

Lettre n°127

L'inquiétude sur la dérive de l'endettement public aux Etats-Unis

« Le doute est le commencement de la sagesse » Aristote.

A l'heure de tensions répétées sur les taux d'intérêt américains à long terme, Scott Bessent serait avisé de méditer ce précepte d'Aristote car ses trois motifs de confiance dans une détente des taux, semblent fragiles : peut-on juger intacte la confiance des investisseurs internationaux dans le \$, donc leur quête d'obligations américaines ? Peut-on croire à la stimulation de la croissance grâce à la baisse des impôts ? Peut-on croire à l'effet positif des tarifs douaniers sur les recettes budgétaires. L'échec relatif du placement la semaine dernière d'une émission de \$16 milliards à 20 ans incite à la prudence.

Conséquence de la suppression du AAA par l'agence Moody's, après Fitch en 2023 et S&P en 2011, et, conséquence de l'aggravation du déficit budgétaire dans le projet de budget, le \$ baisse, les taux à 30 ans, 5.15%, sont à leur niveau le plus élevé depuis 2007, et le taux à 10 ans, à moins de 4% début avril, est aujourd'hui à 4.60%.

3 remarques liminaires

- ***Certes, l'économie américaine est très performante... :***

Nul n'est besoin ici de revenir sur les percées technologiques et la puissance financière des GAFAM. Nul n'est besoin de rappeler les plans Biden pour réindustrialiser le pays et renforcer les parts de marché dans les semi-conducteurs. Mais, attirer les entreprises étrangères ne s'est pas fait sans subventions, sans investissement dans les infrastructures, sans une attractivité fiscale, donc sans aggraver le déficit budgétaire.

- ***...Mais, les Etats-Unis affichent le déficit budgétaire primaire le plus élevé de tous les grands pays :***

Selon le FMI, les pays à plus forte dérive ont été les Etats-Unis, la France, l'Italie et l'Afrique du Sud. Le déficit primaire annuel moyen entre 2008 et 2023 a été à 5.3% du PIB aux Etats-Unis à comparer avec 5.2% au Japon, 4.1% au Royaume-Uni, 2.9% en France, 0.2% en Italie.

En 2024, le déficit budgétaire américain atteignait \$1800 milliards, 6.4% du PIB et cette année il va encore augmenter. En 2017, les dépenses publiques américaines étaient à 20% du PIB, aujourd'hui 23%, soit \$6750 milliards ; les recettes publiques étaient à 18% du PIB en 2017, aujourd'hui 17%, soit \$4920 milliards. On le voit, tendanciellement, une hausse des dépenses, une baisse des recettes.

- ***... et la dette publique augmente rapidement :***

Les Etats-Unis ayant une structure fédérale, certains observateurs se concentrent sur la dette fédérale, aujourd'hui à 100% du PIB. Sous la première présidence Trump, la dette publique fédérale est ainsi passée de \$15 000 milliards à \$22 000 milliards et, sous celle de Biden, elle a continué à augmenter à \$28 000 milliards, soit 1x le PIB. Si, la charge d'intérêts représente 3.1% du PIB cette année, c'est-à-dire 18% des recettes fédérales, elle en représentera, selon Moody's, un tiers en 2035, contre 9% en 2021.

Dans le souci de comparaison internationale, il est préférable de retenir l'ensemble de la dette publique et le pourcentage est alors, selon le FMI, de 121%. A titre de comparaison, au lendemain de la 2^{ème} Guerre Mondiale et du financement de l'effort de guerre, la dette était à 106% du PIB.

Le cœur du sujet, le nœud des préoccupations, c'est un déficit budgétaire, supérieur à 6% du PIB depuis 2 ans, alors même que l'économie n'est pas en récession ; ce sont des émissions de dettes ce trimestre supérieures à \$500 milliards souscrites au tiers par des étrangers. Que se passera-t-il, si demain la récession intervient et si la confiance internationale est rompue ?

Pour y répondre on analysera successivement, l'incurie budgétaire américaine des 2 dernières décennies, l'indifférence à la perte du triple A et les risques présentés par le nouveau budget.

