

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



La situation budgétaire américaine : une nette détérioration malgré la croissance économique

Les décisions de l'administration Trump et du Congrès coûtent cher

Après quelques années d'amélioration au début de la décennie, le déséquilibre des finances du gouvernement fédéral américain a recommencé à se creuser. Le déficit a atteint 665 G\$ US au terme de l'exercice 2017 et la situation devrait continuer à se détériorer au cours des prochaines années selon les récentes prévisions du Congressional Budget Office (CBO). Alors qu'à ce moment-ci du cycle économique la croissance devrait faire en sorte que l'équilibre budgétaire se rapproche, les récentes décisions prises à Washington provoqueront plutôt des gonflements des déficits et de la dette au cours des prochaines années. La situation pourrait occasionner certaines pressions haussières sur les taux d'intérêt en plus de se montrer problématique lorsque l'économie connaîtra son prochain revers.

Le portrait actuel

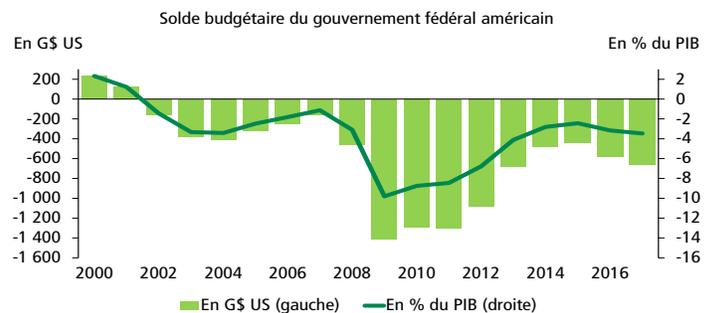
La crise économique et financière a fait grimper le déficit budgétaire fédéral à un sommet de 1 412,7 G\$ US (9,8 % du PIB) durant l'exercice 2009¹. Aidée par l'amélioration de la croissance économique, par certaines hausses d'impôts et par des mesures de restrictions des dépenses fédérales, la situation s'est par la suite améliorée. Durant le présent cycle, le plus petit déficit a été atteint en 2015, soit 438,5 G\$ US ou 2,4 % du PIB. Au cours des deux exercices suivants, on a toutefois observé de nouvelles détériorations des finances publiques avec des déficits de 584,7 G\$ US (3,2 % du PIB) en 2016 et de 665,4 G\$ US (3,5 % du PIB) en 2017 (graphique 1). Ces déficits plus élevés ont été, entre autres, provoqués par une faiblesse des revenus provenant de l'impôt des entreprises et par une augmentation des dépenses liées aux programmes sociaux.

Les dépenses

Les programmes sociaux représentent d'ailleurs une très grande proportion des dépenses du gouvernement fédéral américain. Parmi ces programmes, les principaux sont de loin la sécurité sociale (pensions de vieillesse), le Medicare (assurance-maladie pour les personnes âgées) et le Medicaid (assurance-maladie

GRAPHIQUE 1

Le déficit budgétaire a recommencé à se détériorer au cours des dernières années



Sources : Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

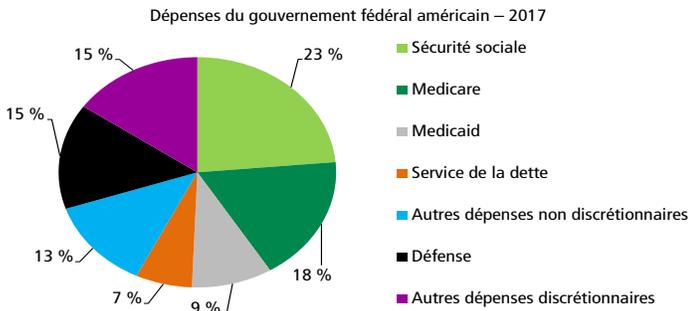
pour les personnes à très faibles revenus). Ensemble, ces trois programmes ont coûté 2 016 G\$ US en 2017, ce qui équivaut à 50,6 % des dépenses fédérales (graphique 2 à la page 2). Les autres dépenses non discrétionnaires (c.-à-d. qui ne dépendent pas d'un budget annuel) et le service de la dette se sont additionnés à 766 G\$ US. À cela, s'ajoutent les dépenses discrétionnaires qui doivent être revues chaque année, soit par une loi budgétaire du Congrès ou par le processus d'appropriation (vote des crédits par département). Ces dépenses discrétionnaires ont coûté 1 200 G\$ US en 2017, soit 590 G\$ US pour la défense et 610 G\$ US pour l'ensemble des autres

¹ Les exercices budgétaires du gouvernement fédéral américain commencent le 1^{er} octobre et se terminent le 30 septembre. Ainsi, l'exercice 2018 a commencé en octobre 2017 et s'achèvera à la fin de septembre prochain.

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Francis Généreux, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

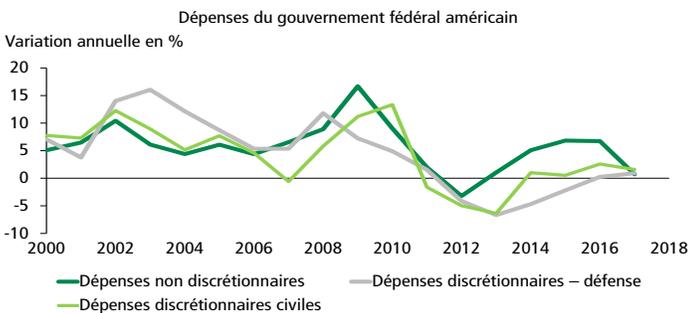
GRAPHIQUE 2
Les programmes sociaux et la défense occupent une très grande part des dépenses fédérales



Sources : Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

dépenses du gouvernement fédéral. On remarque qu'au cours des dernières années, la croissance des dépenses discrétionnaires a été beaucoup plus faible que celle des programmes sociaux, voire en contraction (graphique 3). Les limites imposées à la suite de la crise du plafond de la dette en 2011 et des nombreuses confrontations entre l'administration Obama et la majorité républicaine du Congrès ont causé cette faible croissance.

GRAPHIQUE 3
Depuis 2012, la hausse des dépenses provient essentiellement des dépenses non discrétionnaires liées aux programmes sociaux

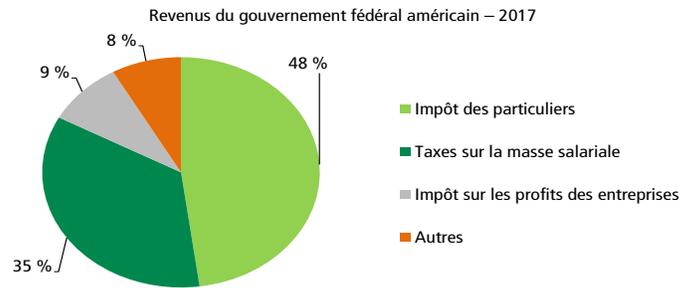


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les revenus

La plus importante source de revenus du gouvernement fédéral américain est l'impôt sur le revenu des particuliers qui atteignait 1 587 G\$ US en 2017. Suivent de près les taxes sur la masse salariale dédiées surtout au financement des programmes sociaux et de l'assurance-emploi. Elles sont payées en parts égales par les employés et les employeurs et atteignaient 1 162 G\$ US en 2017. Ces deux sources de taxation représentaient 82,9 % des revenus du gouvernement en 2017 (graphique 4). Les sommes provenant de l'impôt sur les profits des entreprises sont beaucoup plus modestes, à 297 G\$ US l'an dernier, et ne représentent que 8,9 % des revenus. Les surplus provenant de la Réserve fédérale font partie des autres sources de revenus et représentaient

