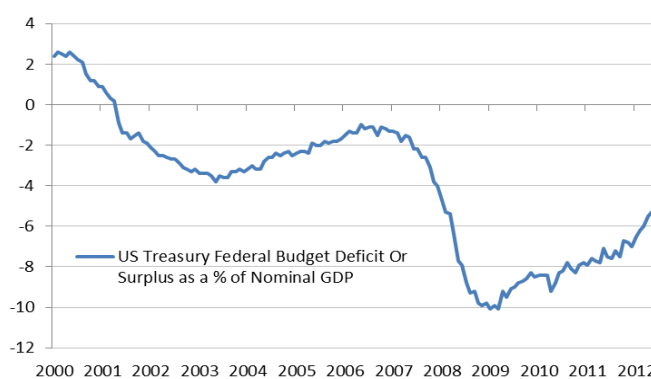
Le contexte actuel est plus favorable et devrait favoriser un relèvement du plafond de la dette

Si les négociations actuelles se déroulent dans un climat difficile entre les démocrates et républicains, il faut tout de même constater que les conditions

générales qui entourent ses négociations sont moins complexes qu'elles ne l'étaient lors des deux crises précédentes.

En effet, le déficit public s'était brutalement creusé entre 2007 et 2009 pour atteindre près de 10% du PIB. L'amélioration conjoncturelle et les effets positifs du « séquestre » mis en place par la commission bipartisane lors des négociations précédentes sur le relèvement du plafond de la dette en 2001, ont concouru à réduire ce ratio à 4%, soit une réduction de 50% en seulement trois ans.

Déficit/surplus du Trésor US en % du PIB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Par conséquent, la stratégie adoptée en 2011, soit la constitution d'une commission chargée de fixer les coupes budgétaires automatiques à appliquer en cas d'échec des négociations sur l'établissement d'un plan d'assainissement budgétaire, a porté ses fruits. La mise en place du « séquestre » a effectivement concouru à la réduction rapide du déficit public.

Autre différence majeure en 2013, les agences de notations ont aujourd'hui une attitude sensiblement différente. Elles considèrent désormais la dette du Trésor comme stable, et l'on peut déjà s'interroger sur la probabilité en 2014 d'une nouvelle évaluation de la situation plus favorable encore au vu des améliorations déjà significatives de ce ratio.

Il nous semble donc que le risque de non conclusion d'un accord sur le relèvement du plafond de la dette avant la fin octobre soit relativement faible. Il apparaît sans doute clairement à tous qu'une absence d'accord provoquerait un choc économique brutal et une nouvelle crise dans les marchés financiers difficilement surmontable.

Quels risques pour les marchés financiers ?

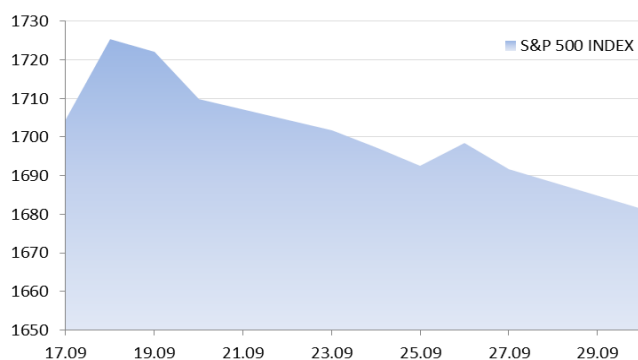
La première réaction des marchés financiers est restée relativement sereine le 1^{er} octobre. Il est probable que pour l'heure, les investisseurs estiment globalement que le

« shut-down » actuel sera de courte durée et n'aura donc pas d'effets significatifs sur la conjoncture américaine. L'accord de dernière minute obtenu dans les négociations sur le « fiscal cliff » en fin d'année 2012 reste sans doute dans les mémoires. Il nourrit certainement les espoirs d'une résolution similaire de dernière minute qui limiterait à quelques jours seulement la période du « shut-down ». S'il ne faut pas écarter la possibilité d'un tel accord, nous pensons qu'il ne sera pas déterminant et permettra seulement d'éviter le pire avant le début des passes d'armes plus décisives sur la question du relèvement du plafond de la dette.

Historiquement, les « shut-downs » courts que rarement eu d'impact sur les marchés actions. Mais nous pensons que les pressions et l'incertitude augmenteront avec l'allongement de la période de fermeture des services gouvernementaux. Dans ces circonstances, et compte tenu du niveau actuel des marchés actions, il est raisonnable de considérer que les risques de consolidation seront corrélés à la durée du « shut-down » et à l'évolution des négociations sur le plafond de la dette. Malheureusement, à ce jour, les deux camps ne semblent pas du tout pressés de se réunir autour d'une table de négociation.

Par conséquent, les marchés financiers devront sans doute faire face à une nouvelle période d'incertitude qui pourrait cette fois-ci renforcer les craintes d'un tassement conjoncturel aux Etats-Unis, déjà sous-entendu par la révision à la baisse par Ben Bernanke des perspectives de croissance de l'économie pour 2013.

Actions américaines – Indice S&P500

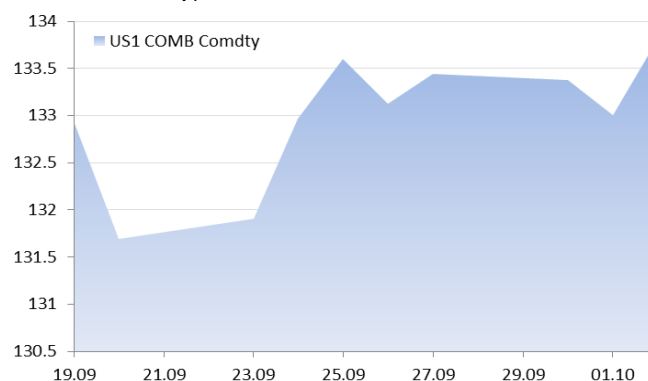


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'annonce du maintien du QE3 n'avait provoqué qu'une hausse de quelques heures avant que les marchés actions n'entament une nouvelle période de correction. La hausse observée le 1^{er} octobre sera peut-être elle aussi le prélude à une deuxième phase de faiblesse.

Du côté des marchés de taux, les risques de ralentissement semblent désormais aussi pris un peu plus au sérieux. Après avoir progressé régulièrement depuis le début du mois de mai jusqu'en septembre, les derniers commentaires du président de la Réserve fédérale ont permis un début de normalisation des taux longs, en baisse de 0.2%.

Obligations du Trésor US >10ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

Le « shut-down » en cours pourrait durer plus que quelques jours et n'être qu'une escarmouche avant le début de la véritable bataille sur le relèvement du plafond de la dette.

Les risques de ralentissement conjoncturel augmentent et devraient favoriser une détente sur les taux longs du Trésor tandis que les risques de prises de profit et de baisse des marchés actions augmentent.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch