

# Finances publiques américaines : jusqu'où les arbres peuvent-ils monter ?

Jean-Marc Lucas

S'il était clair de longue date que l'accroissement rapide des dépenses de santé et le vieillissement de la population menaçaient de hisser les ratios de déficit et de dette publics à des niveaux insoutenables à moyen ou long terme, le thème de la crise budgétaire est arrivé sur le devant de la scène plus tôt que prévu, en raison d'une récession et d'une crise financière d'ampleur exceptionnelle. Dès 2009, la chute des recettes fiscales et le bond des dépenses (plan de relance, soutien au secteur financier) ont porté le ratio de déficit sur PIB à son plus haut niveau depuis la Seconde Guerre mondiale et placé la dette publique sur une tendance durablement ascendante. Cette question devrait demeurer centrale dans le débat économique et politique au moins tout au long de la décennie qui s'ouvre.

Après avoir précisé l'ampleur de la détérioration des finances publiques aux Etats-Unis et la durée probable de celle-ci, nous évoquons les risques que cette situation fait courir pour l'économie américaine et les réponses que pourrait apporter le gouvernement.

## De sombres perspectives, à court ou long terme

La détérioration des finances publiques a été exceptionnelle en 2009, en raison de la récession et des mesures adoptées par le Congrès pour endiguer la crise économique et financière. Les perspectives

apparaissent sombres, à court comme à long terme, en raison essentiellement de la montée des coûts associés à la santé et aux retraites.

### Poussée exceptionnelle du déficit et de la dette fédéraux

Le déficit fédéral s'est établi à 1 417 milliards de dollars en 2009<sup>1</sup>, soit 10% du PIB (graphique 1). Ce ratio, sans précédent depuis 1945, est trois fois plus élevé que celui constaté l'année précédente (3,2%). Ce creusement impressionnant du déficit a résulté à la fois de l'effondrement des recettes publiques (-16,6%) et du bond des dépenses (+18,2%) d'une année sur l'autre. Les premières ont été affectées par l'impact de la récession sur les revenus et les profits, ainsi que par les allègements fiscaux contenus dans le plan de relance de 2009 (« American Recovery and Reinvestment Act of 2009 », ou ARRA). Les secondes ont été dopées par la hausse naturelle des dépenses sociales en période de basses eaux conjoncturelles (allocations chômage, Medicaid, bons alimentaires, etc.) et les mesures de soutien exceptionnelles mises en œuvre par le gouvernement pour limiter les effets de la crise (dépenses d'infrastructure, aides aux Etats fédérés<sup>2</sup>, « Troubled Asset Relief Programme » ou TARP<sup>3</sup>, etc.). Selon l'administration, un quart du déficit enregistré en 2009 serait ainsi imputable à l'ARRA et au TARP.

La détérioration est également frappante en matière de niveau d'endettement. La dette fédérale détenue par le public<sup>4</sup> s'est accrue de 30% en l'espace d'un an, passant de 5800 à 7600 milliards de dollars. Le ratio de

dette sur PIB a ainsi bondi de 40,2% en 2008 à 53,0% en 2009<sup>5</sup>. Il s'agit du niveau le plus élevé depuis le milieu des années 1950 (graphique 2).

Pour 2010, les anticipations ne sont guère plus favorables que pour 2009. Le Congressional Budget Office (CBO), un organisme bipartisan du Congrès, estime que le déficit s'établirait autour de 9,2% du PIB en 2010 et que le ratio de dette franchirait le seuil de 60% (60,3%). Les recettes fiscales subissent encore cette année le contrecoup de la faiblesse du marché du travail, étant dans leur large majorité constituées des impôts sur le revenu des personnes et des cotisations sociales<sup>6</sup> (graphique 3). Quant aux dépenses, elles restent dopées par la poursuite de la mise en œuvre du plan de relance (ARRA) et un niveau de chômage sans précédent depuis 1983 (10% en décembre 2009).

### Santé et retraite : les deux principaux moteurs du déficit à moyen et long terme

Après avoir bondi au moment de la Seconde Guerre mondiale (de 43% en 1941 à 113% en 1946), le ratio de dette sur PIB avait rapidement diminué pendant l'après-guerre (repassant sous 70% en 1951 et sous 50% en 1957). De façon analogue, le pic de dette de 1993 (50%) avait été suivi d'une grande modération (32% en 2001). *A contrario*, cette fois-ci, un retour rapide à une situation assainie paraît exclu. A moyen et long terme, les perspectives budgétaires semblent davantage bouchées. Le CBO estime en effet que, sous l'hypothèse d'une législation inchangée, le déficit fédéral resterait supérieur à 2,5% du PIB tout au long de la décennie qui s'ouvre, évoluant dans un intervalle de 2,6% à 3,0% entre 2014 et 2020, un niveau trop élevé pour autoriser un reflux de l'endettement. Celui-ci atteindrait ainsi 66,7% du PIB en 2020 (à comparer à 53% en 2009)<sup>7</sup>.

Dans les années et décennies à venir, en l'absence de réformes d'ampleur, la hausse rapide du coût des programmes publics dans les domaines de la santé (Medicare, Medicaid, Children's Health Insurance Program) et des retraites (Social Security) empêcherait tout assainissement budgétaire. Ces dépenses s'accroissent nettement plus vite que le PIB nominal, et donc que les recettes de l'Etat (graphique 4). Ainsi, d'après les projections du CBO<sup>8</sup>, les dépenses fédérales au titre de Medicare et Medicaid représenteraient 12,2% du PIB en 2050, contre 5,3% actuellement. Dans le

même temps, les dépenses au titre de la Social Security croîtraient de 4,8% à 5,7% du PIB. *A contrario*, sur la même période, les autres dépenses (hors intérêts) diminueraient en proportion du PIB (8,4% en 2050, contre 10,8% en moyenne au cours de la décennie en cours<sup>9</sup>) (graphique 5).

Ainsi, le CBO estime que : (a) les risques de dégradation des finances publiques à long terme sont concentrés dans les domaines de la santé et de la retraite ; (b) les dépenses publiques de santé et de retraite croîtraient nettement plus rapidement que les autres dépenses diminueraient : hors intérêts, les dépenses constitueraient ainsi 26,3% du PIB en 2050, à comparer à 19,0% pendant les années 2000 ; (c) les dépenses au titre des deux grands programmes de santé représenteraient environ la moitié des dépenses fédérales en 2050 (46%), contre un cinquième au cours des années 2000 (19%)<sup>10</sup> ; (d) sur la base de ces projections, le déficit atteindrait 8,3% du PIB en 2050.

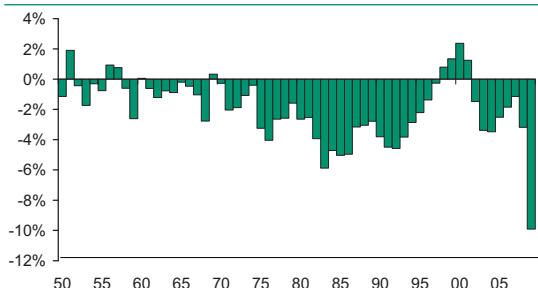
### Autres risques majeurs : le coût de la dette, et la pérennisation des allègements fiscaux

Si le dynamisme des dépenses de santé et de retraite apparaît comme le principal facteur de dérapage pour le déficit fédéral dans les années à venir, deux autres facteurs de risque méritent d'être soulignés.