GRAPHIQUE 4
Les revenus du gouvernement proviennent surtout de l'impôt des particuliers et des taxes sur la masse salariale



Sources : Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

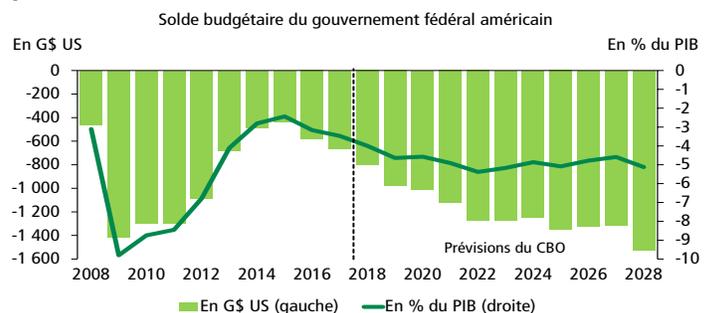
81 G\$ US en 2017, une baisse comparativement au sommet de 155,6 G\$ US en 2016.

Nouvelles prévisions du CBO

Le CBO, l'organisme non partisan du Congrès américain qui a pour rôle d'évaluer les perspectives budgétaires et les coûts des différents projets de loi², a récemment publié ses [prévisions pour l'horizon 2018-2028](#). On y remarque tout de suite que la récente tendance de détérioration des finances publiques se poursuivra au cours des prochaines années. Ainsi, le solde budgétaire du gouvernement fédéral passera de -665,4 G\$ US en 2017 à -804 G\$ US pour l'exercice 2018 qui se terminera le 30 septembre prochain. Le déficit continuera de se gonfler au cours des années suivantes et devrait dépasser 1 000 G\$ US dès l'exercice 2020.

Ces déficits affichent aussi des hausses en proportion du PIB (graphique 5). De 3,5 % en 2017, ils passent à 4,0 % dès 2018

GRAPHIQUE 5
Les déficits se creuseront considérablement au cours des prochaines années



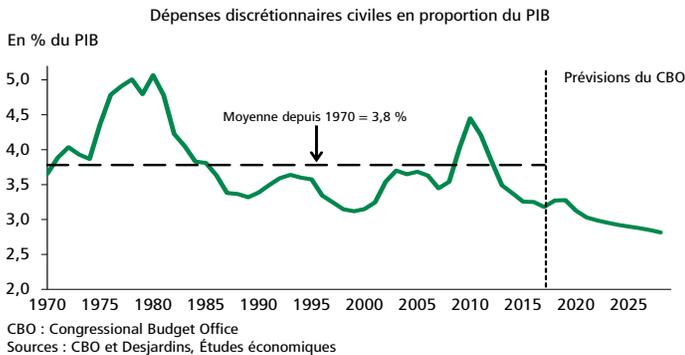
CBO : Congressional Budget Office
Sources : CBO et Desjardins, Études économiques

² Pour en apprendre davantage sur les organismes parlementaires d'analyse budgétaire comme le CBO, voir : [La petite histoire des directeurs parlementaires du budget](#), Desjardins, Études économiques, Point de vue économique, 3 mars 2016, 5 p.

pour continuer leur ascension vers 4,5 % en 2019 et jusqu'à un sommet de 5,4 % prévu en 2022. La proportion demeure ensuite relativement stable aux alentours de 5 % par la suite.

On remarque dans les prévisions du CBO que les dépenses en proportion du PIB augmentent considérablement, allant de 20,8 % en 2017 jusqu'à 23,6 % en 2028. Cette hausse est exclusivement attribuable aux anticipations de croissance des dépenses liées au vieillissement démographique, comme la sécurité sociale et les pensions de vieillesse. Ensemble, ces deux postes de dépenses passent de 8,6 % du PIB en 2017 à 11,1 % en 2028. Toujours en proportion du PIB, les dépenses discrétionnaires seront en baisse selon le CBO, passant de 6,3 % en 2017 (et augmentant à 6,4 % en 2018 et en 2019) à 5,4 % en 2028. Sur l'ensemble de la période, la moyenne de 3,1 % des dépenses discrétionnaires civiles se montrera nettement plus basse que la moyenne historique de 3,8 % enregistrée entre 1970 et 2017 (graphique 6).