- **Les Etats-Unis, au XXIème siècle, représentent le pire exemple d'indiscipline budgétaire :**

2 chiffres pour fixer les esprits : d'une part, les dépenses publiques sont passées de 32% du PIB en 1980 à plus de 40% du PIB. D'autre part, si, en 2001, la dette fédérale était d'un tiers du PIB, aujourd'hui, elle est de 121% du PIB, soit \$36 000 milliards.

Schématiquement, les Démocrates au pouvoir, c'est souvent plus de dépenses et les Républicains au pouvoir, c'est souvent moins de recettes. Jamais, l'équilibre budgétaire ne semble être un objectif et la dernière année d'excédent budgétaire date de 2001.

Les dépenses fédérales en 2024, \$6750 milliards, étaient 35% supérieures aux recettes, \$4920 milliards et, pour trouver un déficit équivalent aux 6.4% de 2024, il faut remonter à la Seconde guerre mondiale ou à la crise financière de 2008 ou encore à la crise de la Covid, 3 évènements exceptionnels alors qu'aujourd'hui les Etats-Unis ne font pas face à une récession.

Le pessimisme est de mise car on estime à 75% le pourcentage de dépenses fédérales incompressibles et car les intérêts sur la dette publique ont doublé en 2.5 ans pour représenter 4% du PIB, un pourcentage comparable à l'Italie et 2 fois plus élevé qu'en France.

- **La perte du AAA est un avertissement :**

Les taux à 10 ans sont au plus haut depuis 2007 car les intérêts sur la dette dépassent \$1000 milliards et car Moody's anticipe une aggravation du déficit budgétaire de 6.4% du PIB en 2024 à 9% en 2035.

L'avertissement de Moody's est ignoré par la majorité républicaine que rien ne semble faire sourciller, pas même l'extrapolation de l'Université de Yale qui entrevoit dans 30 ans un ratio d'endettement de 180% du PIB.

Si, ce pourcentage a de quoi affoler, il doit être tempéré par 3 éléments :

La dégradation de la note américaine est révélatrice des méfaits de la politique de Trump et de son « Big Beautiful Bill » mais elle ne va pas pénaliser outre mesure l'attrait du marché américain car le \$ va rester au centre du système monétaire.

Le pourcentage de Treasuries détenu par les étrangers est tombé de 34% en 2014 à 23% mais il demeure très supérieur aux 5% observés dans les années 1970. Les Japonais ont \$1125 milliards de dettes de Treasuries soit 4% de l'encours, la Chine + Hong Kong a \$1060 milliards, l'Europe de l'Ouest a 9.5%. Pour ces investisseurs, vendre massivement se ferait à perte et poserait un problème de réallocation. Il n'empêche, les tensions sur les taux longs au Japon réduisent l'attrait des opérations de « carry trade » pour les investisseurs japonais.

A court terme, l'inquiétude des investisseurs étrangers, la crainte d'assister à une dépréciation du \$, pourraient provoquer des allègements sur la dette américaine, donc des tensions sur les taux. Cela fut manifeste au lendemain du « Liberation Day » du 2 avril et cela est à nouveau le cas avec la présentation du budget.

- **Le budget présenté au Congrès aggrave la situation financière :**

Sur les 7 premiers mois de l'année fiscale, le déficit augmente de 13% et, sur l'année, le déficit budgétaire devrait encore dépasser 6% du PIB, soit près de \$2000 milliards.

Trump ne cesse de défendre et de prôner l'adoption de son « Big Beautiful Bill » mais ce programme, à juste titre, inquiète les marchés car il proroge les \$4500 milliards de réductions d'impôts décidées en 2017 et ajoute de nouveaux allègements. Adopté avec une voix de majorité à la Chambre des Représentants, après la défection de 2 républicains, il doit maintenant être approuvé au Sénat.

Trump a mis la pression sur le Congrès pour faire \$163 milliards d'économies mais les désaccords entre les élus républicains sont profonds. Les ultras conservateurs voudraient des coupes budgétaires plus élevées, les modérés s'inquiètent de réductions de budget trop importantes. Le projet de budget vise les dépenses pour les énergies renouvelables, l'aide aux pays pauvres, le département de l'éducation, la recherche médicale, \$625 milliards du financement de Medicaid, les aides au logement mais il ne toucherait pas à Medicare. La réduction envisagée de plus de 40% des aides au logement devrait affecter 4 millions de personnes et, selon le CBO, le revenu disponible des plus pauvres devrait baisser de 2% d'ici 2027 à cause des coupes dans les budgets Medicaid. En revanche les revenus des plus aisés devraient augmenter de 4% d'ici 2027 grâce aux allègements d'impôts.

