

Sept questions pour les investisseurs sur le plafond de la dette américaine



Mahmood PRADHAN

Responsable macroéconomie, Amundi Institute

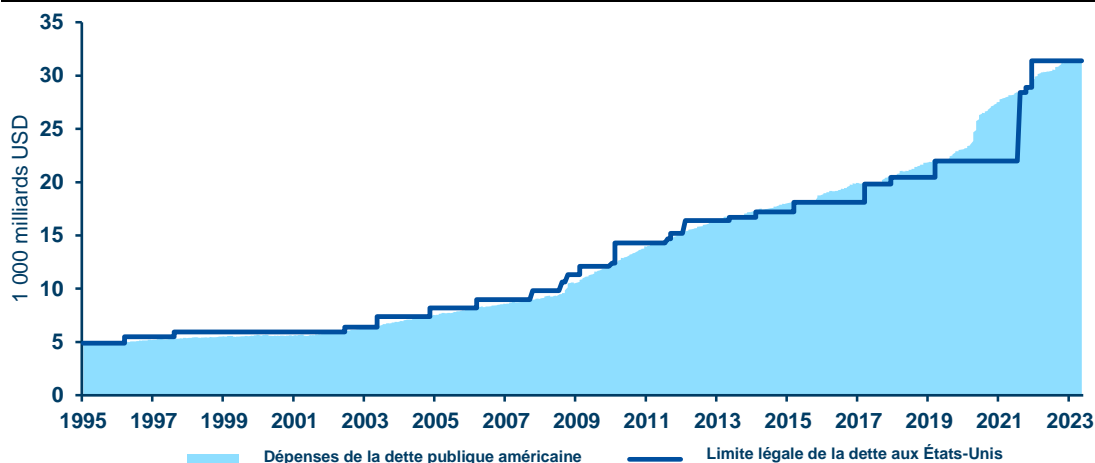


Jonathan DUENSING

Responsable de la gestion obligataire US

- De quoi s'agit-il ?** Le plafond de la dette américaine est une limite réglementaire au montant total de la dette que le gouvernement est autorisé à contracter.
- Quelle échéance ?** Le plafond actuel de la dette a été atteint en janvier et le Trésor a prévenu qu'il serait à court de liquidités pour faire face à ses engagements de dépenses autour du 1er juin, mais cette date ne peut qu'être une estimation.
- Quelle est l'issue la plus probable ?** Nous pensons qu'il y a de bonnes chances qu'un accord sur le relèvement du plafond soit conclu prochainement. Le plafond de la dette a été relevé de nombreuses fois dans le passé, mais une telle décision nécessite l'approbation des deux chambres du Congrès. Par conséquent, cette fois-ci, les deux partis politiques doivent parvenir à un accord.
- Que se passera-t-il si aucun accord n'est conclu d'ici le 1er juin ?** Si tel est le cas, le plus probable est que le gouvernement hiérarchisera sa dette pendant un certain temps, en privilégiant le service de la dette et le remboursement du principal par rapport à ses autres dépenses.
- Quel serait l'impact d'une hiérarchisation de la dette ?** Le paiement des salaires des fonctionnaires, des services de santé et de la sécurité sociale pourrait en partie être suspendu jusqu'à ce qu'un accord soit conclu. Les deux camps politiques risquent de perdre le soutien des Américains, qui avec la perte de revenus réguliers souffriront d'un manque de liquidités à court terme.
- Quels sont les risques de retard dans la conclusion d'un accord ?** Un retard dans la conclusion d'un accord ou un défaut (peu probable selon nous) pourrait entraîner une dégradation de la note de crédit, comme ce fut le cas en 2011 (Fitch vient de placer la note AAA des États-Unis sous surveillance). Un tel défaut aurait en outre d'importantes conséquences pour les marchés : les bons du Trésor américain sont considérés comme l'actif le plus sûr au monde et c'est par rapport à eux qu'est évalué le prix de tous les autres actifs financiers (crédit, actions, etc.).
- Quel impact sur l'économie ?** L'impact dépendra de la nature de l'accord. La proposition initiale des républicains exigeait des réductions de dépenses en limitant à 1 % la croissance annuelle nominale des dépenses publiques au cours des dix prochaines années. Cette contraction budgétaire, associée à une politique monétaire restrictive, serait négative pour la croissance économique. Mais un défaut serait encore plus grave pour l'économie.

Graphique 1 – Encours de la dette des États-Unis et plafond de la dette



Source : Amundi, données Bloomberg, au mercredi 24 mai 2023.

1. Qu'est-ce que la limite ou le plafond de la dette des États-Unis ?

Le plafond de la dette des États-Unis correspond à la dette totale que le gouvernement américain est autorisé (par la loi) à détenir/emprunter. Le plafond actuel est de 31 400 milliards de dollars et le gouvernement a atteint cette limite en janvier cette année. Comme les dépenses des États-Unis sont supérieures aux recettes qu'ils tirent des impôts et d'autres sources (comme c'est le cas pour la plupart des gouvernements), ils doivent emprunter de l'argent pour faire face à leurs obligations de dépenses, telles que les paiements de sécurité sociale, les paiements d'intérêts sur les prêts, etc. Cette limite est donc cruciale pour éviter que le gouvernement ne fasse défaut sur ses obligations vis-à-vis des détenteurs de dette américaine. Seul le Congrès peut relever ce plafond, et toute modification de celui-ci doit être approuvée par les deux chambres. Actuellement, les républicains ont la majorité à la Chambre des représentants. Les républicains et les démocrates doivent donc parvenir à un accord pour relever le plafond.