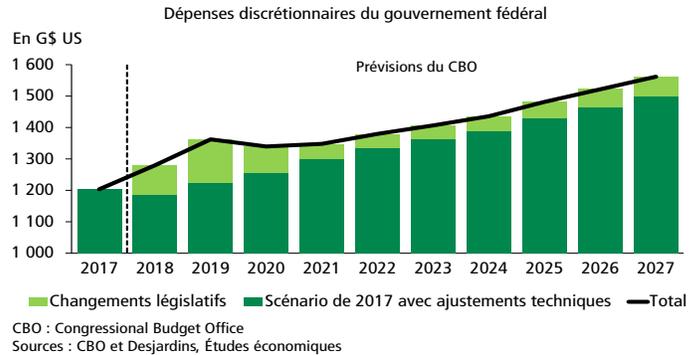
GRAPHIQUE 6 Les dépenses civiles non liées aux programmes sociaux sont de moins en moins importantes



La hausse des dépenses discrétionnaires en 2018 et en 2019, avec des croissances annuelles respectives de 6,6 % et de 6,4 %, provient essentiellement de l'entente budgétaire de 2018 (*Bipartisan Budget Act of 2018*) et de la récente loi sur le financement annuel du gouvernement (*Consolidated Appropriations Act*) issues de négociations entre la Maison-Blanche et les leaders républicains et démocrates du Congrès. Sans ces changements législatifs, les hausses de dépenses seraient beaucoup moins élevées à court terme (graphique 7).

L'autre principale source de gonflement du déficit à court terme, mais aussi dans ce cas à long terme, est la loi de baisses d'impôts adoptée à la fin de l'année dernière. Entre 2017 et 2018, les revenus fédéraux provenant de la taxation (impôt des particuliers, impôts sur la masse salariale et impôts sur les entreprises) augmentent un peu en dollars courants, soit de 13,5 G\$ US ou 0,4 %. C'est toutefois bien peu en rapport avec la croissance

GRAPHIQUE 7 Les récentes ententes budgétaires amèneront un sursaut des dépenses

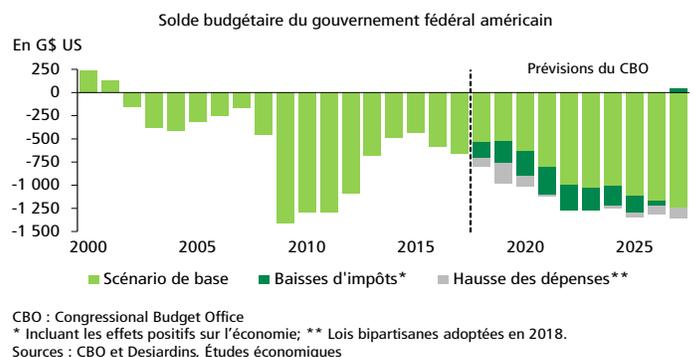


de 5,2 % du PIB nominal prévue par le CBO pour 2018. Ainsi, en proportion du PIB, ces revenus de taxation baissent de 15,9 % en 2017 à 15,2 % en 2018. Ce ratio se rapprochera graduellement de 16 % au cours des années suivantes.