L'extension possible, au-delà de 2010, de la majorité des allègements fiscaux (pour l'instant temporaires) décidés en 2001 et 2003 par l'administration Bush<sup>11</sup>, pourrait être à l'origine d'un creusement supplémentaire du déficit de 200 à 300 milliards de dollars par an à partir de 2012, soit environ 2 100 milliards de dollars pour l'ensemble de la décennie 2010-2019, selon le Joint Committee on Taxation. Pour l'instant, l'administration Obama prévoit de pérenniser les allègements fiscaux bénéficiant à une large majorité de ménages. Des six taux d'imposition sur le revenu actuellement en vigueur<sup>12</sup>, seuls les deux derniers seraient relevés après 2010 (de 33% à 36% et de 35% à 39,6%).

Par ailleurs, les intérêts payés sur la dette devraient croître plus rapidement que le PIB dans les années à venir, du fait de la hausse marquée de l'encours de dette et d'une remontée probable, également, des taux d'intérêt. Les dernières projections du CBO indiquent que les intérêts nets représenteraient plus de 3% du PIB à partir de 2018 (soit plus de 600 milliards de dollars par an), contre environ 1% actuellement (1,3% en 2009, soit un peu moins de 200 milliards de dollars).

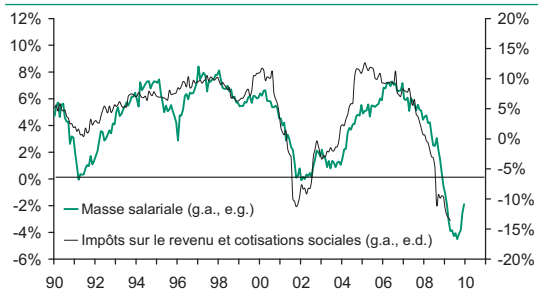
### Déficit fédéral (% PIB)



Graphique 1

Source : OMB

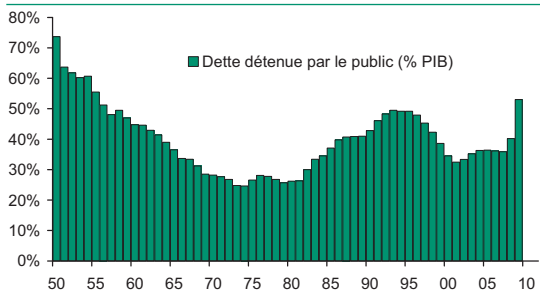
### Impôts sur le revenu et cotisations sociales



Graphique 3

Sources : U.S. Department of the Treasury, BLS

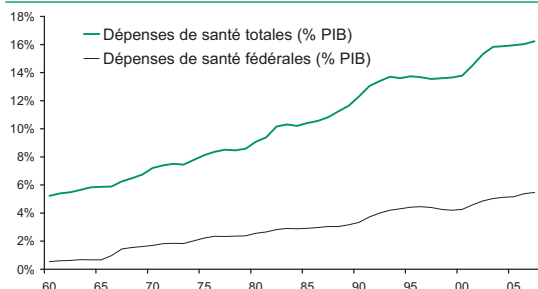
### Dettes fédérales (% PIB)



Graphique 2

Source : U.S. Department of the Treasury

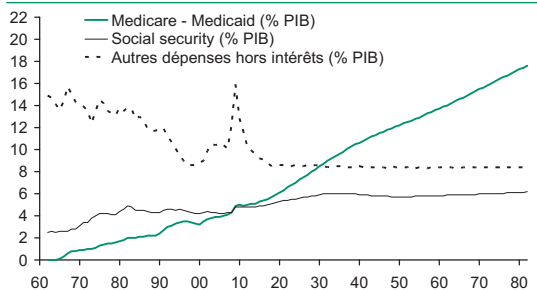
### Dépenses de santé (% PIB)



Graphique 4

Source : CMS

### Dépenses fédérales, projections du CBO



Graphique 5

Source : CBO

## Encadré 1 : les difficultés des Etats fédérés<sup>13</sup>

### **Des manques à gagner historiques**

*Si cet article se concentre essentiellement sur les difficultés budgétaires fédérales, les Etats fédérés (et les collectivités locales) font également face à des problèmes sérieux de ce point de vue, même s'il est davantage question en ce qui les concerne de manques à gagner que de déficits. En effet, à l'exception du Vermont, les situations budgétaires des Etats sont encadrées par la loi. L'équilibre du budget de fonctionnement est généralement requis au moment du vote du budget, même si un déficit est envisageable après exécution. Les manques à gagner budgétaires anticipés doivent être comblés par divers moyens (réduction des dépenses, accroissement des prélèvements, recours à des réserves financières accumulées en période plus favorable, manne fédérale).*

*Les recettes des Etats issues des taxes sur les revenus, les ventes, ou les entreprises ont été durement affectées par la récession, alors que leurs dépenses ont, au contraire, été soutenues (davantage de personnes éligibles à Medicaid, par exemple). D'après le Center on Budget and Policy Priorities (CBPP), seuls deux des cinquante Etats (Montana, North Dakota) n'ont pas rapporté de manque à gagner au titre de l'année budgétaire 2010 (qui a commencé le 1<sup>er</sup> juillet 2009 pour la grande majorité des Etats). Dans les quarante-huit autres, le manque à gagner global, constaté avant l'adoption du budget ou au milieu de l'exercice budgétaire, a atteint 193 milliards de dollars, soit 28% des budgets. Jamais un tel déséquilibre n'avait été observé. La majeure partie de ce manque à gagner a, cependant, déjà été corrigée (le manque à gagner rapporté en milieu d'année budgétaire s'élevait à 34 milliards de dollars). En proportion de leur budget, les déséquilibres les plus élevés ont été constatés en Californie (56% du budget), en Arizona (53%) et dans l'Illinois (40,9%). En termes absolus, le manque à gagner californien se détache très nettement (52 milliards de dollars, soit 27% du total).*

*Pour l'exercice budgétaire 2011, aucune amélioration n'est prévue. Traditionnellement, les difficultés budgétaires des Etats perdurent plusieurs années à l'issue d'une récession. Le manque à gagner identifié en 2004 (80 milliards de dollars) était ainsi plus élevé que celui de 2003 (75 milliards de dollars), lui-même plus lourd que celui de 2002 (40 milliards de dollars), alors que la fin de la récession était datée de novembre 2001. D'ores et déjà, le manque à gagner estimé par les Etats pour l'année budgétaire 2011 s'élève à 97 milliards de dollars, mais ce montant est appelé à être révisé à la hausse.*

### **Une influence procyclique**

*Les difficultés budgétaires des Etats se répercutent directement sur l'économie. Contrairement à ce qu'on observe à l'échelon fédéral, où les stabilisateurs automatiques limitent les effets de la récession, les Etats doivent combler les manques à gagner constatés en réduisant les services fournis (une option choisie par quarante-trois Etats en 2010) ou en accroissant leurs taxes (une option choisie par trente Etats en 2010). En d'autres termes, alors que l'action du gouvernement fédéral a été fortement contracyclique en 2009-2010 (hausse des dépenses et allègements fiscaux), les Etats ont, pour leur part, été contraints d'adopter des mesures qui ont pesé davantage sur la demande (baisse des dépenses et hausse des impôts). Fréquemment, les Etats ont en particulier réduit leur masse salariale. Ces baisses de dépenses ont naturellement eu des conséquences sur le secteur privé (moins de commandes, moins de revenus dépensés, etc.).*