2. Quelle X-Date ?

Selon la secrétaire au Trésor, Mme Yellen, la date limite à laquelle le Trésor américain ne disposera plus des fonds nécessaires pour faire face à ses engagements de dépenses – la fameuse « X-Date » – est le 1^{er} juin. Le solde des liquidités du Trésor dépend des recettes fiscales, qui sont difficiles à anticiper sur une base mensuelle. Cela signifie que la X-Date pourrait être légèrement repoussée, peut-être jusqu'à la mi-juin. Nous pensons toutefois que Mme Yellen fait preuve de prudence compte tenu de l'incertitude.

3. Le Congrès est-il proche d'un accord ?

Les négociations pour un accord pourraient durer longtemps. Les deux camps affirment faire des progrès, mais à ce stade, il est difficile de dire à quel point ils sont proches d'un accord. Le temps presse, mais au vu de l'expérience passée (le plafond de la dette américaine a été relevé plus de 70 fois au cours des quatre dernières décennies), nous pensons qu'il y a encore de bonnes chances qu'ils parviennent à un accord avant la X-Date (qui, comme nous l'avons dit, pourrait se situer après le 1^{er} juin).

4. Si aucun accord n'est trouvé, quelles sont les autres options possibles ?

En l'absence d'accord, le gouvernement américain dispose de quelques options pour continuer à assurer le service de sa dette. L'option principale et la plus probable consiste à donner la priorité au service de la dette et aux remboursements de principal par rapport aux autres échéances de paiement de l'État.

Mais il existe d'autres options :

- Le président peut invoquer le 14^e amendement (« La dette publique ne doit pas être remise en cause »). Ce scénario nous semble peu probable, car il serait sans doute contesté devant les tribunaux et aggraverait encore la division politique entre les partis.
- Le gouvernement américain pourrait contourner le Congrès et s'appuyer sur la Fed avec notamment la frappe d'une pièce de monnaie en platine de grande valeur ou l'émission de dette perpétuelle (obligations sans échéance pour le principal). Cette solution nous semble également peu probable, car elle pourrait être contestée par le Congrès (qui pourrait y voir un affaiblissement de son pouvoir de décision en matière d'impôts et de dépenses), de plus, elle risquerait d'entraîner la Fed dans l'arène politique.

5. Quelles seraient les conséquences d'une « hiérarchisation de la dette » ?

Une hiérarchisation est la solution la plus probable en cas d'absence d'accord à la X-Date. Le gouvernement donnera la priorité à la dette par rapport à ses autres obligations, en utilisant toutes ses recettes fiscales pour honorer sa dette avant les autres paiements (salaires des fonctionnaires, paiements liés aux services de santé, à la sécurité sociale, etc.) jusqu'à ce qu'un accord soit conclu et que le gouvernement puisse à nouveau émettre de la dette. Compte tenu de l'expérience du passé, nous nous attendons à ce que cette période soit relativement courte (quelques semaines au maximum), car les deux camps politiques risquent de perdre le soutien de la population, qui avec la perte de revenus réguliers souffrira d'un manque de liquidités à court terme.

6. Quels sont les risques de retard dans la conclusion d'un accord ?

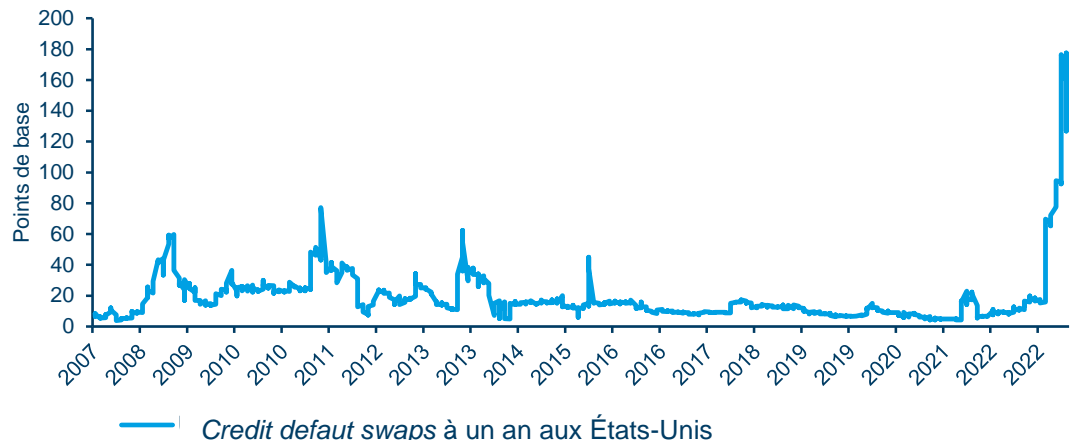
Un abaissement de la note de crédit est le scénario le plus probable, comme cela a été le cas il y a douze ans. Fitch vient de placer le AAA des États-Unis sous surveillance, en raison de l'incertitude entourant actuellement le plafond de la dette. En 2011, l'agence de notation Standard&Poor's dégrada la note du gouvernement américain une semaine après l'accord sur le plafond de la dette (le 2 août), et le mois suivant, les actions américaines reculèrent de 15 %. Au cours de la phase actuelle des négociations, la volatilité du marché s'est limitée aux bons du Trésor à court terme arrivant à échéance et au marché des *credit default swaps* utilisés pour couvrir le risque de défaut. Les autres marchés, y compris celui des actions américaines, n'intègrent pas de risque important de défaut ou d'évolution de la notation de crédit.