Sans tenir compte des effets macroéconomiques positifs estimés par le CBO, le coût budgétaire des baisses d'impôts sera de 197 G\$ US pour l'exercice 2018 (l'effet porte sur neuf mois seulement) et de 289 G\$ US pour 2019. En considérant l'impact positif sur la croissance économique de la réduction du fardeau fiscal des ménages et des entreprises, le coût budgétaire diminue à 164 G\$ US en 2018 et 228 G\$ US en 2019. Le coût maximal survient en 2021 atteignant 292 G\$ US. Sur l'horizon de dix ans, le coût total est de 2 314 G\$ US sans effet macroéconomique et de 1 854 G\$ US si on considère l'effet positif prévu par le CBO.

On remarque que la conjugaison des hausses des dépenses et des baisses d'impôts contribuera nettement à la détérioration des finances publiques. Ces mesures empireront ainsi une situation budgétaire qui n'évoluait déjà pas dans le bon sens (graphique 8).

GRAPHIQUE 8 Les baisses d'impôts ainsi que les ententes budgétaires exacerberont les déficits

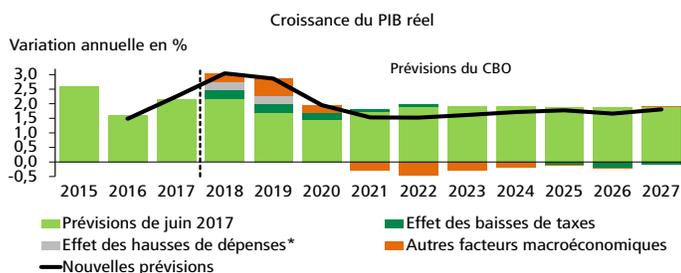


Une détérioration moins grave qu'anticipée grâce à la croissance économique

Comme on vient de le voir, les coûts budgétaires prévus des mesures récemment implantées par l'administration Trump et le Congrès sont amenuisés par les effets positifs anticipés sur la croissance économique. Le CBO a d'ailleurs grandement revu à la hausse ses prévisions de progression du PIB. Lors du dernier exercice de prévision en juin 2017, le CBO prévoyait une variation annuelle de 2,2 % en 2018 et de 1,7 % en 2019. Les nouvelles prévisions tablent sur des gains respectifs de 3,3 % et de 2,4 %. Une bonne partie du changement provient de l'effet espéré des baisses d'impôts et des hausses des dépenses (graphique 9). Les conséquences à long terme sont cependant plus négatives.

GRAPHIQUE 9

Les baisses d'impôts et les hausses de dépenses appuient nettement la croissance à court terme



CBO : Congressional Budget Office

* Sans en préciser l'ampleur, le CBO estime que la hausse des dépenses en 2018 et en 2019 aura une incidence négative sur la croissance au cours des années suivantes.

Sources : CBO et Desjardins, Études économiques

Depuis la publication des premières estimations du coût budgétaire de la loi concernant les baisses d'impôts et des récentes lois concernant les dépenses, on pouvait projeter que les déficits dépasseraient 1 000 G\$ US dès l'exercice 2019 qui commencera en octobre prochain. La publication des dernières prévisions du CBO a apaisé ces craintes. La plus forte croissance économique prévue n'y est cependant pas pour rien. En ajoutant au scénario de base de l'an dernier le coût brut des récents changements législatifs, on obtient un déficit de 834 G\$ US en 2018 et de 1 148 G\$ US en 2019. En % du PIB (en utilisant ceux prévus l'an dernier), les déficits passeraient de 3,5 % en 2017 à 4,2 % en 2018 et à 5,6 % en 2019. Pour éviter un dérapage encore plus important de finances publiques américaines, il faut donc souhaiter que les prévisions économiques tiennent bien la route.

À court terme, les prévisions du CBO sont d'ailleurs un peu plus optimistes que celles de la plupart des autres prévisionnistes. En fait, seule la Maison-Blanche, dans sa proposition budgétaire 2019, table sur une croissance semblable, voire supérieure (tableau 1).