## Des aides fédérales en bonne partie consommées

*Pour limiter l'impact de ces mesures procycliques, le plan de relance de 2009 (ARRA) comprenait des aides fédérales à destination des Etats, visant à les aider à maintenir un certain niveau de services. 135 milliards de dollars ont été débloqués à cette occasion : 87 milliards sous la forme d'une augmentation de la contribution fédérale au financement de Medicaid, sur la période allant du quatrième trimestre 2008 au quatrième trimestre 2010 ; 48 milliards au titre d'un fonds de stabilisation, pouvant être mis à contribution pour financer des services essentiellement éducatifs, avant le 30 septembre 2011. Les Etats ont déjà indiqué avoir prévu de dépenser la grande majorité de l'enveloppe du fonds de stabilisation (86%) avant la fin de l'année civile 2010. En d'autres termes, en l'état actuel des choses, une part importante des aides fédérales sera consommée au terme de l'année budgétaire 2010, contribuant à renforcer les difficultés budgétaires en 2011.*

## Quel impact économique ?

*En supposant une utilisation régulière des fonds alloués dans le cadre de l'ARRA et en faisant l'hypothèse que la proportion du fonds de stabilisation dépensée avant le 31 décembre 2010 est bien de 86%, on peut estimer que 99 milliards de dollars d'aides (sur un total de 135 milliards) seraient dépensés au cours des exercices budgétaires 2009 et 2010.*

*Au titre de ces deux années, le manque à gagner global s'élève, selon le CBPP, à 303 milliards de dollars (110 milliards de dollars en 2009, 193 milliards en 2010). Une fois déduites les aides fédérales estimées, le manque à gagner qui n'est pas comblé par l'Etat fédéral serait de l'ordre de 204 milliards de dollars sur ces deux années, soit un peu plus de 100 milliards par an en moyenne (ou 0,7% du PIB nominal).*

*Les fonds fédéraux issus du plan de relance demeurant à disposition des Etats pour l'année budgétaire 2011 seraient, selon ce calcul, de l'ordre de 36 milliards de dollars (135 - 99). Dès lors, il suffirait que le manque à gagner des Etats fédérés soit de l'ordre de 140 milliards de dollars en 2011 pour que l'effet récessif des ajustements réalisés à leur échelon soit aussi important en 2011 qu'en 2009-10. Ainsi, sans transferts supplémentaires de fonds fédéraux, le risque que les actions mises en œuvre par les Etats fédérés pour équilibrer leurs budgets pèsent davantage sur l'économie en 2011 qu'en 2009 et 2010 est réel.*

## Quelles conséquences ?

### Par quels canaux le déficit public affecte-t-il l'économie ?

A court terme, l'accroissement du déficit public, qu'il résulte de dépenses plus élevées ou de prélèvements plus limités, soutient l'activité. A plus long terme, cela n'est pas sans risques.

Toutes choses égales par ailleurs, l'accroissement du déficit public implique une réduction de l'épargne nationale. Ceci conduit à plusieurs ajustements possibles (encadré 2) : (a) une hausse de l'épargne privée, qui ne compense cependant en général que

partiellement la baisse de l'épargne publique<sup>14</sup> ; (b) une baisse de l'investissement intérieur qui, en affectant le stock de capital, est préjudiciable à la production, à la productivité du travail et aux salaires réels ; (c) une diminution de l'investissement à l'étranger, qui, en affectant le stock de capital détenu à l'étranger par les résidents (ou en renforçant le stock de capital détenu par les non-résidents aux Etats-Unis), affaiblit les revenus nets du capital des résidents (à rendements inchangés).

L'alourdissement de la dette publique rend, par ailleurs, l'économie plus vulnérable à une éventuelle défiance des investisseurs, ce qui peut déboucher sur une dépréciation de la monnaie nationale et une hausse du rendement des titres d'Etat.

Le risque inflationniste peut aussi être souligné, en raison notamment des interactions possibles entre politique budgétaire et politique monétaire. La progression de la dette publique peut inciter, en poussant les taux d'intérêt à moyen et long terme à la hausse, à la mise en œuvre d'une politique active de

soutien du marché obligataire par achat de titres d'Etat, ce qui pourrait soutenir l'inflation. Dans des cas extrêmes, l'autorité budgétaire peut contraindre l'autorité monétaire à financer les déficits par une émission de monnaie plus importante : la dette est « monétisée ».

## **Encadré 2 : quels ajustements en cas de déficit public ?<sup>15</sup>**

*Quelques égalités comptables permettent de mettre en lumière les ajustements susceptibles d'intervenir en cas de creusement des déficits publics.*

Soit :

$$(1) \quad y = c + s + t$$

où «  $y$  » est le revenu national, «  $c$  » la consommation privée, «  $s$  » l'épargne privée et «  $t$  » les prélèvements nets du gouvernement (taxes - transferts).

Et :

$$(2) \quad y = c + i + g + (x - m)$$

où «  $i$  » est l'investissement intérieur, «  $g$  » les dépenses publiques et «  $x - m$  » le commerce extérieur (si l'on néglige les variations de stocks).

Alors :

$$s + (t - g) = i + (x - m)$$

$$(3) \quad s + (t - g) = i + ie$$

où «  $ie$  » est l'investissement net à l'étranger (si l'on néglige la balance des revenus et la balance des transferts).

L'équation (3) souligne les trois ajustements envisageables suite à l'accroissement du déficit public ( $t - g$  plus faible) :

- (i) une hausse de l'épargne privée ;
- (ii) une baisse de l'investissement intérieur ;
- (iii) une baisse de l'investissement à l'étranger.

### **Le risque de hausse des taux d'intérêt**

Le principal risque généralement considéré est la hausse éventuelle des taux d'intérêt.

De nombreux travaux ont cherché à valider et quantifier l'effet d'une hausse du déficit budgétaire (ou de la dette) sur les taux d'intérêt. P. Orszag et W. Gale

(2004) estiment qu'une aggravation des déficits primaires futurs de l'ordre de 1% du PIB aboutit à une hausse des taux d'intérêt de 40 à 70 points de base. E. Engen et R. Hubbard (2004) suggèrent de leur côté qu'un accroissement du ratio de dette sur PIB d'un point de pourcentage conduit à une hausse des taux d'intérêt réels à long terme de l'ordre de 3 points de base. Ces

effets ne sont pas négligeables, à une époque où le ratio de dette s'accroît vivement. La hausse du ratio de dette entre 2007 (36%) et 2010 (sans doute au-delà de 60%) pourrait, selon ces calculs, susciter une tension des taux longs de l'ordre de 70 points de base.