« Nous estimons qu'il est très probable qu'un accord soit conclu avant que le Trésor américain ne manque de liquidités. »

« En l'absence d'accord, le gouvernement privilégiera très probablement la hiérarchisation de la dette. Un abaissement de la note de crédit est également probable. »

Graphique 2 – Hausse du coût d'assurance contre le défaut de la dette américaine

« Nous ne nous attendons pas à un défaut. Une telle éventualité serait catastrophique pour les marchés financiers, ce qui explique la hausse du coût de l'assurance contre ce risque. »



Source : Amundi, données Bloomberg, au mercredi 24 mai 2023.

Nous ne nous attendons pas à un défaut sur la dette du gouvernement américain. Les deux camps politiques – républicains et démocrates – ont déclaré publiquement que le gouvernement des États-Unis ne ferait pas défaut, ce qui indique qu'ils sont conscients de l'importance d'un tel événement pour l'économie américaine, ainsi que pour les marchés mondiaux. Mais si néanmoins les États-Unis faisaient défaut, cela aurait de graves conséquences pour les marchés financiers, car les bons du Trésor américain sont considérés comme l'actif le plus sûr du système financier mondial. Bien entendu, le coût de l'assurance contre un défaut des États-Unis augmenterait et, de manière plus générale, les taux d'intérêt dans l'économie aussi.

Les rendements des bons du Trésor américain augmenteraient, ce qui rendrait plus coûteuse la détention d'obligations d'entreprises (augmentation des spreads), d'obligations internationales et d'actions. En effet, le prix de ces actifs financiers est indexé sur les rendements des bons du Trésor et toute augmentation de ceux-ci se répercuterait sur le prix de ceux-là. La volatilité globale des marchés financiers resterait élevée.

7. Quel serait l'impact sur les perspectives économiques ?

Tout dépend de l'accord. L'exigence initiale des républicains d'une réduction des dépenses (en limitant à 1 % la croissance annuelle nominale des dépenses publiques au cours des dix prochaines années) nous semble peu susceptible de se concrétiser. Mais elle est révélatrice. Toute limite nominale des dépenses impliquerait effectivement une contraction budgétaire pour chaque année où la croissance du PIB nominal est supérieure à cette limite. Une politique budgétaire aussi restrictive, combinée à une politique monétaire restrictive (à laquelle nous nous attendons dans les prochaines années), se traduirait par un affaiblissement des perspectives économiques. Mais un défaut pourrait avoir des conséquences économiques bien plus graves.

Tableau 1 – Estimation des répercussions économiques en cas d'impasse sur le plafond de la dette : T3 2023

Indicateur	Surenchère	Bref défaut	Défaut prolongé
Emplois, en millions	-0.20	-0.50	-8.30
PIB réel, % de croissance annualisée	-0.30	-0.60	-6.10
Chômage, points de pourcentage	0.10	0.30	5.00

Source : [Analyse du CEA](#), 3 mai 2023.

« Un compromis entraînant une réduction des dépenses alors que la politique monétaire est déjà restrictive pourrait fragiliser davantage les perspectives économiques. »

AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs expriment un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de faciliter la construction de leurs portefeuilles. Situé au cœur du processus d'investissement global, l'Amundi Institute a pour objectif d'apporter un leadership éclairé, de renforcer le conseil, la formation et les échanges quotidiens sur ces sujets concernant l'ensemble des actifs pour tous ses clients – distributeurs, institutions et entreprises. L'Amundi Institute regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'informations d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de mettre en valeur les opinions et les recommandations d'investissement d'Amundi.

Découvrir Amundi Institute



Définitions

- **Points de base (pb)** : un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **Credit Default Swap (CDS)** : un Credit Default Swap (CDS) est un accord de swap financier selon lequel le vendeur du CDS dédommagera l'acheteur en cas de défaillance d'un prêt ou d'un autre événement de crédit.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. En général, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

Informations importantes

Investir comporte des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité, de change et de perte en capital. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice. En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du **jeudi 25 mai 2023**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : [vendredi 26 mai 2023](#).

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Directeurs de la publication

Monica DEFEND

Directrice d'Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des Gestions

Matteo GERMANO

Directeur Adjoint des Gestions