Une croissance économique sensiblement plus faible que prévu aurait évidemment un effet sur l'évolution des finances publiques, notamment par le biais de revenus budgétaires moins importants. Un ralentissement marqué amènerait aussi des hausses de dépenses supplémentaires. L'Office of Management and Budget (OMB) de la Maison-Blanche estime qu'une croissance plus faible de 1 % pendant une année sans changement par la suite (retour à la croissance initialement

TABLEAU 1

Prévisions du PIB réel

| | PÉRIODE | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|----------------|-------------|-------------|-------------|
| VARIATION ANNUELLE EN % | | | | |
| | a/a | | | |
| Prévisions du CBO | Avril 2018 | 3,0 | 2,9 | 2,0 |
| Prévisions de la Maison-Blanche | Février 2018 | 3,0 | 3,2 | 3,1 |
| Prévisions du FMI | Avril 2018 | 2,9 | 2,7 | nd |
| Prévisions de Desjardins | Avril 2018 | 2,8 | 2,5 | 1,9 |
| Prévisions du consensus de Bloomberg | Avril 2018 | 2,8 | 2,5 | 2,1 |
| | PÉRIODE | 2018 | 2019 | 2020 |
| VARIATION ANNUELLE EN % AU T4 | | | | |
| | T4/T4 | | | |
| Prévisions du CBO | Avril 2018 | 3,3 | 2,4 | 1,8 |
| Prévisions de la Maison-Blanche | Février 2018 | 3,1 | 3,2 | 3,1 |
| Prévisions du FMI | Avril 2018 | 3,0 | 2,3 | nd |
| Prévisions de Desjardins | Avril 2018 | 2,7 | 2,4 | nd |
| Prévisions du consensus de Bloomberg | Avril 2018 | 2,7 | nd | nd |
| Prévisions médiane de la Réserve fédérale | Mars 2018 | 2,7 | 2,4 | 2,0 |

CBO : Congressional Budget Office; FMI : Fonds monétaire international; nd : non disponible

Sources : CBO, Office of Management and Budget, FMI, Bloomberg, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

prévue, mais sans rebond) amènerait un coût budgétaire net sur dix ans de 802 G\$ US. Dans l'hypothèse qu'une fin de cycle économique devrait éventuellement survenir aux États-Unis, on peut facilement croire que la situation des finances publiques, sans nouveaux ajustements législatifs, risque de se montrer encore plus mauvaise.

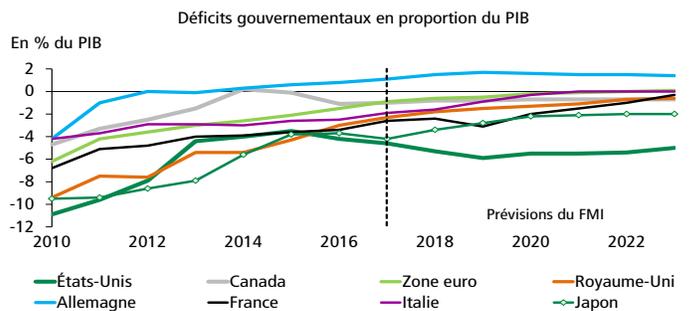
Qu'en est-il de la dette?

Le gonflement des déficits annuels aura inévitablement des conséquences directes sur l'endettement du gouvernement fédéral américain. Sa dette brute a déjà dépassé les 20 000 G\$ US au cours de l'année 2017. À la fin de mars 2018, elle se situait à 21 090 G\$ US. Une bonne partie de cette dette est détenue par le gouvernement fédéral lui-même dans différents fonds dédiés. Ainsi, il est plus intéressant de regarder la dette détenue par le public. Celle-ci est passée de 14 673 G\$ US au terme de l'exercice 2017 à 15 428 \$ US à la fin de mars 2018.