La hausse des taux d'intérêt a des conséquences directes sur la situation du gouvernement et indirectes sur l'ensemble de l'économie :

- La charge d'intérêts nets du gouvernement s'alourdit. Sur la base de son scénario économique central (qui table sur des rendements réels des titres d'Etat à 10 ans de l'ordre de 3,8% sur la période 2015-2020), le CBO estime que les intérêts nets payés par le gouvernement représenteraient plus de 3% du PIB vers la fin de la décennie (2018-2020), contre environ 1% actuellement. Si les taux d'intérêt étaient 100 points de base plus hauts que dans le scénario du CBO, on peut estimer que la charge d'intérêts serait 0,7 point de pourcentage plus élevée en moyenne. Le risque d'une spirale de dette peut être mentionné (les intérêts à payer alimentent la dette, dont la hausse implique des intérêts plus élevés).
- Les marges de manœuvre du gouvernement pour remplir ses missions ou maintenir des prélèvements obligatoires modérés sont mécaniquement réduites par le renchérissement des intérêts payés.
- La hausse des taux d'intérêt d'Etat est susceptible de se diffuser aux taux appliqués aux agents économiques privés. Si tel est le cas, elle a, par ricochet, un effet défavorable sur les dépenses d'investissement (immobilier, machines), voire de consommation (biens durables notamment). Une telle évolution des rendements peut également peser sur la valeur des actifs de taux détenus par les ménages et donc leur consommation.

Or, la remontée des taux d'intérêt paraît inévitable dans les années à venir. Les niveaux extrêmement bas constatés sur la période récente ont résulté d'une politique monétaire exceptionnellement accommodante, consistant en un taux directeur proche de 0 et en diverses mesures quantitatives affectant la partie longue de la courbe des taux, et d'un contexte macro-économique déprimé (récession, absence de facteurs inflationnistes). La normalisation de la situation dans les prochaines années poussera l'ensemble des rendements à la hausse.

Au-delà de ce mouvement naturel, le risque est que la hausse du ratio d'endettement incite les investisseurs à demander un taux d'intérêt plus élevé pour détenir des

obligations du Trésor américain, pour différentes raisons (crainte d'une inflation plus forte, risque de dépréciation du dollar, voire risque de défaut réévalué).

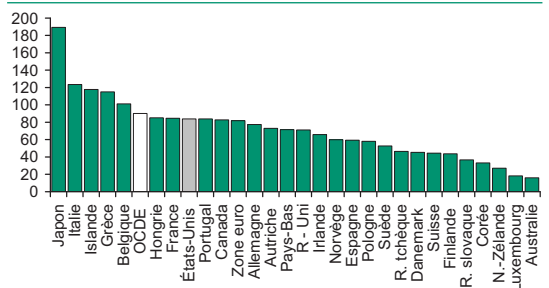
**Financement : jusqu'ici, tout va bien**

### **Une demande de titres d'Etat pour l'instant ferme**

L'accroissement rapide de l'endettement et les risques identifiés peuvent cependant être relativisés, au moins à court terme.

En premier lieu, le niveau d'endettement actuel des Etats-Unis n'est pas exceptionnel en comparaison de ceux affichés par les autres pays développés. L'OCDE estime ainsi que les engagements bruts des administrations publiques représentaient 87,4% du PIB en 2009 aux Etats-Unis, contre 91,6% dans l'ensemble de l'OCDE. En particulier, des pays tels que le Japon, l'Italie et la Belgique affichent des ratios supérieurs à 100% (graphique 6). Le fait que certains pays aient pu éviter une crise en présentant des ratios de dette sur PIB plus élevés que celui des Etats-Unis, en dépit d'une position économique et monétaire moins dominante, limite les risques perçus au sujet de la dette publique américaine.

**Engagements des administrations publiques (% PIB)**



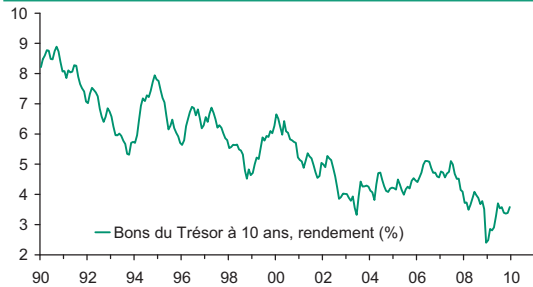
Graphique 6

Source : OCDE

Par ailleurs, l'aisance avec laquelle le gouvernement américain a pu, jusqu'à présent, financer ses besoins sur les marchés est rassurante. Alors même que les mesures prises par le gouvernement au cœur de la crise financière indiquaient un fort accroissement de l'endettement public, les rendements des titres d'Etat à 10 ans ont même atteint en fin d'année 2008 des niveaux extrêmement bas, inobservés depuis plusieurs décennies. Depuis, les taux se sont redressés, mais

sont demeurés modérés (graphique 7). Ceci souligne combien les Etats-Unis ont eu, jusqu'à présent, la capacité d'accroître leur dette sans répercussions mécaniques sur le coût de celle-ci.

#### Rendement des titres d'Etat à 10 ans (%)

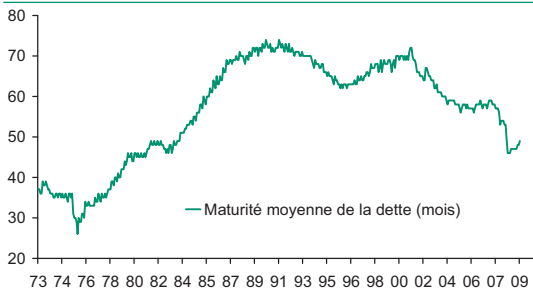


Graphique 7

Source : Reuters

De ce point de vue, une évolution notable a sans doute été la diminution de la maturité de la dette de marché des Etats-Unis. La maturité moyenne de la dette est désormais proche de 4 ans, alors qu'elle était de l'ordre de 6 ans au début de la décennie (graphique 8). A court terme, cette évolution est favorable : elle permet d'emprunter plus facilement et d'abaisser le coût de la dette (les taux d'intérêt à court terme étant extrêmement bas et l'écart entre taux courts et taux longs particulièrement prononcé actuellement). Cependant, cette évolution comprend aussi un risque sérieux : le redressement des taux d'intérêt à court et moyen terme est une certitude à un horizon de quelques années<sup>16</sup>, et il sera logiquement plus violent que celui des taux à long terme.

#### Maturité moyenne de la dette fédérale



Graphique 8

Source : U.S. Department of the Treasury

La résistance de la demande pour les obligations publiques américaines souligne à la fois l'attrait des investisseurs pour le dollar (tout particulièrement dans les contextes tourmentés) et combien, jusqu'à présent, le risque sur la dette fédérale a été jugé mineur. Différents facteurs peuvent expliquer cet engouement : l'absence de défauts de paiements significatifs dans l'histoire ; la liquidité du marché ; la richesse de l'économie ; la stabilité politique du pays ; le poids des réserves de changes en dollar (devise d'émission de la dette fédérale). Le rôle dominant joué par la devise américaine sur le marché des changes et le fait que les bons du Trésor soient considérés comme une valeur refuge ont, pour l'instant, permis au gouvernement d'émettre de nouvelles obligations sans soucis.

#### Que disent les agences de rating ?

Au cours des derniers mois, les agences de rating ont manifesté à diverses reprises leurs inquiétudes au sujet de la soutenabilité des finances publiques dans divers pays. En ce qui concerne les Etats-Unis, elles ont souligné à la fois la détérioration de la situation financière et la persistance des caractéristiques clefs justifiant le maintien de la note de crédit la plus élevée en matière de dette souveraine.