Dans le projet, les diminutions de taxes sont immédiates mais les réductions de dépenses ne sont pas programmées avant 2029 car Trump ne veut pas affecter les dépenses de santé ou de retraite. Les économies ne portent que sur Medicaid, car 8.6 millions des plus de 70 millions de bénéficiaires seraient affectés et sur les industries vertes avec la fin des incitations fiscales aux achats de véhicules électriques et des incitations dans le renouvelable. Conséquence du recul des subventions aux énergies renouvelables, les valeurs du secteur, NextEra Energy, 1^{er} développeur des énergies renouvelables aux Etats-Unis, Enphase Energy, Sunrun dans le solaire ont baissé.

Les recettes douanières, \$165 milliards cette année, seront loin de pouvoir compenser les recettes de l'impôt sur le revenu, proches de \$2600 milliards. Les économies générées par Musk, \$165 milliards annoncées, mais \$65 milliards vérifiables, seront loin des \$2000 milliards projetés. Cela ne permet même pas de supprimer l'impôt pour les 90% des ménages en dessous de \$200 000 de revenus car ces recettes représentent \$600 milliards.

En résumé, le programme de Trump, c'est d'ici 2034, selon le bureau bipartisan du Congrès, \$2700 milliards de dettes nettes supplémentaires, c'est un ratio dette publique/PIB passant de 100% à 125%. D'où l'inquiétude, les tensions sur les taux à 30 ans à 5.15%.

Conclusion : « *Que les choses suivent leurs cours, voilà la catastrophe* ». *Walter Benjamin.*

3 inquiétudes pour les taux longs :

- Les menaces sur l'indépendance de la Banque centrale :

Trump, pour pallier les méfaits de sa politique tarifaire, voudrait obliger la Banque centrale à abaisser les taux d'intérêt mais, devant l'aggravation du déficit budgétaire, Powell ne bougera pas.

Toute attaque contre l'indépendance de la Banque centrale provoquerait des tensions sur les taux, une augmentation de la prime de risque. Les marchés financiers ont en mémoire les lendemains de la 2^{ème} Guerre Mondiale quand la Banque centrale américaine avait laissé filer l'inflation pour gommer la dette. Les marchés financiers ont également retenu les méfaits d'une politique de quantitative easing, d'une politique de taux 0, à savoir qu'une faible rémunération du capital décourage la prise de risque, freine l'investissement et permet la survie d'entreprises « zombies » peu compétitives.

- L'absence de souplesse budgétaire dans l'hypothèse d'une nouvelle récession :

On l'a dit, c'est la 1^{ère} fois qu'un déficit excède 6% en haut de cycle. Si demain, la politique tarifaire de Trump provoque une récession, les marchés accepteraient-ils un déficit budgétaire de 9% pour relancer la croissance ? Les taux courts seraient probablement abaissés mais à quel niveau seraient alors portés les taux longs ? On aurait une courbe des taux très pentue. Quel serait le surcoût pour financer cette énorme dette publique ? Si les taux d'intérêt devaient être supérieurs au taux de croissance du PIB, la charge de la dette deviendrait insoutenable. Autant de facteurs d'inquiétudes légitimes.

- **L'incapacité à réduire le déficit commercial :**

Entre fin 1984 et fin 1986, la sensible réduction du déficit commercial américain résulta essentiellement de la diminution de 40% du déficit budgétaire.

On l'a souvent écrit, le déficit commercial américain, davantage qu'un manque de compétitivité, traduit la situation d'un pays vivant au-dessus de ses moyens, consommant davantage qu'il ne produit. Le déficit commercial ne se résorbera pas sans une diminution de la dépense publique et une augmentation de la TVA ou de l'impôt sur le revenu. On n'en prend pas le chemin.

Genève, le 27 mai 2025

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay
#12-01 Hong Leong Building
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

Rue du Mont-de-Sion 6
1206 Genève
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance Pte Ltd

(DIFC Representative Office)
The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.