Le CBO prévoit que la dette détenue par le public passera de 15 668 G\$ US à la fin de l'exercice 2018 au 30 septembre prochain à 28 671 G\$ US en 2028. En proportion du PIB, la dette passera ainsi de 76,5 % en 2017, à 78,0 % en 2018 et 79,3 % en 2019 pour atteindre un sommet de 96,2 % en 2028. C'est une nette détérioration par rapport à ce qui était anticipé par le CBO lors de l'exercice de l'an dernier. Pour 2027, ce sont 1 563 G\$ US qui s'ajoutent ainsi à la dette prévue. En proportion du PIB, la différence est de 3,3 % (graphique 10). Rappelons que le scénario du CBO table sur une croissance continue sans revers de conjoncture.

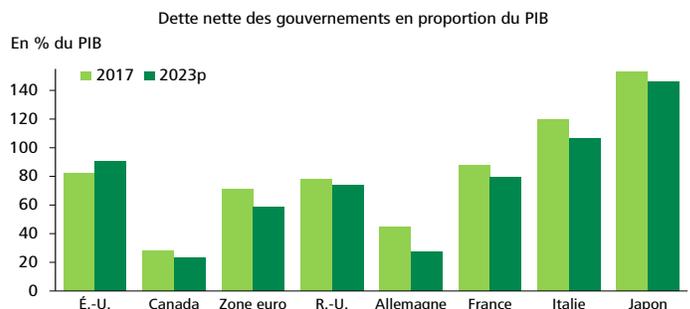
La détérioration des finances publiques américaines place le pays en contraste avec l'amélioration observée dans plusieurs pays avancés. Alors que les prévisions du Fonds monétaire international (FMI)³ montrent que la zone euro pourrait atteindre l'équilibre budgétaire au début de la prochaine décennie et que le Canada et même le Japon s'en approcheront, les États-Unis s'enfonceront (graphique 11). Seule la dette américaine continuera de se détériorer (graphique 12).

GRAPHIQUE 11
La détérioration des finances publiques américaines fait bande à part



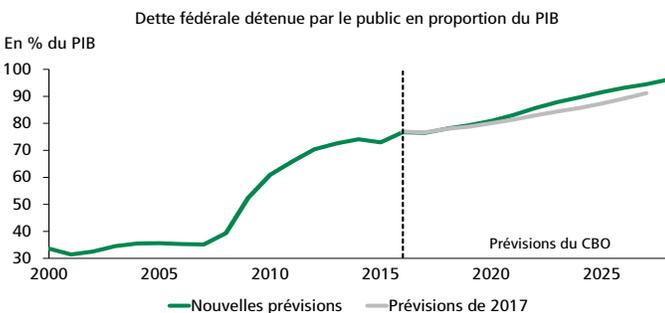
FMI : Fonds monétaire international
Sources : FMI et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 12
Seule la dette américaine continue d'augmenter en proportion du PIB



p : prévisions du FMI; FMI : Fonds monétaire international
Sources : FMI et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 10
La dette augmentera considérablement



CBO : Congressional Budget Office
Sources : CBO et Desjardins, Études économiques

Ce gonflement de l'endettement risque d'occasionner de nouvelles disputes concernant le plafond légal de la dette. Pour le moment, l'entente budgétaire bipartite de 2018 a suspendu le plafond de la dette jusqu'au 1^{er} mars 2019. Toutefois, cette limite sera éventuellement révisée et devra faire l'objet d'un relèvement officiel, un débat qui échauffe facilement les esprits des politiciens américains.