En décembre 2009, l'agence Moody's a souligné que la marge avec laquelle les Etats-Unis disposaient de la note la plus élevée (Aaa) avait sensiblement diminué. Le critère mis en avant par l'agence pour indiquer cette perte de « hauteur » dans « l'espace Aaa » est notamment celui de « debt affordability », mesuré par le ratio des intérêts payés sur les recettes. Moody's indique que le ratio américain s'approche du seuil de 10%. Les Etats-Unis sont cependant considérés par la même agence comme un pays résilient, c'est-à-dire un pays dont les finances publiques se détériorent de façon considérable mais qui dispose d'une grande capacité de réaction.

Quelques mois plus tôt, en juin 2009, l'agence Standard and Poor's avait indiqué les raisons pour lesquelles un abaissement de la note du gouvernement américain lui paraissait peu probable à court terme, en dépit des évolutions défavorables. Les éléments mis en avant par l'agence pour conserver cette notation sont notamment : une économie riche, diversifiée et des marchés flexibles ; le rôle préminent du dollar ; l'ouverture du pays aux flux de biens et services et aux flux de capitaux ; la stabilité de son système politique.

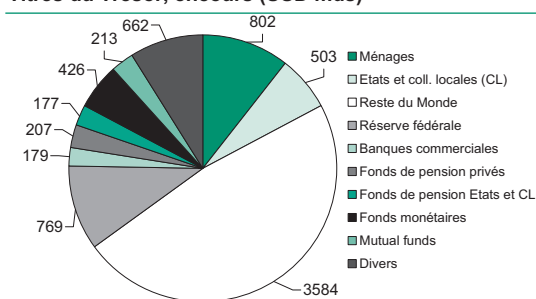
## Encadré 3 : qui détient les titres du Trésor ? Qui en a acheté récemment ?

### Stocks

Environ la moitié des titres de dette publique américains sont détenus à l'étranger (47,7% au troisième trimestre 2009, graphique 9). Cette proportion a bondi depuis le milieu des années 1990. A l'époque, elle était légèrement inférieure à 20%. Les deux pays qui en détiennent la majeure partie sont désormais la Chine (10,5% de l'ensemble des titres détenus par le public, en novembre) et le Japon (10,0%), loin devant le Brésil (4,4%) (graphique 10).

Avec les ménages, qui détiennent 10,7% de l'encours, la Réserve fédérale est le principal détenteur américain de titres d'Etat (10,2% au troisième trimestre 2009). Viennent ensuite les Etats et collectivités locales (6,7% du total) et les sociétés d'investissement monétaires (« money market mutual funds », 5,7% du total) (graphique 11).

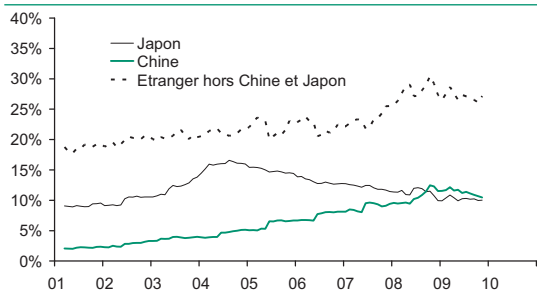
Titres du Trésor, encours (USD mds)



Graphique 9

Source : Réserve fédérale

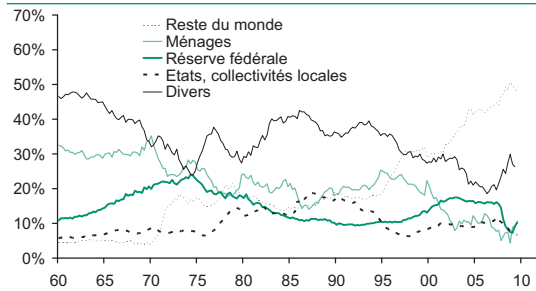
Titres du Trésor, encours (% total)



Graphique 10

Source : U.S. Department of the Treasury

Titres du Trésor, encours (% total)



Graphique 11

Source : Réserve fédérale

### Achats de l'étranger : risques et évolutions récentes

Une part limitée de l'accroissement de la dette étant couverte par l'épargne nationale (contrairement à ce qui est observé au Japon, par exemple), les Etats-Unis sont dépendants de l'épargne étrangère. Ceci implique, d'une part, qu'une fraction significative des intérêts bénéficie aux non-résidents, et, d'autre part, que les Etats-Unis sont plus vulnérables que d'autres pays en cas de changement des préférences des investisseurs internationaux.

Le risque que les investisseurs étrangers puissent réduire leurs achats de titres du Trésor américain est régulièrement souligné, pour un motif de diversification de portefeuille ou parce que certains craignent un effritement voire une chute marquée du dollar. Un tel désengagement, s'il était important, pourrait provoquer une dépréciation du dollar, laquelle impliquerait des taux d'intérêt plus élevés, une évolution défavorable in fine pour l'activité. Ce risque est en particulier fréquemment souligné en ce qui concerne la Chine<sup>17</sup>, étant donné son poids sur ce marché et les inquiétudes exprimées par ses dirigeants<sup>18</sup>.

Cependant, l'évolution des achats de titres du Trésor au cours de la période de fort accroissement des émissions de dette, entre le deuxième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009, ne montre pas de perte d'appétit des investisseurs étrangers. Alors que le stock total de titres a bondi de 43% sur cette période (de 5 251 à 7 521 milliards de dollars), les actifs détenus à l'étranger se sont accrus de 38% (de 2 594 à 3 584 milliards de dollars). Autrement dit, les achats étrangers ont seulement été légèrement moins dynamiques que les achats totaux, alors même que la Réserve fédérale a mis en œuvre, sur les deux derniers trimestres de cette période, un programme d'achat de titres du Trésor d'un montant de 300 milliards de dollars. Après avoir atteint un pic historique au quatrième trimestre 2008 (à 50,7%), la part de titres du Trésor détenus à l'étranger a quelque peu fléchi dans le courant de l'année dernière, pour s'établir à 47,7% au troisième trimestre 2009.

Parmi les autres principaux détenteurs de titres du Trésor, les ménages et la Réserve fédérale (dans le cadre de son programme d'achats de titres) ont accru leurs portefeuilles de façon extrêmement dynamique sur la période récente (de respectivement 108% et 61% entre le deuxième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009).

## Où est la sortie ?

Les projections du CBO ont vocation à montrer ce qui adviendrait si les règles fiscales restaient les mêmes. Face à de telles perspectives, des mesures devront être prises, tôt ou tard.

### Des précédents heureux

En matière d'assainissement des finances publiques, des précédents peuvent être mentionnés. Ce fut notamment le cas de l'Espagne, du Canada, de la Suède et de la Finlande dans les années 1990. Dans les deux derniers cas, la situation budgétaire s'était d'ailleurs détériorée à la suite d'une crise bancaire.

Le cas américain peut paraître plus délicat, à certains titres. Le secteur public représente une part plus limitée de l'économie américaine, indiquant des marges de manœuvre plus réduites en matière de réduction des dépenses. D'autre part, le contexte paraît moins propice : les décennies à venir seront marquées par des évolutions défavorables en matière de financement de la santé et des retraites, comme indiqué précédemment ; de plus, la modération des taux d'intérêt avait facilité l'assainissement des finances publiques dans les années 1990.

Les expériences passées de consolidation budgétaire dans les pays de l'OCDE permettent de dégager certains grands traits, fréquemment constatés au cours de ces épisodes. Selon l'OCDE<sup>19</sup>, il apparaît que : (a) les redressements les plus significatifs ont été observés lorsque les situations de départ étaient très détériorées et les taux d'intérêt élevés ; (b) les redressements les plus significatifs ont été obtenus au terme de périodes de consolidation relativement longues ; (c) les redressements les plus durables et les moins pénalisants pour la croissance ont davantage résulté de restrictions sur les dépenses que de hausses des recettes ; (d) l'adoption de règles contraignantes portant non seulement sur le solde budgétaire mais également sur les dépenses a eu un impact favorable sur la consolidation.

### « Stratégie de sortie »

Durcir rapidement la politique budgétaire ne serait pas sans risques pour la reprise. En particulier, les évolutions heurtées enregistrées sur le marché immobilier dans les derniers mois de 2009, à un moment où un crédit d'impôt en faveur des primo-accédants devait être supprimé (avant d'être finalement prolongé), ont souligné l'importance du rôle joué par les mesures gouvernementales dans la stabilisation macroéconomique observée depuis la mi-2009.

S'il est sans doute prématuré de durcir la politique budgétaire, il reste en revanche possible pour le gouvernement d'indiquer les pistes qu'il envisage dans les années à venir (niveau de dette visé, mesures correctrices considérées), afin de limiter l'incertitude entourant ses projets fiscaux et rassurer les investisseurs, à l'instar de la Réserve fédérale, qui a communiqué dès 2009 sur sa « stratégie de sortie » d'une politique monétaire exceptionnellement accommodante sans pour autant prévoir de durcissement à court terme. Le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, a d'ailleurs souligné la nécessité d'établir une trajectoire budgétaire soutenable à moyen terme<sup>20</sup>.

Le gouvernement pourrait notamment :

- Fixer une cible de ratio de dette à moyen terme. Cela pourrait influencer les anticipations des agents économiques et limiter la hausse des taux d'intérêt. L'objectif du gouvernement devrait être à la fois ambitieux et crédible.
- Indiquer les pistes envisagées pour parvenir à ce résultat, afin de renforcer la crédibilité du plan de consolidation. Des baisses de dépenses et des hausses d'impôts ont généralement été mises en oeuvre en parallèle dans les pays qui sont parvenus à assainir leur situation budgétaire.
- Etablir des objectifs intermédiaires et prévoir un mécanisme correctif en cas de dérapage par rapport à la trajectoire prévue (« debt trigger »). Une mise en oeuvre progressive d'un plan de consolidation budgétaire donne souvent de meilleurs résultats macroéconomiques.

## Quels leviers utiliser ?

### **Freiner les dépenses**

La source majeure des déséquilibres budgétaires attendus à moyen terme étant la hausse prononcée des budgets des programmes publics de santé (Medicare, Medicaid) et de retraite (Social Security), une altération de la tendance de ces dépenses paraît un objectif primordial. Les discussions au sujet de la réforme de la santé et les travaux du CBO signalent des pistes diverses<sup>21</sup>.

Au cours des derniers mois, les discussions portant sur la réforme du système de santé<sup>22</sup> se sont davantage focalisées sur l'objectif d'extension de la couverture santé que sur la limitation des coûts supportés par l'Etat fédéral. Les principaux textes présentés devant le

Congrès ont été estimés à peu près neutres d'un point de vue budgétaire par le CBO. Selon ce dernier, le projet de la Commission des finances du Sénat était ainsi susceptible de permettre des économies budgétaires de l'ordre de 80 milliards de dollars pour l'ensemble de la décennie (2010-19), un montant marginal en regard des déséquilibres constatés. Ce projet prévoyait, certes, une modification sensible des règles et des taux d'indemnisation des programmes publics à même de dégager, selon le CBO, des économies de l'ordre de 400 milliards de dollars sur dix ans, mais d'autres dispositions du texte engendraient de leur côté un surcoût assez proche. Parmi les mesures évoquées pendant les discussions pour limiter la hausse du coût des programmes de santé publics, on peut mentionner une actualisation moins favorable des taux de paiement dans le cadre de Medicare et l'instauration d'une « commission Medicare », qui recommanderait des modifications au programme en cas de hausse trop rapide des dépenses.

Dans le domaine des retraites, le freinage des dépenses pourrait notamment résulter de mécanismes d'indexation moins favorables. Selon les estimations du CBO, l'indexation de la formule de calcul de la première pension de retraite sur les prix plutôt que sur les salaires permettrait ainsi d'économiser environ 200 milliards de dollars sur la période 2010-19 et limiterait de 30% les dépenses faites dans ce domaine à l'horizon 2050. D'autres mesures possibles sont notamment : l'augmentation de l'âge de départ à la retraite (au-delà de 67 ans) ; l'allongement de la période considérée pour le calcul des pensions (au-delà de 35 ans) ; l'indexation des pensions versées sur une mesure de l'inflation plus modérée que celle retenue actuellement. Ces modifications paraissent cependant receler des gisements d'économies moins importants que la première mesure citée.

### **Accroître les recettes**

En parallèle à une maîtrise accrue des dépenses, une hausse des recettes doit sans doute être envisagée. L'OCDE estime que les recettes (fiscales et non fiscales) représentent aux Etats-Unis une part du PIB plus faible que dans n'importe quel autre pays développé (31,3%, contre 37,1% en moyenne au sein de l'OCDE et 44,9% dans la zone euro, graphique 12), ce qui suggère que des marges de manœuvre existent.

Une possibilité serait de mettre en place de nouveaux prélèvements. L'instauration d'une taxe sur les émissions de gaz à effet de serre (ou la vente de

permis de polluer) est d'ores et déjà envisagée par l'administration et le Congrès. Le CBO estime que la vente aux enchères de permis de polluer en vue de faire baisser les émissions de gaz à effet de serre de 25% en 2022 pourrait rapporter près de 900 milliards de dollars sur la période 2010-19. Le gouvernement pourrait, par ailleurs, taxer davantage la consommation, par exemple en instaurant une Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA). Les Etats-Unis sont en effet le seul pays de l'OCDE à ne pas en disposer, et la taxation de la consommation n'est pas sans avantages par rapport à l'imposition des revenus (elle pèse moins sur le marché du travail et encourage l'épargne).

diminuerait les montants perçus à hauteur de 2 500 milliards de dollars sur la période 2010-19, selon les estimations du Joint Committee on Taxation. Quant à l'extension de la fiscalité réduite sur les dividendes et les gains en capital mise en place en 2003, elle coûterait environ 350 milliards de dollars sur la même période.

## Conclusion

En présence d'une crise financière et d'une récession d'une ampleur sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, le gouvernement et le Congrès américains ont dû adopter des dispositions budgétaires extraordinaires (plan de soutien au secteur financier, plan de relance).

D'une part, ces mesures ont largement contribué, avec la politique monétaire exceptionnellement accommodante mise en place par la Réserve fédérale, à la reprise de l'activité au second semestre 2009. D'autre part, conjuguées aux effets habituels d'une récession, ces actions ont causé une détérioration historique de la situation financière fédérale, le ratio de déficit sur PIB atteignant son plus haut niveau depuis la Seconde Guerre mondiale.