Malgré son ampleur présente et anticipée, la dette américaine ne pose pas de problème de financement. Le gouvernement fédéral dispose toujours d'une bonne cote de crédit (malgré la décote de 2011 par Standard & Poor's par suite de la crise du plafond de la dette). Les taux d'intérêt obligataires demeurent modestes. Toutefois, il reste à voir comment la situation évoluera. Est-ce que la demande d'obligations américaines parviendra à satisfaire l'offre en raison de l'endettement accru, et ce, sans montée abrupte des taux d'intérêt? Les scénarios de base tablent

³ Les prévisions du FMI diffèrent de celles du CBO, notamment à des fins de comparaisons internationales, mais aussi parce qu'elles intègrent l'ensemble des administrations publiques.

sur une certaine continuité avec des rendements obligataires qui restent surtout assujettis à l'évolution de l'économie et de l'inflation. Toutefois, il y a des risques que des pressions se fassent éventuellement sentir sur le coût de financement de la dette. À cela s'ajoute la volonté fragile des pays émergents, notamment la Chine, à continuer de financer de façon importante le gouvernement américain. Il y a aussi le fait que la Réserve fédérale cherche maintenant à se départir (lentement et graduellement) des obligations fédérales acquises au lendemain de la crise financière.

On remarque aussi que le service de la dette fédérale deviendra de plus en plus coûteux pour le gouvernement. Le CBO anticipe que les taux obligataires de dix ans passeront de 2,3 % en 2017 à 4,2 % en 2022. De leurs côtés, les taux à court terme monteront de 0,7 % à 3,8 % durant la même période. L'endettement accru et la hausse des taux font en sorte que le service de la dette passera, selon les prévisions du CBO, de 263 G\$ US en 2017 à 915 G\$ US en 2028. En % du PIB, l'augmentation va de 1,4 % à 3,1 % (graphique 13). Là aussi, il faut souhaiter que les prévisions

tiennent bien la route et que les taux d'intérêt n'augmentent pas trop. Selon l'OMB, si les taux se montrent plus élevés de 1 % par rapport au scénario de base, c'est 1 258 G\$ US qu'il faut ajouter au déficit total sur dix ans.

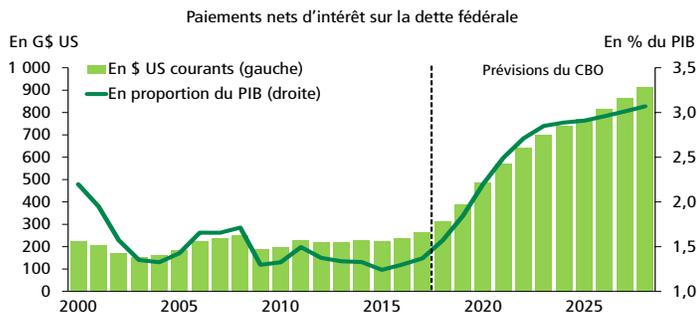
Conclusion : un défi des finances publiques encore plus difficile à relever

Avec ses dernières décisions concernant les baisses d'impôts et les hausses de dépenses, le gouvernement fédéral américain s'est placé dans une position de détérioration procyclique des finances publiques. Cela a l'avantage d'amplifier l'activité économique à court terme, ce qui se perçoit dans un relèvement généralisé des prévisions de croissance pour 2018 et 2019. Il reste à voir si le jeu vaut vraiment la chandelle et si la détérioration des finances publiques ne viendra pas hanter la conjoncture plus tard. À ce stade-ci du cycle économique, l'objectif devrait plutôt être de profiter de la croissance économique pour amoindrir les manques à gagner budgétaires. Cela permettrait de faire face à d'éventuels contrecoups conjoncturels.

Si un ménage doit éventuellement être fait, il sera difficile de concilier les choix des différentes factions politiques américaines. Les bas taux d'imposition, le financement de la défense et l'inviolabilité des programmes sociaux ont chacun leurs défenseurs inébranlables. Les pressions des marchés, les besoins issus de la conjoncture et le lourd coût à long terme du vieillissement démographique risquent cependant de forcer la classe politique à faire des choix douloureux dans un futur plus ou moins rapproché, ce que les élus actuels n'ont pas voulu faire.

Francis Généreux, économiste principal

GRAPHIQUE 13
Le service de la dette coûtera de plus en plus cher



CBO : Congressional Budget Office
Sources : CBO et Desjardins, Études économiques