Assainir les finances publiques ne sera pas aisé. A court terme, les événements récents continueront de peser (poursuite de la mise en œuvre du plan de relance, indemnisation d'un chômage élevé, recettes fiscales encore très faibles). A moyen et long terme, les effets attendus de la hausse structurellement forte des dépenses de santé (surtout) et de retraite (un peu) impliquent de sombres perspectives.

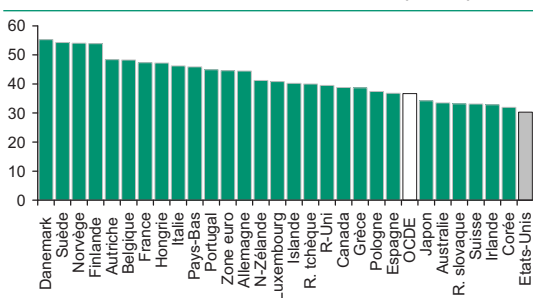
Cette situation rendra nécessaire l'adoption de mesures correctrices dans les années à venir. Un rétablissement durable du ratio de déficit sur PIB à un niveau modéré réclamera sans doute à la fois des mesures de freinage des dépenses, particulièrement en matière de santé et de retraite, et une hausse des prélèvements.

Même s'il est trop tôt pour engager le redressement des finances publiques (la reprise restant fragile), le gouvernement pourrait, dans un premier temps, préciser des objectifs de consolidation budgétaire à moyen terme, afin de limiter les éventuelles conséquences défavorables d'une telle situation.

27 janvier 2010

*jean-marc.lucas@bnpparibas.com*

Recettes des administrations publiques (% PIB)



Graphique 12

Source : OCDE

Faute de mettre en place de nouveaux impôts, le gouvernement pourrait relever le niveau des prélèvements existants. D'après le CBO, une hausse d'un point de pourcentage du taux d'imposition des revenus rapporterait environ 450 milliards de dollars de recettes supplémentaires sur la période 2010-19. La hausse du plafond de salaire soumis aux cotisations sociales permettant de financer la Social Security ou des taxes sur l'essence aurait également un effet significatif.

Avant de décider d'accroître ses recettes, le gouvernement devra décider dans quelle mesure il peut renoncer à certaines d'entre elles. En effet, l'une des décisions les plus importantes, dans le domaine fiscal, portera sur la suite à donner aux allègements fiscaux temporaires accordés par l'administration Bush en 2001 et 2003 et qui arrivent à échéance en 2011 (EGTRRA et JGTRRA). Reconduire la majeure partie de ces allègements impliquerait une perte majeure de recettes (par rapport à la situation alternative, où les taux d'imposition retrouveraient les niveaux qui étaient les leurs avant les lois EGTRRA et JGTRRA). L'extension de toutes les baisses d'impôts sur le revenu de 2001

## NOTES

<sup>1</sup> Année fiscale achevée au 30 septembre 2009.

<sup>2</sup> Pour une présentation des difficultés budgétaires des Etats fédérés, se référer à l'encadré 1.

<sup>3</sup> Le Troubled Asset Relief Programme (TARP) est un plan de soutien au secteur financier, voté par le Congrès en 2008 et doté de 700 milliards de dollars. Il a été mis à contribution par le gouvernement pour injecter du capital dans les principales banques du pays et les entreprises en difficulté du secteur automobile.

<sup>4</sup> Deux concepts de dette publique sont utilisés aux Etats-Unis : la dette totale, qui comprend la dette achetée par certains organismes gouvernementaux (notamment les fonds de retraite et la dette détenue par le public, qui exclut ces détentions intra gouvernementales). Cette seconde notion nous semblant avoir plus de sens économique et d'impact sur les marchés financiers, elle sera utilisée dans cet article, sauf indication contraire.

<sup>5</sup> Le ratio de dette totale a dans le même temps augmenté de façon similaire, de 69,4% en 2008 à 83,6% en 2009.

<sup>6</sup> Environ 80% du total des recettes en temps normal, et 86% en 2009 en raison de la faiblesse cyclique des autres postes.

<sup>7</sup> Les projections du CBO sont pourtant fondées sur des hypothèses plutôt favorables. Le fait que le CBO raisonne à législation inchangée implique, entre autres, que l'ensemble des allègements fiscaux décidés en 2001 et 2003 sont supposés expirer à partir de 2011. Cette éventualité, favorable aux recettes fiscales, paraît cependant improbable. Par ailleurs, les hypothèses de croissance semblent optimistes au-delà de 2011 (+4,4% entre 2012 et 2014 en moyenne). Ces deux points soulignent le risque que les recettes fiscales se révèlent moins dynamiques que prévu par le CBO au cours des prochaines années.

<sup>8</sup> CBO (2009 - c).

<sup>9</sup> 16,0% en 2009, mais ce niveau exceptionnel est le reflet de la crise financière et de la récession.

<sup>10</sup> De surcroît, on pourrait, pour estimer le coût global de la santé en matière de finances publiques, ajouter aux budgets des programmes publics de santé le coût implicite de la défiscalisation des primes des assurances santé souscrites par le biais de l'employeur (le cas majoritaire, et de loin : plus de 160 millions d'Américains souscrivent une assurance santé par le biais de leur employeur, 16 millions contractant une assurance directement). D'après un rapport officiel (Report of the President's Advisory Panel on Federal Tax Reform, 2005), ce coût était de l'ordre de 200 milliards de dollars en 2004. S'accroissant à un rythme voisin de celui des dépenses de santé, il serait donc situé entre 250 et 300 milliards de dollars en 2010.

<sup>11</sup> Deux textes ont fait baisser les impôts de façon significative mais temporaire en 2001 et 2003 : l'Economic Growth Tax cut Relief Reconciliation Act (EGTRRA) et le Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act (JGTRRA). Ces textes ont notamment modifié l'imposition des revenus, des successions et des donations, des dividendes et des plus-values, ainsi que les règles de fonctionnement des plans de retraite. En particulier, les taux d'imposition des revenus existants ont été abaissés (de 15% à 10% ; de 28% à 25% ; de 31% à 28% ; de 36% à 33% ; de 39,6% à 35%), de même que les taux d'imposition des dividendes et des plus-values en capital (de 20% à 15% pour ceux gagnant un certain niveau de revenus, de 8% ou 10% à 0% pour les ménages les moins aisés). Les dispositions de ces textes sont censées s'éteindre à partir du 1er janvier 2011, à moins qu'une nouvelle loi ne rende ces changements permanents.

<sup>12</sup> Pour une personne seule, en 2010 : 10% entre 0 et 8 350 USD ; 15% entre 8 350 et 33 950 USD ; 25% entre 33 950 et 82 250 USD ; 28% entre 82 250 et 171 550 USD ; 33% entre 171 550 et 372 950 USD ; 36% au-delà.

<sup>13</sup> Cet encadré est basé sur des informations diffusées par le Center on Budget and Policy Priorities. E. McNichol et N. Johnson (2009).

<sup>14</sup> Dans le cas contraire, on se trouve en présence de l'hypothèse de neutralité ricardienne : la hausse de l'épargne privée compense la baisse de l'épargne publique, et les variables macroéconomiques sont inchangées.

<sup>15</sup> Pour une présentation détaillée : Elmendorf D. W. et N.G. Mankiw (1998).

<sup>16</sup> Nous estimons que la Réserve fédérale pourrait commencer de relever son taux directeur en 2011.

<sup>17</sup> Morrison W. M. et M. Labonte (2009).

<sup>18</sup> New York Times, « China's Leader Says He Is 'Worried' Over U.S. Treasuries », 13 mars 2009.

<sup>19</sup> OCDE (2007). Guichard, S., M. Kennedy, E. Wurzel et C. André (2007).

<sup>20</sup> « The United States must increase its national saving rate. Although we should deploy, as best we can, tools to increase private saving, the most effective way to accomplish this goal is by establishing a sustainable fiscal trajectory, anchored by a clear commitment to substantially reduce federal deficits over time ». Ben Bernanke (2009), « Asia and the Global Financial Crisis ».

<sup>21</sup> Sans faire de recommandations particulières (ce n'est pas sa mission), le CBO a diffusé en décembre 2008 et août 2009 deux publications répertoriant un grand nombre d'options budgétaires à la disposition du Congrès : le premier volume (« Budget Options Volume 1 ») présentait 115 modifications possibles ayant trait aux recettes et dépenses du système de santé ; le second (« Budget Options Volume 2 ») exposait 188 options susceptibles de modifier les recettes et les dépenses faites dans les autres domaines. Nous avons repris dans ce paragraphe quelques-unes de ces mesures, et le chiffrage qui en est fait par le CBO.

<sup>22</sup> En cours au Congrès au moment de l'écriture de cet article.

## Références

CBO (2008), « Budget Options Volume 1 »

CBO (2009 - a), « Budget Options Volume 2 »

CBO (2010 - b), « The Budget and Economic Outlook: Fiscal years 2010 to 2020 »

CBO (2009 - c), « The Long-Term Budget Outlook »

Elmendorf D. W., N.G. Mankiw (1998), « Government debt », NBER Working Paper No. 6470

Engen E., R. G. Hubbard (2004), « Federal Government Debt and Interest Rates », NBER Working Paper No. 10681

Joint Committee on Taxation (2009), « Estimated Budget Effects of the Revenue Provisions Contained in the President's Fiscal Year 2010 Budget Proposal as Described by the Department of the Treasury »

Gale W., P. Orszag (2004), « Budget Deficits, National Saving, and Interest Rates », Brookings Institution

Guichard S., M. Kennedy, E. Wurzel et C. André (2007), « What Promotes Fiscal Consolidation: OECD Country Experiences », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, no 553

McNichol E., N. Johnson (2009), « Recession continues to batter State budgets, State responses could slow recovery », Center on Budget and Policy Priorities

Moody's (2009), « Aaa sovereign monitor »

Morrison W. M., M. Labonte (2009), « China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy », CRS Report for Congress 7-5700

OCDE (2007), « Consolidation budgétaire: les leçons de l'expérience », Perspectives économiques de l'OCDE 81

Report of the President's Advisory Panel on Federal Tax Reform (2005), « Simple, Fair, and Pro-Growth: Proposals to Fix America's Tax System »

Rogoff K. S., C. M. Reinhart (2010), « Growth in a Time of Debt », NBER Working Paper No. 15639

Standard and Poor's (2009), « Why it is unlikely that the ratings on the U.S. government will be lowered in the near term »

## Direction des Etudes Economiques

<b>Philippe d'ARVISENET</b> Chef économiste - Economies OCDE	01.43.16.95.58	<a href="mailto:philippe.darvisenet@bnpparibas.com">philippe.darvisenet@bnpparibas.com</a>
<b>Responsable Economies OCDE</b> <b>Questions structurelles, Marché financier unique</b> <b>Eric VERGNAUD</b>	01.42.98.49.80	<a href="mailto:eric.vergnaud@bnpparibas.com">eric.vergnaud@bnpparibas.com</a>
<b>Conjoncture</b> Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	<a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>
<b>ETATS-UNIS, CANADA</b> Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	<a href="mailto:jean-marc.lucas@bnpparibas.com">jean-marc.lucas@bnpparibas.com</a>
<b>JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE, BENELUX,</b> <b>PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME</b> Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	<a href="mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com">raymond.vanderputten@bnpparibas.com</a>
<b>ZONE EURO, ITALIE, MARCHÉ DU TRAVAIL ZONE EURO</b> Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	<a href="mailto:clemente.delucia@bnpparibas.com">clemente.delucia@bnpparibas.com</a>
<b>FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO</b> Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	<a href="mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com">frederique.cerisier@bnpparibas.com</a>
<b>ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE</b> Catherine STEPHAN	01.55.77.71.89	<a href="mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com">catherine.stephan@bnpparibas.com</a>
<b>ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE</b> Philippe SABUCO	01.43.16.95.54	<a href="mailto:philippe.sabuco@bnpparibas.com">philippe.sabuco@bnpparibas.com</a>
<b>ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES</b> Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	<a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>
<b>ECONOMIE BANCAIRE</b> <b>Laurent QUIGNON</b> Responsable	01.42.98.56.54	<a href="mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com">laurent.quignon@bnpparibas.com</a>
Céline CHOLET Philippe SABUCO	01.57.43.02.91 01.43.16.95.54	<a href="mailto:celine.choulet@bnpparibas.com">celine.choulet@bnpparibas.com</a> <a href="mailto:philippe.sabuco@bnpparibas.com">philippe.sabuco@bnpparibas.com</a>
<b>RISQUES PAYS</b> <b>Guy LONGUEVILLE</b> Responsable	01.43.16.95.40	<a href="mailto:guy.longueville@bnpparibas.com">guy.longueville@bnpparibas.com</a>
<b>François FAURE</b> Adjoint Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	<a href="mailto:francois.faure@bnpparibas.com">francois.faure@bnpparibas.com</a>
<b>ASIE</b> Delphine CAVALIER Christine PELTIER	01.43.16.95.41 01.42.98.56.27	<a href="mailto:delphine.cavalier@bnpparibas.com">delphine.cavalier@bnpparibas.com</a> <a href="mailto:christine.peltier@bnpparibas.com">christine.peltier@bnpparibas.com</a>
<b>AMERIQUE LATINE</b> Sylvain BELLEFONTAINE Thibault MERCIER	01.42.98.26.77 01.42.98.74.26	<a href="mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com">sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com</a> <a href="mailto:thibault.mercier@bnpparibas.com">thibault.mercier@bnpparibas.com</a>
<b>AFRIQUE</b> Stéphane ALBY Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.02.04 01.42.98.43.86	<a href="mailto:stephane.alby@bnpparibas.com">stephane.alby@bnpparibas.com</a> <a href="mailto:jeanloic.guieze@bnpparibas.com">jeanloic.guieze@bnpparibas.com</a>
<b>EUROPE DE L'EST</b> Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Alexandre VINCENT	01.43.16.95.44	<a href="mailto:alexandre.vincent@bnpparibas.com">alexandre.vincent@bnpparibas.com</a>
<b>RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES</b> Anna DORBEC	01.42.98.48.45	<a href="mailto:anna.dorbec@bnpparibas.com">anna.dorbec@bnpparibas.com</a>
<b>MOYEN-ORIENT – SCORING</b> Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	<a href="mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com">pascal.devaux@bnpparibas.com</a>



## Nos publications

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture Taux Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

### Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après "BNP Paribas"), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker -dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act. © BNP Paribas (2010). Tous droits réservés

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : [www.bnpparibas.com](http://www.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Février 2010 ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas

